

社会服务行业深度报告

OTA 行业深度报告：

市场规模、竞争格局及增速展望

增持（维持）

2024 年 11 月 14 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旂璿

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

■ 在线旅游平台（OTA，即 Online Travel Agency）是全方位、多角度聚合旅游资源和信息，并将其链接至终端消费者的互联网平台。历经 20 多年的发展，中国在线旅游市场交易规模已达到 1.1 万亿元，在线旅游平台渗透率达六成以上，竞争结构演化至寡占型。

■ 规模：2023 年全国旅游总收入约 5.3 万亿人民币，恢复至 2019 年的 80%，仍处增长通道。OTA 平台深度参与大陆旅游市场除购物外的各项经济活动。拆分出行消费大类来看：

- **交通预定：**国内客运交通交易规模约为 1.4 万亿级别，其中铁路加民航占比超过 70%，按交易规模口径测算在线交通的线上化率约为 54%。其中：①铁路旅客发送量 10 年 CAGR 为 6.2%，资源端由国铁集团主导，常态化线上售票比例达到 85% 左右。②民航旅客周转量 10 年 CAGR 为 6.2%，民航公司集中度高，90% 以上高度线上化。由于上游资源端均由国央企主导运营，且均一定程度进行了直营化渠道布局，形成了 OTA 平台在出行交通部分的产业链价值比例相对较低。线上交通预定作为居民出行最为刚需的一环，对于 OTA 平台意味着稳定的流量来源和可能的其他出行品类转化。

- **住宿预定：**2023 年中国住宿业收入规模在 8000 亿元级别，年间夜量近 35 亿，线上化率在 30-40% 区间。从上游集中度角度看，酒店业 CR3 及 CR5 按房量计分别为 15.7%/18.8%，基本处于完全竞争的情况，相比起来，OTA 平台议价权显著。根据中国住宿业门店结构来看，当前仍处于连锁化率提升的中段，我们认为“终局”连锁化率或在 60-70% 区间。OTA 平台流量格局更佳，将长期占据住宿预订板块的议价权优势。

- **旅游产品预定：**中国跟团游产品可线上化的规模 2019/2023 年分别为 4897/2631 亿元，按此估算 2019/2023 线上化率约分别为 23%/30%。疫后居民休闲旅游跟团比例降低。资源端景区/产品供给端旅行社均集中度较低，产品及销售能力为先。

■ **格局：**流量格局当前已经颇为稳固。行业老大优势在于资源积累及交付能力，其他玩家背靠高频支付或社媒流量打法各有侧重。我们认为 OTA 平台竞争格局的稳固背后是当前移动互联网高频应用流量格局的稳固。以携程为例说明 OTA 平台的发展路径，流量连横、资源合纵是普遍选择。我们认为以移动互联网平台大量流入的现金流模式，在并购重组合规化监管下，将有序、进一步进行上游资源的深化布局。

■ **展望：**我们预计 OTA 平台面临的 2024 整体流量大盘增速在 10-15% 区间，交易规模增速或在 15% 左右；2025 年流量大盘增速在 9% 左右，交易规模增速或略高于 10%。

■ **投资建议：**基于居民出行意愿高、政策密集出台推动文旅行业景气度持续提升，OTA 平台将持续受益于出入境游的高增及国内游基本盘的繁荣，格局稳固有利于 OTA 平台的变现率保持平稳。建议关注同程旅行、携程集团、中国民航信息网络等 OTA 行业相关标的。

■ **风险提示：**宏观经济修复不及预期，居民出行意愿下降，地缘政治关系波动，市场竞争加剧等

行业走势



相关研究

表 1：重点公司估值（截至 2024 年 11 月 12 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
00780.HK	同程旅行	424.75	18.98	0.69	0.85	1.19	26	21	15	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 总市值和收盘价单位为港元, 港元兑人民币汇率为 11 月 12 日的 0.92504, 其余单位为人民币

内容目录

1. 中国在线旅游产业链梳理	6
1.1. OTA 行业概览：深耕万亿市场，聚合全场景旅游产品.....	6
1.2. 交通票务：刚需定位为平台引流，议价权集中在上游.....	11
1.3. 住宿：商家引流需求突出，议价权集中在预定平台.....	14
1.4. 旅游产品：上游资源分布种类多、分布散，销售能力为先.....	18
2. 在线旅游玩家格局：各守其成，合纵连横	21
3. 需求端展望：国内游景气，出境游爬坡，入境游扩容	23
3.1. 文旅相关政策频出，恢复和扩大消费主要抓手.....	23
3.2. 展望：国内游基本盘景气度高位稳增，出入境游高速增长.....	25
4. 投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 历年中国旅游收入 (单位: 亿元人民币)	6
图 2: 国内游客人次结构 (单位: 亿人次)	7
图 3: 国内居民出游单人次花费 (单位: 元)	7
图 4: 2019 年旅游及相关产业增加值结构 (单位: 亿元, 占比)	7
图 5: 居民出游目的结构 (2019 年)	8
图 6: 散客旅游者出游花费结构 (2019 年)	8
图 7: 历年在线旅游行业交易规模拆分 (单位: 亿元)	8
图 8: 旅游行业产业链及代表公司	9
图 9: Booking App 界面	10
图 10: 携程 App 界面	10
图 11: 携程收入结构 (单位: 亿元人民币)	11
图 12: 同程收入结构 (单位: 亿元人民币)	11
图 13: 估算 2023 年居民出行支出结构 (单位: 亿元)	11
图 14: 铁路旅客发送量及营业里程	12
图 15: 铁路旅客周转量及单人次运送公里数	12
图 16: 民航旅客运输量及客运飞机架数	13
图 17: 民航旅客周转量及单人次公里数	13
图 18: 中国居民国内旅游出行交通线上消费产业链分析 (2023 年)	13
图 19: 携程、同程交通售票收入增速与铁路、民航客运量增速高度相关	14
图 20: 中国大陆住宿业门店结构	15
图 21: 中国大陆住宿业房量结构	15
图 22: 酒店业客房量结构及连锁化率	15
图 23: 酒店行业按店数计算 CR3 及 CR5	16
图 24: 酒店行业按房量计算 CR3 及 CR5	16
图 25: 2023 年住宿业门店按档次划分的结构	16
图 26: 2023 年住宿业门店按单店房量划分的结构	16
图 27: 2023 年住宿业房量按档次划分的结构	17
图 28: 2023 年住宿业房量按单店房量划分的结构	17
图 29: 中国居民国内旅游出行住宿线上消费产业链分析 (2023 年)	17
图 30: 携程季频按收入板块营收数据 (单位: 亿元)	18
图 31: 2019-2023 年全国旅行社收入调查按市场分	18
图 32: 中国大陆历年 A 级旅游景区个数及营收	19
图 33: 历年 A 级旅游景区接待人数及平均接待量	19
图 34: 中国 A 级景区按品类结构 (2019 年)	20
图 35: 中国 A 级景区按接待量结构 (2019 年)	20
图 36: 中国居民国内旅游出行旅游产品线上消费产业链分析 (2023 年)	20
图 37: 2023/2024 年 8 月各旅游服务 top7 应用去重用户数及同比增速	21
图 38: OTA 平台与互联网流量入口关系	22
图 39: 2024 年铁路客运量 (亿人次) 及单月&累计同比	25
图 40: 2024 年民航客运量 (亿人次) 及单月&累计同比	25
图 41: 2024 前三季度累计出入境人数统计 (单位: 万人)	25

表 1: 头部 OTA 平台核心客群定位及竞争优势.....

表 2: 携程对产业链上下游的权益布局.....

表 3: 2023 年以来文旅相关供给端政策.....

表 4: 2023 年以来文旅相关需求端政策.....

表 5: OTA 上市公司估值（截至 2024 年 11 月 12 日）.....

21

22

23

24

27

在线旅游平台（OTA，即 Online Travel Agency）是全方位、多角度聚合旅游资源和信息，并将其链接至终端消费者的互联网平台。历经 20 多年的发展，中国在线旅游市场交易规模已达到 1.1 万亿元，在线旅游平台渗透率达六成以上，竞争结构演化至寡占型。本篇行业深度将通过梳理在线旅游产业链上下游集中度及细分领域的景气度，推演行业当前阶段增长动能。

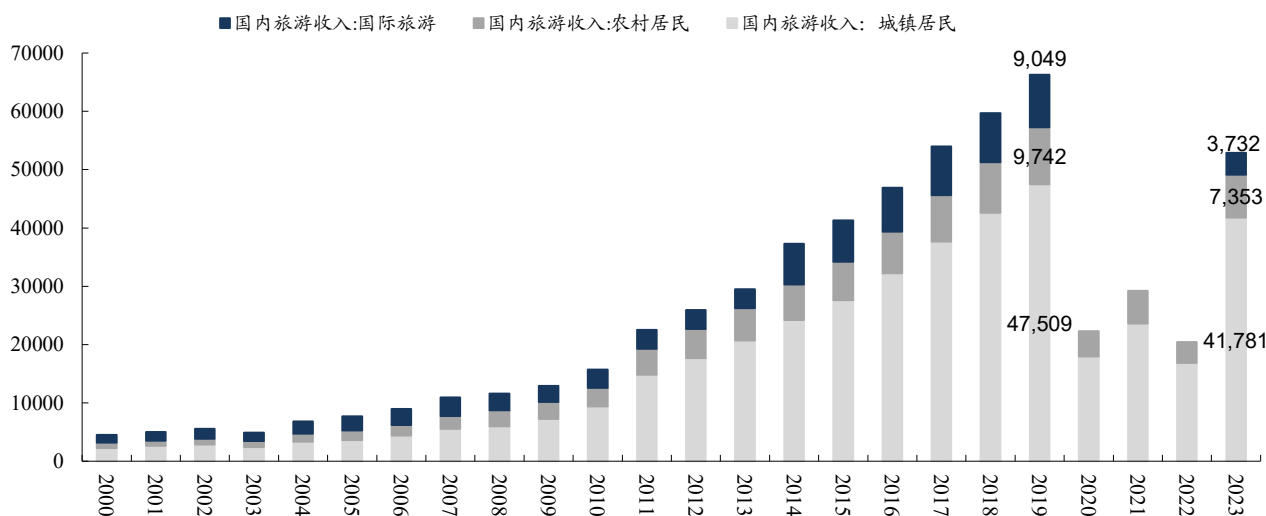
1. 中国在线旅游产业链梳理

1.1. OTA 行业概览：深耕万亿市场，聚合全场景旅游产品

2023 年全国旅游总收入约 5.3 万亿人民币，恢复至 2019 年的 80%，仍处增长通道。

其中国内游客出游总花费 4.9 亿元人民币，恢复至 2019 年的 86%；入境游客消费 530 亿美元（折人民币约 3732 亿元，2023 年美元兑人民币平均汇率为 7.0467），恢复至 2019 年的 41%。此处旅游总收入统计了国内外游客在中国（大陆）境内观光游览、度假、探亲访友、就医疗养、购物、参加会议或从事多种活动形成的出游收入。

