互联网行业剖析

行业评级
领先

2023 年 5 月 9 日

旅游行业快速反弹，长期增长可期；首予携程、同程买入

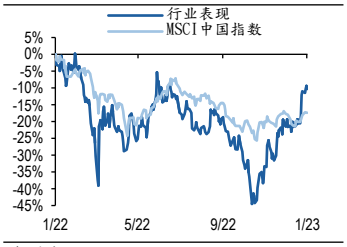
- **旅游行业快速反弹，**今年五一期间，中国内地旅游人次/收入已恢复到 2019 年的 119%/101%，我们预计，2023 年全年，旅游市场规模恢复至疫情前（2019 年）的 83%，其中内地、出境分别同比增 169%/100%，恢复至 2019 年的 96%/40%。实现全面恢复后，从人均出行频次、占 GDP 比例、出境人口渗透率的角度，对标全球水平，我国旅游业长期仍有发展潜力。农村居民出行频次及消费金额向城镇居民靠拢，为整体旅游行业的增长提供支撑。

- **OTA 行业未来的增长主要来自**旅游行业的增长、在线旅游渗透率的提升，而 OTA 渗透率（OTA 行业规模/在线旅游市场规模）有小幅下降的趋势。考虑到酒店行业上游集中度低于航空行业，OTA 可以为长尾酒店提供流量及数字化转型服务，预计未来稳态阶段 OTA 在在线住宿行业的渗透率（70%+）应高于机票行业（63%）。

- **OTA 行业头部平台形成错位竞争，**携程主打中高端市场，供给端形成竞争壁垒；同程深耕下沉市场，股东资源提供稳定流量和库存资源；美团由高频本地生活场景向酒旅业务导流，用户需求以本地为主。抖音酒旅业务当前体量较小，对行业冲击有限，与 OTA 平台存在竞合关系，长期对行业影响有待观察，但预计其对公司战略重要性小于电商直播和到店业务，从业务重合度和用户心智的角度看，对携程的影响小于对其他公司的影响。

- **OTA 行业偏好携程>同程。**我们对携程和同程业绩增长持乐观态度，预计 2023 年携程/同程收入分别同比增 69%/54%，调整后净利润增 347%/161%，预计 2023-25 年携程收入/利润 CAGR 20%/38%，同程收入/利润 CAGR 22%/29%。我们参照两家公司的历史市盈率，分别按照 25 倍和 18 倍 2024 年市盈率，给予携程（9961 HK）、同程（780 HK）目标价 372 港元和 21.3 港元，较当前股价有 43%/33%上升空间。同程将受益于行业恢复及下沉市场线上化率提升带来的利好，我们更看好携程把持中高端客户贡献核心利润+出境业务带动收入和利润率提升的增长逻辑，我们认为携程业绩仍有超预期可能性，出境业务支撑中长期业绩增长。**风险：**宏观、可支配收入增长预期对旅游支出影响大。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		--市盈率--		--市销率--	
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
			（当地货币）	（当地货币）	（报表货币）	（报表货币）	（倍）	（倍）	（倍）	（倍）
携程	9961 HK	买入	372.0	260.4	8.5	13.0	26.9	17.6	4.3	3.4
同程	780 HK	买入	21.3	16.1	0.8	1.0	18.8	13.9	3.0	2.3
Booking	BKNG US	未评级	NA	2,603.6	130.9	157.6	19.9	16.5	4.7	4.3
Airbnb	ABNB US	未评级	NA	117.6	3.4	4.2	34.2	28.0	7.8	6.8
Expedia	EXPE US	未评级	NA	89.2	9.1	11.5	9.8	7.8	1.0	0.9
平均							**21.9**	**16.8**	**4.2**	**3.6**

*资料来源：FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)、每股盈利基于 Non-GAAP 基础　*收盘价截至 2023 年 5 月 5 日*

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

目录

核心问题 9
旅游行业近期迎来显著反弹，如何看待全面恢复后的增长趋势 9
怎么看待 OTA 行业未来的增长动力，在线直营渠道的发展是否会冲击 OTA 行业空间 9
如何看待 OTA 行业竞争格局，以及抖音的威胁 10
携程、同程的股价是否还有上升空间 10
风险提示 11
旅游业苦尽甘来，具备长期增长空间 12
旅游行业近期快速反弹 12
预计 2023 年旅游市场规模恢复至 2019 年的 83% 12
旅游业具备长期增长空间 13
OTA 行业规模（交易额口径）预计到 2025 年达 2.2 万亿元 17
行业概览 17
未来旅游行业线上渗透率呈上升趋势，而 OTA 渗透率相对稳定 19
OTA 市场空间（收入口径）预计到 2025 年达 930-1250 亿元 21
在线旅行预订用户结构演变 23
在线旅游用户规模渗透率相比其他互联网子行业仍有提升空间 23
携程、同程属在线旅游平台第一流量梯队 23
内容平台入局带动行业用户结构朝年轻化发展 24
抖音用户结构相比当前主流在线旅游预订 app 更偏下沉 25
OTA 平台竞争格局 26
运营数据对比 27
财务数据对比 27
住宿酒店业务对比 29
交通业务对比 30
变现对比 31
携程集团 (9961 HK) 32
投资概要 33
公司亮点 33
财务预测 33
估值 34
风险 34
一站式旅行服务平台，产业链资源雄厚 35

差异化产品全面覆盖用户 35
通过投资并购旅游产业链，丰富供应链渠道，形成供给端竞争壁垒 37
深耕中高端市场 38
出境布局完善，利好利润率提升 39
未来战略重点 41
升级产品服务，满足多元化消费场景 41
拓展下沉市场，寻求潜在增量 42
国际业务拓展：Skyscanner 和 Trip.com 协同发展 42
内容战略打造一站式出游服务闭环 43
财务预测 44
酒店住宿：ADR 和间夜量恢复，货币化率平稳 47
交通票务：需求带动恢复，2024 年出境机票继续拉动收入增长 48
成本费用及净利润预测：调整后运营利润率将超过 2019 年水平 49
估值 50
相对估值法 50
10 年 DCF 模型交叉验证：与相对估值法一致 51
风险因素 52
附录 53
同程旅行 (780 HK) 55
投资概要 56
公司亮点 56
财务数据 56
估值 57
风险 57
用户运营：从流量增长到粘性提升 58
用户获取及付费转化+单客收入提升 58
微信小程序持续贡献流量支持 58
多元化渠道获取流量增量 59
用户粘性提升>付费用户数提升 61
共享携程旅游资源，拓展产品覆盖面 63
深耕下沉市场，形成差异化竞争优势 64
用户结构趋向下沉、年轻化 64
数字化驱动 ITA 升级，强化供应链管理 66

出行：智慧交通系统“慧行”.....66
酒店住宿：通过并购提升技术力、强化供应端.....66
目的地：景区数字化建设.....67
收购线下旅行社，提升一站式服务平台能力.....67
财务预测.....68
住宿预订：间夜量拉动收入增长，ADR 受下沉拓展影响小幅下降.....69
交通票务：增长来自多元出行场景拓展及向货币化率高的业务交叉销售.....70
成本及费用预测：调整后运营利润率稳定.....71
估值.....73
相对估值法.....73
10 年 DCF 模型交叉验证：与相对估值法估值一致.....74
附录.....75

图表目录

图表 1: 预计 2023 年旅游支出规模约 6.2 万亿元，恢复至 2019 年的 83%，内地/出境分别恢复至 96%/40% 13
图表 2: 2019 年中美旅游行业数据对比：中国人均旅行次数及单次消费金额有 1-2 倍提升空间 13
图表 3: 2019 年中国城镇和农村旅游行业数据对比 14
图表 4: 预计中国内地旅游支出/人次 2023-25 年 CAGR 分别为 13%/10% 14
图表 5: 内地旅游消费金额拆分 15
图表 6:预计中国出境旅游支出/人次 2023-25 年 CAGR 均为 70% 15
图表 7: 2019 年美国出境人次占比总人口 30%，中国仅约 11%，市场增长空间大 16
图表 8: 出境旅游地点分布，以中国香港和东南亚为主 16
图表 9: 对比中美人均消费，预计中国旅游市场仍有提升空间 16
图表 10: 中国在线旅游及 OTA 行业概览：2019 年在线旅游/OTA 行业市场规模 1.8 万亿元/1.3 万亿元，在线渗透率/OTA 渗透率分别为 40%/69% 17
图表 11:中国旅游业产业链 18
图表 12: 预计到 2025 年，我国旅游行业在线渗透率 55%，在线旅游市场规模达 3.2 万亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 25%；OTA 渗透率 68%，仍是在线旅游行业主要的消费渠道 19
图表 13:我国旅游行业在线渗透率未来提升关键来自汽车票等地面交通、低线城市酒店住宿、更为多元的旅游度假产品 19
图表 14:预计酒店预订行业 OTA 渗透率保持下降趋势，但稳态期高于在机票预订行业的渗透率 20
图表 15: 航空公司 CR3 占比达 62%，对比酒店仅 14%（2019 年，均为收入口径） 20
图表 16: 中国 OTA 市场空间（收入口径）有望在 2025 年达到 930-1250 亿元，行业货币化率较为稳定 21
图表 17: 全球头部 OTA 企业对比：中国 OTA 平台以代理抽佣为主，且货币化率低于海外平台 22
图表 18: 在线旅游行业相关政策梳理 22
图表 19: 在线旅游用户规模疫情期间下降 20%，即使恢复到 2019 年水平，对比其他互联网子行业，在线用户渗透率还有提升空间 23
图表 20: 在线旅游平台主要流量分布 24
图表 21: 在线旅游 app MAU 24
图表 22: 在线预订平台用户年轻化排名：飞猪>美团>抖音旅行>小红书>同程>携程 24
图表 23: 抖音在 95 后在线旅游预订用户群体渗透率更高，美团用户较携程在年轻群体中渗透率更高 24
图表 24: 手机用户在线旅游 app 安装覆盖率：低线城市仅是一线城市的 35% .25
图表 25: 2020 年前低线城市用户占比持续提升，预计行业恢复后下沉趋势持续 25
图表 26: 抖音旅行、本地生活相比在线旅游 app 在用户结构上更下沉 25

图表 27: 2023 年 GMV 对比：携程约是同程的 4 倍/美团的 4 倍/飞猪的 8 倍/抖音的 22 倍 27
图表 28: 2023 年 GMV 增速对比：携程>同程>美团，飞猪、抖音快速增长 27
图表 29: 主要 OTA 平台市占率预测（GMV 口径） 27
图表 30: 主要 OTA 平台相对市占率预测（收入口径）：携程较 2022 年将有所恢复 27
图表 31: 收入规模：携程是同程的 3-4 倍，是美团的 2-3 倍 28
图表 32: 2023 年收入反弹幅度：携程>美团>同程 28
图表 33: 调整后运营利润携程是同程的 4-5 倍 28
图表 34: 2023 年携程调整后运营利润率恢复至 2019 年；同程因营销投入增加低于 2019 年 28
图表 35: 酒店收入规模：携程>美团>同程 29
图表 36: 2023 年反弹幅度携程>美团>同程；未来常态化增速：同程/美团>携程 29
图表 37: 预计酒店收入的增长主要来自间夜量的增长，下沉、出境酒店是主要增长点 29
图表 38: 预计 2023 年携程/同程/美团酒店单间夜收入 30 元/20 元/16 元，基本稳定 29
图表 39: 交通收入规模：携程是同程的 2-3 倍 30
图表 40: 交通收入反弹幅度：携程>同程；常态化增速同程>携程 30
图表 41: 交通收入分布：携程以机票为主，同程地面交通占比更高 30
图表 42: 估算 2023 年携程/同程单张机票收入 28 元/22 元，未来保持稳定 30
图表 43: 行业货币化率达到均衡状态：预计 2023 年平台平均变现率 4-5%，交通变现率 2-3%，酒店变现率 8-9% 31
图表 44: 携程作为一站式服务平台，核心产品服务涵盖住宿、交通、旅游度假、商旅管理 35
图表 45: 携程是全球 GMV 规模最大的 OTA 平台，收入口径全球第三、国内第一（2019 年数据） 36
图表 46: 携程投资并购累积产业链资源，涵盖酒店、交通、渠道，覆盖内地、出境及国际市场拓展 37
图表 47: 主要 OTA 平台人均 GMV：携程是同程的 5 倍，相比本地属性更强的美团高 10 倍 38
图表 48: 2018 年只用美团且月收入超过 1 万元的在线旅游用户使用携程的比例逐年提高 38
图表 49: 携程酒店单间夜房价（ADR）及单间夜收入高于同程和美团 38
图表 50: 2023 年 3 月中国出境航班恢复情况 39
图表 51: 2019 年出境游贡献携程 25%收入 40
图表 52: 出境单间夜/单张机票收入是内地业务的 2-3 倍 40
图表 53: 预计 2023/24 年携程收入增 69%/26%至 340 亿/430 亿元 40
图表 54: 预计 2024 年携程调整后运营利润率超过 2019 年水平 40
图表 55: 2023 年出境游恢复程度对携程业绩的敏感性分析 40
图表 56: 酒店套餐服务及“机+酒”交叉销售模式 41
图表 57: 携程内地酒店业务中，中高端酒店收入占比超 7 成 42
图表 58: 携程内地酒店业务中，低端酒店增速更快 42

