

买入

2024年7月26日

中国在线旅游行业领导者与全球拓展之路

➤ **中国最大的在线旅游服务商：**携程集团作为中国最大的在线旅游服务商，从成立最初的机酒预订服务平台，现如今已发展成为能够提供全方位旅行服务的中国 OTA 行业巨头，并在市场中长期占据主导地位。通过不断的产业融合及技术创新，其领先的竞争优势难以被撼动。面对过去疫情挑战，携程通过积极调整市场重心、加强线上服务、控制成本等措施，有效缓解了疫情冲击，并在市场复苏后快速实现突破。2023 年至今，携程的业绩已实现超越疫情前水平，显示出中国旅游行业的强劲韧性，也展现出携程集团在国内市场根基的长期增长潜力。

➤ **国际市场形成加速增长引擎：**在国际市场上，携程集团通过战略性收购如 Skyscanner 和 Trip.com，并利用集团原有资源规模优势以及创新技术优势，逐步打入亚洲、北美和欧洲等国际市场，构建出全球旅游服务的网络体系。针对不同地区市场特点，携程采取了差异化的市场策略，如在欧美市场通过 Skyscanner 进行市场渗透，而在亚洲市场则利用 Trip.com 的供应链资源优势，推动整体集团业务相互协同，增强在国际市场的品牌影响力。自 2022 年起，集团海外业务持续保持了强劲的增长势头。截至 2023 年，集团海外业务共计实现营收 58.9 亿元，较 2018 年同期相比几乎翻倍增长，占集团总收入比例已提升至 13.2%，较 2018 年同期增加+3.5%，逐渐成为集团新的收入增长点。

➤ **国内+国际双轮驱动：**展望未来，自疫情开放以来，国内外旅游需求保持高度活跃。国内市场作为集团业绩基本盘，预计将持续受益于国内旅游需求提升实现稳定增长。同时，国际业务已逐渐形成集团第二增长曲线，其中预计未来 Skyscanner 保持稳健增长、Trip.com 有望延续高速扩张态势。随着未来全球旅游市场的复苏和集团的进一步国际化布局，我们预计携程集团有望在全球旅游服务行业中继续延续强劲增长态势，实现长期可持续的盈利提升。

➤ **目标价 54.62 美元，首次覆盖给予买入评级：**综上所述，我们预计集团 2024-2026 年 Noon-GAAP 归母净利润有望分别实现人民币 152.3/176.7/203.6 亿元，复合增速 15.6%，目标价 54.62 美元，相当于 2024 年盈利预测 22 倍 PE，距离当前具有 25.8% 的上升空间，给予买入评级。

➤ **重要风险：**1) 宏观经济发展不及预期；2) 地缘政治风险；3) 竞争加剧；4) 海外扩展不及预期；5) 品牌声誉风险。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

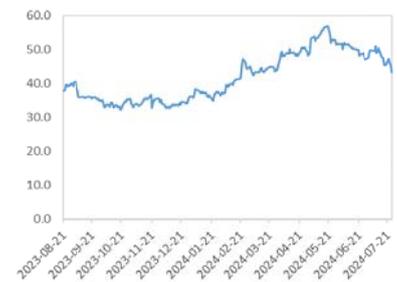
主要资料

行业	OTA/互联网
股价	43.43 美元
目标价	54.62 美元 (+25.8%)
股票代码	TCOM.O
总股本	6.51 亿股
市值	282.78 亿美元
52 周高/低	58.00 美元/31.55 美元
每股净资产	27.659 美元
主要股东	百度集团 (8.89%) Capital World Investors (5.92%) 梁建章 (1.15%)

盈利摘要

股价表现

财务年度截至12月31日	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入(百万元)	20,055	44,562	51,864	59,638	68,169
变动(%)	0.1%	122.2%	16.4%	15.0%	14.3%
Noon-GAAP归母净利润(百万元)	1,294	13,071	15,234	17,666	20,364
变动(%)	-4.6%	910.1%	16.5%	16.0%	15.3%
基本每股收益(元)	2.2	15.2	17.7	20.6	23.7
市盈率@43.43美元(倍)	142.7	20.4	17.5	15.1	13.1
每股股息(美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

携程集团 Trip.com Group

中国 OTA 领域的龙头代表

携程集团 (Trip.com Group) 是中国规模最大的在线旅游服务商，其总部设在上海，并在北京、广州、深圳、成都、杭州、南京、厦门、重庆、青岛、沈阳、武汉、三亚、丽江、香港、南通等 16 个城市设有分支机构，同时在南通设立了服务联络中心。

携程集团的前身——携程旅行网 (Ctrip.com)，由梁建章、季琦、沈南鹏和范敏四位创始人于 1999 年 10 月共同创立，初期以提供旅游信息和社区服务为主，是中国最早的在线旅行社之一。自携程旅行网成立之初，其酒店预订量就迅速占据了国内酒店分销市场的领先地位。

图表 1: 携程集团历史营收变化



资料来源: 公司公告, Wind, 第一上海

图表 2: 携程集团历史利润变化



资料来源: 公司公告, Wind, 第一上海

全球化及互联网发展形成红利，投资并购加速版图扩张

在全球化加速发展和互联网技术的推动下，中国的在线旅游市场迎来了迅猛的发展。自成立之初，携程集团就通过互联网技术革新了传统旅游行业。随着中国互联网经济的蓬勃发展和国民旅游需求的不断增长，携程利用其不断提升的互联网技术与旅游行业深度融合，推动了其业务的持续繁荣，实现了从新兴企业到行业巨头的华丽蜕变。

在这个过程中，携程集团通过一系列的投资和并购活动，不断扩展其业务版图。过去二十多年间，集团陆续投资了国内外的在线旅游服务提供商、旅行社和酒店集团等，实现业务版图的持续扩展和多元化，如今已成为行业中具有重要影响力的领军企业。

图表 3: 携程集团主要发展历程



资料来源: 公司资料, 第一上海

从机+酒预订服务，到全球知名的一站式旅游服务平台

搭建国内发展基础

携程在成立之初采用了电子商务和呼叫中心相结合的运营模式，为顾客提供机票和酒店预订服务。2000年，携程通过战略性收购，将国内领先的订房中心——北京现代运通订房中心纳入旗下。随后在2002年，携程进一步扩展其业务范围，并购了知名的票务公司——北京海岸航空服务有限公司。通过这些对传统旅游分销商关键性的并购活动，携程不仅巩固了其在旅游行业的竞争力，而且随着其酒店和机票预订业务的快速扩张，携程在在线旅游服务市场中逐步建立起了其主导地位，为携程后续的快速发展奠定了坚实的基础。

巩固国内领导地位

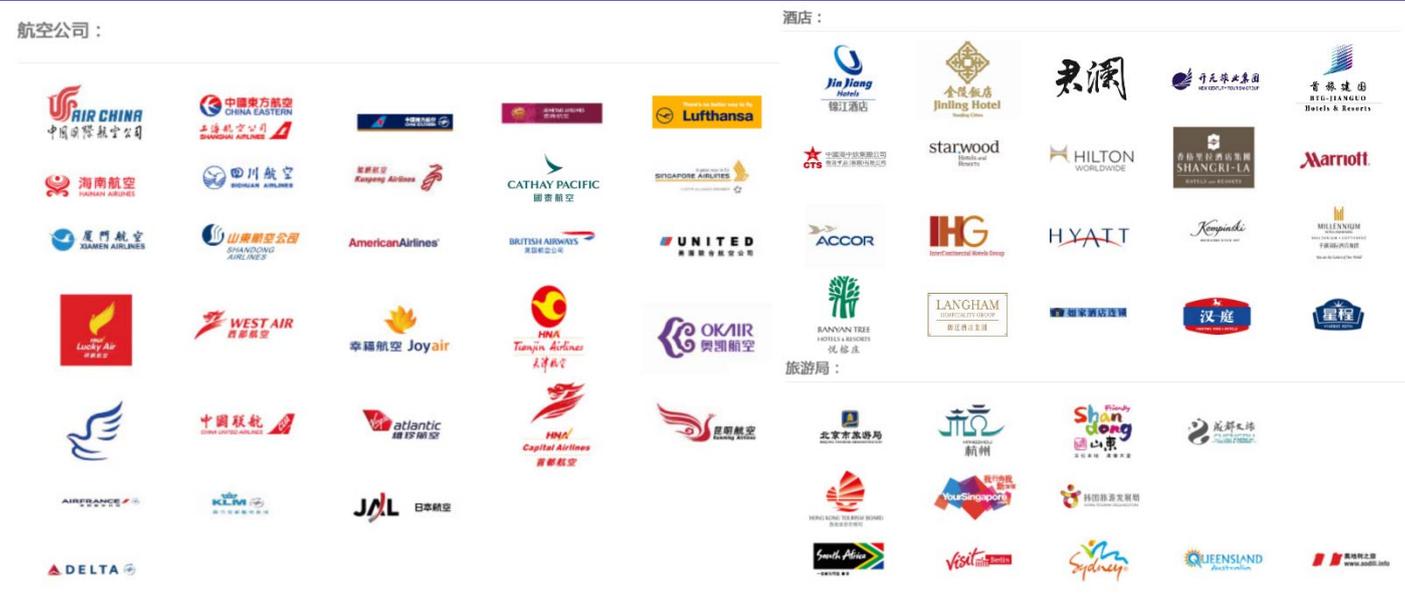
自2011年开始，随着新的在线旅游业务领域进入者涌现，携程面临的外部竞争压力开始增大。为了应对这一挑战，携程采取了一系列战略性的资本运作来加速其业务扩展。从2014年开始，携程通过投资和并购手段，将同程、艺龙、去哪儿等行业重要玩家纳入其版图，从而在国内市场进一步巩固了其领导地位。

海外国际布局加快

进入2016年，携程的扩张步伐进一步加快，通过投资或并购国际知名的旅游搜索平台Skyscanner、美国社交旅游网站Trip.com (Gogobot)，以及成为印度最大的旅游企业MakeMyTrip的控股股东，携程在国际市场上的布局 and 影响力得到了显著加强。

目前，携程集团依托其革新的商业模式和广泛的服务网络，不仅在国内市场上占据领先地位，而且通过其国际化战略和不断的服务创新，已逐渐发展成为一个享有盛誉的全球在线旅游服务平台。

图表 4：与丰富的上下游资源方进行深度合作



资料来源：公司资料，第一上海

盈利模式及业务构成

携程集团主要业务布局

从业务范围来看，集团经过多年的内部发展及外部并购等方式，目前已成功覆盖了包括酒店预订、机票预订、旅游套餐和商务旅行管理等全方位的旅行服务

图表 5：携程集团业务构成

	酒店预订	提供国内外酒店预订服务
	机票预订	提供国内外机票预订服务
	旅游度假	提供旅游套餐、跟团游、自由行等产品
	商旅管理	为企业提供商务旅行管理服务
	其他	线上广告业务、或向用户及生态系统合作伙伴提供金融服务等

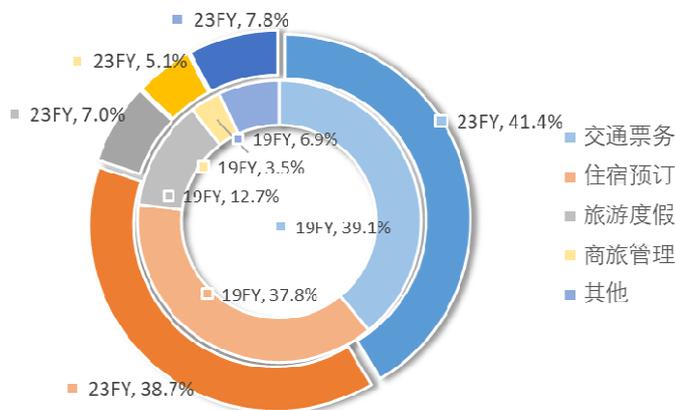
资料来源：公司公告，第一上海

交通及住宿为基本盘，一站式多元业务互为补充

携程集团的盈利模式，以其从供应商或客户收取一定佣金或服务费为其主要收入来源。此外，集团还通过如在其平台上展示广告、或向其客户及合作伙伴提供一定金融服务等途径，来实现其增额收益。

截至 2023 年，集团交通票务、住宿预订、旅游度假、商务旅行、其他业务分别创造收益共计人民币 184/173/31/23/35 亿元，同比分别增长 +123%/+133%/+294%/+109%/+37%，在集团总营业收入占比分别为 41%/39%/7%/5%/8%。其中，交通票务及住宿预订业务为公司核心收入来源，二者合计占公司总营收比重达到 80%。