图1：历年中国旅游收入（单位：亿元人民币）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

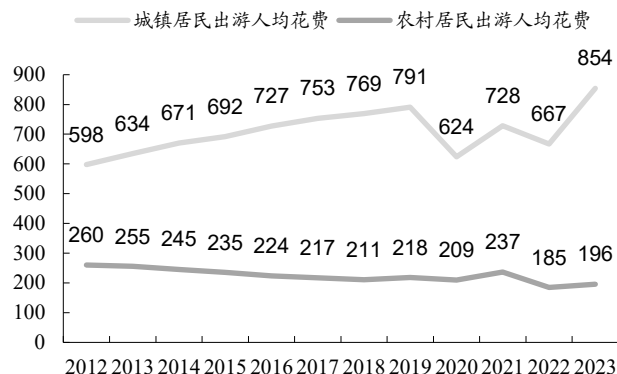
进一步拆分国内游客群体，37.6 亿城镇居民出游人次贡献 4.2 万亿元旅游收入，单人次出游花费 854 元；11.3 亿农村居民出游人次贡献 0.7 万亿，单人次出游花费 196 元。据 2023 年末城镇常住人口 9.3 亿人，乡村常住人口 4.8 亿人测算，城镇居民/农村居民年均出游次数分别为 4.0/ 2.4 次，与 2019 年的 5.3/2.8 相比仍有距离，旅游市场整体仍处于低基数高增长通道。

图2：国内游客人次结构（单位：亿人次）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

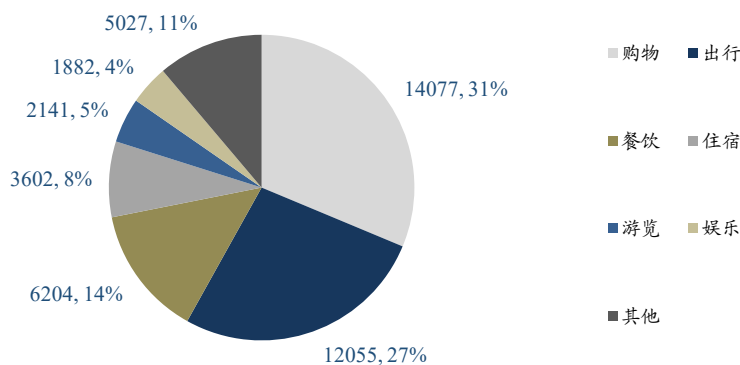
图3：国内居民出游单人次花费（单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

OTA 平台深度参与大陆旅游市场约七成的经济活动。历史经验来看，按消费行为分，旅游购物、交通、餐饮、住宿、游览分别对旅游及相关产业增加值贡献率为31%/27%/14%/8%/5%。除旅游购物、餐饮外的出行环节，中国 OTA 平台均深度参与，承担流量聚合、转化、产品数字化标准化、撮合交易等职能，因而可以说 **OTA 平台参与了大陆旅游市场一半以上的经济活动**，目标市场流水潜在规模估算在 3.6 万亿（2019 年的 6.6 万亿*55%）规模。

图4：2019 年旅游及相关产业增加值结构（单位：亿元，占比重）

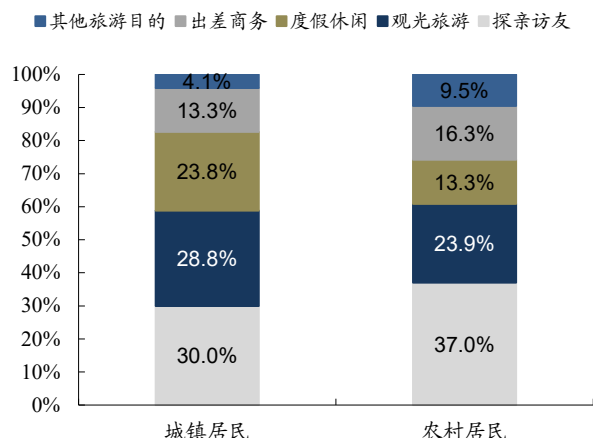


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

从出行特征来看，探亲访友/观光游览/度假休闲是城镇居民出游前三大目的，交通费占散客旅游者出游花费 30%以上。据中国旅游研究院抽样调查分析，2019 年居民出游目结构见下图 5，探亲访友/观光游览/度假休闲/出差商务总计构成居民出游 95%的目的。探亲访友对于城乡居民均为第一大驱动，占 30%以上；度假休闲出行在城镇/农村居民出行目的中占比差异较大，分别占 23.8%/13.3%。散客旅游者出游花费结构见图 6，对城乡旅游散客而言花销占比顺序基本一致，由多至少分别为交通费/餐饮费/购物费/住宿费/其他/景区游览费，其中城镇居民住宿费花销占比相对农村居民较大，或由于城镇

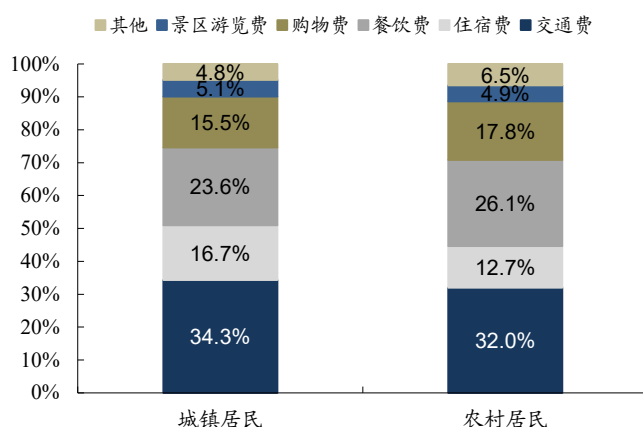
居民相对较强的度假休闲需求驱动。

图5: 居民出游目的结构 (2019 年)



数据来源: 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

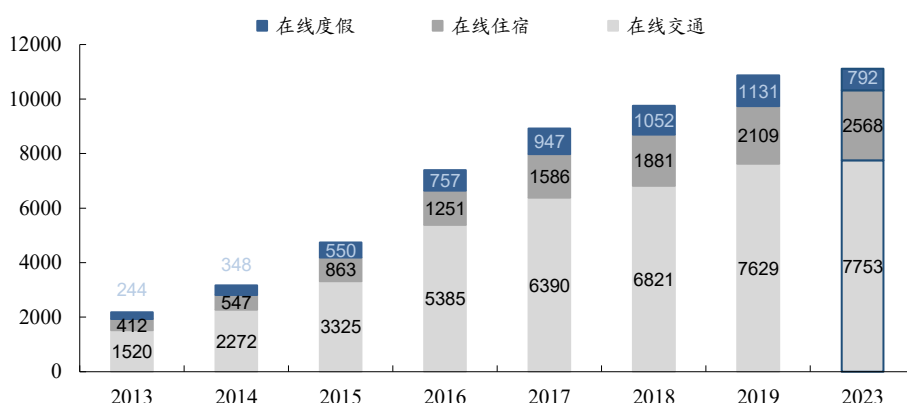
图6: 散客旅游者出游花费结构 (2019 年)



数据来源: 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

中国在线旅游行业交易规模 11113 亿元, 已恢复至 2019 年的 102%。据易观分析统计, 2023 年中国在线旅游行业交易规模达 11113 亿元, 已超过 2019 年同期。从结构上看, 交通、住宿、度假交易规模分别占总体的 70%/23%/7%, 分别恢复至 2019 年的 102%/122%/70%。在线旅游平台度假交易规模恢复较慢的主要原因是近年来抖音、小红书等社交媒体平台的盛行加速了全球目的地旅游攻略的线上化, 一定程度缩减了出行信息差, 使得居民自由行能力有较大提升, 因而衍生出个性化、定制化的旅游趋势, 传统“跟团”旅游形式恢复落后行业。

图7: 历年在线旅游行业交易规模拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 易观分析, 东吴证券研究所

中国旅游行业产业链参与方众多, 且经营主体通常多环节渗透。我们将其分类为资源/设施端、渠道端和营销端。从资源/设施端来看, 交通、酒店、景区、餐饮等细分领域呈现的格局是龙头大多为央国企。渠道端则汇聚了去哪儿网、携程、飞猪旅行等在线旅游平台, 众信旅游、中青旅、广之旅等深耕多年的旅行社品牌, 通过餐饮高频场景切入

酒旅业务的美团，和为各资源端企业提供“公众号”“小程序”作为分销工具或渠道的微信平台。这些平台通过整合资源，为用户提供便捷的预订服务，成为连接供需的重要桥梁。营销端则有快手、抖音、小红书等社交媒体平台，及马蜂窝、驴妈妈等垂类玩家，不论是资源品牌方还是第三方自媒体在营销平台上与用户进行内容互动，在疫后出行场景中已经是不可缺失的一环。**值得注意的是，作为流量聚合平台的在线旅游企业，呈现出向上游资源端、下游营销端有序渗透的趋势**，如携程投资旅悦、与定位旅游工具网站的 Tripadvisor 成立合资公司；同程投资多家酒店管理公司及收购海南呀诺达景区等。同时，资源端企业也通常希望加强自身对渠道端的管控，凭借自身品牌优势借助线上工具直接与用户互动，例如航司“提直降代”、各酒店集团及旅游景点自建 APP 或使用微信小程序承接预定。