图表 59: 公司内容战略：直播+信息流内容推荐 43
图表 60: 预计 2023 年总收入 340 亿元，同比增 69% 44
图表 61: 预计 2023 年调整后净利润 58 亿元，对应净利率 17%.....44
图表 62: 预计 2023 年酒店住宿+交通票务贡献公司总收入的 83%.....45
图表 63: 预计出境+纯国际收入占比逐年提升，到 2025 年达到 36%.....45
图表 64: 预计 2023 年酒店、交通业务恢复至 2019 年水平；旅游度假由于出境占比高，恢复较慢 45
图表 65: 预计 2023 年内地/纯国际业务较 2019 年增 8%/24%，出境恢复至 2019 年的 50%.....45
图表 66: 损益表预测 46
图表 67: 预计 2023 年中高端/低端酒店间夜量 2.0 亿/2.6 亿，对应 2023-25 年 CAGR 为 16%/16% 47
图表 68: 预计 2023 年中高端/低端酒店收入 110 亿/28 亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 16%/21% 47
图表 69: 预计 2023 年酒店货币化率 8%，单间夜收入 30 元 47
图表 70: 预计 2023 年地面交通/机票收入 36 亿/105 亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 13%/17% 48
图表 71: 预计 2023 年携程交通业务平均货币化率 2%，单张机票/地面交通收入约 20 元/3 元 48
图表 72: 预计 2023 年毛利率/调整后运营利润率为 79%/19%.....49
图表 73: 预计 2023 年调整后产品开发/营销/行政费用占收比 26%/26%/8%.....49
图表 74: 携程历史市盈率区间 25-36 倍（2018-19 年），2023 年至今平均市盈率 33 倍.....50
图表 75: 可比公司估值 50
图表 76: 按 10 年 DCF 估值法交叉验证，公司目标价 372 港元/48 美元（TCOM US），对应 2023/24 年市盈率分别 39/25 倍.....51
图表 77: 股东结构 53
图表 78: 公司发展历史 53
图表 79: 用户运营：用户获取及付费转化+单客收入提升.....58
图表 80: 腾讯生态圈合作 59
图表 81: 微信小程序贡献 80%+月活用户 59
图表 82: 微信小程序流量结构 59
图表 83: 渠道多元化 60
图表 84: 快应用消费订单量快速增长 60
图表 85: 腾讯战略合作协议 62
图表 86: 2019 年同程就支付手续费、广告营销，向腾讯支付约 10 亿元人民币 62
图表 87: 分渠道获客成本：微信渠道获客成本小于 10 元.....62
图表 88: 同程从携程获得佣金及支付携程系统维护费.....63
图表 89: 中低端酒店靠走量模式所提供的行业利润空间与中高端酒店相差不大 63
图表 90: 注册用户非一线城市占比和新微信付费用户 3 线及以下城市占比.....64
图表 91: 2020 年后低线城市酒店间夜量占比持续增长 65
图表 92: 3 线及以下城市 Z 世代旅行消费规模占比逐年提升.....65

图表 93:下沉市场酒店行业在线渗透率相比高线城市有一倍提升空间，未来线上化率将向高线城市靠拢 65
图表 94: 酒店管理供应商重大收购 67
图表 95: 旅行社收购 67
图表 96: 预计 2023 年总收入 102 亿元，同比增 54% 68
图表 97: 预计 2023 年调整后净利润 17 亿元，对应净利率 16.6% 68
图表 98: 预计 2023 年住宿预订/交通票务分别贡献总收入的 33%/53% 69
图表 99: 预计 2023 年住宿预订/交通票务收入分别增 41%/58% 69
图表 100: 预计住宿收入 2023-25E CAGR 23% 69
图表 101: 预计 2023 年住宿业务货币化率较 2022 年回落，但仍高于 2019 年. 69
图表 102: 预计低线城市间夜量 2023-25E CAGR 为 32%，带动公司间夜量增长 70
图表 103: 预计单间夜贡献收入约 19-20 元，增值服务收入增长，佣金收入受 ADR 下降影响而下降 70
图表 104: 预计交通票务 2023-25E CAGR 为 20% 70
图表 105: 同程 GMV 分布：近 80%来自交通票务 70
图表 106: 预计 2023 年同程交通票务收入拆分：机票/地面交通占比 57%/43% 71
图表 107: 预计 2023 年同程交通票务货币化率 3.3%，机票高于地面交通 71
图表 108: 预计其他收入 2023 年增 79%，2023-25E CAGR 为 25% 71
图表 109: 其他收入主要包括广告、会员、景点门票 71
图表 110: 预计公司毛利润率约为 74.9%-75.1% 72
图表 111: 调整后三大费率：预计营销及服务开发费用保持投入 72
图表 112:损益表预测 72
图表 113: 同程历史市盈率区间 15-20 倍（2018-19 年），平均市盈率 18 倍，2023 年至今平均市盈率 25 倍 73
图表 114: 可比公司估值 73
图表 115: 按 10 年 DCF 估值法交叉验证，公司目标价 21.3 港元，对应 2023/24 年市盈率分别 25 倍/18 倍 74
图表 116: 发展历史 75
图表 117: 股权结构 75

核心问题

旅游行业近期迎来显著反弹，如何看待全面恢复后的增长趋势

我们预计 2023 年旅游市场规模恢复至 2019 年的 83%，其中内地、出境分别增 169%/100%，恢复至 2019 年的 96%/40%。内地出游人次基本恢复至 2019 年，而出境出行由于供给端限制，恢复慢于内地出行，截至 1 季度国际航班恢复至 2019 年的 12%，预计随着航班运力等限制的恢复及五一和 3 季度更多假期窗口的带动，出境游今年呈现陆续恢复的趋势，并在 2024 年迎来全面恢复。

在实现全面恢复之后，从人均出行频次、人均旅游支出增速看，我们认为我国旅游业长期仍有发展潜力。1）2019 年，中国人均旅游频次 4.3 次，对比美国 7 次，支出也仅为美国的 1/3，长期有较大提升潜力。2）农村居民出行频次及消费支出较城镇居民亦有 1 倍提升空间。随着城镇化比例提升，农村和城镇居民可支配收入差距缩小，预计未来农村居民出行频次及消费金额向城镇居民靠拢，为整体旅游行业的增长提供支撑。3）2019-25 年，人均旅游支出复合增速（3%）慢于可支配收入增长（6%），证明了市场仍有提升空间。

预计中国内地旅游支出 2023-25 年 CAGR 为 13%，行业增长主要来自出行人次的提升。预计到 2025 年，出行人次达 73 亿，对应人均出行频次 5.2 次，相比 2023 年的 4.3 次平均每年提升 0.4-0.5 次，与 2015-19 年趋势相当。人均出行次数的提升主要来自人均收入水平提升、农村居民出行频次向城镇居民靠拢、短途/周边/本地游等新的出行场景挖掘。

出境游人口渗透率仅 13%。预计 2024 年出境游仍将保持较快增长，预计中国出境旅游支出/人次 2023-25 年 CAGR 均为 70%，到 2025 年分别达到 2 万亿元（人民币，下同）/1.78 亿人次，出境游人次渗透总人口数仅 13%，对比 2019 年美国出境人次占比总人口 30%，未来出境游提升空间大。

怎么看待 OTA 行业未来的增长动力，在线直营渠道的发展是否会冲击 OTA 行业空间

我们认为 OTA 行业未来的增长主要来自旅游行业的增长、在线旅游渗透率的提升，而 OTA 渗透率（OTA 行业规模/在线旅游市场规模）有小幅下降的趋势。

旅游行业线上渗透率仍有提升空间。我们估计 2023 年我国旅游行业在线渗透率为 53%，对比 2019 年的 40%有明显提升，用户线上消费习惯养成，预计线上化率保持平稳提升的趋势。长期来看，对比全球在线旅游 65%+的渗透率，仍有提升空间，未来提升关键来自汽车票等地面交通、低线城市酒店住宿和更为多元的旅游度假产品。

OTA 渗透率呈小幅下降趋势，但仍是线上主要渠道。我们预计酒店住宿行业 OTA 渗透率保持下降趋势，主要考虑酒店连锁化率提升对在线直营渠道的拉动，在一定程度上对 OTA 渗透率产生冲击。但我们认为其影响可控，中长期来看，OTA 仍将作为在线住宿行业的主要渠道。考虑到酒店行业上游集中度低于航空行业，OTA 可以为长尾酒店提供流量及数字化转型服务，预计未来稳态阶段 OTA 在在线住宿行业的渗透率（70%+）应高于机票行业（63%）。我们预计 2025 年 OTA 市场规模（交易额口径）达到 2.2 万亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 25%。

如何看待 OTA 行业竞争格局，以及抖音的威胁

我们认为 OTA 行业头部平台形成错位竞争：

- **携程**深耕中高端市场，并具备供给端竞争壁垒。未来拓展多元化的消费场景，出境游占公司收入比高于其他 OTA 平台，将支撑中长期收入增长。
- **同程**主打下沉市场，依托股东资源，微信小程序、线下等渠道以更经济的成本获得稳定流量支持，共享携程库存拓展产品覆盖面。未来战略重点为提升用户复购率和粘性，推动单客收入增长。
- **美团**由高频本地生活场景如外卖、团购向酒旅业务进行导流，用户需求以本地游为主。
- **抖音**酒旅以本地、网红属性更为明显，以预售为主要模式。抖音酒旅业务当前体量还小，我们估算其 2025 年 GMV 达到接近 700 亿元，约占其本地生活整体 GMV 的 25%，市占率不足 5%，对行业冲击有限。当前的抖音酒旅业务，相当于 2019-20 年的抖音电商直播，抖音和 OTA 平台如携程保持竞合关系，携程通过抖音进行广告投放导流。

抖音酒旅业务的冲击：抖音酒旅增长对 OTA 行业的长期影响仍有待观察，但我们从行业渗透空间的角度判断（旅游行业市场规模 7 万亿元，远低于社零 40 万亿+元；本地生活 8 万亿元，但线上化率仅低个位数，对比旅游行业线上化率 40%+），预计抖音酒旅对公司的战略重要性小于电商直播和到店业务，判断其对 OTA 行业的影响小于抖音直播电商对电商行业、抖音本地生活对本地生活行业的冲击，从用户心智和业务重合度的角度看，对携程的影响小于对同程和美团的影响。

携程、同程的股价是否还有上升空间

我们对携程和同程业绩增长持乐观态度，预计 2023 年携程/同程收入分别同比增 69%/54%，利润增 347%/161%，预计 2023-25 年携程收入/利润 CAGR 20%/38%，同程收入/利润 CAGR 22%/29%。

截至 4 月 26 日收盘价，携程现价对应 2023/24 年市盈率 27 倍/18 倍，同程现价对应 2023/24 年市盈率 19 倍/14 倍。携程、同程历史市盈率区间分别为 25-36 倍、15-20 倍，当前估值在合理范围内。

首次覆盖，予以携程（9961 HK）、同程（780 HK）买入评级。OTA 行业偏好携程>同程。我们参考两家公司的历史市盈率，分别按照 25 倍和 18 倍 2024 年市盈率，给予携程（9961 HK）、同程（780 HK）目标价 372 港元和 21.3 港元，较当前股价有 43%/33%的上升空间。我们看好携程把持中高端客户贡献核心利润+出境业务带动收入和利润率提升的增长逻辑。同程亦受益于行业恢复及下沉市场线上化率提升带来的利好，我们对两家公司短期内业绩增长保持信心。但考虑到同程对腾讯、携程股东资源的依赖，内地业务受到抖音潜在冲击程度高于携程，且出境业务仍在布局早期，相比同程，我们更看好携程的长期增长空间。

携程业绩仍有超预期的可能性，出境支撑中长期业绩增长：1）2023 年出境业务恢复若好于预期，业绩仍有超预期的可能性。我们估算出境游较 2019 年的恢复程度，每提升 10 个百分点，对公司 2023 年收入/利润预测有约 3/5 个百分点的上调空间。2）预计业务全面恢复后，公司仍有望实现15-20%的收入增长。其中，内地业务保持低双位数增长，出境业务保持20-30%的增长，纯国际业务亦有20%的增速预期。公司通过人员精简及效率提升，利润率预计在2023年恢复至2019年水平，并在长期达到20-30%，有望带动利润保持高于收入的增长。

风险提示

宏观经济及个人收入水平增长不及预期。我们看好短期内“恢复”的逻辑带动行业快速增长，旅游行业长期具备增长潜力，但要注意旅游支出的增长与个人可支配收入增长紧密联系，旅游行业中长期的增长亦与宏观经济的增长预期息息相关。若宏观经济恢复不及预期，旅游支出亦会受到抑制。

短途游热度或有所回落。短途游作为过去 3 年培养的新的出行习惯，目前仍保持一定热度，我们认为或与当前仍在疫情开放初期，以及恰逢踏春热度有关，短途游的长期增长潜力存在一定不确定性。从收入结构来看，短途游热情收缩，对同程的影响大于携程。