图表 6：携程集团营收占比-按业务划分



资料来源：公司公告，第一上海

图表 7：2019-2023 年营收规模-按业务划分



资料来源：公司公告，第一上海

立足国内市场，迈向国际扩张

分区域市场来看，根据携程集团的营收分布显示，集团 2023 年大中华区和海外地区的收入分别为 387/59 亿元人民币，同比分别增长+136.8%/+58.1%。在集团的总营收中，大中华区和海外地区分别占比为 87%和 13.2%。但值得注意的是，目前为止海外市场中没有任何一个国家的单独收入超过了集团总收入的 10%，海外市场受单个国家市场的不可控因素影响风险较为有限。

目前，集团已经搭建起以四大核心品牌为基础，即国内携程旅行（Ctrip）+去哪儿（Qunar）、以及国际 Trip.com+Skyscanner 的全方位服务平台体系，覆盖了国内外的广泛不同旅游需求。

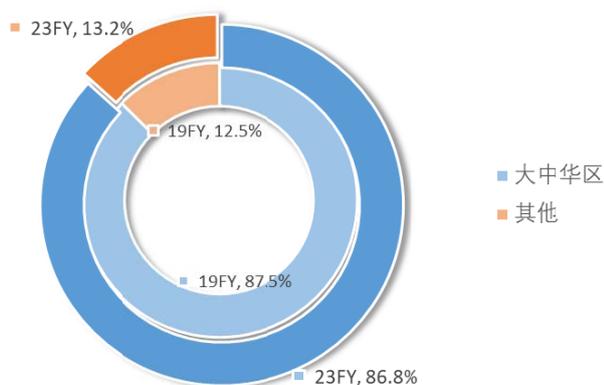
图表 8：携程集团：国内+国际四大核心品牌



资料来源：公司官网，第一上海

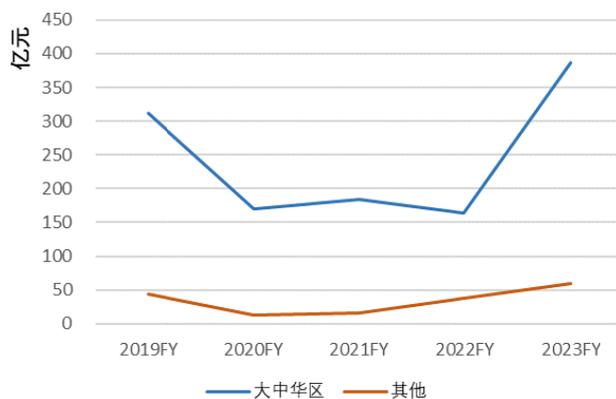
长期以来，大中华区市场一直是携程集团最主要的收入和利润来源根基。然而，随着集团在海外市场业务的持续拓展，近年来海外市场对集团收入的贡献也在逐渐增加。具体来看，2023 年集团海外市场收入占比较疫情前 2019 年提高了+0.7pct，表明携程的国际业务已逐步成为集团整体收入结构中越来越重要的组成部分。

图表 9：携程集团营收占比-按区域划分



资料来源：公司公告，第一上海

图表 10：2019-2023 年营收规模-按区域划分



资料来源：公司公告，第一上海

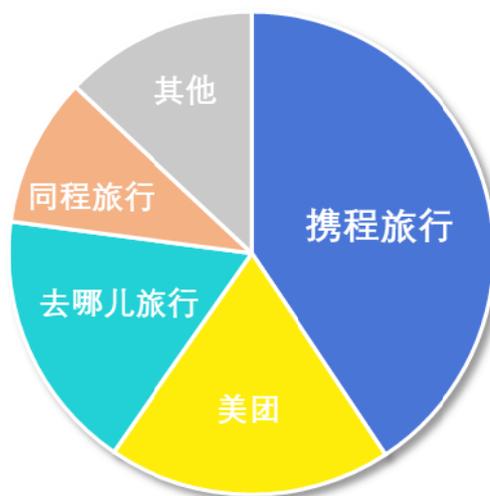
国内市场领先优势显著

中国在线旅游市场绝对领导者

中国 OTA 行业市场总体较为集中。其中，携程旅行及去哪儿旅行均占据了市场领先份额。

图表 11：“携程系”占据中国在线旅游市场绝对领导地位

2020年在线旅游市场份额（GMV口径）



资料来源：Fastdata, Wind, 第一上海

供应链资源根基牢固

如前文所述，集团以机票和酒店预订业务为基础起家，长期通过收购或投资等方式，构建了坚实的供应链壁垒，通过旗下的各大平台整合，可面向全球不同用户群体提供整套完整的旅行产品、服务及差异化的旅行内容，形成了一个庞大的全球旅游供应链系统。

自 2009 年起，携程先后大面积投资了如家、汉庭、首旅、华住、7 天、亚朵、开元、旅悦等酒店龙头企业。在交通预订方面，目前集团机票预订网络已覆盖国际国内绝大多数航线，并通过外接 12306 票务方式为客户提供火车票预订服务。目前，携程已经与全球主要的连锁酒店、航空公司、旅游目的地供应商和旅游局建立了稳固的战略合作伙伴关系。

截至 2023 年，根据携程官网显示，集团广泛的合作伙伴网络不仅覆盖了超过 170 万家酒店和 600 多家航空公司，还涵盖了 9 万多个旅行社、景区和汽车租赁服务商，形成了一个非常全面的旅游生态。其中，根据易观数据显示，截至 2018 年携程+去哪儿在国内在线交通预订市场中已分别占据 36%/19%的份额（合计占比约为 55%）。

除此之外，携程还不断扩展其业务范围，推出了全球购、商场折扣、签证服务、保险产品、紧急救援和贷款等更多附加服务，为其用户提供更为全面的一站式旅游服务平台，确保消费者从预订到出行的每一个环节都能享受到携程平台的便捷和支持，增加其用户粘性。

火车票预订过程中，平台不收取相关出票费，而是通过抢票等增值服务获得一定收入。

图表 12：携程集团于中国市场的主要旅游产业链布局

首次交易时间	地区	投资/并购标的	所在细分行业
2000	中国	北京现代运通订房中心	酒店预订
2002	中国	北京海岸航空服务	机票预订
2009	中国	Eztravel	短途游
2009	中国	如家股份	酒店
2010	中国	永安旅游	OTA
2010	中国	汉庭酒店	酒店
2010	中国	首旅建国酒店	酒店
2010	中国	中国古镇网	村镇旅游
2010	中国	华住酒店集团	酒店
2012	中国	太美旅行	旅行社
2012	中国	途家网	民宿预订
2013	中国	7天酒店	酒店
2013	中国	一嗨租车	租车服务
2013	中国	易到用车	网约车
2014	中国	去哪儿旅行	OTA
2014	中国	同程旅行	OTA
2015	中国	智行火车票	OTA-票务
2015	中国	艺龙股份	OTA
2015	中国	氢气球旅行	旅行社区
2016	中国	百事通	本地生活
2016	中国	东方航空	航空运输
2016	中国	久栖连锁客栈	客栈
2016	中国	天海邮轮	邮轮公司
2017	中国	摩拜单车	共享单车
2017	中国	唐人接	租车服务
2017	中国	海那边	移民服务
2017	中国	大鱼自助游	出境自助游服务
2017	中国	丽江花屿酒店	民宿酒店
2018	中国	美味不用等	餐饮
2018	中国	有家美宿	民宿
2019	中国	龙腾出行	出行服务
2019	中国	旅悦酒店	酒店
2020	中国	绿云软件	OTA

资料来源：Fastdata，公司资料，第一上海

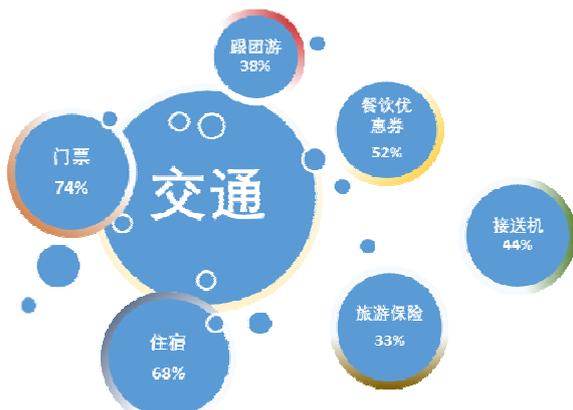
深耕交通业务累积高质量用户池

从直接收益的角度上，在整体 OTA 行业中，由于交通票务的佣金率普遍远低于住宿预订业务，即在同等收益条件下，OTA 平台对交通票务投入的获客或售后成本更高。然而，由于集团多年来长期坚持对国内交通供应链进行深度打造，为其形成了非常关键的平台流量入口：

交通类产品是整个旅行计划预定流程中的核心，即用户在规划旅行时，往往首先考虑如何到达目的地。因此对于旅游平台来说，拥有强大的在线交通业务，会是其吸引和保留用户的关键。而用户在预订交通产品后，往往会促成其在同一平台上继续预订其他旅游产品，这种连贯性的消费行为也将为旅游平台提供了更多的交叉销售机会。因此在这过程中，携程平台可以通过推荐更多相关的酒店和旅游产品，增加用户的购买意愿，从而提升整体“一站式”的用户体验。

同时，通过交通预订大数据分析用户行为，平台可以更深入地了解用户的消费偏好和需求变化，从而提供更加个性化的服务和产品推荐。这不仅能够提升集团用户的整体旅行服务体验，也能够为平台后续保持领先的客户粘性和转化率。

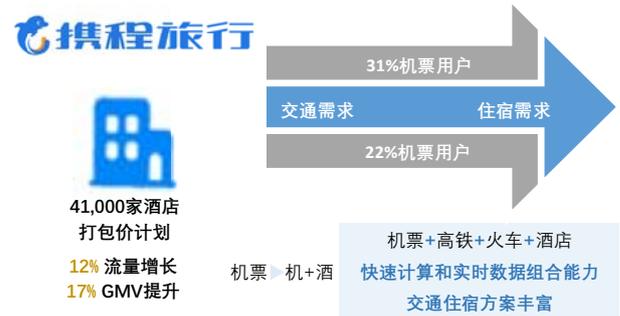
图表 13：交通预订向其他业务形成导流



用户调研问题：“在旅游平台购买交通产品时，还会购买哪些产品？”

资料来源：易观报告（2019年），第一上海

图表 14：携程交通业务赋能住宿业务



资料来源：易观报告（2019年），第一上海

对于中高端酒店市场而言，交通票务交叉销售的协同作用尤为显著。这是因为，当用户通过预订机票或火车票时，通常已置身于“异地旅行”的消费情境中。在这种情境下，用户更倾向于选择能够提供更高品质体验的住宿服务。这种消费场景与仅出于“本地生活”需求而预订住宿的用户形成了鲜明对比，后者往往更关注价格因素。因此我们认为，对于拥有强大交通预订服务的平台而言，其中高端酒店市场的用户端竞争力也将更为突出。

携程高星酒店布局领先全行业

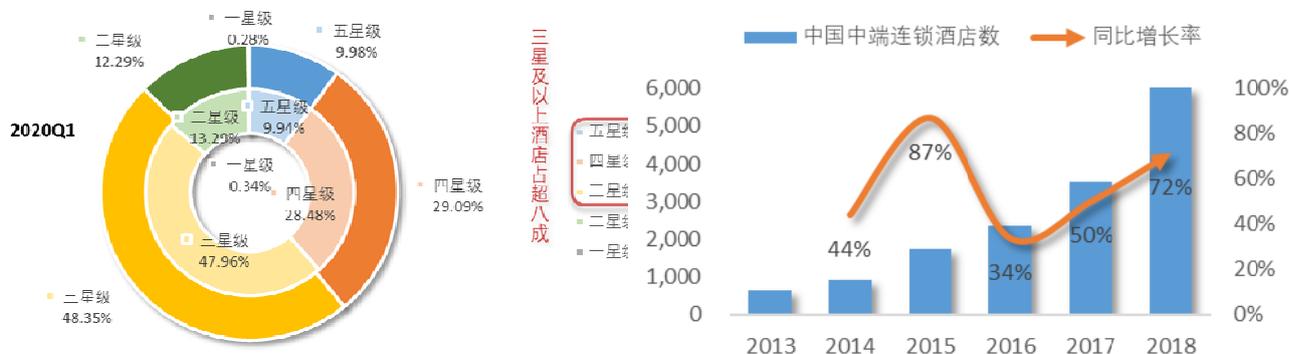
早在 2012 年起，携程集团就陆续与国内万豪、君澜、港中旅维景、海航、粤海、华侨城、书香、亚朵、桔子水晶、花间堂、雅高（全球合作）、凯悦（全球合作）等高星酒店进行深度合作，且经过多年的磨合，以及集团一系列代理商渠道的加持下，携程的转化效果要高于行业平均水平。