图8：旅游行业产业链及代表公司

	资源/设施端	渠道端	营销端
交通	 中国国家铁路集团有限公司  AIR CHINA 中国国航  中国南方航空  中国东方航空 		 抖音 
酒店	 锦江酒店  华住 WORLD  首旅酒店集团 BTG HOTELS	 携程  同程旅行 	 小红书
景区	 迪士尼  环球影城  欢乐谷  长白山旅游股份  九华旅游  张旅集团  中国旅游服务  乌镇  宋城演艺  天目湖旅游股份  金山旅游股份	 CITS 中国国旅  u-tour 众信旅游  CYTS 中青旅  六尚  中国旅游服务	 马蜂窝  驴妈妈
餐饮	 文和友  中国全聚德集团  西安饮食	 美团  大众点评	 百度
其他	 cdf 中免集团  中国平安  神州租车  航旅纵横	 微信	 微博

数据来源：东吴证券研究所绘制

与国外巨头不同的一点是，中国 OTA 龙头的核心产品呈现出全场景、全品类聚合的“一站式服务”特征。基于中国高度发达的移动互联网软硬件设施，中国消费者流量来源的移动端特征较海外显著领先，消费者的“一站式”消费特征也由此更加凸显。由于海外 OTA 巨头从网页端起家，且搜索流量至今仍是重要的流量来源（Booking 的 2023 年移动端占比仅 50%左右，Airbnb 的 2024Q2 移动端占比为 55%），因而 Booking、Airbnb 往往呈现较明确的单项运营特征，如 Booking 通过不同渠道品牌综合布局（Booking、Agoda 主攻住宿预定，OpenTable 主攻餐饮预定），App 主页也仍以呈现酒店预定为主。反观中国，由于互联网行业整体发展迅猛且高度重视移动端趋势，携程的移动端占比已

高于 90%，其海外品牌 Trip.com 的移动端占比（65-70%，2024Q2）也显著高于海外巨头。OTA 主流平台主页界面几乎都分为酒店、机票、火车票、旅游等大品类，加上租车、签证、接送机等细分服务项，倾向于在 App 内实现多品类的相互转化，让消费者进行“一站式”旅游预定。也由此，中国 OTA 巨头更容易向上游资源端、下游营销端进行试探性渗透，而国外 OTA 平台呈现更倾向于横向收购渠道品牌的战略打法。

图9: Booking App 界面



数据来源: Booking app, 东吴证券研究所

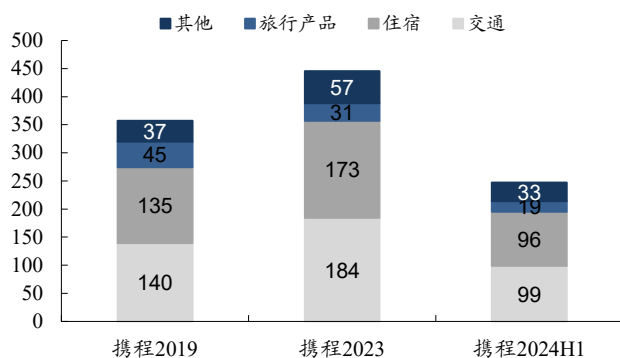
图10: 携程 App 界面



数据来源: 携程 app, 东吴证券研究所

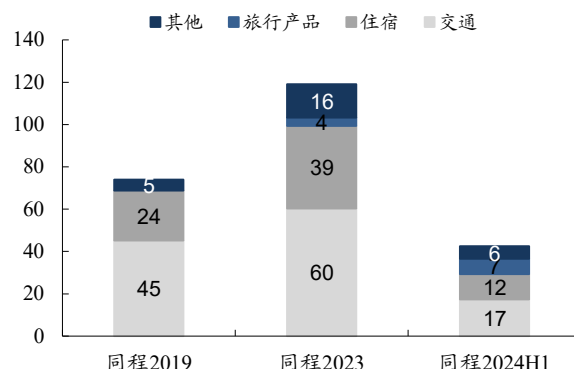
在线旅游核心业务交通、酒店分别占比第一、第二，是在线旅游平台营收的主要组成部分。携程 2024H1 交通/住宿/旅行产品/其他分别占比 40%/39%/8%/13%; 同程 2024H1 交通/住宿/旅行产品/其他分别占比 41%/28%/27%/14%。交通、住宿合并能占到在线旅游平台营收的 65-80%，是主要业务收入来源。

图11: 携程收入结构 (单位: 亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 同程收入结构 (单位: 亿元人民币)



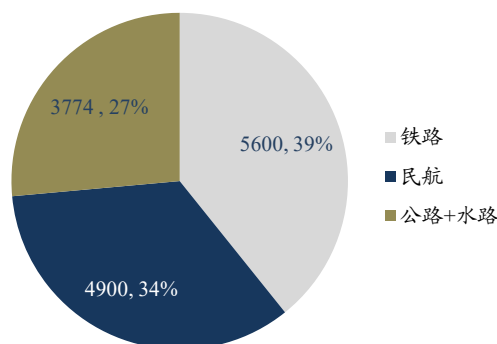
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

由于在线旅游平台报表营收通常采用净额法, 因而龙头企业的收入结构与在线旅游行业市场规模拆分中的品类结构并不匹配 (在线交通的交易规模通常是在线住宿的 3 倍以上, 但在 OTA 平台财报营收中几乎是相同量级)。对于这几项出行细分板块的行业规模、线上渗透率、产业链议价权分布问题, 我们将在以下内容进行拆分讨论:

1.2. 交通票务: 刚需定位为平台引流, 议价权集中在上游

中国国内旅游收入中交通约为 1.4 万亿级别, 其中铁路加民航占比超过 70%, 按交易规模口径测算在线交通的线上化率约为 54%。居民出行支出结构中, 铁路/民航/公路+水路大致呈现 5:4:3 的比例。国铁集团 2023 年全年营收 1.25 万亿元, 估算客运规模占比在 45% 左右, 因而铁路客运的收入规模约在 5600 亿元级别。中国航空公司 2023 年实现营收 6761 亿元营收, 客运占比通常在 90% 上下, 其中国内航线又占客运收入的 80% 左右, 因而民航客运境内交易规模在 4900 亿元水平。按交通支出整体占全国旅游收入 27% 测算, 居民国内出行全年支出为 1.4 万亿水平, 铁路+民航占到居民支出的 73%。按 2023 年在线交通规模 7753 亿元估计, 线上化率为 54%。

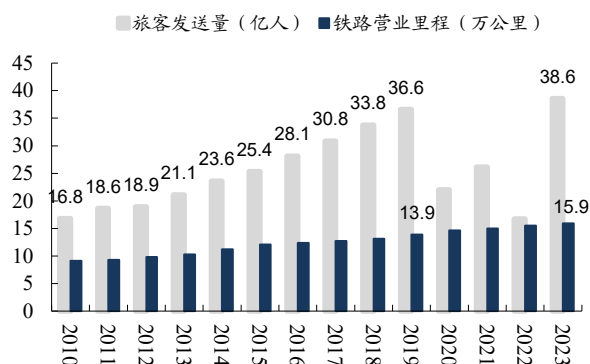
图13: 估算 2023 年居民出行支出结构 (单位: 亿元)



数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所测算

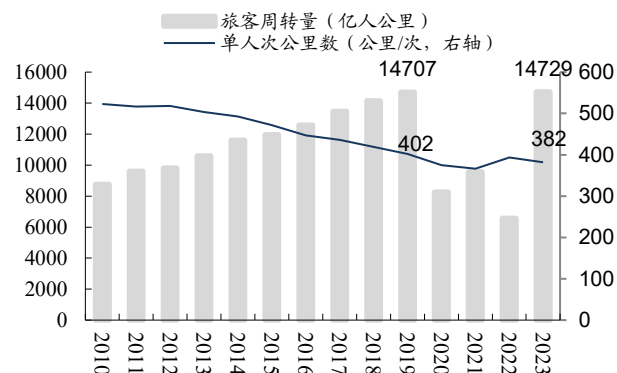
中国铁路旅客发送量 10 年 CAGR 为 6.2%，资源端由国铁集团主导，常态化线上售票比例达到 85% 左右。截至 2024 年 9 月，中国铁路营业总里程突破 16 万公里，预计到 2025 年达到 16.5 万公里，其中高铁 5 万公里左右，覆盖全国 96% 的 50 万人口以上城市。从 2013-2023 年，铁路营业里程/旅客发送量的 10 年 CAGR 为 4.4%/6.2%；其中 2014-2019 年，铁路营业里程/旅客发送量的 5 年 CAGR 为 4.4%/9.2%；2019-2023 年，铁路里程/旅客发送量的 4 年 CAGR 为 3.4%/1.3%，2024 年截至 9 月铁路客运量累计同比+13.8%。2019 年以前，旅客发送量增速常年高于营业里程增速，但由于基数及疫情原因，19 年后旅客发送量增速显著低于营业里程，我们认为旅客发送量在未来 2 年内有望维持高单位数增长轨道，此后回到 5% 以内但高于铁路营业里程增速的区间。2022 年底中国铁路发布 12306 平台注册用户达 6.8 亿，常态化线上售票比例达 85% 左右。

图14：铁路旅客发送量及营业里程



数据来源：Wind，东吴证券研究所

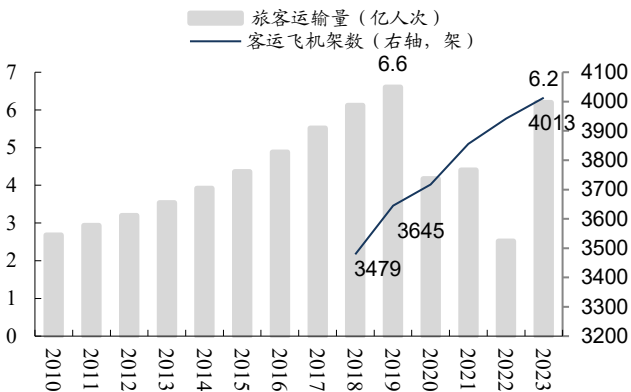
图15：铁路旅客周转量及单人次运送公里数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