旅游业苦尽甘来，具备长期增长空间

旅游行业近期快速反弹

2023 年，随着管控措施优化，游客消费热情逐步恢复，五一假期出游需求大幅释放，出游热情带动量价齐升。

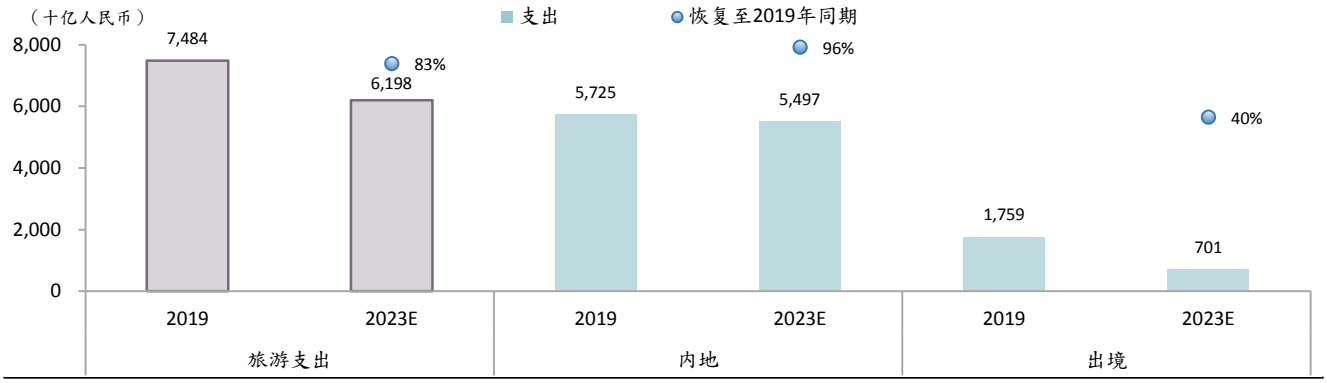
- 文旅部数据显示，五一期间，内地旅游人次/收入分别为2.74亿/1481亿元，同比增71%/129%，恢复至2019年的119%/101%；
- 民航/铁路日均运输旅客人次188万/1659万，同比增约508%/315%，较2019年增4%/27%；
- 携程用户出游半径同比增25%，跨省酒店预订占比70%+；内地跟团游订单同比增11倍，其中5天以上的订单占比30%（2019年为20%）；出境游订单同比增700%，机票/酒店分别增近900%/450%；
- 同程内地3-5线城市酒店预订同比增150%+，国际酒店/机票预订量超过/恢复至2019年同期；
- 美团五一假期前三天线上生活服务/餐饮日均消费较2019年增133%/92%，长线游住宿订单量较2019年增40%+；
- 飞猪客单价同比提升约50%，中长线游订单占比超90%，高星酒店预定量同比增7倍+；
- 抖音全国酒旅/休闲娱乐订单量同比增274%/423%。

预计 2023 年旅游市场规模恢复至 2019 年的 83%

预计 2023 年旅游支出规模约 6.2 万亿元，同比增 159%，恢复至 2019 年的 83%，其中可渗透规模（除餐饮和购物）约 3.9 万亿元。内地、出境分别同比增 169%/100%，恢复至 2019 年的 96%/40%。

- **内地：**我们预计 2023 年内地旅游人次达到 61 亿，人均旅游次数 4.3 次，恢复至 2019 年频次（**图表 4-5**）。相比出行人次完全恢复到 2019 年的水平，我们认为单次消费金额恢复略慢，预计 2023 年恢复至 906 元，对比 2019 年的 953 元，主要因出行频次中短途游的需求占比较 2019 年有所提升。
- **出境：**受到供给端限制，恢复慢于内地出行。1 季度出境出行主要由商旅带动，随着五一和 3 季度更多假期窗口带动，以及航班、签证、团队游等逐步恢复，休闲出行需求将得到更多释放。预计 2023 年出境游人次恢复至 2019 年的 40%，较 2022 年增 138%。相比疫情期间及恢复初期出境出行因供给限制价格飙升，我们预计随着供给恢复会逐渐回落，因单次出行消费金额同比回落至 1.1 万元，预计 2023 年出境游人次增速高于出境游支出规模增长（**图表 7**）。

图表 1: 预计 2023 年旅游支出规模约 6.2 万亿元，恢复至 2019 年的 83%，内地/出境分别恢复至 96%/40%



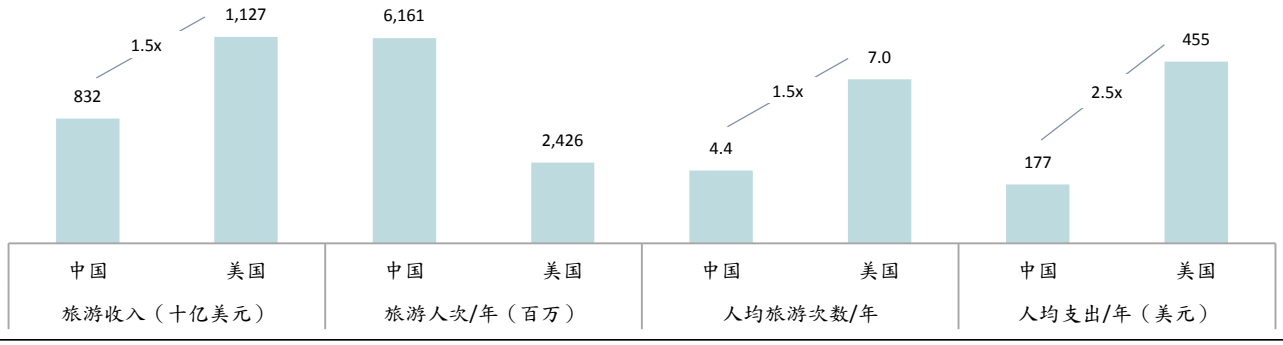
资料来源: 万得，文旅部，交银国际预测

旅游业具备长期增长空间

人均旅行频次及消费金额对比美国有 1-2 倍提升空间

随着人均 GDP 增长（2019 年超过 1 万美元），旅游业对中国 GDP 贡献率逐年增加，2019 年达到 5.8%，对比 2010 年仅 3.1%。经济水平提升及消费观念转变，将持续推动旅游需求增长。2019 年，中国人均旅游频次 4.3 次，对比美国 7 次，支出也仅为美国的 1/3，长期有较大提升潜力。对标全球旅游业贡献 GDP 6.9%，行业规模仍有增长空间。

图表 2: 2019 年中美旅游行业数据对比：中国人均旅行次数及单次消费金额有 1-2 倍提升空间

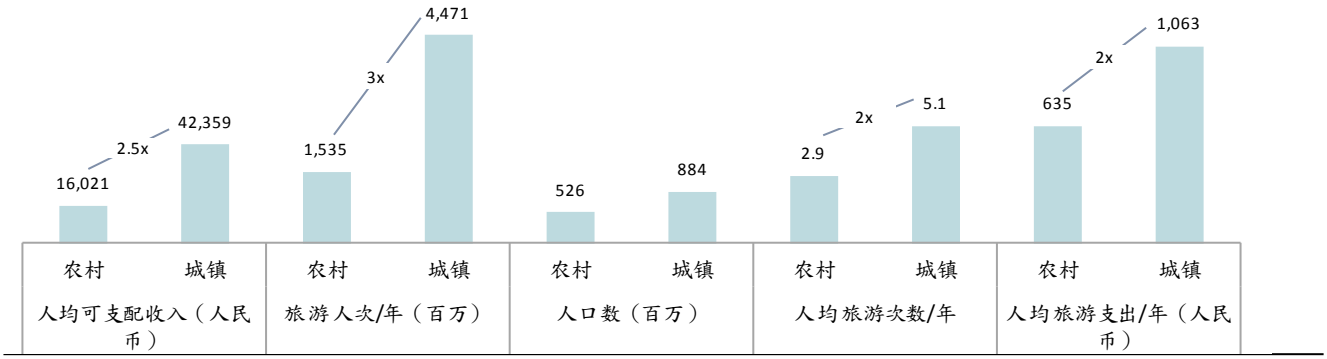


资料来源: 万得，CEIC，《世界旅游经济趋势报告》，交银国际

农村居民出行频次及消费支出较城镇居民亦有1倍提升空间

随着城镇化比例提升，农村和城镇居民可支配收入差距缩小，预计未来农村居民出行频次及消费金额向城镇居民靠拢，为整体旅游行业的增长提供支撑。

图表 3: 2019 年中国城镇和农村旅游行业数据对比

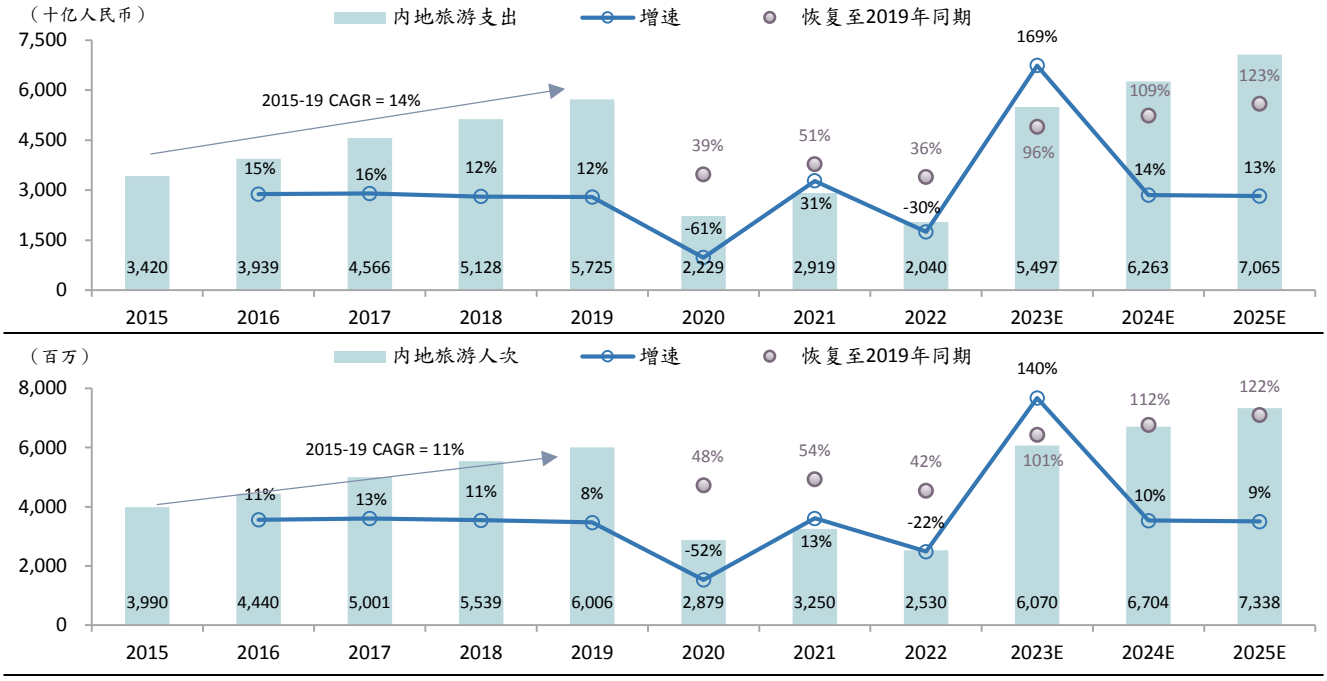


资料来源: 万得，交银国际

预计中国内地旅游支出2023-25年CAGR为 13%

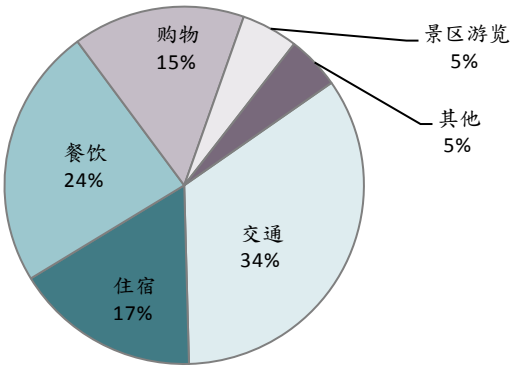
在 2023 年内地旅游支出基本恢复到 2019 年的水平后，我们预计未来常态化仍可实现双位数增长，预计中国内地旅游支出 2023-25 年 CAGR 为 13%。行业增长主要来自出行人次的提升，预计到 2025 年，出行人次达 73 亿，对应人均出行频次 5.2 次，相比 2023 年的 4.3 次平均每年提升 0.4-0.5 次，与 2015-19 年趋势相当。人均出行次数的提升主要来自人均收入水平的提升、农村居民出行频次向城镇居民靠拢、短途/周边/本地游等新的出行场景的挖掘。