从酒店本身角度考虑，中高端酒店同样拥有成熟的定价及管理机制。出于对品牌维护的角度考虑，他们选择合作平台时，往往更侧重于平台的实际客流效果及售后服务能力，这种合作关系是双方基于共同利益和需求的双向选择。因此，携程凭借其

在中高端市场的强大流量和优质服务，拥有明显的先发优势。

根据集团于 2020 年对外回应显示，携程占据中国高星酒店线上 GMV 的 80%，并且已实现对高星酒店的全覆盖。

图表 15：中国中高端住宿市场快速增长



资料来源：易观报告（2020年），第一上海

新晋玩家影响有限，供应链资源优势显著

2015 年起，美团本地生活平台兴起，通过外卖和社区团购等业务拓展至酒店预订市场。2019 年起，抖音、快手和小红书等内容平台开始跨界涉足旅游预订领域，利用其“内容+流量”优势作为竞争工具。老牌传统 OTA 企业与新晋流量玩家形成同台竞技，行业竞争环境加剧。

在此过程中，携程与其同系平台企业依然实现了持续增长，其行业领导地位并未受到动摇，究其原因在于集团在供应链管理上的长期投入和深耕，尤其是在交通票务、酒店预订和旅游度假等关键领域建立了强大的影响力和话语权。

本地生活服务巨头，由于平台业务更聚焦于外卖、买菜等业务，其用户更侧重于产品性价比，故不同的流量基因导致该类型玩家对携程聚焦在中高端酒店布局的影响相对有限。

头部流量内容平台，由于在线旅游产品更多呈现非标准化特性，若线上内容导流无法与“前端链路”形成更好闭环，仅仅掌握了线上“种草”流量的话，最终容易变相形成仅“为其他已掌握了更全面资源的玩家提供宣传”的局面。

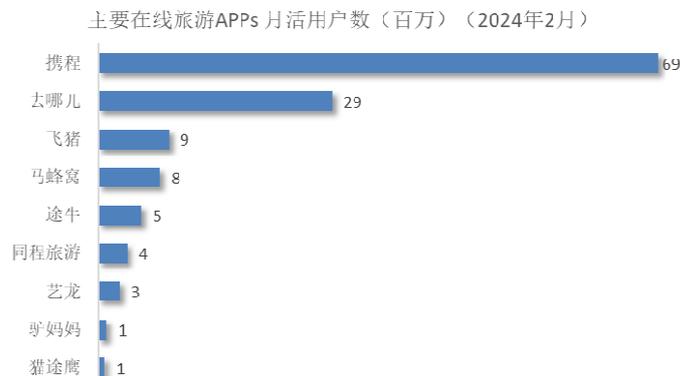
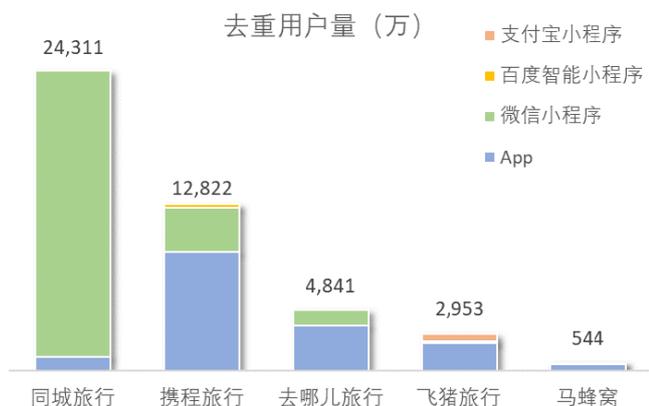
庞大的高质量用户池

从用户端来看，携程自成立之初通过自营的客服呼叫中心便确立了其服务基础，吸引来大量的商务旅行客户。随着时间的推移，集团依托先发优势和资源壁垒形成品牌效应，以及通过高效的服务和丰富的旅游产品，持续累积了大量用户，形成一个稳定且高质量的用户基本盘。

这些用户不仅为携程提供了稳定的收入来源，也为携程提供了宝贵的用户反馈，帮助携程不断优化服务和产品持续的市场领导地位，形成长期正向循环，使得携程在品牌知名度、用户信任度和市场份额方面显著领先于行业，先发优势显著。

图表 16: 单月 OTA 应用全景流量 TOP5

图表 17: 携程及去哪儿月活量遥遥领先



资料来源: QuestMobile, TRUTH (2024年3月), 第一上海

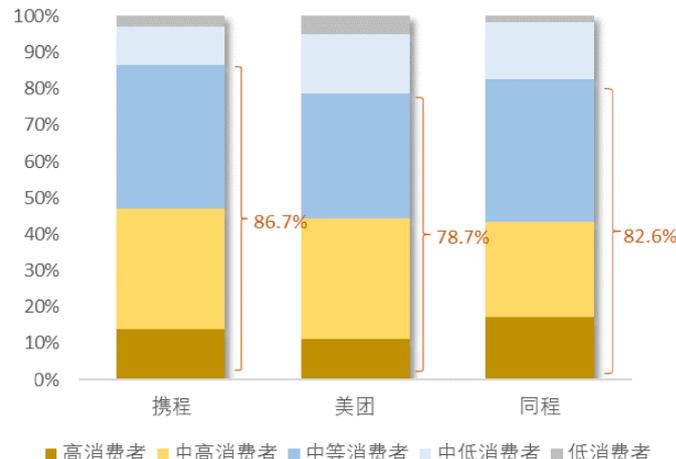
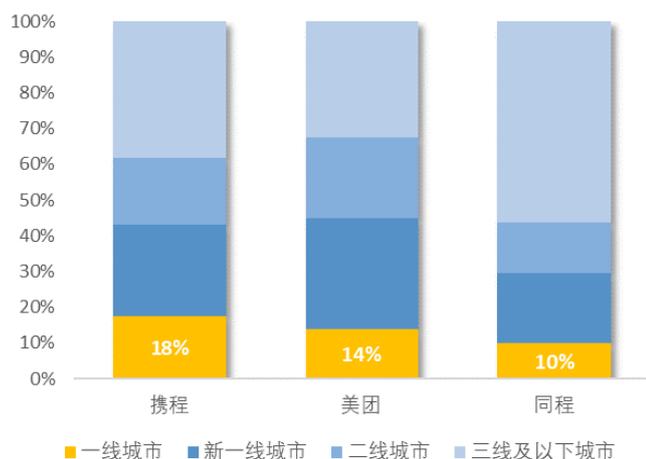
资料来源: iiMedia Research, Statista, 第一上海

携程用户结构更为健康

在过去的发展历程中，携程长期将一线和新一线城市作为其主要基地市场。根据我们调研，预计目前集团于一线城市渗透率或高于其整体平均水平。根据第三方数据显示，携程的用户构成中，一线城市用户占据了显著的比例，达到了 18%，而一线和新一线城市用户合计占比接近 43%。从消费水平来看，携程的用户群体中，中等及以上消费水平的用户占据了绝大多数，接近 87%，这一比例在同行业中处于领先地位。

图表 18: 携程一线城市用户占比较高

图表 19: 中等及以上消费者占比领先

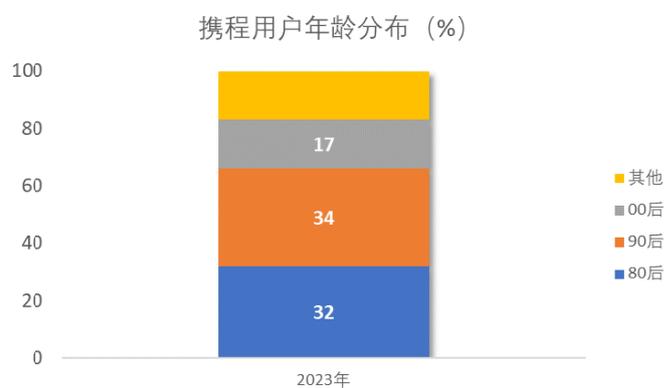
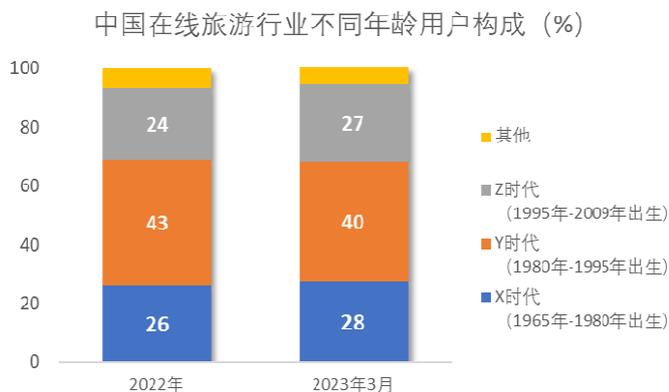


资料来源: 易观, 第一上海

资料来源: 易观, 第一上海

图表 20: 行业 X、Y 时代用户占近七成

图表 21: 携程 80、90 后用户占约 66%



资料来源: Fastdata, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

80、90 后为主要贡献力

携程旅行在各年龄层用户均占领了较高的心智份额。从用户年龄层分布来看, 携程 2023 年用户结构中, 80 后及 90 后分别占据 32%和 34%的比例, 意味着集团的整体业务结构, 主要是面向了整体经济社会中最主要的消费力贡献群体, 用户结构更为合理。

图表 22: 中国旅游服务类 APP 月活跃用户规模排名 (按人群分类)



资料来源: QuestMobile (2023年3月), 第一上海

高品质定位承接消费需求变化趋势

此外, 我们发现, 随着年轻消费群体的个人年龄和财富增长, 消费者越来越会倾向于选择那些能够提供高品质旅游体验的服务平台。他们不再仅仅满足于基本的旅游服务, 而是追求更加舒适、个性化和高标准的旅游产品。

由于携程定位于“更高质量的在线旅游平台”并长期占领消费者心智, 叠加其更为丰富和个性化的旅游服务选择, 也将更有利于其自然承接越来越多用户的进阶选择。

图表 23: 随财富积累增加, 用户更青睐于能提供优质旅游产品的平台



资料来源: Fastdata《2020年中国在线旅游行业报告》, 第一上海

以卓越的服务体系树立优质品牌形象

除此之外, 完善的服务系统体系也是携程能够持续占据全球领先旅游服务领域领先地位的又一根本。携程拥有世界上领先的旅游业服务联络中心, 配备有 1.2 万个座席, 员工总数超过 10000 名, 不仅为用户提供了丰富的旅行选项, 还确保了服务的一致性和高质量, 同时通过规模化运营有效降低了成本。

- **指尖上的旅行社:** 自 2013 年起, 携程便推出了“大拇指+水泥”策略, 致力于构建指尖上的旅行社, 确保用户能够随时随地享受到流畅的旅行服务。
- **现代化的服务系统:** 为实现上述目标, 集团投入巨大资源, 开发并完善了一整套现代化服务系统, 包括海外酒店预订新平台、国际机票预订平台、客户管理系统、房量管理系统、呼叫排队系统、订单处理系统、E-Booking 机票预订系统以及服务质量监控系统等。这些系统的整合和优化, 使得携程能够提供更加流畅、高效的服务, 满足用户在旅行过程中的各种需求。
- **精益的服务管理体系:** 集团通过精细的服务流程管理和严格的质量控制, 将整个服务过程分解为多个关键环节, 对每个环节实施细致的监控和优化, 确保每个服务接触点都能达到高标准。
- **引入制造业管理方法:** 携程将著名的六西格玛质量管理方法应用于旅游服务业中, 帮助其在服务质量上实现了显著提升, 使得服务指标与国际领先水平相媲美。

这种对服务细节的严格把控和持续改进, 提高了其用户总体满意度, 极大保障携程在旅游服务行业中树立更优质的品牌形象。

多元化的品牌战略

携程主平台主要定位于更高质量的旅游一站式服务平台。而针对其他不同的消费市场需求, 携程集团通过采用多元化的品牌战略, 成功覆盖了更为广泛的市场。

目前, 集团旗下的各个品牌平台, 去哪儿主要针对更多年轻用户和价格敏感型消费者, 同程旅行则专注于拓展三线及以下城市市场等, 以此实现对不同客群的精准定位和覆盖。这些品牌虽运营独立, 形成互补的差异化市场定位, 但在资源和供应链