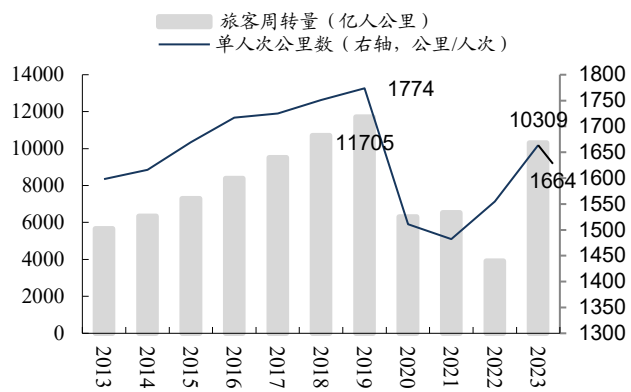
2013-2023 年中国民航旅客周转量/旅客运输量分别从 5657 亿人公里/3.5 亿人提升至 10309 亿人公里/6.2 亿人；其中 2014-2019 年，旅客周转量/旅客运输量的 5 年 CAGR 为 13.1%/10.2%；2019-2023 年，旅客周转量/旅客运输量的 4 年 CAGR 为 -3.1%/-1.7%。与此同时，2019-2023 年全国客运飞机架数从 3645 架逐年攀升至 4013，4 年 CAGR 为 1.9%。与铁路面对的情况类似，2019 年前，旅客运输量增速高于客运飞机架数的增速，但 2019 年至今情况相反。我们认为民航旅客周转量及运输量在未来 2 年内有望维持高单位数增长轨道，此后回到 5% 左右增速。三大民航集团在 2023 年市占率达 62%，后台信息全部汇聚由央企中航信承接，且从 2015 年开始提直降代，实现了高度线上化及全平台价格透明。

图16：民航旅客运输量及客运飞机架数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：民航旅客周转量及单人次公里数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

由于上游资源端均由国央企主导运营，且均一定程度进行了直营化渠道布局，形成了OTA平台在出行交通部分的产业链价值比例相对较低。概览出行交通线上消费产业链，我们以一表总结了三种交通出行方式的线上化率、资源端供给结构、渠道端流量占比。铁路方面，线上化率高，上游资源供应由单一企业主导，渠道端流量也以国铁集团为主。民航方面，线上化率高，上游资源结构为三寡头垄断，渠道端流量以OTA集团为主，航司直营为辅。公路+水路方面由于线上化率低且本身市场规模相对小我们在此不再仔细讨论，但资源端仍主要由本地国企主导。总结来看，我们认为OTA平台在出行交通部分的产业链价值占比（OTA净收入/整体市场规模，或简单理解为take rate）相对较低的原因就是上游资源端集中度高、产品标准化、价格相对透明。

图18：中国居民国内旅游出行交通线上消费产业链分析（2023年）

	线上化率 (统计年份)	资源/设施端 供给结构	渠道端 流量占比
铁路	约85% (2022)	■ 国铁集团 100%	■ 铁路12306 (国铁集团) 75% ■ 智行火车票 (携程) 21% ■ 其他 5% 注：按2023年8月app月活口径
民航	约90% (2021)	■ 南航集团 23% ■ 中航集团 20% ■ 东航集团 19% ■ 其他 38% ■ 中国民航信息网络 (分销及系统) ~100% 注：按旅客运输量口径	■ 携程及去哪儿 40% ■ 同程 46% ■ 飞猪 8% ■ 航司直营渠道及其他 7% 注：按2023年8月app+小程序去重月活口径
公路+ 水路	约10% (2021)	■ 本地化且散	■ 携程、同程、去哪儿等 ■ 本地直营

数据来源：交通部、艾瑞咨询、QuestMobile、TalkingData、东吴证券研究所测算

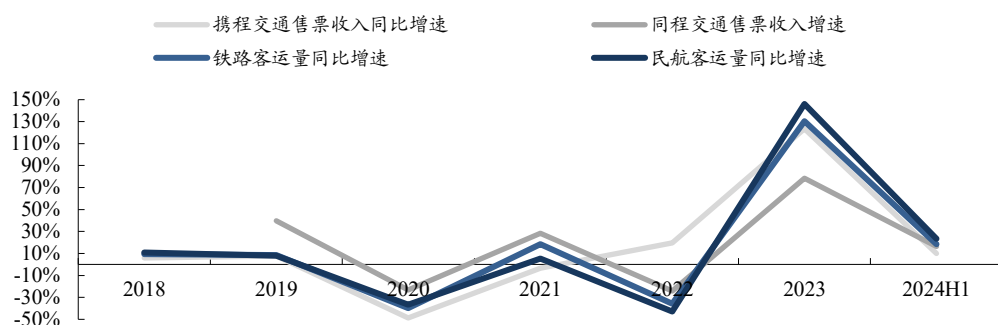
注 1：以上数据测算时间窗口若无特别说明则为 2023 年全年。渠道端流量占比选取 2023 年 8 月数据主要由于 8 月是全年出行最活跃的月份，或与全年实际数据有出入，但已是相对有代表性。

注 2：渠道端流量占比并不完全代表实际市场份额占比，最终渠道交易结构还与渠道流量转化能力有关，但这方面我们无法找到 2023 年的公开数据。

注 3：铁路预定 app 流量中仅计算垂类 app 流量结构，实际成交额结构还需考虑 OTA 平台内成交部分。

综上所述，线上交通预定作为居民出行最为刚需的一环，对于 OTA 平台意味着稳定的流量来源和可能的其他出行品类转化。线上交通预定本身作为出行线上预订最大规模占比，但在 OTA 平台报表上呈现出的营收占比与住宿预订量级相同，说明 OTA 平台在出行产业链价值占比相对较低。综合来看，线上交通预订之于 OTA 平台的作用更偏向于刚需引流，take rate 或长期维持相对较低的程度。我们认为未来 OTA 平台交通部分营收将跟随线上交通预定量的大盘增长，单价提升的作用可能有限。

图 19：携程、同程交通售票收入增速与铁路、民航客运量增速高度相关

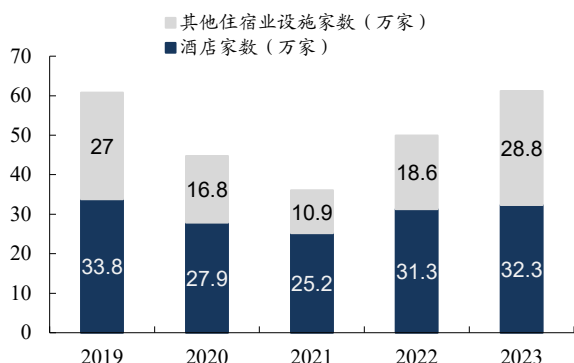


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 住宿：商家引流需求突出，议价权集中在预定平台

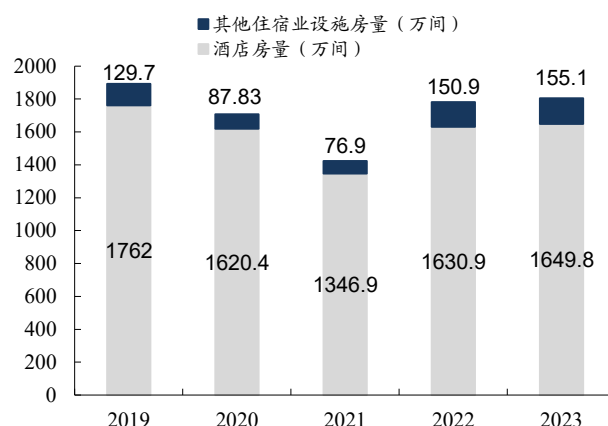
2023 年中国住宿业收入规模在 8000 亿元级别，夜间夜量近 35 亿，线上化率在 30-40% 区间。2023 年中国大陆住宿业共计 61.2 万家，合计房量 1805 万间。门店数/房量同比分别增 22.5%/1.4%，较 2019 年分别增 0.6%/-0.4%，预计 2024 年住宿业供给将超过 2019 年。结构上来看，酒店（将 15 间房量以上的各类型门店定义为酒店业门店）门店数/房量占整体 53%/91%，是住宿业主要构成。根据旅智科技 2023 年酒店行业数据，2023 年酒店行业入住率/单晚房价/单房收入分别为 52.4%/227.3 元/119.1 元；民宿行业入住率/单晚房价/单房收入分别为 55.8%/302.8/169.0 元。据此房量和运营数据测算得 2023 年住宿业交易规模在 8129 亿元，全行业夜间夜量在 34.8 亿。由于线上记录的酒店房价或存在一定高估导致交易规模数据高于实际，我们估计住宿业线上化率在 30-40% 区间。

图20: 中国大陆住宿业门店结构



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

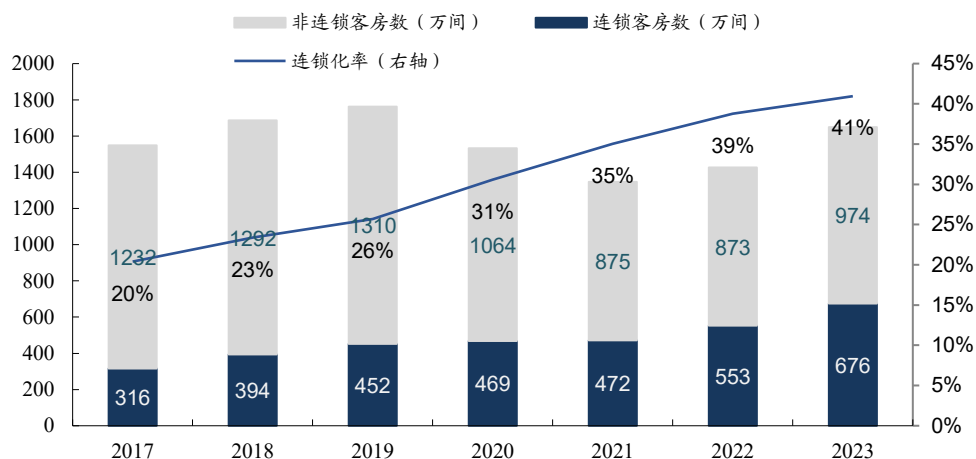
图21: 中国大陆住宿业房量结构



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

酒店业客房量结构来看, 行业连锁化率持续提升至 41%, 有赖于 OTA 平台“口碑标准化”的品牌宣传功能。截至 2023 年末, 虽然酒店业 (15 间房以上住宿门店市场) 客房量刚回到 2019 年之上, 但连锁客房量占到行业整体的 41%, 较 2019 年的 26% 有了大幅提升。住宿消费, 尤其是异地住宿消费的特征是, 标准化程度低、信息差大、复购率低。通过将酒店口碑标准化, OTA 平台实现了对商家发挥引流效果, 对消费者降低信息差的双向价值提升。同时 OTA 平台选择深入渗透上游, 如携程持股华住、首旅, 同程成立酒店管理公司等, 进一步助力酒店行业的连锁化。