图表 4: 预计中国内地旅游支出/人次 2023-25 年 CAGR 分别为 13%/10%



资料来源: 万得，文旅部，交银国际预测

图表 5: 内地旅游消费金额拆分

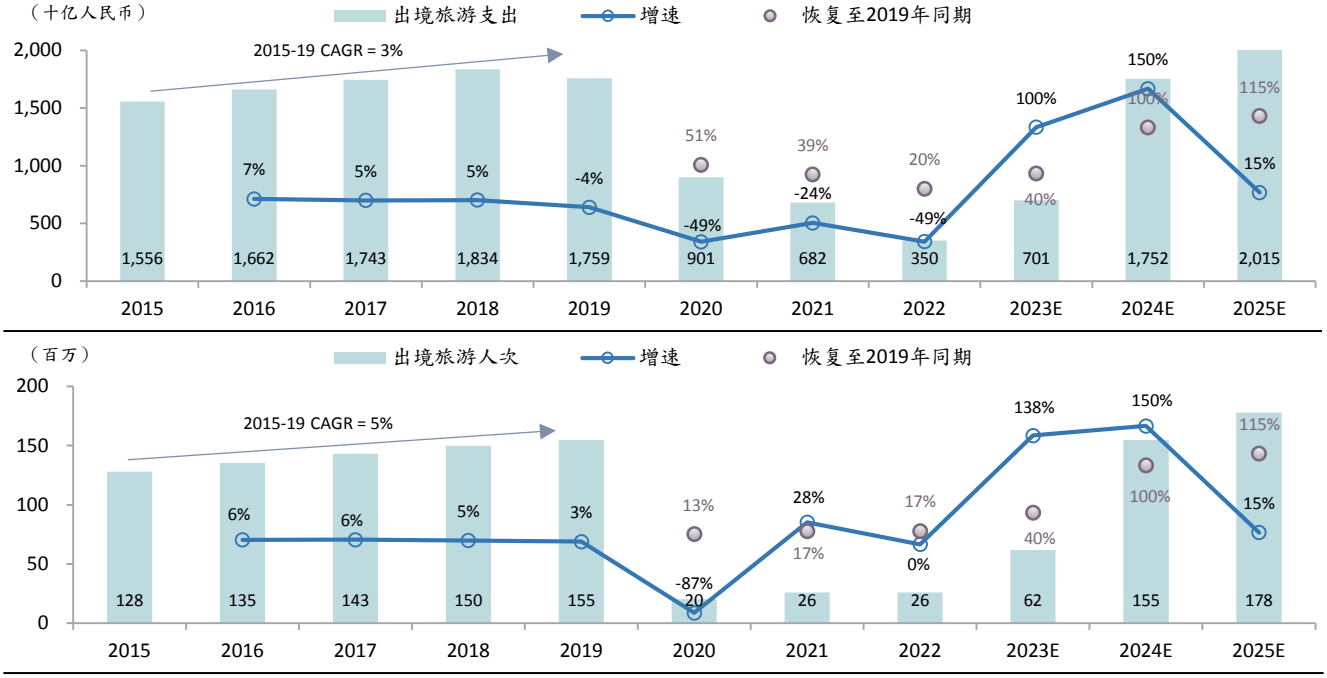


*资料来源: 中国旅游研究院，交银国际 *2019 年数据*

预计出境游支出2023-25年CAGR为 70%

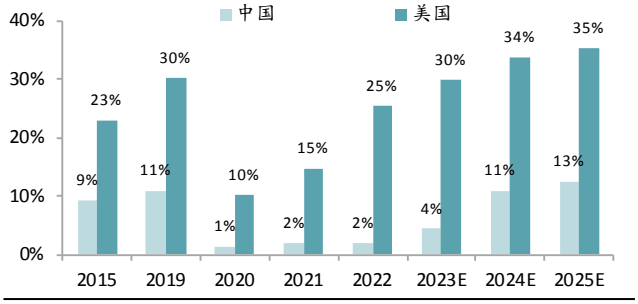
2023 年出境游受到航班等资源限制，呈逐渐恢复趋势，预计 2024 年出境游仍将保持较快增长，预计中国出境旅游支出/人次 2023-25 年 CAGR 均为 70%，到 2025 年分别达到 2 万亿元/1.78 亿人次，出境游人次占总人口渗透率仅 13%，对比 2019 年美国出境人次占比总人口 30%，未来出境游提升空间大。

图表 6:预计中国出境旅游支出/人次 2023-25 年 CAGR 均为 70%



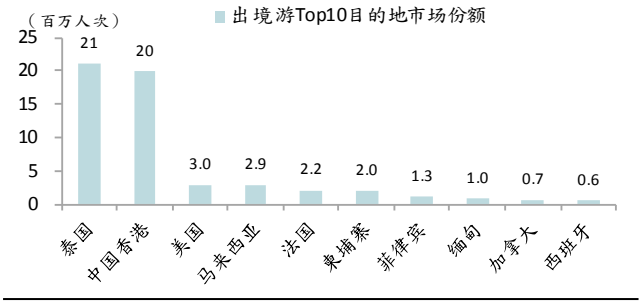
资料来源: 万得，文旅部，交银国际预测

图表 7: 2019 年美国出境人次占比总人口 30%，中国仅约 11%，市场增长空间大



资料来源: UNWTO，万得，交银国际预测

图表 8: 出境旅游地点分布，以中国香港和东南亚为主



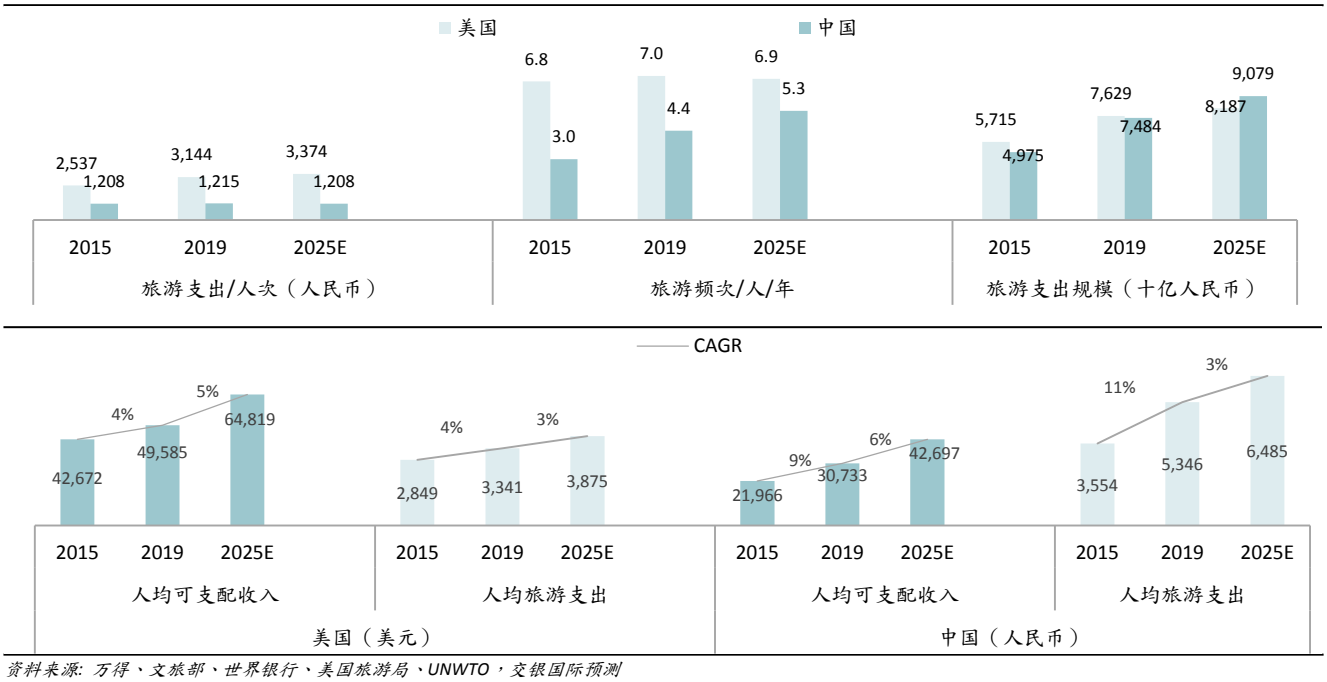
*资料来源: UNWTO，交银国际 *疫情前 2018 年数据*

综合来看，中国市场旅游支出长期仍有空间，也取决于可支配收入增长速度

考虑到中国旅游支出以频次提升为主，单次消费或维持稳定，对比美国旅游频次约 7 次/人/年，我们假设中国长期可达 6 次，估计长期旅行支出或达到 10 万亿元，对比 2019 年的 7.5 万亿元，仍有提升空间。

我们对比中美人均可支配收入及人均旅游支出的复合增速，2019-2025 年，中国人均旅游支出增速（3%）慢于可支配收入的增长（6%），证明了旅游市场的增长空间仍然存在，在消费信心恢复之后，旅游支出增长应逐步提升。

图表 9: 对比中美人均消费，预计中国旅游市场仍有提升空间



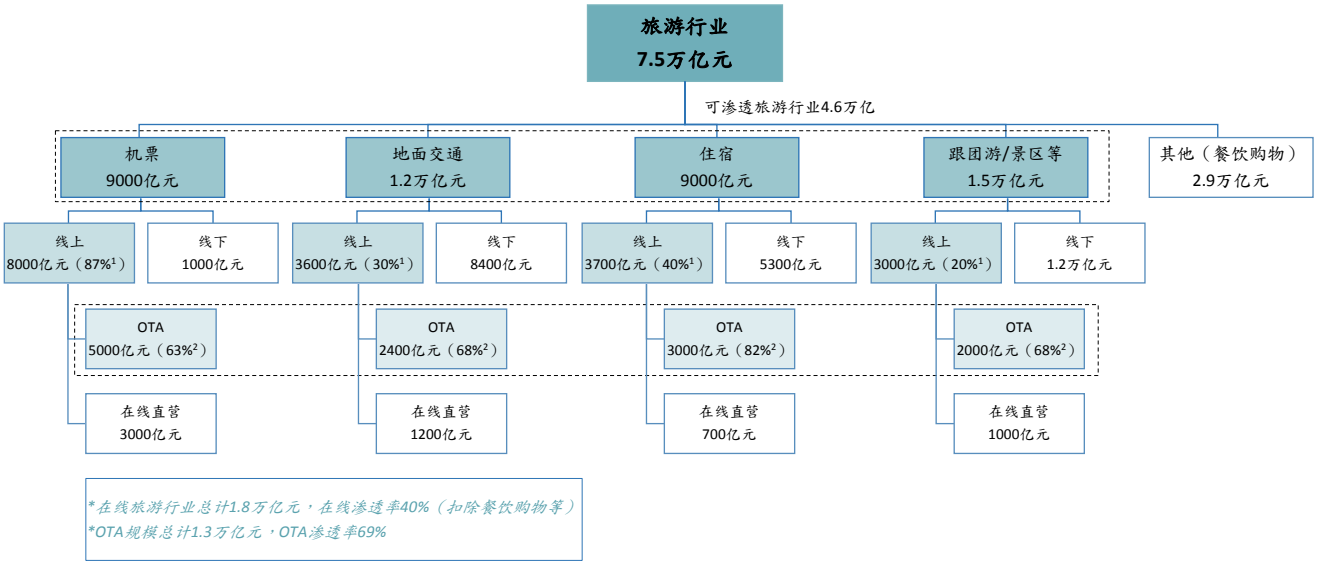
资料来源: 万得、文旅部、世界银行、美国旅游局、UNWTO，交银国际预测

OTA 行业规模（交易额口径）预计到 2025 年达 2.2 万亿元

行业概览

以 2019 年行业常态化数据为例，我国旅游行业总支出规模为 7.5 万亿元，其中剔除餐饮购物等当地消费（占比约 39%）后，交通、住宿、景区游览占行业总支出规模约 61%，规模约 4.6 万亿元。2019 年在线旅游/OTA 行业市场规模 1.8 万亿元/1.3 万亿元，在线渗透率/OTA 渗透率（OTA 渗透率指占在线旅游行业规模比例）分别为 40%/69%。

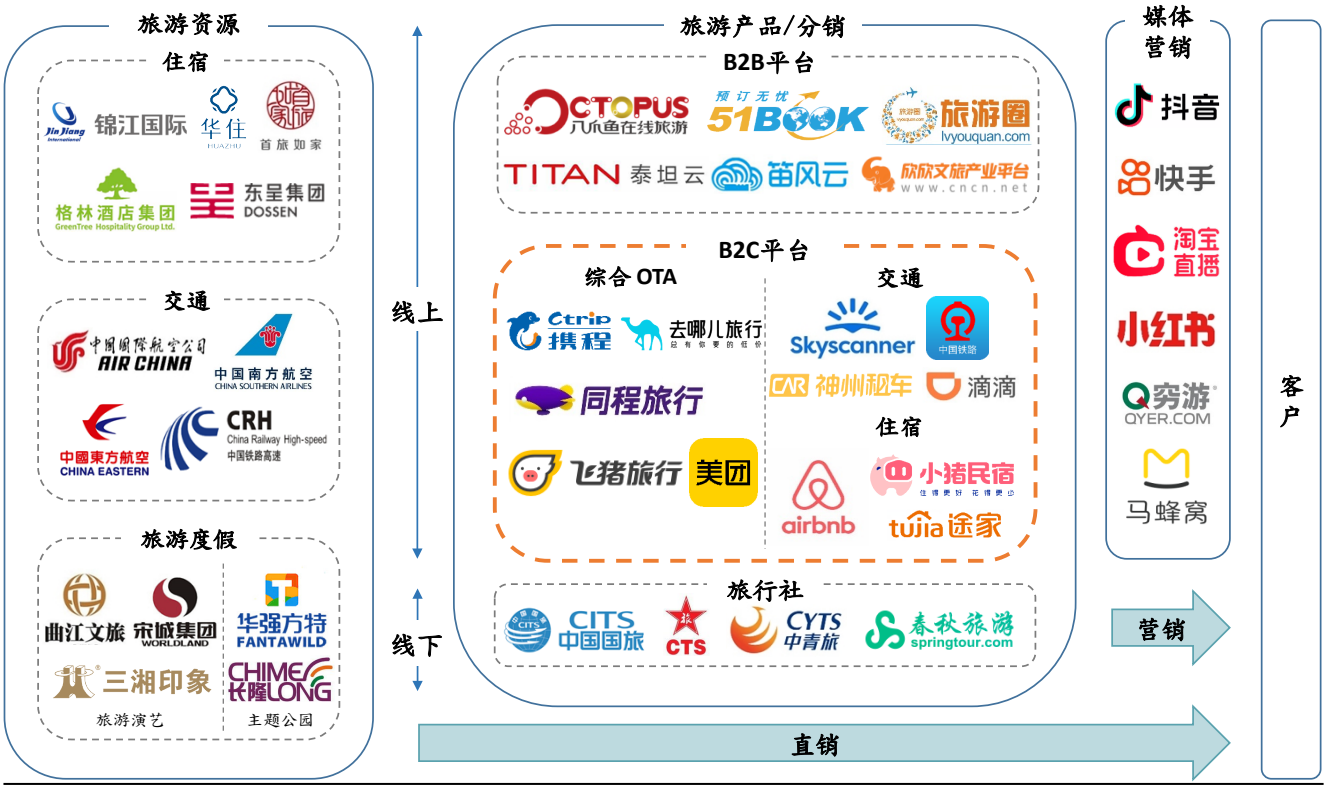
图表 10: 中国在线旅游及 OTA 行业概览：2019 年在线旅游/OTA 行业市场规模 1.8 万亿元/1.3 万亿元，在线渗透率/OTA 渗透率分别为 40%/69%