方面实现了共享与合作。

这种策略不仅满足了全国面上不同用户群体的需求，而且通过庞大的客群资源整合，无形中增强了集团对其供应链资源的匹配和转化能力。于此同时，这也提升了携程对其上游供应商的吸引力和议价能力，加强了与供应商的合作关系。

图表 24：通过不同品牌定位，全方位覆盖中国不同消费场景和需求

携程旗下主要OTA品牌	持股情况	主要客群	产品定位
携程旅行		商务、家庭、高收入人群	更高增值服务、产品配置更为丰富和灵活
去哪儿旅行	43.37% (截至2016年)	年轻用户群体	"总有你要的低价"、性价比、退改条件较为严苛
同程旅行	携程 24.84% 腾讯 21.12%	三线及以下城市	本地生活场景

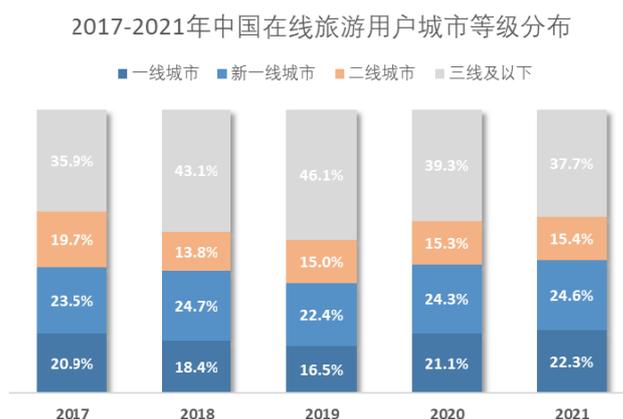
资料来源：公司资料，Wind，第一上海

下沉战略谋取新增量市场

如上文所述，携程长期以一线和新一线城市作为其主要用户基地市场。然而，随着过去中国经济的不断发展，越来越多二线及以下城市居民消费能力显著提升，进而导致他们的出行需求开始向更多样化的趋势发展，其中包括但不限于当地居民对国际短途旅行的兴趣有所增加等体现，逐渐形成了携程旅行新的潜在增量市场。

为了适应这一市场变化趋势，近年来携程已经开始逐步向这些城市拓展，其中包括增加在这些地区的营销投放力度，以及开设自有品牌线下门店等方式，持续提升对该类市场的渗透。截至 2023 年底，携程在中国 300 多个城市中已经拥有约 5,700 家采用轻资产模式运营的线下门店。

图表 25：二、三线及以下城市用户数占中国在线旅游市场一半以上



资料来源：贝哲斯，GlobalMarketMonitor，第一上海

值得注意的是，根据我们市场调研，携程下沉市场拓展战略主要集中在国内二线或三线头部城市，与其同系的同程旅行仍保持了良好的用户圈层区隔。因此，携程城市下沉主要意在获取新的潜在增量市场，而非将原有用户进行内部品牌转移。我们认为，随携程未来在下沉市场的渗透率持续提高，集团潜在客户基础有望进一步被放大，形成更高的业绩增长潜力。

图表 26：携程标准店效果图



资料来源：公司资料，第一上海

图表 27：携程商超店效果图



资料来源：公司资料，第一上海

中国旅游业发展现状及展望

中国旅游行业过去几十年持续创新和稳步发展

中国旅游业成为国家经济关键支柱。自中国实行改革开放政策以来，中国的旅游行业经历了从封闭到开放，从初期发展到全面繁荣的显著变革。在 20 世纪 90 年代初期，中国旅游业还处于起步阶段，市场规模有限，旅游基础设施和服务也相对原始。然而，随着国内经济的迅猛发展，旅游业迎来了快速增长的黄金时期，并逐渐成为国家经济中的关键支柱。

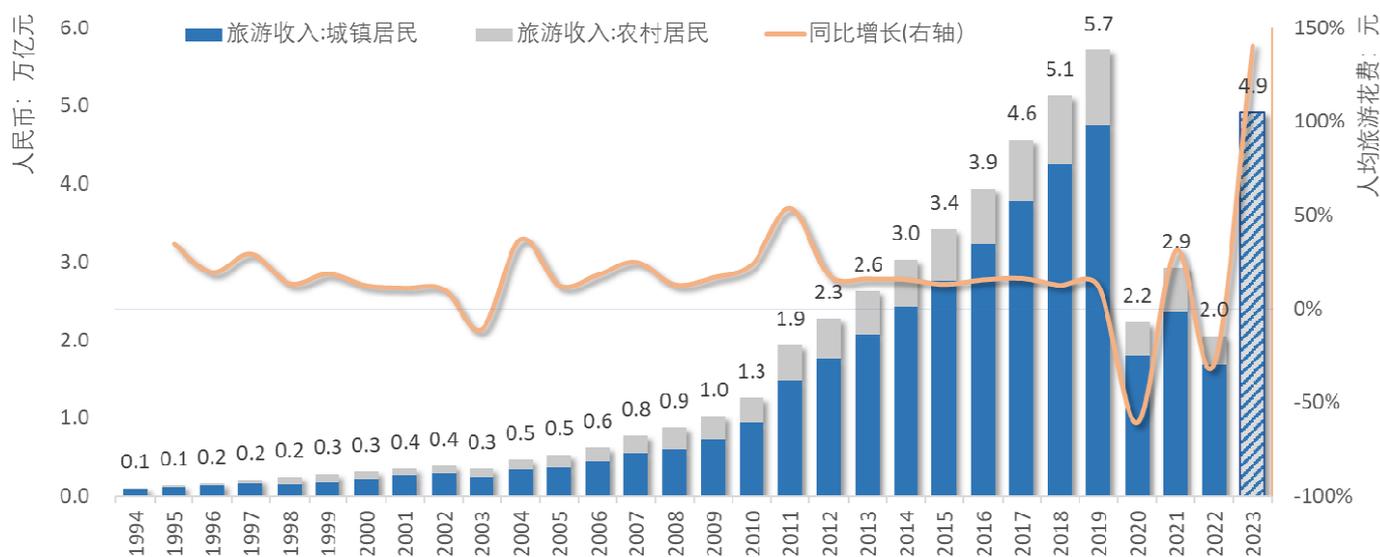
政策及基建条件改善促进行业发展。在政策层面，政府推出了包括带薪休假在内的多项措施，以促进旅游业的发展。在基础设施建设方面，中国的交通网络，如铁路、机场和高速公路，经历了快速发展，极大地便利了人们的旅游出行。同时，国内酒店和住宿设施在数量和质量上都有了显著的提升。

消费者提出更高旅游需求。随着人们收入水平的提升和对生活品质追求的增加，旅游消费者的需求也在持续演变。他们不再局限于传统的观光旅游，而是开始追求更加个性化和高品质的旅游体验。

供应端产品质量不断提高。在供应端，旅游相关服务企业为响应消费者需求变化，陆续推出了多样化的旅游产品，如生态旅游、文化旅游、探险旅游和健康旅游等，以迎合不同消费者的个性化需求。同时，服务质量也在不断提高，包括提供定制化服务、提升服务标准化水平、加强旅游安全保障、以及运用大数据和人工智能技术来更精准地满足消费者需求，以适应消费者不断增长的期望。

以上变革，共同促进了中国旅游行业在过去几十年的持续创新和稳步发展。

图表 28：过去三十年中国旅游业总体收入稳步提高

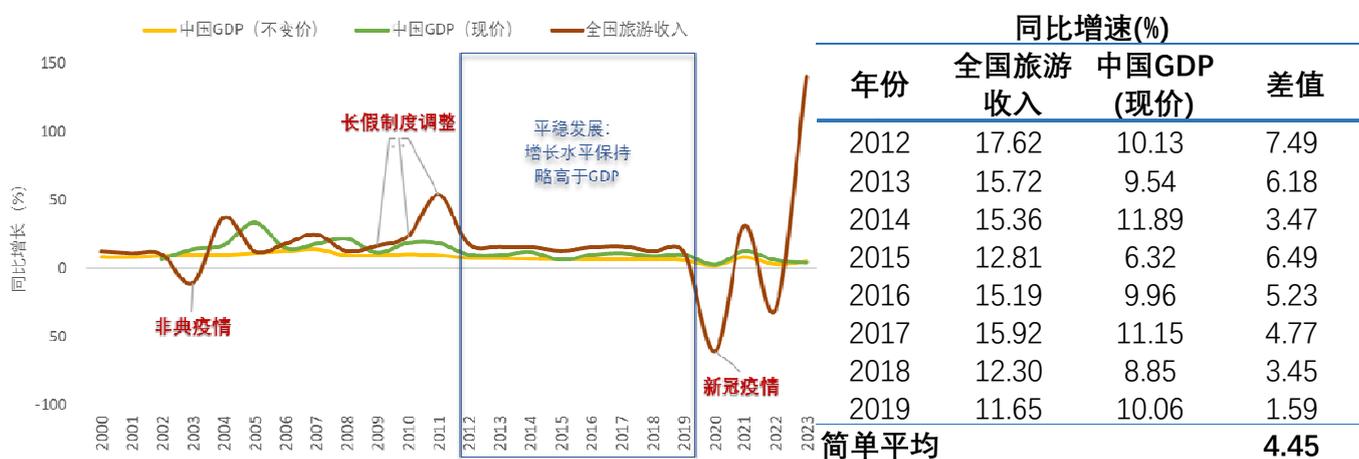


资料来源：国家统计局，国家旅游局，Wind，第一上海

中国旅游行业增速持续领先于 GDP 增长

回顾中国旅游业的发展历程，过去二十年来，旅游行业的收入规模基本上一直稳定地超越国内生产总值（GDP）的增长速度。如果排除疫情或节假日制度调整等非正常因素的干扰，于2012至2019年间，当国内经济和旅游行业都保持稳定增长时，全国旅游收入的年增长率通常略高于GDP的增长率，平均年均约高出4-5个百分点。

图表 29：全国旅游收入规模与 GDP 成正相关，且增长水平略高于 GDP



资料来源：国家统计局，国家旅游局，Wind，第一上海

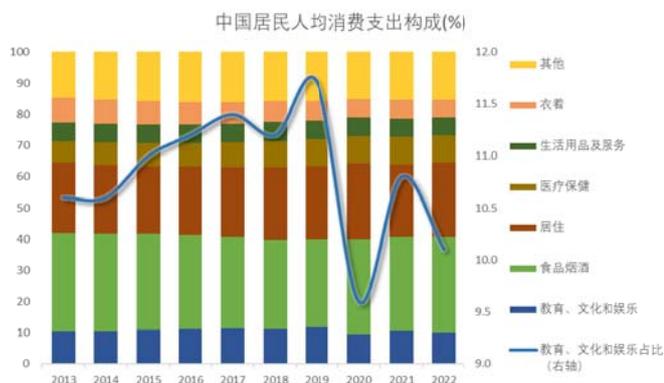
中国旅游行业长期有望保持稳健增长

居民消费从实物商品转向精神性商品或服务消费

长期来看，我们认为未来中国旅游业与地方经济实力的提升，仍将保持密不可分的正向关联。随居民的可支配收入持续增长，国内基础设施的日益完善，各地旅游活动的加速推广，以及居民消费习惯的转变，我们预计，未来旅游消费在中国居民总消费中所占的比重将会持续增长，预示着未来该行业长期将继续保持稳健的增长势头。