图22: 酒店业客房量结构及连锁化率

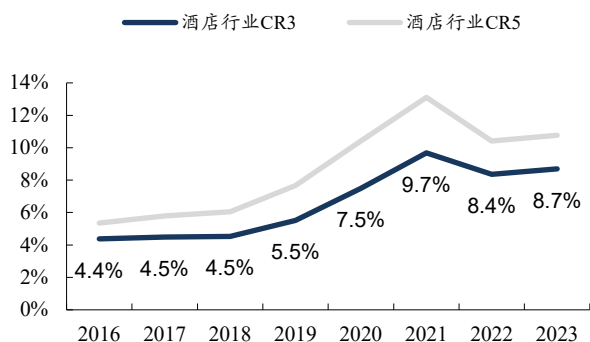


数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

从上游集中度角度看, 酒店业 CR3 及 CR5 按房量计分别为 15.7%/18.8%, 基本处于完全竞争的情况, 相比起来, OTA 平台议价权显著。虽然酒店品牌集团主导了行业连锁化率的提升, 但整体酒店行业仍处于大市场小公司的竞争结构。2023 年按门店数算的 CR3/CR5 分别为 8.7%/10.8%, 较 2019 年分别提升 3.2/3.1 个百分点; 按房量数计算的

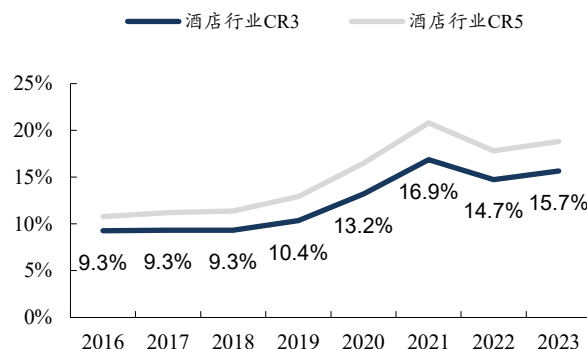
CR3/CR5 分别为 15.7%/18.8%，较 2019 年分别提升 5.3/5.9 个百分点，绝对值仍低。因而 OTA 往往能够在线上酒店交易规模提取 10%左右的佣金率，较交通业务的佣金率显著高。

图23：酒店行业按店数计算 CR3 及 CR5



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

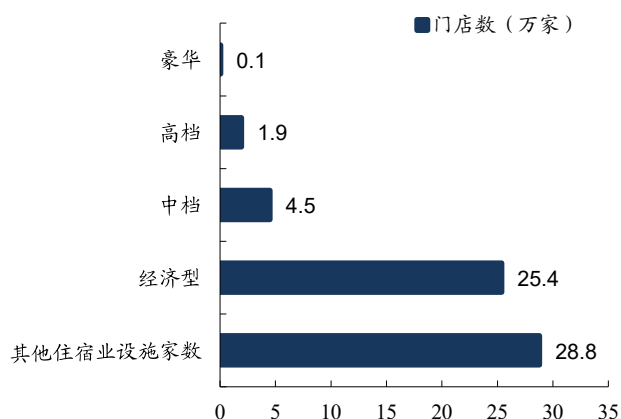
图24：酒店行业按房量计算 CR3 及 CR5



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

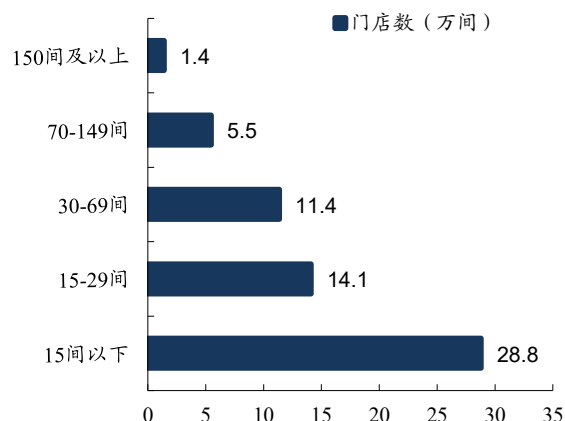
根据中国住宿业门店结构来看，当前仍处于连锁化率提升的中段，我们认为“终局”连锁化率或在 60-70%区间。酒店品牌化的关键是输出标准化产品、输出管理能力，而从承担标准化产品及管理的成本角度来说，目前酒店集团实践下，50 间以上房量的酒店更适合加入连锁化经营。从住宿业门店/房量按档次、按单店房量划分的结构来看，一方面，品牌酒店的中档升级仍有空间，如经济型门店数/房量数仍占在酒店业中占主导，2023 年分别占比 79%/55%；另一方面，酒店行业的中期连锁化率或应在 52%（将 70 间以上房量的门店均实现连锁化），“终局”连锁化率或在 60-70%区间（将 50 间以上房量的门店均实现连锁化）。因而在连锁化率持续提升的过程中，OTA 仍将保持有议价权的状态。

图25：2023 年住宿业门店按档次划分的结构



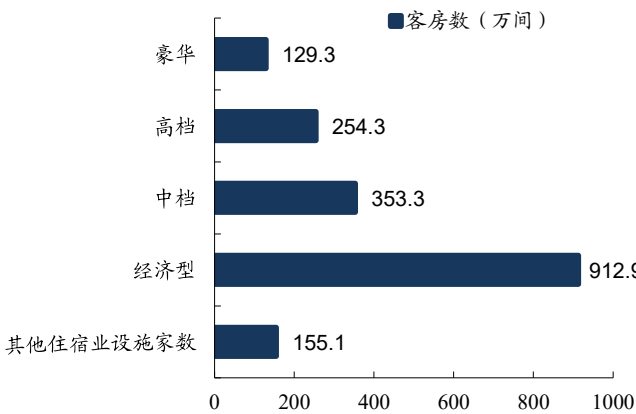
数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

图26：2023 年住宿业门店按单店房量划分的结构



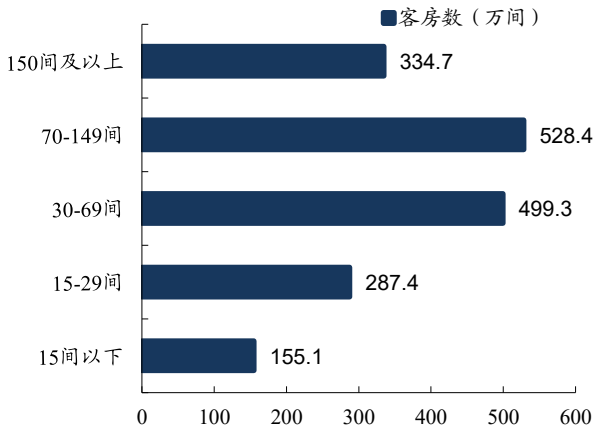
数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

图27：2023 年住宿业房量按档次划分的结构



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

图28：2023 年住宿业房量按单店房量划分的结构



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

OTA 平台流量格局更佳，将长期占据住宿预订板块的议价权优势。将中国居民国内出行住宿线上消费产业链竞争结构绘制成表见下图。基于行业整体连锁化率达 41%时，酒店品牌 CR3 仅 15.7%的情况来看，到达行业“终局”的 60%以上连锁化率时，CR3 或将到达 30%以上，但与 OTA 平台流量格局相比仍较弱，因而我们认为 OTA 平台将长期占据议价权优势。当然，品牌集团也仍然在通过发展自营渠道以降低 OTA 引流成本，但事实上目前仅有针对性的高复购可能的商旅客户这一独特客群、且积极建设并优化直营渠道体验的华住、亚朵品牌拥有相对高的客户黏性。

图29：中国居民国内旅游出行住宿线上消费产业链分析（2023 年）

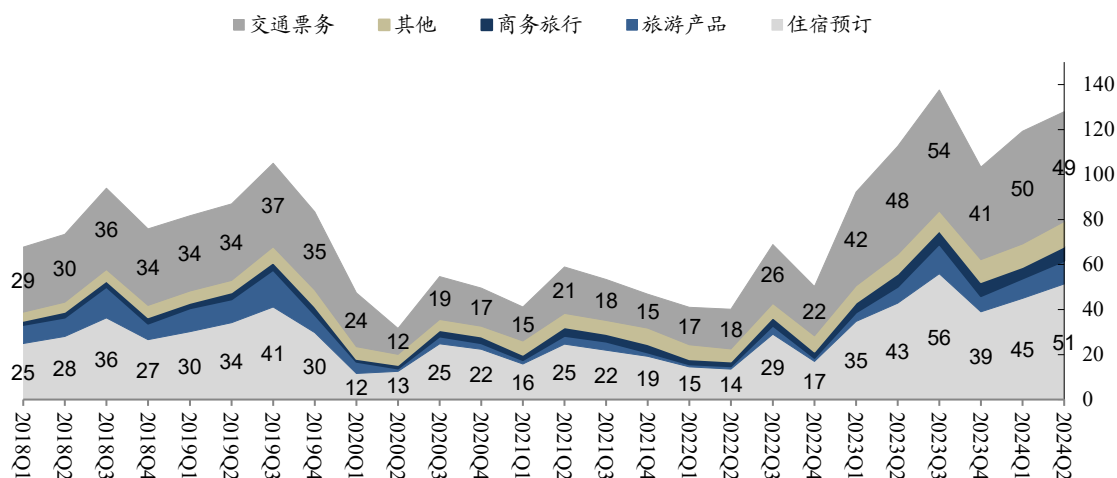
	线上化率 (统计年份)	资源/设施端 供给结构	渠道端 流量占比
酒店	30-40% (2023)	CR3 ~16%	<div><div>■ 携程及去哪儿</div>40%<div><div>■ 同程</div>40%<div>■ 飞猪</div>8%<div>■ 品牌集团自营比例</div>~10%</div></div>

注：按2023年8月app月活口径

数据来源：中国饭店协会，QuestMobile，东吴证券研究所测算

OTA 平台在住宿预订板块的议价权和弹性可从历史住宿板块收入占比看出。回溯 2018 年以来的营收拆分，住宿预订的收入占比在行业景气时会显著提升。如季节性上看，Q3 时住宿预订收入会超过交通票务，甚至到 2024 年，Q2 的住宿预订收入已超过交通票务。另外纵向来看，2024Q2/2019Q2 住宿预订板块占整体收入比重分别为 40%/38%。