资料来源: 文旅局，艾瑞，交银国际

**备注：[1]在线渗透率；[2]OTA 渗透率，OTA/在线交易规模；2019 年数据，以展示常态化情况，可渗透旅游行业规模剔除餐饮购物（占比约 39%）；跟团游/景区等其他旅游消费包括跟团游、自助游、景区门票、包车、导游等。*

图表 11:中国旅游业产业链



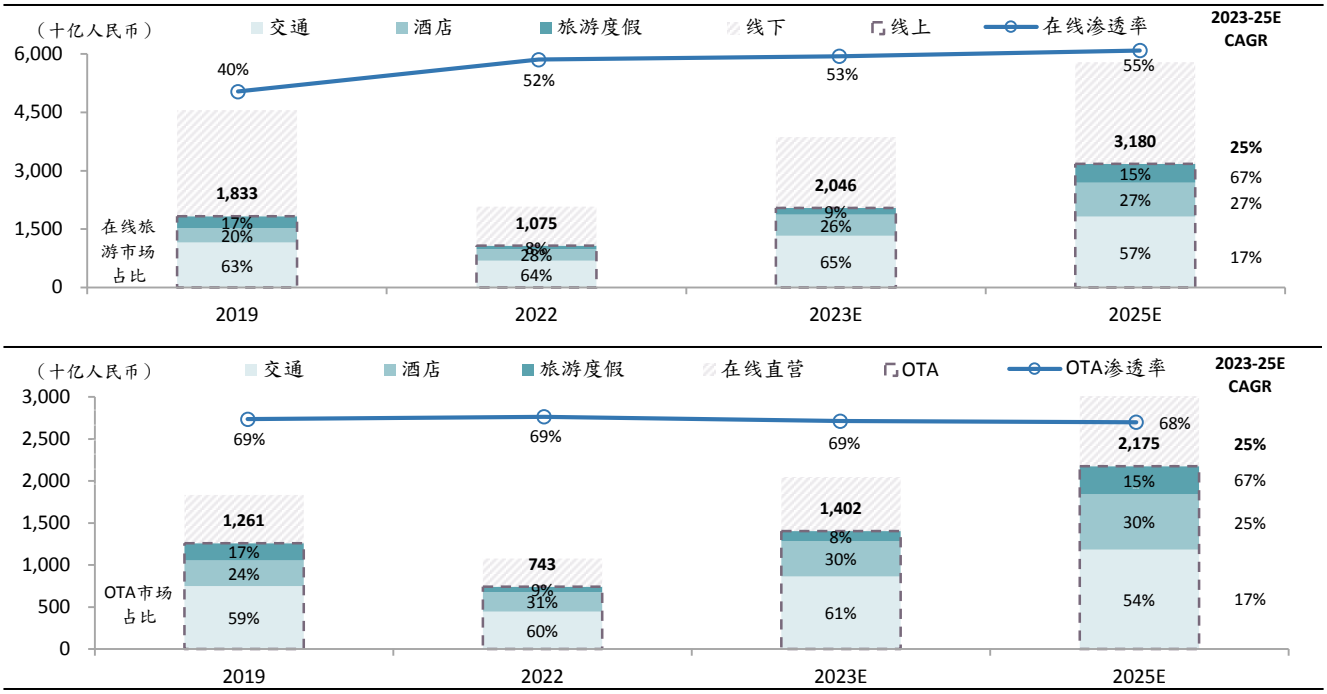
资料来源: 公开资料，艾瑞，中国饭店协会，前瞻研究院，36 氪，中领咨询，交银国际

**产业链代表企业选取标准：1）住宿：《2022 中国酒店集团及品牌发展报告》中市占率前五的酒店集团；交通：市占率前三的航空公司；旅游度假：前瞻研究院公布的中国文旅业旅游演艺/主题公园类市场竞争力前三/前二的企业。2）B2B 平台：根据 36 氪《2022 年中国在线旅游行业洞察报告》及艾瑞《2021 年中国在线旅游行业研究报告》。3）B2C 平台中，综合 OTA：市占率前四；交通：长短途出行代表平台；住宿：非标住宿代表平台，根据中领咨询《2022 年民宿行业研究报告》。4）旅行社：根据 2023 年品牌网旅行社十佳品牌排行*

未来旅游行业线上渗透率呈上升趋势，而 OTA 渗透率相对稳定

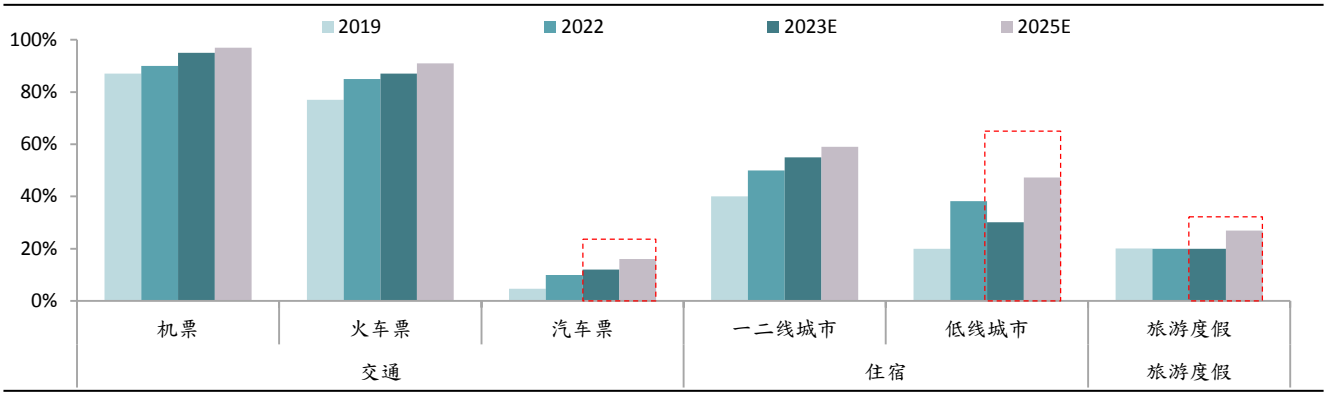
我们估计 2023 年我国旅游行业在线渗透率为 53%，对比 2019 年的 40%有明显提升，用户线上消费习惯养成，预计线上化率保持平稳提升的趋势。长期来看，对比全球在线旅游 65%+的渗透率（Euromonitor），仍有提升空间。预计 2023 年我国在线旅游行业市场规模达到 2 万亿元，较 2019 年增 11%，恢复快于线下旅游行业。

图表 12: 预计到 2025 年，我国旅游行业在线渗透率 55%，在线旅游市场规模达 3.2 万亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 25%；OTA 渗透率 68%，仍是在线旅游行业主要的消费渠道



资料来源: 公司资料，万得，艾瑞，交银国际预测

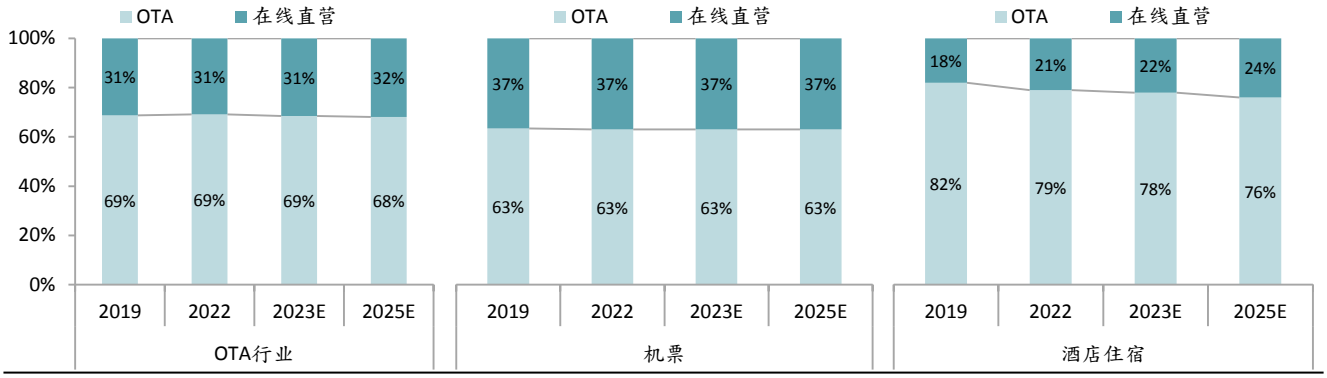
图表 13:我国旅游行业在线渗透率未来提升关键来自汽车票等地面交通、低线城市酒店住宿、更为多元的旅游度假产品



资料来源: 公司资料，万得，艾瑞，交银国际预测

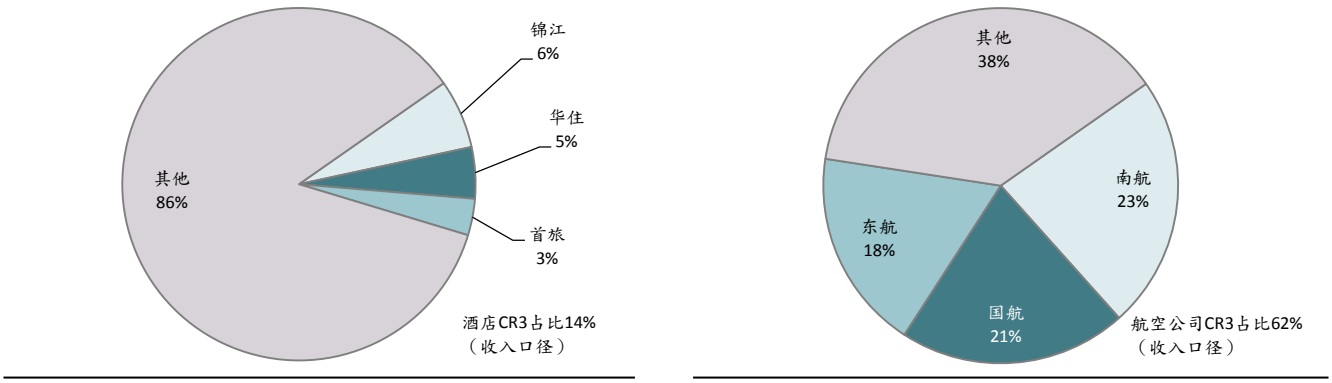
预计 2025 年 OTA 渗透率 68%，对比 2019 年的 69%略有下降，其中酒店住宿行业 OTA 渗透率保持下降趋势，主要考虑酒店连锁化率提升对在线直营渠道的拉动，在一定程度上对 OTA 渗透率产生冲击。但我们认为其影响可控，中长期来看，OTA 仍将作为在线住宿行业的主要渠道。考虑到酒店行业上游集中度低于航空行业，航空公司 CR3 占比达 62%，对比酒店仅 14%（2019 年，均为收入口径），OTA 可以为长尾酒店提供流量及数字化转型服务，预计未来稳态阶段 OTA 在在线住宿行业的渗透率应高于机票行业。

图表 14:预计酒店预订行业 OTA 渗透率保持下降趋势，但稳态期高于在机票预订行业的渗透率



资料来源: 公司资料，万得，艾瑞，交银国际预测

图表 15: 航空公司 CR3 占比达 62%，对比酒店仅 14%（2019 年，均为收入口径）

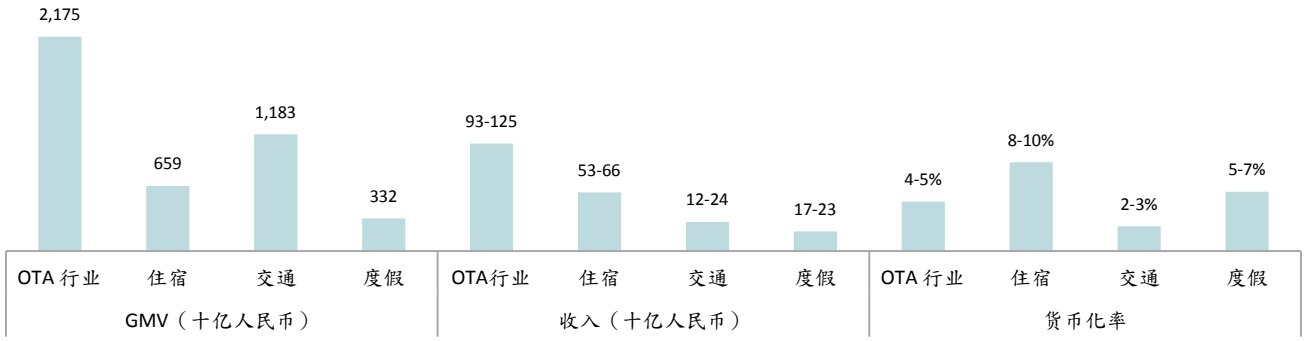


资料来源: 公司资料，万得，CEIC，交银国际

OTA 市场空间（收入口径）预计到 2025 年达 930-1250 亿元

我们估算到 2025 年中国 OTA 市场空间（收入口径）有望达到 930-1250 亿元，其中住宿：交通：度假产品收入比例约为 55%：27%：18%，对比 GMV 口径的 30%：54%：15%，主要反映货币化率的差异。OTA 行业平均货币化率为 4-5%，其中住宿约为 8-10%，交通为 2-3%，度假产品为 5-7%，货币化率角度看，住宿>度假产品>交通，交通对 OTA 平台导流属性更为明显。