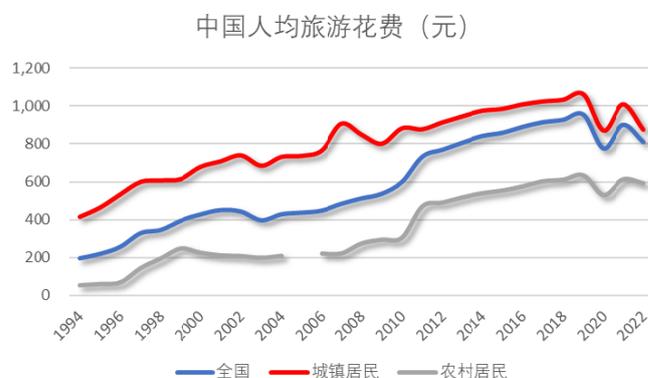
越来越多的人开始对探索新地方和体验多元文化表现出浓厚的兴趣

图表 30：（疫情前）教育、文化、娱乐类消费占居民消费构成比重持续提升



资料来源：国家统计局，第一上海

图表 31：中国人均旅游花费呈现长期攀升趋势



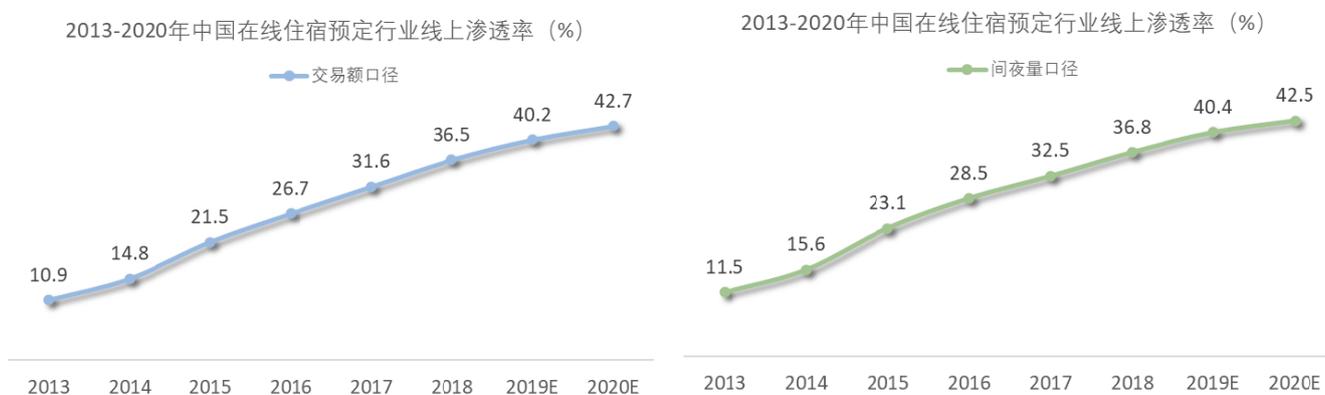
资料来源：国家统计局，第一上海

旅游行业线上化率水平存在提升空间

从线上化预订的普及程度来看，当前中国在交通预订，如飞机票和火车票，已经实现了较高的在线化水平，我们预计未来国内交通在线市场的增长主要以跟随行业自然增长为主(如交通枢纽的进一步完善)。相对而言，当前中国住宿预订领域的在线化率尚不足一半水平，大部分消费者依旧偏好线下预订或直接在酒店前台办理入住。与海外部分成熟市场逾 60%+的在线化率相比，中国在这一领域显然还有巨大的增长潜力。

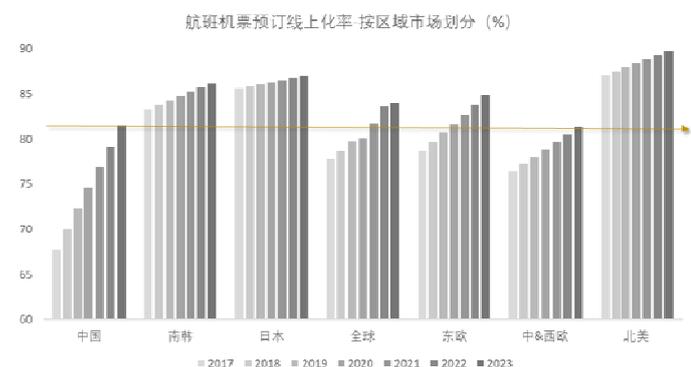
由于 OTA 平台更庞大的用户流量基数，酒店与之合作通常能够为其带来更高的客户转化率和预订确定性，使其对 OTA 平台长期存在一定的流量依赖性，同时也使得 OTA 平台享有了更具竞争力的价格优势，双方形成了积极的正反馈机制。因此我们预计，未来随着时间的推移，国内住宿预订业务的在线化率还将持续上升。

图表 32：中国住宿预订市场线上化率未来提升空间辽阔



资料来源：iResearch, 第一上海

图表 33：全球航班预订线上化率普遍较高



资料来源：Statista, Wind, 第一上海

图表 34：中国火车票线上化率相对领先



资料来源：Statista, Wind, 第一上海

综上所述，我们认为，中国旅游行业未来仍将保持稳健增长态势，而行业的线上化持续提升，将继续推动整体 OTA 行业保持超越整体旅游行业的增长速度。在此过程中，携程集团作为行业领导者，凭借其在丰富的供应链资源中长期持有优先话语权、以及显著的品牌领先地位，在未来的发展中有望获得更大的行业成长红利。

疫情冲击已成过去式

应对困境，修炼内功

自 2019 年底新冠疫情爆发以来，全球经济和人们的日常生活遭受了前所未有的冲击，尤其是旅游行业，受到了直接且深远的影响。

疫情初期，由于全球范围内的旅行限制和旅游禁令导致旅游需求急剧下滑，携程集团的核心业务酒店预订、机票预订和旅游度假服务都遭受了严重打击，业务量和收入均大幅缩水。2020 年，携程的酒店预订和机票预订业务规模仅相当于 2019 年的一半左右，而旅游度假和商务旅行管理业务的收入分别下降至 2019 年同期的 27% 和 70%。

面对疫情带来的挑战，携程集团迅速调整了其经营策略，分别采取了以下措施：

- 1) **市场重心调整：**携程将重点转向国内市场，加强品牌在国内的影响力。通过推出符合疫情防控要求的旅游产品，如城市周边游和短途游，特别是针对低线城市和年轻用户，以应对国际旅游市场的不确定性。
- 2) **线上服务加强：**携程加大了对线上服务的投入，优化了品牌形象。通过为会员提供专属优惠和服务，增强了用户忠诚度。同时，携程还探索了直播带货和线上旅游展览等新业务模式，拓宽了收入来源。此外，携程加快了数字化转型，利用大数据和人工智能技术来优化服务流程，提升客户服务效率和个性化推荐能力。
- 3) **成本控制：**携程实施了一系列成本控制措施，包括优化运营成本和人力资源配置，并通过精准营销和提高转化率来减少疫情对财务状况的影响。

携程集团通过这些应对措施，不仅有效缓解了疫情对业务的冲击，还为疫情后的市场复苏和长期发展打下了坚实的基础，展现了其强大的适应能力和创新精神。

图表 35：2021 年直播预售 GMV 达 25 亿



资料来源：公司资料，第一上海

图表 36：集团利润率困境反转迎来高点



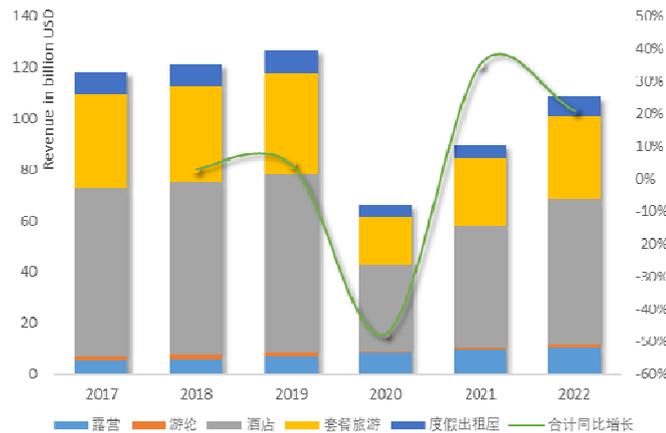
资料来源：公司资料，第一上海

旅游行业疫后实现强劲复苏

中国旅游住宿服务包括露营、游轮、酒店、套餐旅游和度假出租屋等，不含短租、民宿等非标准化住宿。

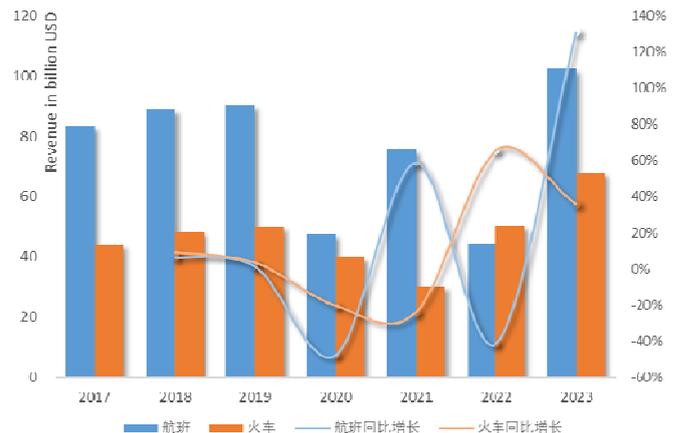
2022-2023 年间，随着疫情影响的逐渐减弱，中国的旅游市场表现出强劲的复苏势头。数据显示，2022 年中国旅游住宿服务收入总额达到约 1082 亿美元，恢复至 2019 年 85%左右水平，预计 2023 年进一步提高。同时，2023 年的航班和火车票收入也分别达到了 1,022 亿和 680.4 亿美元，较 2019 年分别增长了+13.0%和+36.2%。

图表 37：2017-2022 年中国旅游住宿服务收入规模（不含商务旅行或短途旅行等）



资料来源：Wind, 第一上海

图表 38：2017-2023 年中国航班及火车收入规模



资料来源：Wind, 第一上海

携程集团业绩超越疫情前水平

根据携程 2023 年财报显示，随着国内外旅游行业限制的逐步解除，集团业务，除旅游度假业务以外，已在全面恢复基础上，实现对 2019 年同期水平的显著突破。2023 年集团整体归母净利润达到 99 亿元，较 2019 年增长+41.5%（CAGR 约为+9.1%）。

图表 39：2020-2023 年携程集团各业务较 2019 年恢复程度

较2019年恢复程度	%					19-23FY CAGR
	19FY	20FY	21FY	22FY	23FY	
交通票务	100	51	49	59	132	7.2%
住宿预订	100	53	60	55	128	6.3%
旅游度假	100	27	24	18	69	-8.8%
商旅管理	100	70	107	86	180	15.8%
其他	100	78	103	103	141	9.0%

资料来源：公司公告，第一上海

总体来讲，尽管疫情给整体旅游行业及集团业务带来了挑战，但中国旅游行业仍展现出了强大的韧性和发展潜力。随着旅游市场的逐步恢复，人们对旅游的热情再次被点燃。目前国内旅游行业已基本恢复到正常发展状态，携程集团作为行业的领军企业，不仅成功抵御疫情的冲击，也成功实在经营层面上实现了进一步突破。

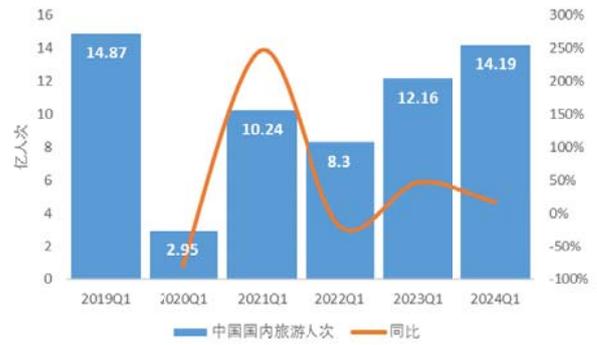
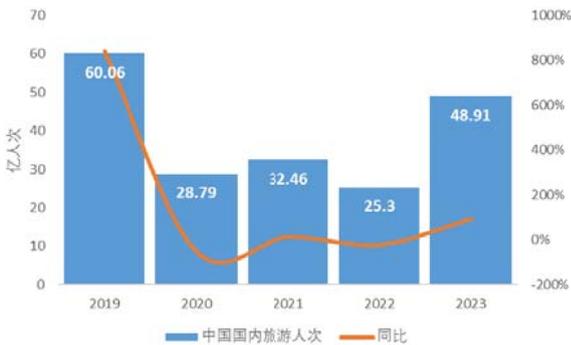
国内业务现状及变化

国内旅游行业持续保持高热度

2023年以来，国内文旅创新持续引爆热点。随着各地地方文旅部及旅游景区加大多元化创新营销的投放策略，配合在线旅游平台、短视频媒介等主流内容平台的曝光引流，持续影响用户心智，全国文旅新潮玩法促进旅游市场需求升温。