图30：携程季频按收入板块营收数据（单位：亿元）

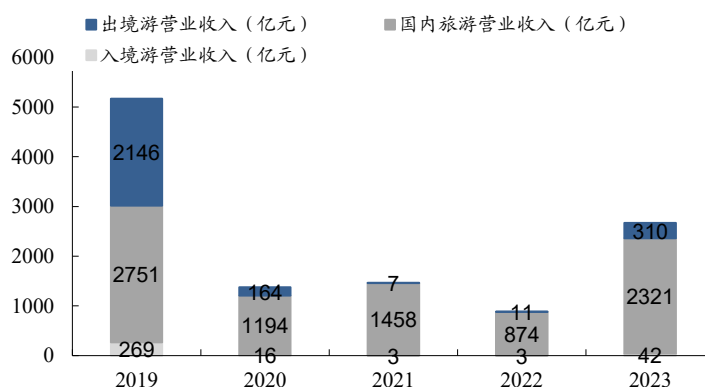


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 旅游产品：上游资源分布种类多、分布散，销售能力为先

中国跟团游产品可线上化的规模 2019/2023 年分别为 4897/2631 亿元，按此估算 2019/2023 线上化率约分别为 23%/30%。旅游产品主要由景点、目的地交通、餐饮、导游服务、机票、酒店等打包而成，旅游产品提供商围绕目的地景点组织当地或异地资源形成产品。旅游产品的线上交易通常是通过 OTA 平台售卖供应商（旅行社）的跟团游产品形成。此处我们认为跟团游产品可线上化的规模包含国内游及出境游，因为核心客群重合，能够形成 OTA 平台购买的消费惯性。由于景区资源地域分布广，单一目的地旅游产品复购率相对较低，旅游产品对于消费者而言通常是“一锤子买卖”。各地旅游乱象频出，倒逼消费者选择“逃得了和尚逃不了庙”的线下实体门店。因而旅行产品的线上化率仍在较低水平。

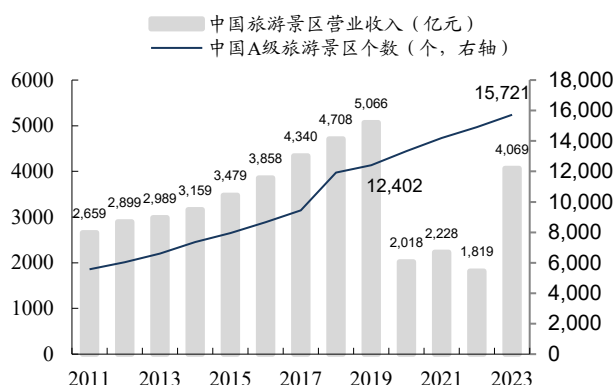
图31：2019-2023 年全国旅行社收入调查按市场分



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

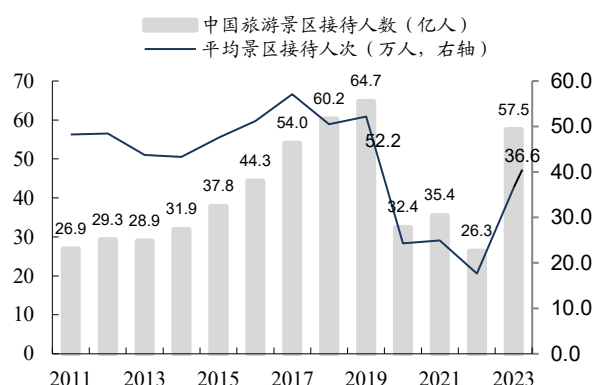
疫后居民休闲旅游跟团比例降低。再回溯到上游资源端，2023 年中国共有 15721 个 A 级旅游景区，营业收入共计 4069 亿元。景区供给在疫情期间也在持续扩张，从 2019 年的 12402 到 2023 年的 15721 个，4 年 CAGR 为 6.1%。而实际 2023 年接待人数/营收仅回到 2019 年的 95%/86%。同时注意到旅行社国内旅游接待人数/营收仅回到 2019 年的 80%/84%，我们认为这一定程度反映了疫后居民出行消费倾向的变化，由于社交媒体的兴盛，旅游相关 UGC 和 PUGC 内容极大丰富，使得居民自由行能力提升，跟团游比例出现下降。

图32：中国大陆历年 A 级旅游景区个数及营收



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

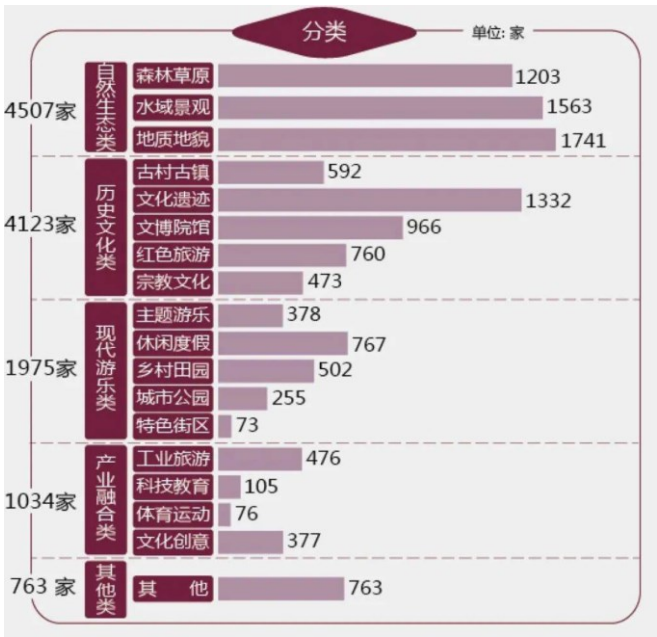
图33：历年 A 级旅游景区接待人数及平均接待量



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

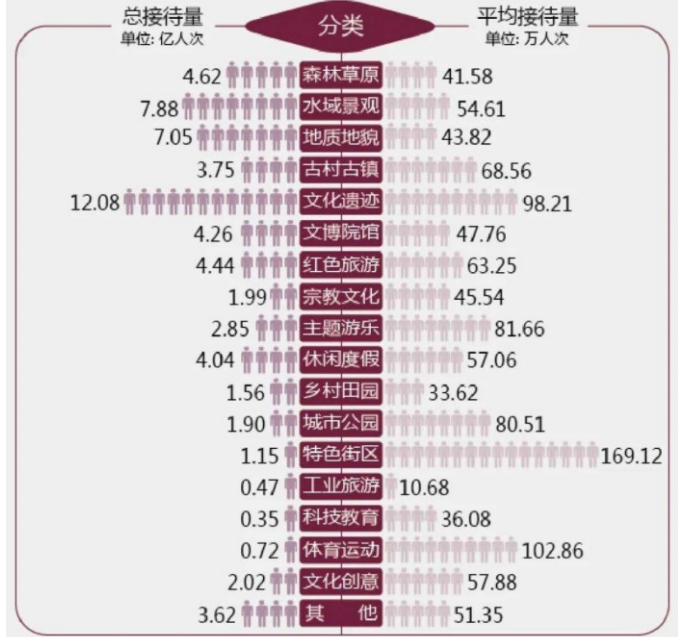
资源端景区/产品供给端旅行社均集中度较低，产品及销售能力为先。根据文旅部的《中国旅游景区发展报告（2019）》，中国共计 12402 个 A 级景区可分为自然生态/历史文化/现代游乐/产业融合/其他等五个大类共计 18 个小类。从总接待量结构来看，自然生态/历史文化类接待量分别为 19.55/26.5 亿人次，占整体的 30%/41%，是中国景区观光的主要品类。由于自然生态、历史文化型景区地域分布天然分散，为持续挖掘消费者需求，一方面当地政府需进一步投入基础设施建设、方便交通，一方面旅行产品供应商需聚合交通、酒店资源，合理组成消费体验好的产品，并主要在线下渠道进行销售转化。作为 OTA 的产品供给端旅行社集中度则更低，2023 年末全国有 5.6 万家旅行社。或许也是由于极为分散的上游，使得 OTA 平台分别尝试自组旅行社、收购景区实现进行纵向一体化尝试。

图34：中国 A 级景区按品类结构（2019 年）



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图35：中国 A 级景区按接待量结构（2019 年）



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

未来旅游产品的线上化率提升或将以 OTA 平台向上游产业链进行渗透为主要表现。如携程成立旅游渠道事业部，到 2019 年底实现了 7000 多家加盟旅行社门店；及同程收购海南呀诺达景区，均为 OTA 平台在旅行度假产品方面向上游延伸的典型表现。我们认为这部分的内生式发展的动力是出境游的进一步修复，外延式的扩张可能会在互联网监管放松、鼓励收并购的营商环境下加速。

图36：中国居民国内旅游出行旅游产品线上消费产业链分析（2023 年）

	线上化率 (统计年份)	资源/设施端 供给结构	渠道端 流量占比
旅游产品	30% (2023)	■ 景区、旅行社均按地域分散	■ 携程及去哪儿 40% ■ 同程 40% ■ 飞猪 8% ■ 品牌集团自营比例 ~10% 注：按2023年8月app月活口径

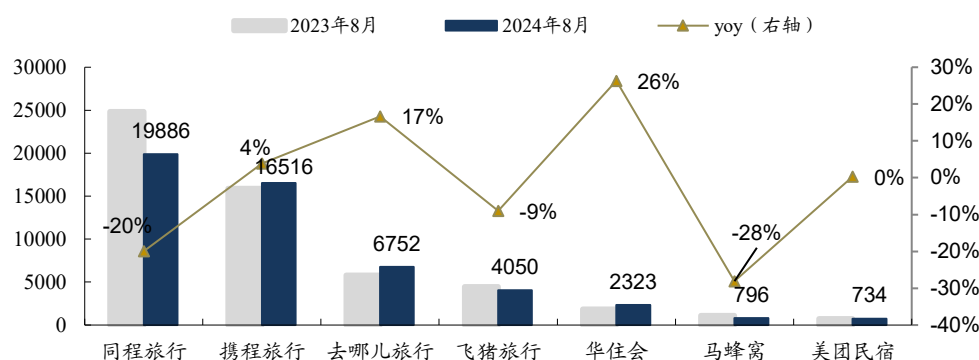
数据来源：文旅部，东吴证券研究所测算

总结来看，OTA 平台根植于中国居民长途出行需求，以刚需交通预定引流，住宿业务占据议价权享受量价弹性，并通过旅游产品多方位探索深化服务场景。

2. 在线旅游玩家格局：各守其成，合纵连横

流量格局方面，当前已经颇为稳固。各 OTA 平台根据自身流量禀赋进行针对性运营及变现。我们分别将各平台 2024 年与 2023 年 8 月份去重用户数进行比较，Top7 的应用分别为同程/携程/去哪儿/飞猪/华住会/马蜂窝/美团民宿（此处未统计美团），用户数从高到低排名未变，并且纵向变化同比 30% 变化幅度以内。其中同程背靠微信流量虽有下滑但绝对值仍稳居第一；行业老大携程用户数微涨，去哪儿涨幅相对明显；飞猪背靠阿里系流量略下滑；华住会月活用户增幅较大达到 26%，绝对值达到 2323 万人。