图表 16: 中国 OTA 市场空间（收入口径）有望在 2025 年达到 930-1250 亿元，行业货币化率较为稳定



资料来源: 公开资料，交银国际预测

中国 OTA 平台货币化率低于海外可比公司，主要由于：1）业务分布不同，海外平台酒店交易规模大于交通，而携程、同程以货币化率相对较低的交通为主。2）竞争环境不同，中国在低端酒店的竞争更为白热化，通过补贴保持价格竞争力，因此拉低了货币化率（净佣金收入口径）。

我们预计未来中国 OTA 平台上调佣金率的可能性不大，主要上浮空间来自增值服务。行业竞争较为均衡，政策规范行业健康发展，随着平台运营节奏调整补贴力度、及业务分布变化会略有波动，但整体而言佣金率较为平稳。增值服务如保险、酒店套餐等收入占比提升会对货币化率的提升带来一定支撑。

图表 17: 全球头部 OTA 企业对比：中国 OTA 平台以代理抽佣为主，且货币化率低于海外平台

	携程	同程	美团酒旅	Booking	Expedia
GMV（十亿，美元）	124	24	16	96	108
收入（十亿，美元）	5.2	1.1	1.0	15	12
代理商（Agent）模式/经销商（Merchants）模式（%）	100/0	95/5	100/0	73/27	34/66
平均货币化率（%）	4.2	4.5	5.9	16	11
住宿收入（十亿，美元）/（占比（%））	2/(38)	0.3/(32)	0.8/(84)	13/(87)	8/(70)
酒店货币化率（%）	7.7	8.6	7.4	14	NA
酒店单间夜房价 ADR（美元）	60	39	28	108	NA
酒店间夜量（百万）	435	92	392	845	391
中高端	204	NA	53	NA	NA
低端	231	NA	340	NA	NA
酒店单间夜收入（美元）	4.5	3.3	1.9	16	22
机票数量（百万）	389	110	NA	7.0	NA
运营利润率/净利率（%）	19/18	18/23	18/NA	35/32	7/4.7
员工人数（千）	32	5.3	NA	26	25

*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *2019 年数据；美团运营利润率为酒店业务；代理商模式：平台作为代理商通过撮合交易抽取佣金；经销商模式：平台从供应商批量买断产品后售卖给消费者，从差价中获利*

图表 18: 在线旅游行业相关政策梳理

时间	部门	文件	内容
2016 年 2 月	中国民用航空局	《关于国内航空旅客运输销售代理手续费有关问题的通知》	客运手续费支付标准由销售额比例支付改为**按每张客票定额支付**；销售代理企业不得向旅客额外加收客票价格以外的任何服务费
2017 年 8 月	中国民用航空局	《关于规范互联网机票销售行为的通知》	互联网机票销售平台在销售机票时**不得以默认选项的方式搭售**其他任何服务产品
2018 年 8 月	人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	电商经营者搭售商品或服务，应以显著方式提醒，**不得将搭售作为默认同意选项**；根据消费者特征提供的搜索结果应同时提供**不针对个人特征**的选项
2020 年 8 月	文旅部	《在线旅游经营服务管理暂行规定》	明确在线旅游企业的平台责任。经营者**不得滥用大数据分析**等技术手段设置不公平的交易条件；应提供真实准确的旅游服务信息，**不得进行虚假宣传**；应对不合理低价游进行管理
2020 年 11 月	文旅部、发改委等十部门	《关于深化"互联网+旅游"推动旅游业高质量发展的意见》	加快建设**智慧旅游**景区；完善旅游信息基础设施，提升 5G 网络覆盖水平，推动数字化与智能化改造升级；加大**线上旅游营销**力度；加强**旅游监管**服务
2021 年 12 月	国务院	《"十四五"旅游业发展规划》	加快推进以数字化、网络化、智能化为特征的智慧旅游，深化"**互联网＋旅游**"；推动大数据、云计算、物联网等新技术在旅游领域的应用普及，增强旅游产品的体验性和互动性
2022 年 11 月	文旅部	《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见（征求意见稿）》	加强在线旅游市场管理，发挥在线旅游企业整合旅游要素资源的积极作用，创造更多新就业形态和岗位，**提升行业管理的数字化水平和治理能力**

资料来源: 文旅部，交银国际

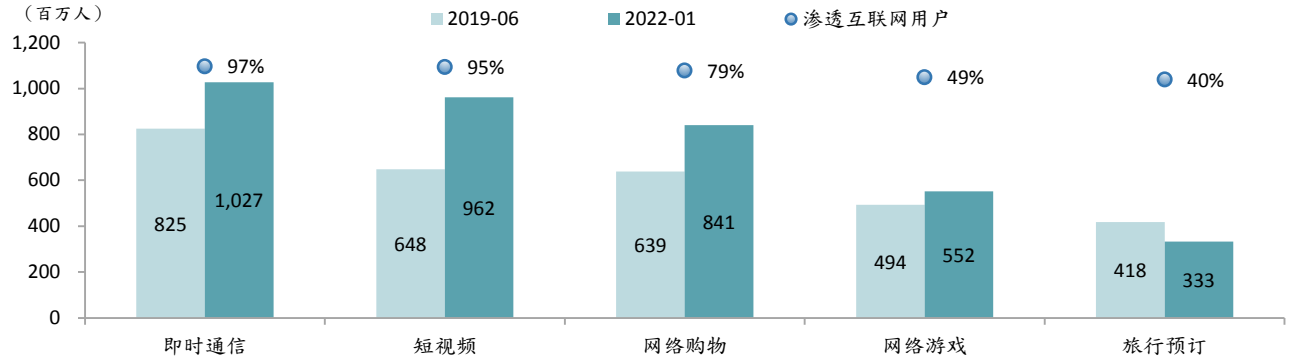
在线旅行预订用户结构演变

在线旅游用户规模渗透率相比其他互联网子行业仍有提升空间

携程系（包括携程+去哪儿，下同）覆盖大部分在线旅游app用户，其他在线旅游平台如同程（背靠微信渠道），飞猪（阿里渠道），以及美团酒店业务及新入局的抖音酒旅，均有大量流量平台支持。

但对比其他行业，在线旅游行业用户渗透率仍有提升空间。主要体现在 1）内容平台入局，如抖音、小红书，受益大流量平台红利，可快速提升下单转化率及年轻用户渗透率；2）内容平台及本地生活平台在下沉市场的优势，也将助力低线城市的用户触达。

图表 19: 在线旅游用户规模疫情期间下降 20%，即使恢复到 2019 年水平，对比其他互联网子行业，在线用户渗透率还有提升空间



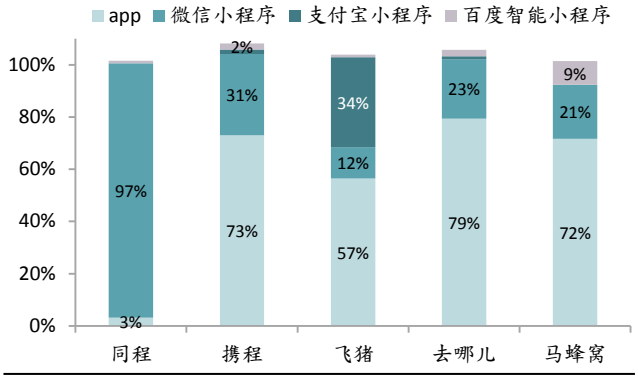
*资料来源: CNNIC，交银国际 *渗透率为 2022 年 12 月数据*

携程、同程属在线旅游平台第一流量梯队

在线旅游平台中，从用户规模来看，携程（包括携程+去哪儿，下同）和同程旅行均属于流量第一梯队，根据QuestMobile 2023 年 1 月数据显示，同程旅行、携程去重月活跃用户规模分别达到 2.0 亿和 1.14 亿，显著高于其他在线旅游平台，如飞猪（3800 万）和马蜂窝（824 万）。从流量来源来看，同程旅行 97%的活跃用户来自微信渠道，携程自有 app 贡献约 73%流量，飞猪有 34%活跃用户来自支付宝小程序。

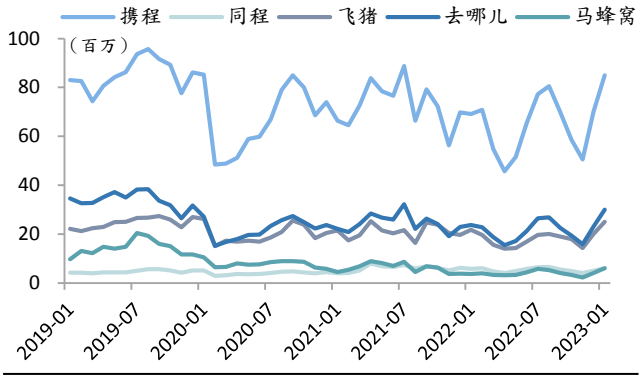
我们截取 QuestMobile 2022 年 3 季度数据，相比 2019 年同期，多数 OTA 平台流量有所下降，其中携程、飞猪月活下降 19%、27%，而同程旅行保持增长。据公司资料显示，同程旅行背靠微信流量以及下沉市场拓展，2022 年平均 MAU 较 2019 年增长 14%。

图表 20: 在线旅游平台主要流量分布



*资料来源: Questmobile，交银国际 *2023 年 1 月数据*

图表 21: 在线旅游 app MAU



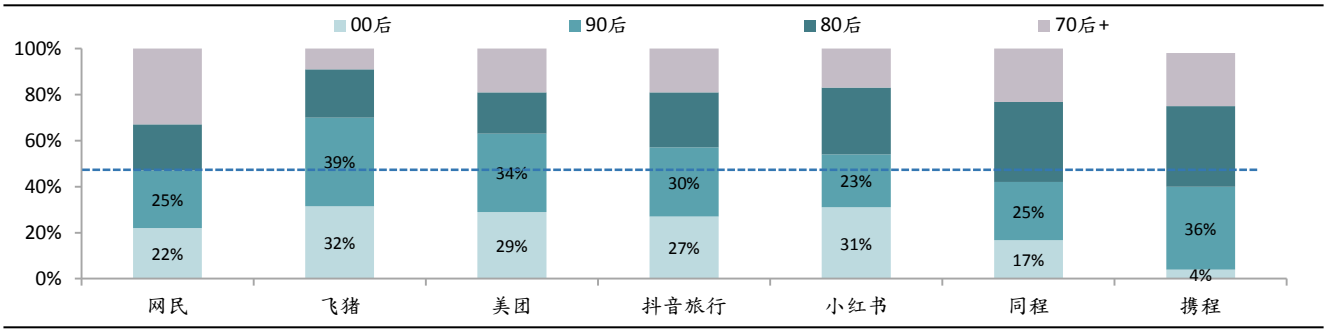
资料来源: Questmobile，交银国际

内容平台入局带动行业用户结构朝年轻化发展

近几年，内容平台如抖音、小红书进入在线预订行业，基于流量和更为直接的内容展示转化用户下单。目前抖音旅行兴趣标签用户（指在任意一个月点赞旅行内容 5 次及以上的用户数）规模达到近 3 亿，占其平台 MAU 比例为 30%。

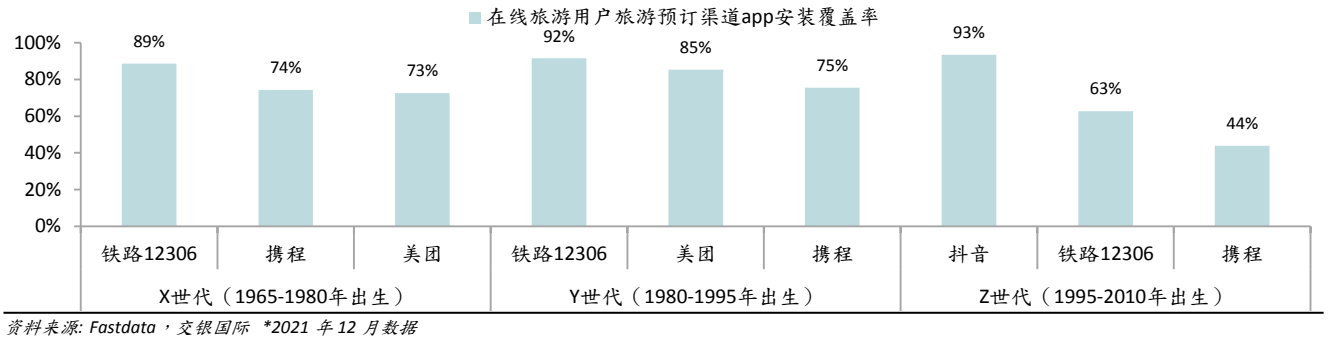
按照用户年轻化排名：飞猪>美团>抖音旅行>小红书，同程用户结构中年轻用户占比和整体网民分布持平，携程用户分布更偏成熟。