图表 40：2019-2023 年国内旅游人数

图表 41：2024Q1 国内旅游人数达 14.19 万亿人次



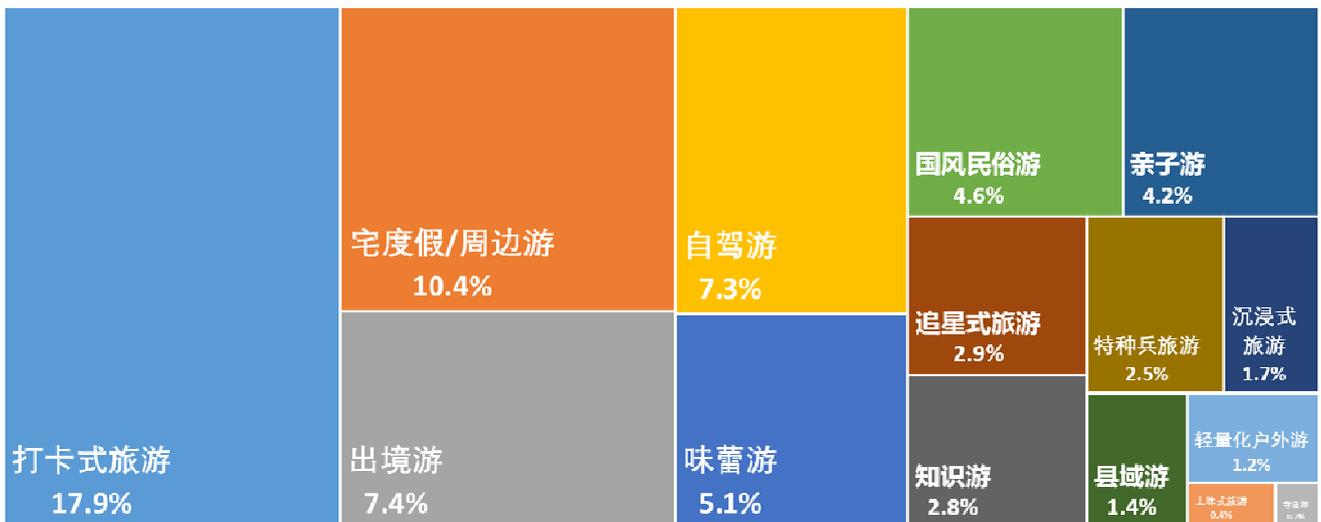
资料来源：QuestMobile, 文化和旅游部, 第一上海

资料来源：Fastdata, 第一上海

行业发展更为多样化

当今，创新和个性化体验正逐渐成为旅游行业发展的核心推动力：游客不再仅仅是追求的对固定的目的地进行访问，而是深度的、有意义的体验。旅游体验变得越来越个性化。从全网用户关注内容来看，“前往被广泛认可的打卡点”是当前最为热门的旅游方式，除此之外，美食探索、艺术欣赏、文化深度、粉丝经济效益、心灵之旅等一系列小众旅游概念也在逐渐成为行业新的关注点。

图表 42：全网用户旅游概念关注度

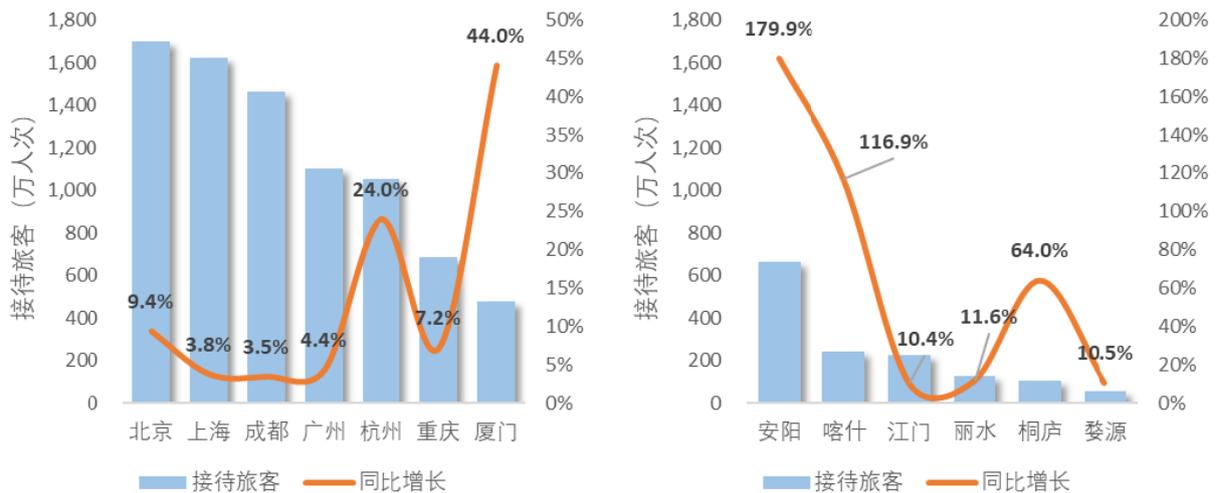


资料来源：QuestMobile (2024年4月), 第一上海 (注：浏览旅游概念相关词的用户规模/全网用户规模)

新兴目的地旅游成为新的增长级

从旅游目的地来看，2024年“五一”假期期间，国内传统热门旅游城市接待旅客人次保持了稳健增长的态势。与此同时，更多新兴的城市或县域旅游人次也实现迅猛增长，为整体行业及集团业务带来新的增量。

图表 43：2024 年“五一”假期热门旅游城市旅游人次及变化



资料来源：各地文旅公告，QuestMobile，第一上海

出境游市场增长强劲

2023年至2024年期间，随多国放宽旅行限制，出境游市场出现显著复苏，出境游收入及国际航班运力均显示强劲增长势头，部分市场指标甚至超越2019年前水平。根据携程集团数据显示，2023年四季度，出境酒店和机票预订恢复到2019年同期水平的80%以上（国际航空业客运量恢复至60%），随后2024年一季度，出境酒店和机票预订同比大幅增长超100%。展望未来，随着国际航线的增加和各国签证政策的进一步优化，集团出境游业务预计将继续保持良好的增长态势。

图表 44：2024 年出境游用户画像对比



资料来源：小红书，QuestMobile，第一上海

图表 45：2024 年热门出境游国家



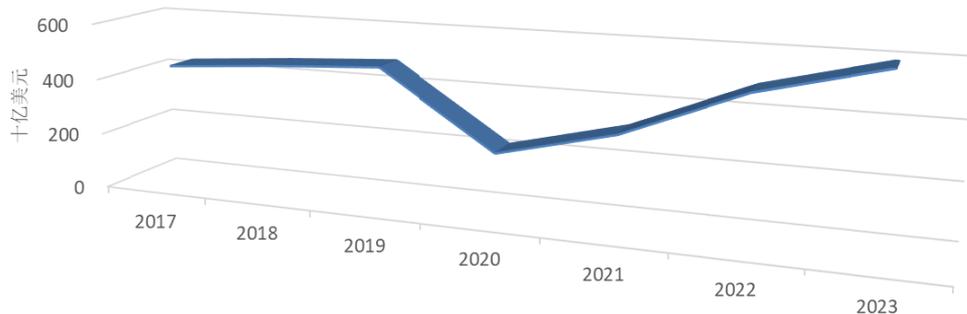
资料来源：小红书，QuestMobile，第一上海

国际化扩展建造第二增长曲线

在线旅游市场规模已超疫情前高点

截至 2023 年，全球在线旅游住宿市场规模预计已达到近 6 千亿美元，超过疫情前高点，且近年来增速始终保持领先于全球 GDP 的增长速度、以及整体旅游市场的增长速度。

图表 46：2017-2023 年全球在线旅游住宿服务市场规模



资料来源：各公司资料，Wind，第一上海

三大国际在线旅游平台“三分天下”

全球分区域市场看，Booking、Expedia 和携程集团分别在三大主要旅游市场——欧、美、中的领导地位，其余市场则呈现出地方小龙头领先、或较为分散的市场格局。

根据易观数据，从 GMV 口径来看，携程自 2018 年起已经超越了其他两大国际巨头，与 Booking 和 Expedia 一起稳居全球前三。然而，由于携程采取了更多元化的“一站式平台”策略，其整体佣金率水平受到一些低佣金率业务（例如交通票务等）平摊影响，导致其业务最终总收入规模低于 Booking 和 Expedia。

图表 47：国际 TOP3 龙头分别深耕欧洲、美国、中国三大主要旅游市场



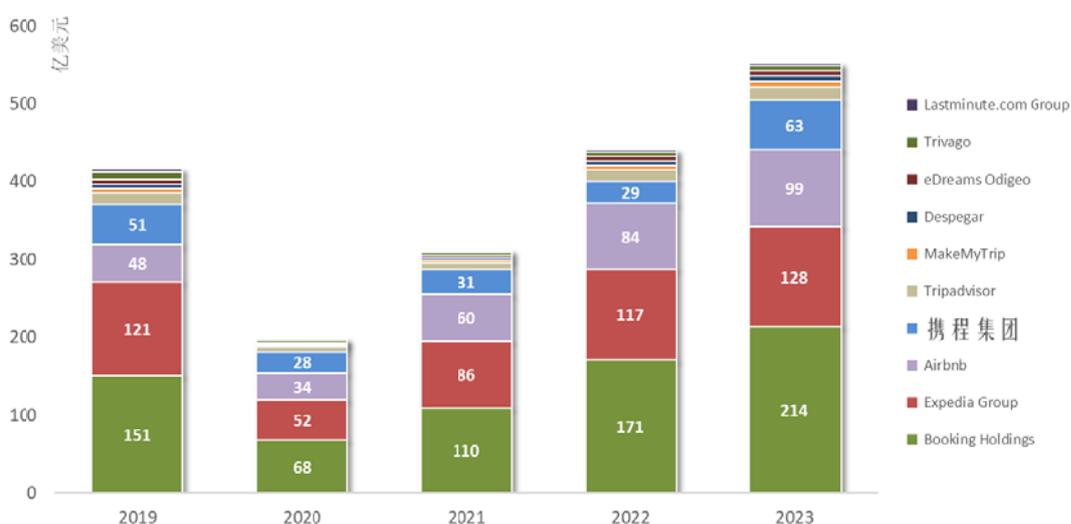
资料来源：各公司公告，第一上海

全球 OTAs 规模现状

根据国际航空运输协会（IATA）的数据显示，到 2023 年，全球旅游跨境出行已经恢复到疫情前九成以上。实际上，从 2021 年开始，全球头部 OTAs 就保持了稳定的恢复趋势。到 2022 年，它们的收入规模已经超过了 2019 年的水平，并在 2023 年保持了更高的增长态势，增速远超整体旅游行业平均水平。

截至 2023 年，Booking 和 Expedia 分别以 214 亿美元和 128 亿美元的年收入稳居全球行业第一和第二。Airbnb 凭借其差异化的非标准住宿龙头优势，位居行业第三。携程集团则以 63 亿美元的规模位居行业前四。其他行业参与者中，除了 Tripadvisor 为 18 亿美元收入之外，其余均处于 10 亿美元级别以下规模。

图表 48：2019-2023 年全球 TOP10 OTAs 营收规模



资料来源：各公司公告（YoY 汇率），Wind，Bloomberg，第一上海

携程从出境游供应链到全球旅游市场扩展的国际化征程

携程集团的国际化战略，最早旨在为国内居民出境游搭建丰富的海外供应链资源。过去二十余载以来，随着中国游客的足迹不断遍布到全球各地，携程也在不断扩展其供应链网络，使之累积了丰富的海外供应链优势，其中包括与全球范围内的酒店、国际航空公司、以及与租车服务、景点门票等旅游服务提供商，建立稳固的合作伙伴关系等。

近年来，随大中华区的市场地位和运营管理体系日益稳固，集团也在积极拓展海外消费需求市场，进一步通过扩大市场覆盖面积来增强其全球影响力。其中，除 2020-2021 年期间因全球旅行受到限制因素影响以外，集团的海外业务均保持了强劲增长势头。

截至 2023 年，集团海外业务共计实现营收 58.9 亿元，较 2018 年同期相比几乎翻倍增长，占集团总收入比例已提升至 13.2%，较 2018 年同期增加+3.5%，逐渐成为了集团收入新的重要增长点。

图表 49：集团海外业务增长迅猛

图表 50：疫后预订量快速恢复高增



资料来源：公司公告，第一上海

资料来源：公司公告，第一上海

战略收购强化全球旅游服务网络

近年来，集团通过更多内部发展及战略性收购等方式，持续强化其全球供应链网络。目前，携程已基本具备为海外消费市场提供充足且多样的旅游产品和服务的能力。

集团通过收购 Trip.com 及 Skyscanner 两大海外平台，分别迅速打入亚洲、北美和欧洲等新市场，为更广泛的海外用户提供全面的旅游服务，成功塑造起品牌的国际化形象。