图37：2023/2024 年 8 月各旅游服务 top7 应用去重用户数及同比增速



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

行业老大优势在于资源积累及交付能力，其他玩家背靠高频支付或社媒流量打法各有侧重。梳理当前行业重要玩家携程（包括去哪儿）、同程、飞猪、美团、抖音的核心客群及竞争优势，我们认为，主要玩家基本可分为三类，一类是携程，通过数十年的机酒资源的积累、强大的销售及履约能力持续螺旋式发展，持续强化平台规模效应；一类是同程、飞猪、美团，各自依靠庞大的微信、阿里系、美团系流量，进行稳步的转化变现；一类是抖音，作为后起之秀，凭借其重要内容营销阵地的社交媒体平台地位，吸引上游资源供应商入驻，鼓励商家使用类“价格歧视”型产品为自身品牌进行营销和引流，虽核销率不及其他平台，但仍是品牌增加曝光、吸引新客、抢夺份额的重要渠道。

表1：头部 OTA 平台核心客群定位及竞争优势

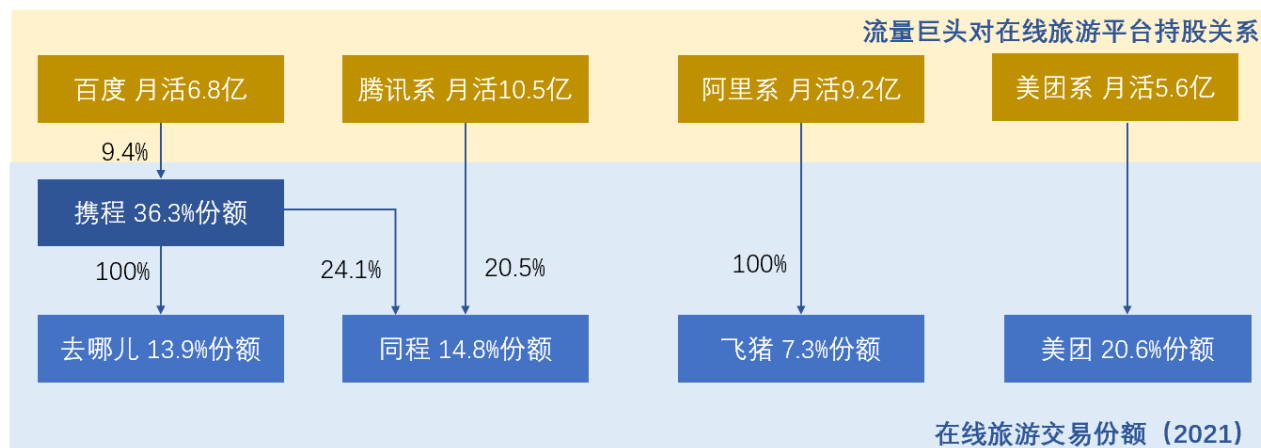
OTA 平台	核心客群定位	竞争优势
携程	商务差旅用户+中年白领	多平台聚合、机酒分销及履约能力强大
同程	资深旅行人士、中年男性白领	微信生态流量导入，部分业务与携程库存共享
去哪儿	大学生用户	机票比价心智刚需引流
飞猪	85 后及 90 后女性、出境游达人	海量蚂蚁生态用户支撑多元化需求
美团	价格为王、极致性价比	承接美团生态系活跃用户本地餐饮、酒店需求
抖音	短视频用户、年轻人	文旅品牌内容营销阵地、直播促进品牌预定

数据来源：Fastdata，东吴证券研究所绘制

我们认为 OTA 平台竞争格局的稳固背后是当前移动互联网高频应用流量格局的稳

图。我们进一步具象化当前 OTA 竞争格局与互联网流量入口的关系如下图。我们会发现行业老大携程通过收购去哪儿引入百度持股、参股并增持同程，已经基本实现卡位百度、腾讯两大流量入口，把持异地出行用户心智。而飞猪、美团则分别靠自身流量禀赋针对性扩张出境、本地场景。由于移动互联网高频应用流量格局已基本稳固，OTA 平台竞争格局也相对稳固。

图38: OTA 平台与互联网流量入口关系



数据来源：易观分析，公司公告，东吴证券研究所绘制

注 1：由于 2021 年为长途出行非正常年份，长途旅游相关 OTA 平台可能在 2023 年后份额较 2021 年有显著提升。

注 2：巨头月活口径为 2024 年 Q1 的 Questmobile 统计的核心 app 数据（如阿里采用淘宝的月活数据）

以携程为例说明 OTA 平台的发展路径，流量连横、资源合纵是普遍选择。我们进一步梳理携程当前的重要权益投资。在携程发展前期，参股 Tripadvisor、MakeMy Trip，收购 Skyscanner 布局国际市场；收购去哪儿主导机票预订市场。格局稳固后，参股首旅、华住实现重要供应商品牌绑定；参股旅悦、消费金融公司深化参与供应商资源领域。我们认为以移动互联网平台大量流入的现金流模式，在并购重组合规化监管下，将有序、进一步进行上游资源的深化布局。

表2: 携程对产业链上下游的权益布局

权益关系	持股占比	上市地位	参与管理	产业链关系
同程旅行	30.50%	港股上市公司	董事长梁建章担任董事	竞合
首旅酒店	12.26%	A 股上市公司	董事长梁建章担任董事	为携程上游
华住集团	6.87%	港、美上市公司		为携程上游、竞合
Tripadvisor	-	美股上市公司	董事孙洁担任董事	竞合
MakeMyTrip	47.53%	美股上市公司	董事孙洁担任董事	竞合
Qunar 去哪儿	并表	合并后退市	实际控制	竞合
Skyscanner	收购并表	未上市	实际控制	竞合
旅悦	未披露	未上市	关联方	为携程上游
尚诚消费金融	42.18%	与 A 股上市公司上海银行合资		为携程下游

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

总结来看，携程（及去哪儿）占据跨区出行平台消费者心智，同程、飞猪、美团背靠巨量流量稳步变现，抖音则利用自身高频高粘性的流量优势争抢资源品牌市场。

3. 需求端展望：国内游景气，出境游爬坡，入境游扩容

3.1. 文旅相关政策频出，恢复和扩大消费主要抓手

文旅是扩大消费的重要抓手，2023 年以来文旅政策频出。供给端方面，聚焦旅游产品及设施提升、区域引导及特殊客群鼓励。根据我们对 2023 年以来的供给端文旅政策梳理，旅游产品及设施提升方面，从基础设施更新、数字化水平提升、支付及金融支持、产品创新和融合等多角度进行供给升级；区域引导方面，突出东北地区旅游业转型升级、和乡村旅游提质；特殊客群鼓励方面，重点关照老年人及外籍来华人员。

表3：2023 年以来文旅相关供给端政策

发布日期	发文部门	文件	内容
2023 年 3 月 24 日	文化和旅游部	《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》	进一步加强在线旅游市场管理，发挥在线旅游平台经营者整合旅游要素资源的积极作用，带动交通、住宿、餐饮、游览、娱乐等相关旅游经营者协同发展。
2023 年 3 月 29 日	文化和旅游部、国家发展改革委	《东北地区旅游业发展规划》	规划期至 2030 年，展望到 2035 年，全面对接东北全面振兴国家战略，聚焦推动东北地区旅游业转型升级和高质量发展。
2023 年 6 月 6 日	文化和旅游部、农业农村部	《乡村文化和旅游带头人支持项目实施方案（2023—2025 年）》	每年培养支持 500 名左右的全国乡村文化和旅游带头人和一定数量的省级乡村文化和旅游带头人。
2023 年 7 月 17 日	文化和旅游部、中国银行	《文化和旅游部办公厅中国银行关于金融支持乡村旅游高质量发展的通知》	从“加大信贷投放”“推进产品创新”“开展综合服务”等方面，加大对乡村旅游高质量发展的金融支持。
2023 年 9 月 27 日	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给，提出推进文化和旅游深度融合、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。
2023 年 11 月 13 日	文化和旅游部	《国内旅游提升计划（2023—2025 年）》	围绕加强国内旅游宣传推广、丰富优质旅游供给、改善旅游消费体验、提升公共服务效能、支持经营主体转型升级、深化重点领域改革、提升旅游市场服务质量、加强市场综合监管、实施“信用+”工程 9 个方面，提出了 30 项主要任务。
2024 年 4 月 9 日	中国人民银行、文化和旅游部、国家外汇管理局、国家文物局	《关于进一步优化重点文旅场所支付服务 提升支付便利性的通知》	更好满足老年人、外籍来华人员等群体在文旅领域多元化的支付服务需求，保障消费者支付选择权。
2024 年 5 月 21 日	国家发展改革委、住房城乡建设部、文化和旅游部、国家电影局、广电总局、国家文物局	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	推进重点行业设备更新改造，加快建筑和市政基础设施领域设备更新，支持交通运输设备和老旧农业机械更新，提升教育文旅医疗设备水平。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

需求端方面，2023 年以来促进文旅需求的相关政策主要覆盖国内游和入境游。国

内游方面，从居民休假时间、降低出行花费、新产品新品类等方向进行落实和鼓励。入境游方面，先后对 20 多个欧洲国家及泰国、韩国护照人员及邮轮过境旅客试行过境免签政策。