图表 22: 在线预订平台用户年轻化排名：飞猪>美团>抖音旅行>小红书>同程>携程



资料来源: QuestMobile，公司资料，新浪科技，截至 2022 年底，交银国际

图表 23: 抖音在 95 后在线旅游预订用户群体渗透率更高，美团用户较携程在年轻群体中渗透率更高

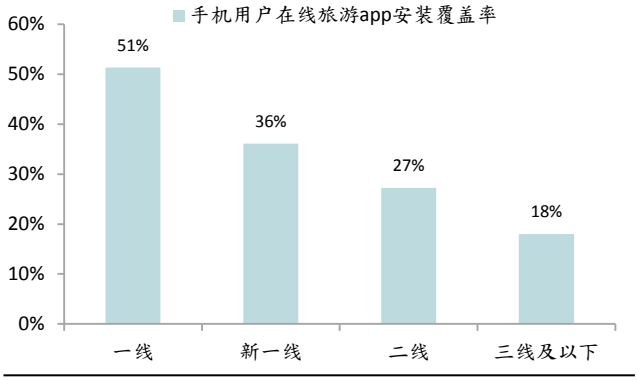


*资料来源: Fastdata，交银国际 *2021 年 12 月数据*

抖音用户结构相比当前主流在线旅游预订 app 更偏下沉

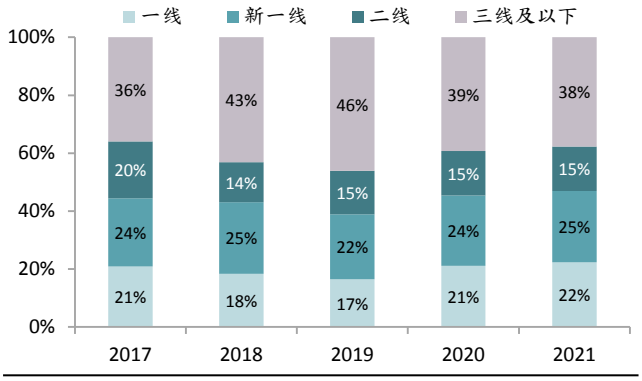
在线旅游 app 主要渗透高线城市，三线及以下城市在线旅游 app 安装率不到 20%，对比一线城市 50%+（Fastdata 数据）。低线城市用户渗透率将持续提升，抖音用户结构和网民整体分布更为类似，将为行业带来新增下沉市场用户。同时从用户结构来看，其和美团、同程的重合度应高于和携程的重合度。

图表 24: 手机用户在线旅游 app 安装覆盖率：低线城市仅是一线城市的 35%



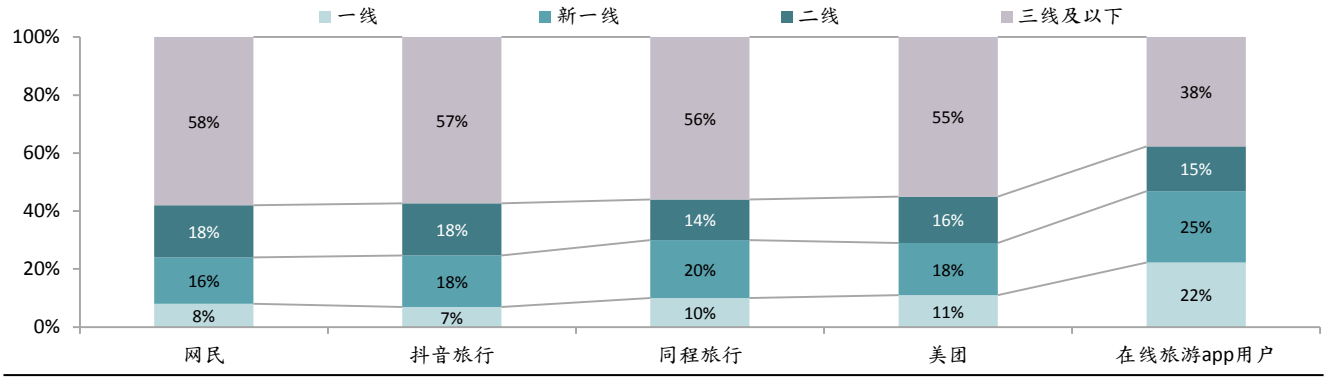
*资料来源: Fastdata，前瞻产业研究院，交银国际 *2020 年 12 月数据*

图表 25: 2020 年前低线城市用户占比持续提升，预计行业恢复后下沉趋势持续



*资料来源: Fastdata，交银国际 *2017-21 年 12 月数据，根据用提交订单时所在的位置统计*

图表 26: 抖音旅行、本地生活相比在线旅游 app 在用户结构上更下沉



资料来源: Fastdata，QuestMobile，公司资料，交银国际

OTA 平台竞争格局

中国 OTA 行业集中度较高，主要参与玩家包括携程、同程、美团（酒旅+民宿交通）、飞猪，以及新进入市场的抖音（酒旅）。2022 年，GMV 口径下市占率分别为 55%、15%、15%、7%、2%，前三者合计占比达 85%（**图表 29**），收入口径下的携程、同程、美团的相对市占率为 58%：19%：22%（**图表 30**）。预计随着行业长途出行、出境游的恢复，携程市占率较 2022 年将有所恢复。

头部三家平台仍然将占有较大市场份额，但战略重点各有不同，形成错位竞争趋势：

- **携程**持续深耕中高端市场，优质用户是其基本盘。通过投资并购旅游产业链丰富供应链渠道，形成供给端竞争壁垒。在长途游、跨境游等业务上具备优势，因此客单价和用户粘性较高。未来将通过拓展短途出行业务，探索下沉市场，以满足多元化消费场景，国际业务依靠 Skyscanner 和 Trip.com 协同发展，进一步获取国际市场份额。

- **同程**深耕下沉市场，依托股东资源，微信小程序以更经济的成本获得稳定流量支持，共享携程库存拓展产品覆盖面。未来战略重点为提升用户复购率和粘性，通过丰富产品及服务供给、提升精准推荐下的交叉销售能力和会员用户运营，推动单客收入增长。

- **美团**由高频本地生活场景如外卖、团购向酒旅业务导流，用户需求以本地游为主。

虽然三个平台都将下沉市场作为未来拓展目标，但发力侧重有所不同：

- **携程与同程：**目标客群差异。携程主要挖掘经济发展较快、用户有丰富旅游需求的 2-3 线城市，来提升用户覆盖；同程聚焦 3 线及以下城市，拓展对线上预定接受度较高的年轻客群。

- **美团与携程/同程：**消费场景差异。美团以本地游场景为主，酒旅入口与休闲玩乐、特价团购等并列；同程/携程作为综合 OTA 平台，旅游属性更强，产品展示更注重酒店和机票、火车票、汽车票等交通业务。

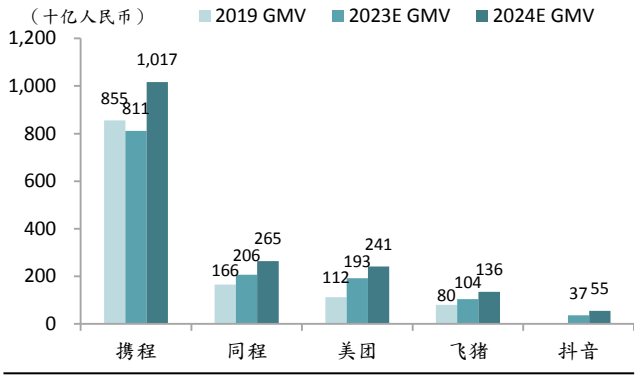
抖音酒旅：抖音酒旅目前仍以本地、网红属性为主，销售模式与其他 OTA 平台不同，目前体量仍然较小（市占率低个位数，预计 2025 年到 5%），当前其业务或可对比 2019-20 年的电商直播，与 OTA 平台仍为竞合关系。

长期来看，从市场空间角度，对比社零 40 万亿元+以及本地生活 8 万亿元的规模，旅游行业市场规模为 7 万亿元，线上化率已超 40%（本地生活仅为个位数），旅游行业可渗透空间小于本地生活，同时考虑到旅游为低频消费，我们认为抖音酒旅对公司的战略重要性小于电商直播和到店业务，判断其对 OTA 行业的影响小于抖音直播电商对电商行业、抖音本地生活对本地生活行业的冲击，从用户心智和业务重合度的角度看，对携程的影响小于对同程和美团的影响。

运营数据对比

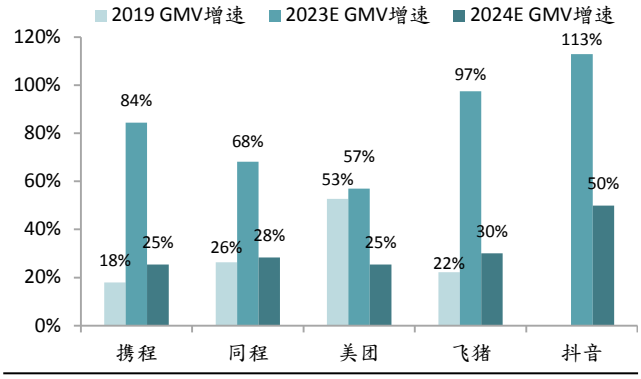
我们预计 2023 年，各平台业务快速恢复，携程/同程/美团/飞猪/抖音 GMV 同比增速分别为 84%/68%/57%/97%/113%。其余平台均超过 2019 年水平，携程恢复至 2019 年的 95%，因其出境业务尚在恢复过程中，预计 2024 年有望迎来全面恢复。

图表 27: 2023 年 GMV 对比：携程约是同程的 4 倍/美团的 4 倍/飞猪的 8 倍/抖音的 22 倍



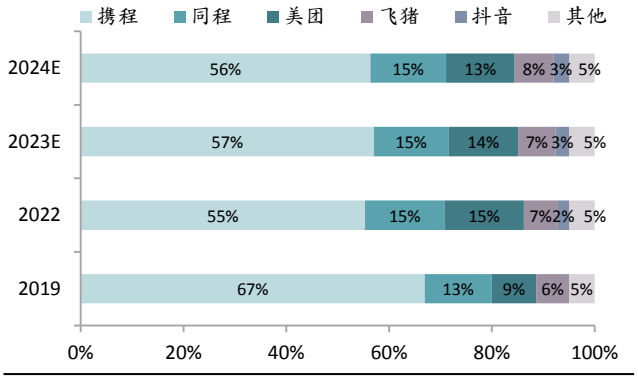
*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通，抖音为酒旅*

图表 28: 2023 年 GMV 增速对比：携程>同程>美团，飞猪、抖音快速增长



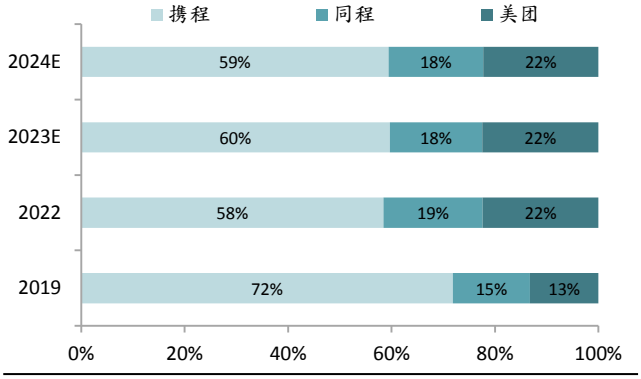
*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通，抖音为酒旅*

图表 29: 主要 OTA 平台市占率预测（GMV 口径）



*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通，抖音为酒旅*

图表 30: 主要 OTA 平台相对市占率预测（收入口径）：携程较 2022 年将有所恢复



*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通，*其他平台收入规模未披露，我们估算市占率较小*

财务数据对比

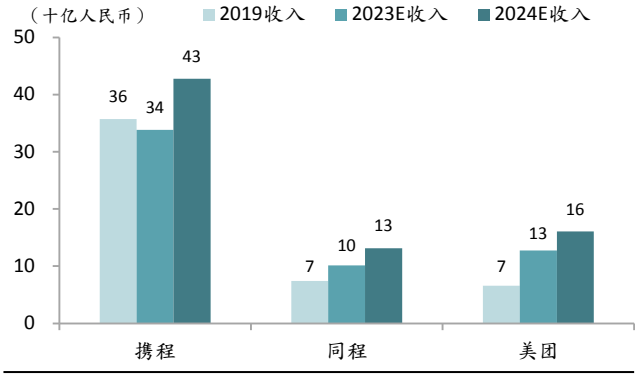
我们预计 2023 年，携程/同程/美团收入同比增速分别为 69%/54%/66%：

- **携程**酒店住宿/交通票务收入较 2019 年实现全面恢复，贡献公司收入的 41%/42%。旅游度假恢复慢于机酒主要因其出境业务占比较高。

- **同程**住宿/交通票务收入分别同比增 41%/58%。2020-22 年期间通过转化下沉市场线下流量及拓展本地住宿业务，住宿收入在 2022 年已恢复到 2019 年水平，而交通票务因中长途限制，收入有所下降，在 2023 年反弹将更为明显。
- **美团**酒旅业务随着用户消费需求复苏恢复增长趋势，预计收入同比增 66%。

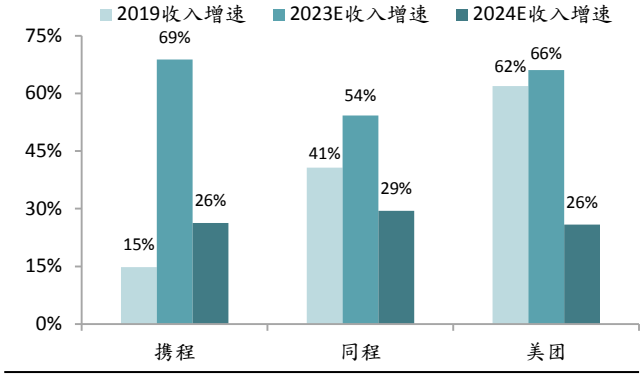
利润端来看，2023 年，预计携程调整后运营利润率达到 19%，恢复至 2019 年水平，未来随着出境业务恢复及运营效率提升而逐年提升；同程调整后运营利润率 15%，公司将保持一定比例的新用户获取投入。美团酒旅业务 2023 年运营利润率亦会在运营杠杆效应的带动下较 2022 年有所恢复。