图表 51：携程集团于海外市场的主要旅游产业链布局

首次交易时间	地区	投资/并购标的	所在细分行业
2013	美国	途风网	旅行社
2016	英国	天巡	机票搜索引擎
2016	印度	MakeMyTrip	OTA
2016	美国	海鸥假期	旅行社
2016	美国	纵横集团	旅行社
2017	英国	Twizoo	社交点评
2017	美国	Trip.com	社交旅行
2019	美国	TripAdvisor	旅行社区
2020	荷兰	Travix	OTA

资料来源：Fastdata，公司资料，第一上海

在竞争与挑战中锻造卓越经营能力

企业经营能力方面，携程集团作为中国最大的在线旅游服务提供商，长期服务于数量庞大、且更具复杂化的消费群体市场，其管理经营能力早已得到市场的验证。尤其是2010-2019年期间，面对在线旅游行业竞争加剧，集团成功应对行业挑战，并持续保持市场领导地位。这种在竞争中锻造出的丰富管理智慧和经验，将为携程集团向更多元化的海外市场渗透提供有力支持。

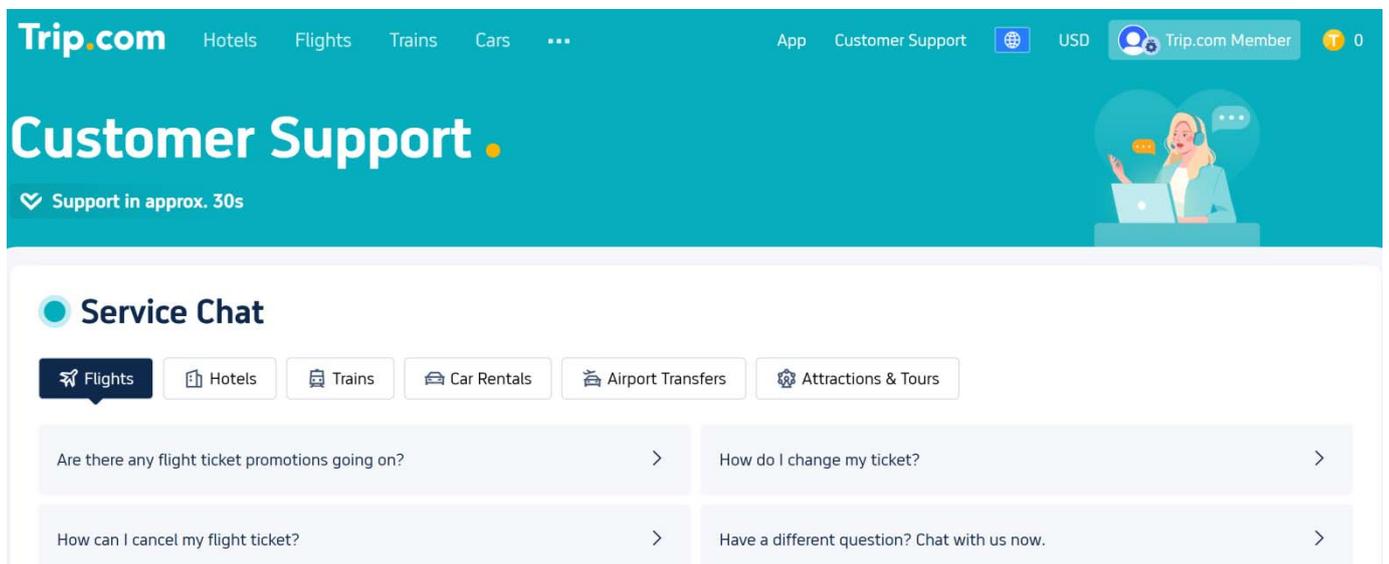
本地化服务与技术创新提升全球用户体验

用户体验最大化，是携程提高其用户粘性的又一关键，同时考验着 OTA 平台企业在用户旅行前、中、后全程的服务能力。携程在国内拥有完善的服务管理体系，可直接用以赋能海外市场。

为适应不同国家和地区的用户需求，提升海外用户对平台的用户体验感，携程在不同地区增设本地化服务，包括多语言支持和本地货币支付选项，并在全球多个地区设立了呼叫中心，提供 24/7 全天候的客户服务，确保海外用户在旅行全过程中能够得到及时的帮助和支持，也增强了用户对携程品牌的信任感。

此外，携程利用人工智能和大数据技术，例如，通过 AI 助手 TripGenie 提供个性化推荐和全面的旅行计划，提升服务效率和用户体验。

图表 52: Trip.com 客户支持服务页面展示



资料来源：公司官网，第一上海

海外扩张谋定而后动

不同的海外市场，针对性的市场策略

战略规划上，携程集团针对不同市场采用了不同的策略模式。

- 1) **Skyscanner:** 2016年，携程收购了欧洲旅游搜索比价平台 Skyscanner，不仅扩大其在欧洲市场的影响力，也为携程提供了一个强大的旅游搜索工具。
- 2) **Trip.com:** 2017年，携程全资收购了美国在线旅游平台 Trip.com，并将其转型为全球 OTA 平台，目前为集团面对国际业务时的主要旅游服务平台。

图表 53：在线旅游平台——Trip.com

图表 54：搜索比价平台——Skyscanner



资料来源：公司官网，第一上海

资料来源：公司官网，第一上海

欧美市场：采用非对抗性策略

在欧美市场，在线旅游行业竞争格局较为集中，国际巨头平台因其在当地市场的深厚基础而长期占据领先地位。针对这一市场特性，集团主要采取了非对抗性的市场进入策略：

Skyscanner：集团通过搜索比价平台 Skyscanner 在欧美市场强大的本地化优势，以其相对独立运营的模式，作为在欧美市场的切入点。

- 1) 由于 Skyscanner 搜索比价业务与当地 OTA 企业形成差异化定位，以其作为切入点，集团不仅巧妙地规避了与当地强势品牌形成正面竞争，并且又促进了与这些企业的合作（如 Skyscanner 可为当地品牌提供广告宣传服务等），保持了良好的竞合关系。这为携程集团后续是否能够加速整合欧、美两大市场资源，提供了便利。
- 2) 通过运用 Skyscanner 强大的市场洞察力，有助于集团随时调整海外市场的动态策略，更为及时地响应市场变化。
- 3) Skyscanner 作为一个全球性的旅游搜索平台，拥有庞大的用户基础和高流量。携程集团可通过 Skyscanner 直接将用户引导并跳转至旗下另一 OTA 平台 Trip.com，实现用户资源共享，从而为 Trip.com 带来更多的访问量和潜在客户。

Trip.com：利用集团自身在交通票务领域的专业优势和技术创新能力，提供差异化

的服务和产品，以应对国际竞争对手的挑战。

- 1) OTA 业务范畴内，鉴于在线旅游行业中交通业务的佣金率相对较低，国际大型平台倾向于将更多注意力集中在酒店预订业务上，这为当地交通票务市场提供了一定的进入机会。在这过程中，Trip.com 可沿袭携程国内发展历程，通过集团在交通票务领域的专业优势，以及先进的搜索引擎技术，将有利于 Trip.com 为欧美更多用户提供快速找到最合适、且更据价格竞争优势的航班选项服务。我们认为，Trip.com 在欧美市场交通票务业务的开拓，有望为其后期积累更多的用户池。
- 2) Trip.com 定位于服务全球旅行者的一站式旅游预订平台，同时涵盖了酒店预订等其他旅游相关服务。随机票和火车票预订等交通业务在欧美市场的逐步拓展，也将为携程集团在欧美市场提供一定的交叉销售机会。

我们分析，通过以上策略，携程集团在欧美市场开拓过程中，有望更大程度地弱化来自当地巨头的直面压力。而集团的各平台、以及各业务部门之间，各司其职，同时又环环相扣，将有利于未来集团在欧美市场的资源整合更显高效。

亚洲市场：份额分散提供有利条件

相较于欧美市场，亚太地区市场除中国内地、印度、日本以外，行业 CR3 份额基本占 30% 以下，总体呈现市场参与者众多、但市场份额更为分散的局面。各地消费者缺乏统一的行业龙头理念和心智，这为携程集团的参与提供了有利的品牌渗透条件。

近年来，随着亚太地区国家间旅游合作的不断加强，诸如旅游走廊和区域旅游套餐等创新合作模式，有效促进了区域内的旅游流动性。作为亚太地区最大的在线旅游服务提供商，携程集团在广大海外华人圈层已建立起较高的品牌知名度，也将有助于其向中国周边市场形成一定的辐射影响力。

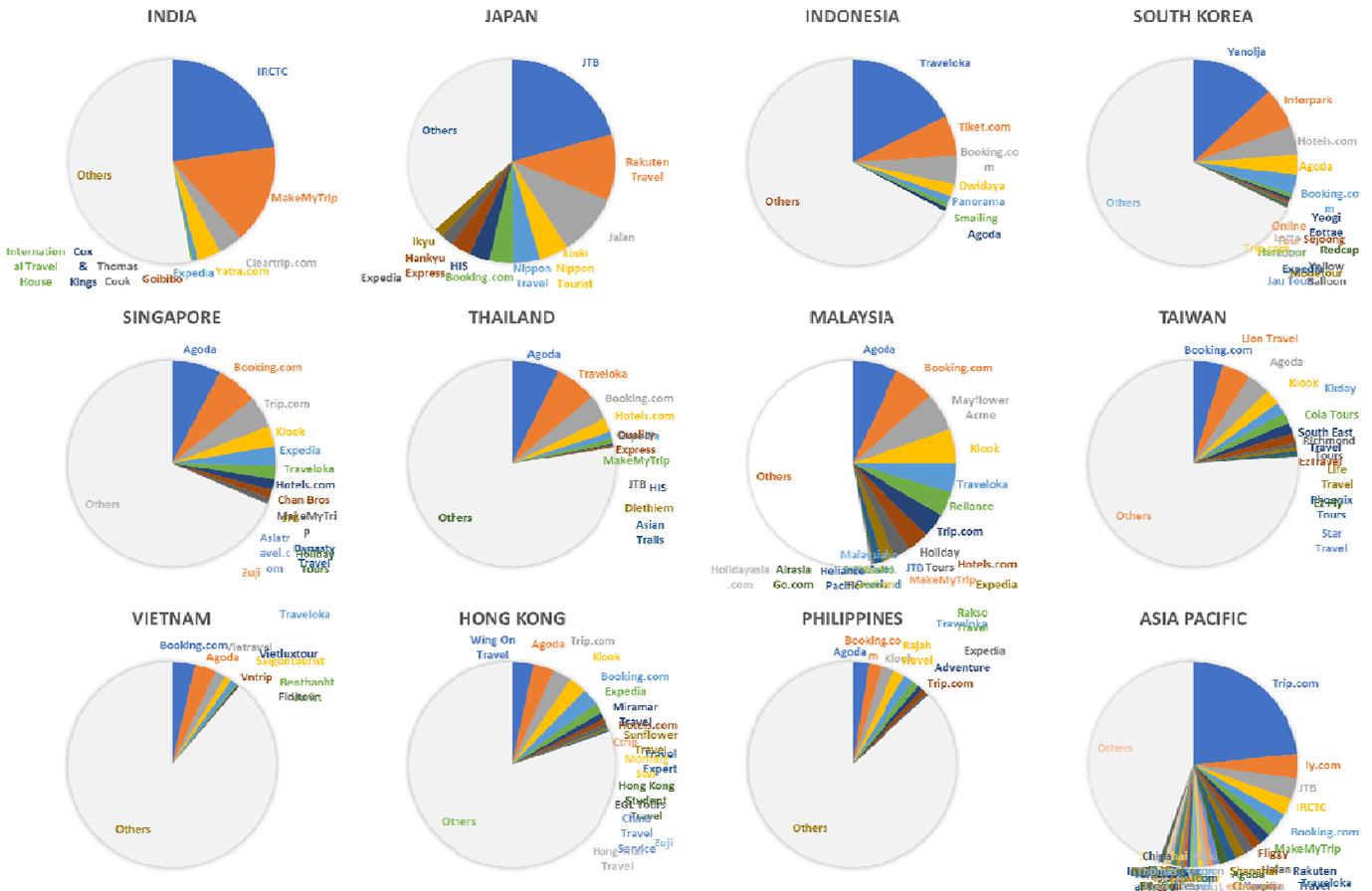
此外，得益于集团早已布局的海外（尤其是亚洲地区）庞大的供应链体系，这为其在亚太地区提供多样化和高质量的旅游服务奠定了扎实的基础。基于以上，我们认为未来海外亚洲市场（含港澳台）会是携程集团中长期的更高战略目标。