表4：2023 年以来文旅相关需求端政策

发布日期	发文部门	文件	内容
2023 年 1 月 11 日	文化和旅游部	《关于落实新型冠状病毒感染“乙类乙管”做好文化和旅游行业疫情防控工作通知》	准确把握“乙类乙管”总体方案精神、认真落实“乙类乙管”总体方案要求、扎实做好宣传引导和人员健康管理、切实加强组织领导，并同时废止文化和旅游行业 8 项疫情防控工作指南。
2023 年 7 月 28 日	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合，积极举办文化和旅游消费促进活动。鼓励各地制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。
2023 年 11 月 24 日	外交部	对法德意等 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策	2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。
2023 年 11 月 17 日	国家移民管理局	我国对挪威公民实施 72 / 144 小时过境免签政策	中国 72/144 小时过境免签政策适用国家扩展至 54 国
2024 年 1 月 28 日	中华人民共和国政府和泰国政府	《中华人民共和国政府与泰国政府关于互免持普通护照人员签证协定》	协定将于 2024 年 3 月 1 日正式生效。届时，中方持公务普通护照、普通护照人员和泰方持普通护照人员，可免签入境对方国家单次停留不超过 30 日（每 180 日累计停留不超过 90 日）。
2024 年 3 月 7 日	外交部	对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 6 个国家持普通护照人员试行免签政策	2024 年 3 月 14 日至 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024 年 5 月 7 日	外交部	延长对法德意等 12 个国家免签政策	延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 12 个国家免签政策至 2025 年 12 月 31 日。
2024 年 5 月 15 日	国家移民局	关于全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策的公告	乘坐邮轮并经由境内旅行社组织接待的外国旅游团（2 人及以上）可从 13 个城市的邮轮口岸免办签证整团整团入境，境内停留不超过 15 天。
2024 年 6 月 24 日	国家发展改革委、农业农村部、商务部、文化和旅游部、市场监管总局	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	围绕居民吃穿住行用等传统消费和服务消费，培育餐饮、文旅体育、购物、大宗商品、健康养老托育、社区等六大消费新场景，培育和壮大消费新增长点。
2024 年 6 月 25 日	外交部	对新西兰、澳大利亚、波兰 3 个国家持普通护照人员试行免签政策	2024 年 7 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024 年 8 月 3 日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提出挖掘餐饮住宿消费潜力，激发旅游消费活力，扩大服务业对外开放，推动旅游开放举措全面落地。
2024 年 9 月 30 日	外交部	对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行免签政策	2024 年 10 月 15 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。
2024 年 11 月 1 日	外交部	对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策	自 2024 年 11 月 8 日起，至 2025 年 12 月 31 日期间，9 国持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。

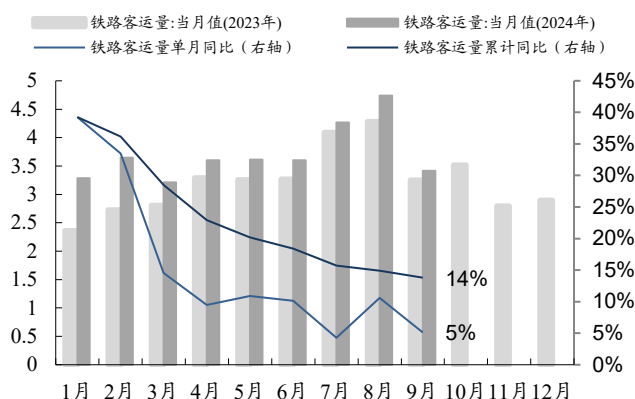
数据来源：政府官网，东吴证券研究所

注：与入境游相关的政策标蓝底。

3.2. 展望：国内游基本盘景气度高位稳增，出入境游高速增长

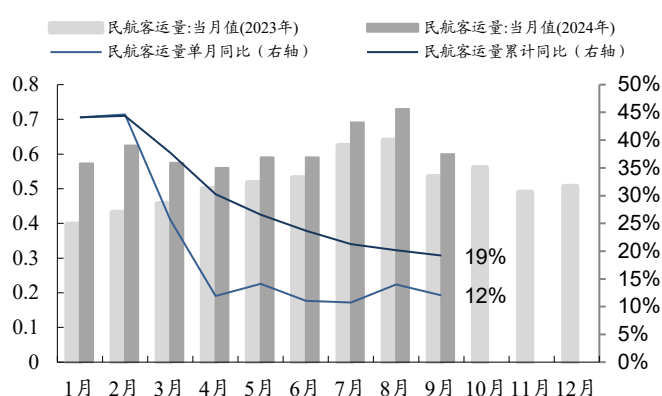
2024年1-9月铁路/民航客运量累计同比分别为14%/19%，居民出行仍处景气增长状态。2024年，由于基数原因，铁路及民航客运量增速呈现前高后低的趋势，进入4月后基数归常、增速回归稳定。铁路客运量同比增速稳定在高单位数，民航客运量增速稳定在低双位数的情况。

图39：2024年铁路客运量（亿人次）及单月&累计同比



数据来源：交通部，东吴证券研究所

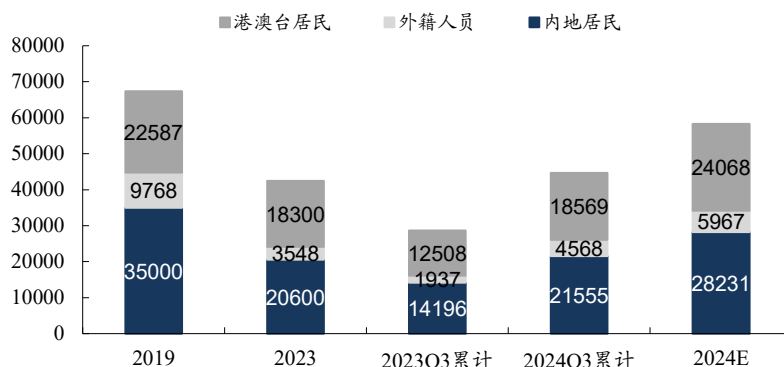
图40：2024年民航客运量（亿人次）及单月&累计同比



数据来源：交通部，东吴证券研究所

2024年前三季度出入境人员总数达4.5亿人，yoy+56%，预计全年出入境人员总数有望达到5.8亿人，yoy+37%，恢复至2019年的87%。2024年前三季度出入境人员中内地居民/外籍人员/港澳台居民分别达2.2/0.5/1.9亿人，同比分别增25%/136%/48%。由于Q4通常为出行淡季，我们简单估算2024Q4各项出入境人次为Q3的85%，以此预计2024年总出入境人次有望达到5.8亿人，实现37%的同比增长，恢复至2019年的87%。且其中内地居民/外籍人员/港澳台居民分别恢复至2019年的81%/61%/107%。虽外籍人员恢复程度较慢，但持续扩大的“免签朋友圈”将对此项恢复有相当积极的作用。2024年Q3累计免签入境外国人数达到1343万人，较2019年的226万人增长493%，预计全年免签入境的外国人有望超过1700万。

图41：2024年前三季度累计出入境人数统计（单位：万人）



数据来源：国家移民管理局，东吴证券研究所

总结来说，我们预计：

- 2024 年国内旅游人次增速略高于 10%，出入境游人次增速高于 35%。
- 2025 年国内旅游人次增速或因基数效应放缓至高单位数区间，出入境游人次增速虽降速但仍将有 20%级别的增长。
- 进而推出 OTA 平台面临的 2024 整体流量大盘增速在 10-15%区间，考虑价格表现及渗透率提升，交易规模增速或在 15%左右。2025 年流量大盘增速在 9%左右，交易规模增速或略高于 10%。

4. 投资建议

基于居民出行意愿高、政策密集出台推动文旅行业景气度持续提升，OTA 平台将持续受益于出入境游的高增及国内游基本盘的繁荣，格局稳固有利于 OTA 平台的变现率保持平稳。建议关注携程集团、同程旅行、中国民航信息网络等 OTA 平台标的。

携程集团：领先的一站式旅行服务提供商，主要提供包括住宿预定、交通票务、旅游度假和商旅管理服务。通过一系列收并购在交通票务这一出行刚需消费领域上获得领先竞争优势，并持续加强住宿预定、旅游度假等板块的供应链和履约能力，实现行业领先的客户粘性，2024 年 8 月达到去重用户规模 1.65 亿。2023 年以来伴随居民出行意愿恢复，营收、利润持续高增。2024H1 实现营收 247.1 亿元，yoy+21%；non-GAAP 净利达到 90.4 亿元，yoy+64%。

同程旅行：中国领先的在线旅游平台，通过深化与腾讯的战略合作，实现 OTA 平台内最高的去重用户规模，2024 年 8 月为 1.99 亿。伴随交通、住宿、旅行产品的丰富及交叉销售策略对流量的转化，实现持续的成长。2024H1 实现营收 42.5 亿元，yoy+48%；non-GAAP 净利达 6.6 亿元，yoy+11%。

中国民航信息网络：公司提供一整套产品和解决方案构成的航空信息技术服务，为 41 家中国商营航空公司和 370 多家外国及地区商营航空公司提供电子旅游分销服务、计算机分销系统服务、机场旅客处理系统服务等，及延伸信息技术服务。2023 年公司电子旅游分销系统（ETD）处理量达 6.2 亿人次，比 2023 年民航旅客运输量约 6.2 亿人次约为 100%。伴随民航旅客运输量的进一步提升，公司有望迎来稳定增长。2024H1 实现营收 40.4 亿元，yoy+22%；扣非归母净利达 13 亿元，yoy+25%。

表5: OTA 上市公司估值 (截至 2024 年 11 月 12 日)

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
99961.HK/ 携程集团-S	3,275.3	99.2	146.3	166.6	186.1	33	22	20	18	买入
0780.HK/ 同程旅行	408.4	15.5	19.8	27.7	34.6	26	21	15	12	增持
0696.HK/中 国民航信息 网络	305.3	14.0	18.9	22.1	24.5	22	16	14	12	未评级
3 家上市公司按市值加权平均 PE							22	19	16	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 携程集团-S 和同程旅行盈利预测由东吴证券研究所预测给出, 中国民航信息网络盈利预测为 wind 一致预期, 货币单位均为人民币, 港元兑人民币汇率为 2024 年 11 月 12 日的 0.92504

5. 风险提示

宏观经济修复不及预期, 居民出行意愿下降, 地缘政治关系波动, 市场竞争加剧等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>