Trip.com 的渠道资源优势与差异化战略

Trip.com 在与亚洲地区其他强势品牌竞争时，主要展现出两大显著优势：

- 1) 海外 Trip.com 能够充分利用携程集团现成的庞大供应链资源以及丰富的管理经验，其提供的产品形态将更为丰富；
- 2) 由于早年间携程布局的海外市场供应链主要面向国内出境游旅客，故而受国内统一假期影响形成“固定的客流高峰期、但全年旺季周期较少”的情况。通过 Trip.com 资源共享向更多海外用户实现销售，由于国内外的假期存在差异，有助于提高集团整体资源使用率情况，从成本及费用上形成有效的规模效应。
- 3) 国际平台或区域龙头在亚洲市场交通业务上的投入相对较少，有利于 Trip.com 利用成熟的机票预订服务系统形成切入点，有效降低当地市场竞争压力，并借此推动集团其他旅游产品的交叉销售。根据我们观察，通常而言，经常进行跨境飞行的消费者往往也具备了较高的消费能力，有利于集团将此类用户转化为中高端酒店服务的潜在客户。
- 4) 携程酒店佣金率普遍低于海外竞争对手。据我们调研，携程佣金率水平仅为国际巨头一半左右水平，具有较大的价格优势，且携程产品及服务不存在明显劣势，有助于集团用“更好的品质+更实惠的价格”逐步实现海外市场渗透。

图表 55：亚太市场 2023 年竞争格局

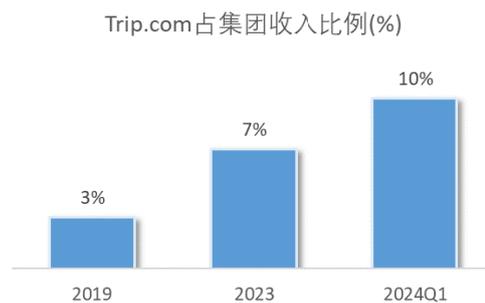


资料来源：Euromonitor, Wind, 第一上海

Trip.com 崛起：亚洲市场驱动携程集团收入增长新引擎

近年来，海外 Trip.com 平台在集团资源的倾斜下（主要体现为亚洲市场），已逐渐打开快速发展局面。根据市场调研，我们预计 Trip.com 占集团收入比重已于 2024 年第一季度成功达到 10% 左右，超过集体 Skyscanner 的收入比例，未来有望进一步成为集团整体业务中新的增长引擎。

图表 56：Trip.com 收入贡献持续提升



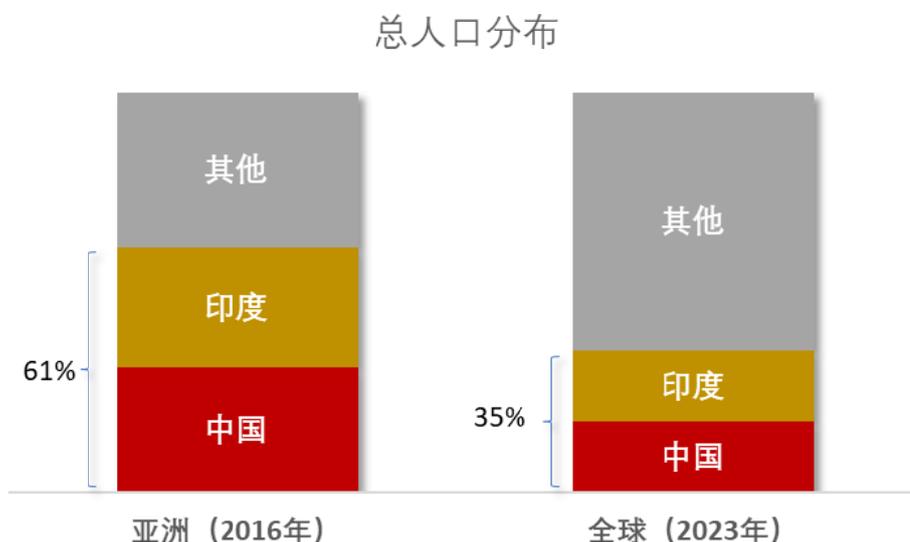
资料来源：市场调研，公司资料，第一上海

战略投资 MakeMyTrip 布局印度市场

在集团开拓亚洲市场过程中，特别值得注意的是，面对印度这一蓬勃发展、且具有独特文化特征旅游市场，携程集团采取了战略性投资的方式：2016年，携程首次对当地的在线旅游服务商领导者——MakeMyTrip 进行战略投资，并在2019年增持股份，成为其大股东。集团以此策略性地扩展在印度的旅游业务，深化在该地区的业务布局。

- 1) 目前，为了更好地迎合印度消费者的期望和需求，集团旗下 MakeMyTrip 仍采用独立运营的模式，继续利用其对本地市场的深刻理解，维护并加强其本地化运营的优势。
- 2) 对于集团而言，通过该合作伙伴关系，不仅在印度市场扩大了其旅游产品和服务的范围，涵盖了印度市场的酒店、机票预订以及旅游套餐等相应供应链体系，还通过集团技术上的先进经验（如在线预订系统和客户服务技术等）向 MakeMyTrip 实现赋能，提升其在当地的整体服务效率和客户体验，通过 MakeMyTrip 的盈利增长为携程带来了显著的经济回报。
- 3) 更值得注意的是，携程集团与 MakeMyTrip 的深度绑定，成功地在全世界两大人口最多的经济体（中国和印度）中均确立了其市场领导者地位。也就意味着，未来携程集团在与全亚洲更多供应链伙伴的合作中，将赢得更有利的谈判地位，为集团未来在全球旅游市场的持续扩展和深化合作奠定了坚实的基础。

图表 57：中、印人口合计占全亚洲六成以上



资料来源：国家统计局，世界银行，联合国统计局，第一上海

盈利预测

国内基本盘稳固，国际业务加速发展

自 2024 年初至今，国内旅需求持续回暖，出境旅表现强劲，整体旅游市场的活跃度显著提升。分量价看，因受：1) 去年价格基数较高，2) 酒店客房供应及航空运力大幅回升、3) 旅游目的地从高消费城市向低消费城市分散、4) 消费者对性价比的呈现一定追求、5) 出境游增加对国内游需求市场造成一定分流等因素，今年以来整体机票价格及酒店 ADR 同比有所下降，但被国内游及出境游的出行人数均同比大幅增加所抵消，我们预计今年国内整体旅游市场及集团的收益将保持稳健增长态势。

在国际市场方面，鉴于集团在亚洲及其他地区的业务正处于快速扩张阶段，预计 1) Trip.com 将继续实现迅猛的业务增长，2) Skyscanner 将维持稳定的增长势头。此外，鉴于海外市场的交通和住宿佣金率普遍高于国内平均水平，我们预期集团的海外业务在未来将保持高双位数的复合增速。

从长远角度来看，集团作为国内在线旅游代理行业的领导者，拥有深厚的行业资源壁垒，预计将持续受益于居民旅游需求的稳定增长，国内业务基本盘有望保持长期稳固，为集团创造稳定的长期现金流。同时，海外市场随着 Trip.com 高速扩张并逐渐展现规模化效应，预计未来集团在国际市场的整体盈利能力将保持高速增长，成为集团整体业务新的增长极。

盈利能力方面，集团轻资产运营模式下，毛利率长期稳定在较高水平。国内业务发展方面，集团经营效益随疫情期间调整优化及近年来 AI 行业迅猛发展推动，利润率进一步优化显著。国际业务正处于规模扩张投资期，但经营亏损幅度已逐渐收窄，考虑到 Trip.com 对标海外 OTA 企业成熟稳定发展期的费用率水平存在较大优化空间，未来随边际效益不断改善，预计整体经营效益有望持续提升。

目标价 54.62 美元，首次覆盖给予买入评级

综上所述，我们预计集团 2024-2026 年有望分别实现 Noon-GAAP 归母净利润人民币 152.3/176.7/203.6 亿元，复合增速 15.6%，目标价 54.62 美元，相当于 2024 年盈利预测 22 倍 PE，距离当前具有 25.8% 的上升空间，给予买入评级。

重要风险

- (1) 宏观经济发展不及预期；
- (2) 地缘政治风险；
- (3) 竞争加剧；
- (4) 海外扩展不及预期；
- (5) 品牌声誉风险。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	20,055	44,562	51,864	59,638	68,169	盈利能力					
营业成本与销售税及附加费	(4,529)	(8,173)	(9,440)	(10,676)	(11,998)	毛利率	77%	82%	82%	82%	82%
毛利	15,526	36,389	42,424	48,962	56,171	营业利润率	0%	25%	25%	26%	26%
营业费用	(15,438)	(25,065)	(29,224)	(33,634)	(38,480)	归母净利润率	7%	22%	22%	22%	23%
—销售费用	(4,250)	(9,202)	(10,762)	(12,405)	(14,213)	运营能力					
—管理费用	(2,847)	(3,743)	(4,356)	(5,009)	(5,726)	行政管理费用率	14%	8%	8%	8%	8%
—研发费用	(8,341)	(12,120)	(14,106)	(16,220)	(18,541)	市场营销费用率	21%	21%	21%	21%	21%
营业利润	88	11,324	13,200	15,328	17,691	研究和开发费用率	42%	27%	27%	27%	27%
财务费用	532	23	27	31	35	实际税率	26%	16%	16%	16%	16%
所得税	(682)	(1,750)	(2,040)	(2,370)	(2,737)	派息率			0%	0%	0%
净利润	1,367	10,002	11,658	13,530	15,608	应收票据及应收账款周转天数	92	69	69	69	69
少数股东损益	(36)	84	98	114	131	应付票据及应付账款周转天数	(548)	(537)	(537)	(537)	(537)
归母净利润	1,403	9,918	11,560	13,417	15,477	财务状况					
Noon-GAAP归母净利润	1,294	13,071	15,234	17,666	20,364	资产负债率	41%	44%	31%	30%	29%
基本每股收益	2	15	18	21	24	现金流量净额/净利润	1.9	2.2	1.1	1.0	1.0
增速 (%)						总资产/股本					
营业收入	0.1%	122.2%	16.4%	15.0%	14.3%	财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
营业利润	106.2%	12,768.2%	16.6%	16.1%	15.4%						
Noon-GAAP归母净利润	(4.6%)	910.1%	16.5%	16.0%	15.3%						
资产负债表						总资产/股本					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	17,000	43,983	56,575	69,657	86,457	净利润	1,367	10,002	11,658	13,530	15,608
应收票据及应收账款	5,486	11,410	9,832	11,306	12,923	折旧与摊销	1,291	1,052	2,135	2,454	2,806
预付款项、按金及其他应收款项	10,169	15,591	14,990	17,237	19,703	其他	(17)	10,950	(405)	(1,904)	(2,139)
无形资产	12,742	12,644	12,644	12,644	12,644	经营活动产生的现金流量净额	2,641	22,004	13,388	14,081	16,275
商誉	59,337	59,372	59,372	59,372	59,372	购买固定资产产生的现金流量净额	(497)	(606)	(558)	(554)	(572)
固定资产	5,204	5,142	5,142	5,142	5,142	购买/出售投资产生的现金流量净额	1,200	7,448	2,111	3,586	4,382
资产总额	191,691	219,137	301,567	318,369	339,253	投资活动产生的现金流量净额其他项目	439	(923)	(567)	(350)	(613)
短期借款	32,674	25,857	25,857	25,857	25,857	投资活动产生的现金流量净额	1,136	5,919	986	2,682	3,196
长期借款	13,177	19,099	19,099	19,099	19,099	发行/偿还债务产生的现金流量净额	(5,433)	(1,961)	(1,796)	(3,063)	(2,273)
应付票据及应付账款	7,569	16,459	13,876	15,693	17,637	融资活动所得现金流量净额	(6,717)	(2,547)	(1,782)	(3,682)	(2,670)
负债合计	78,672	96,131	93,548	95,365	97,309	现金及现金等价物净增加额	(2,709)	25,496	12,592	13,081	16,801
归属于母公司股东权益合计	112,283	122,184	207,197	222,182	241,122	期初现金及现金等价物余额	21,196	18,487	43,983	56,575	69,657
少数股东权益	736	822	822	822	822	期末现金及现金等价物余额	18,487	43,983	56,575	69,657	86,457
股东权益合计	113,019	123,006	208,019	223,004	241,944						
负债和股东权益合计	191,691	219,137	301,567	318,369	339,253						

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。