图表 31: 收入规模：携程是同程的 3-4 倍，是美团的 2-3 倍



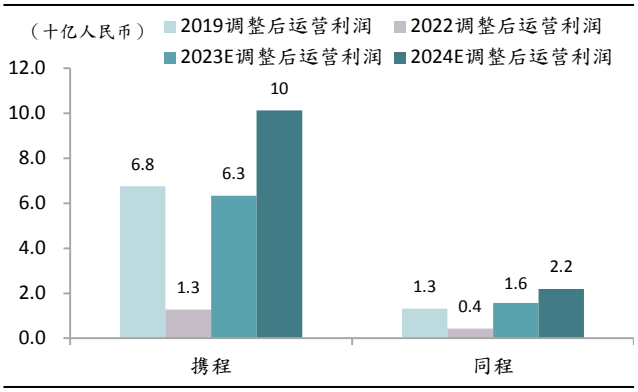
*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通*

图表 32: 2023 年收入反弹幅度：携程>美团>同程



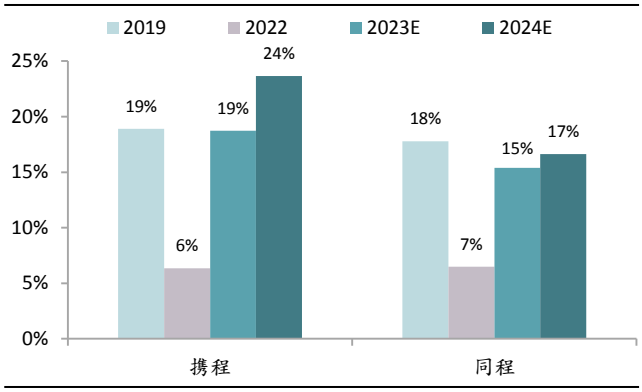
*资料来源：公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通*

图表 33: 调整后运营利润携程是同程的 4-5 倍



资料来源：公司资料，交银国际预测

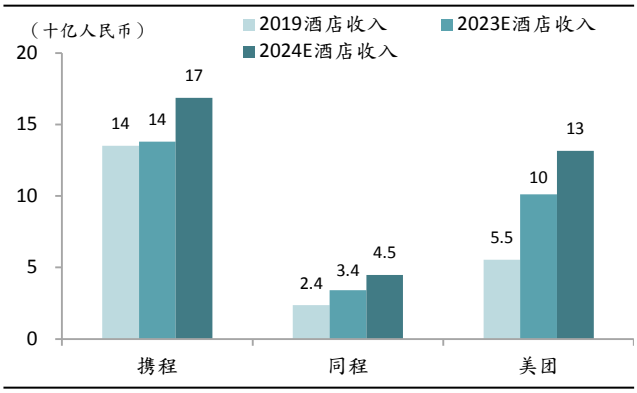
图表 34: 2023 年携程调整后运营利润率恢复至 2019 年；同程因营销投入增加低于 2019 年



资料来源：公司资料，交银国际预测

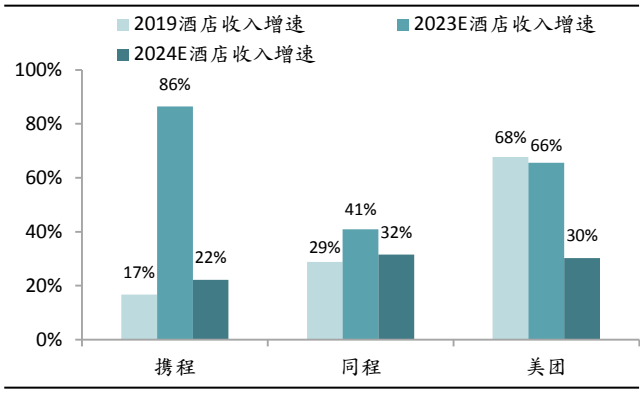
住宿酒店业务对比

图表 35: 酒店收入规模：携程>美团>同程



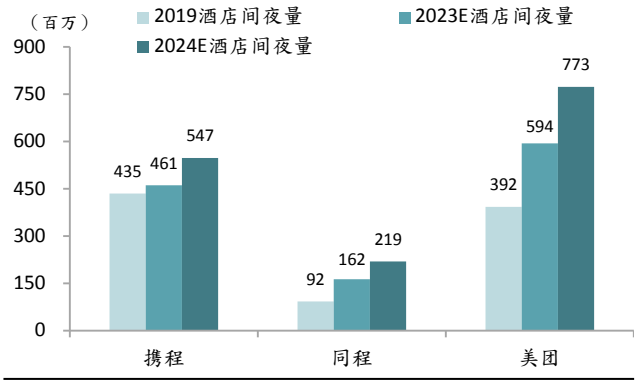
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 36: 2023 年反弹幅度携程>美团>同程；未来常态化增速：同程/美团>携程



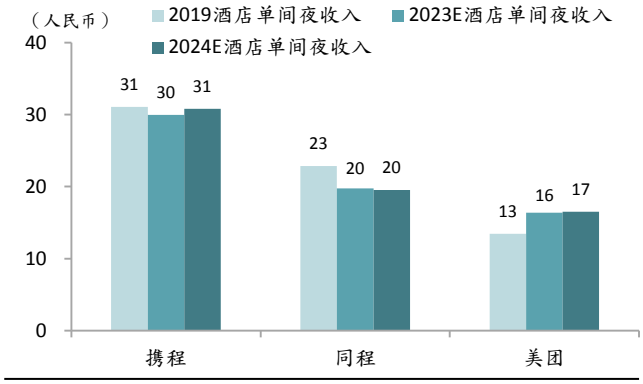
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 37: 预计酒店收入的增长主要来自间夜量的增长，下沉、出境酒店是主要增长点



资料来源：公司资料，交银国际预测

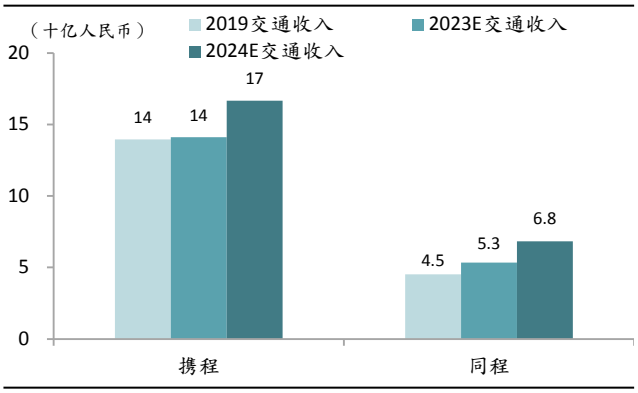
图表 38: 预计 2023 年携程/同程/美团酒店单间夜收入 30 元/20 元/16 元，基本稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

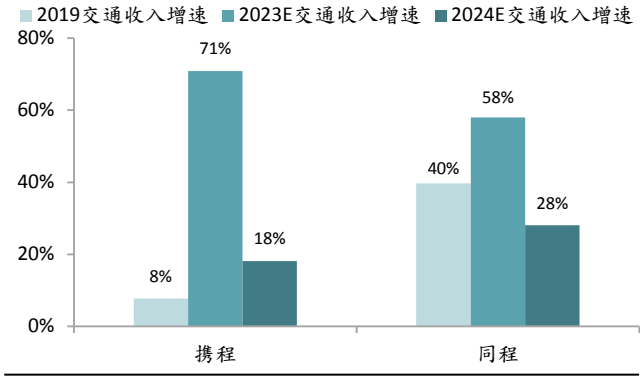
交通业务对比

图表 39: 交通收入规模：携程是同程的 2-3 倍



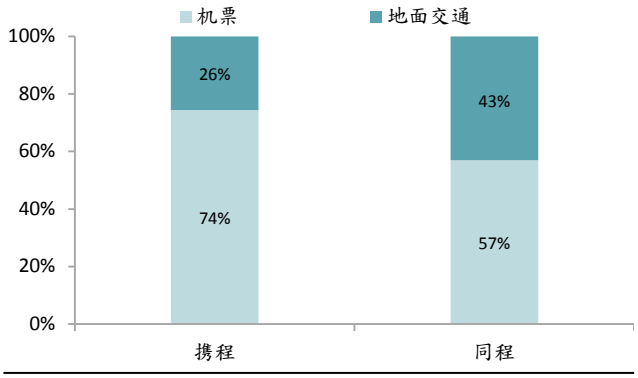
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 40: 交通收入反弹幅度：携程>同程；常态化增速同程>携程



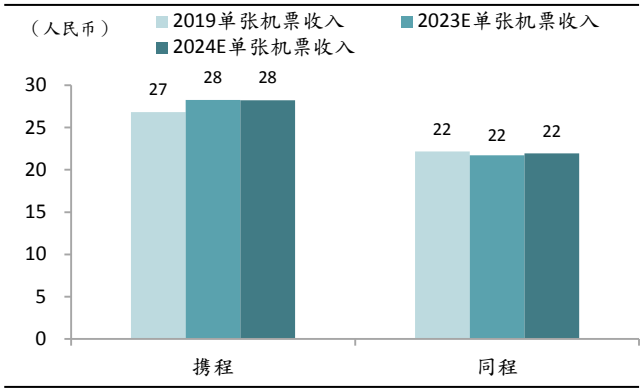
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 41: 交通收入分布：携程以机票为主，同程地面交通占比更高



*资料来源：公司资料，交银国际预测 *2023 年预测*

图表 42: 估算 2023 年携程/同程单张机票收入 28 元/22 元，未来保持稳定

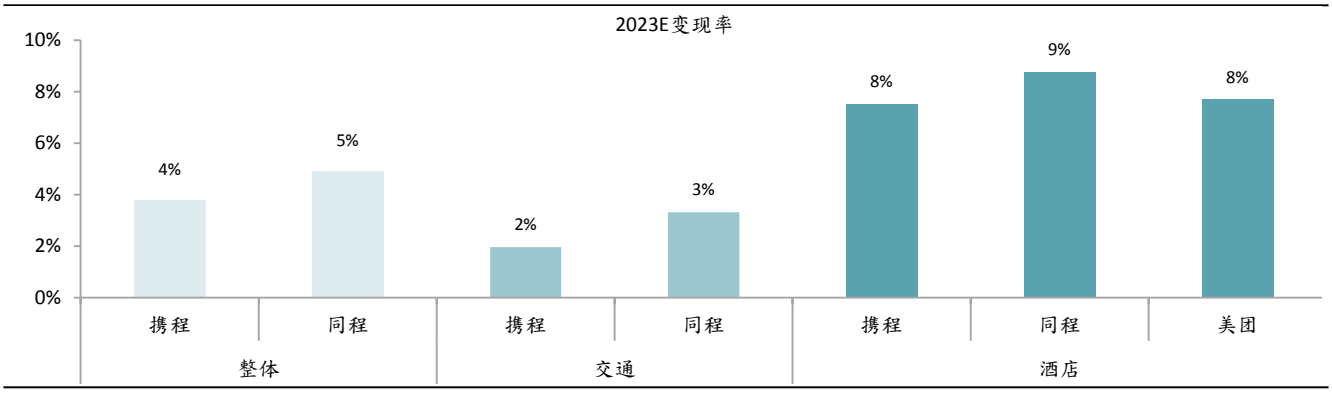


资料来源：公司资料，交银国际预测

变现对比

行业货币化率达到均衡状态。预计 2023 年，携程/同程货币化率分别为 4%/5%。交通业务货币化率总体平稳，酒店业务方面，同程因加大补贴力度、以在市场复苏时扩张市场份额而有所下降，但仍高于 2019 年，主要因增值服务收入占比提升。

图表 43: 行业货币化率达到均衡状态：预计 2023 年平台平均变现率 4-5%，交通变现率 2-3%，酒店变现率 8-9%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

交银国际研究

首次覆盖

互联网

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 260.40	港元 372.00	+42.9%

2023 年 5 月 9 日

携程集团 (9961 HK)

产业链资源雄厚，出境游支撑中长期业绩增长；首予买入

- **亮点 1：全球领先的一站式旅行服务平台，产业链资源雄厚。**2019 年，携程 GMV 全球排名第一，收入口径全球第三、国内第一。公司通过投资并购旅游产业链，涵盖酒店、交通、渠道，覆盖内地、出境、及国际市场，形成供给端竞争壁垒。

- **亮点 2：差异化产品全面覆盖用户，深耕中高端市场。**携程针对不同用户群体打造多类型产品，包括聚焦中高端用户的携程、面向年轻用户的去哪儿、主打下沉市场的智行产品、以及基于线下社区的门店。品牌主要围绕中高端消费人群强化用户心智，优质用户是携程的基本盘。OTA 平台人均 GMV 来看，携程是同程的 5 倍，相比本地属性更强的美团高 10 倍。

- **亮点 3：出境布局完善，利好利润率提升。**出境游占公司收入比高于其他 OTA 平台，支撑公司中长期收入增长，并带动公司利润率持续提升。根据我们对携程出境游恢复程度对公司业绩表现的敏感性分析，我们预计出境游较 2019 年的恢复程度每提升 10 个百分点，对公司 2023 年收入/利润预测有约 3/5 个百分点的上调空间。

- **公司战略未来将持续升级产品服务，满足多元化消费场景。**如深化本地游、丰富酒店套餐服务、继续拓展下沉市场寻求潜在增量。内容战略为公司下单转化率提升和广告收入增长带来正面效果。

- **财务预测：**我们预计公司 2023 年收入/调整后净利润分别增 69%/347%至 339 亿元/58 亿元（人民币，下同），分别恢复至 2019 年的 95%/89%。预计 2023 年，内地业务收入较 2019 年增 8%，出境业务收入恢复至 2019 年的 50%，纯国际业务收入较 2019 年高 24%，占比 13%。预计 2024 年收入/调整后净利润分别增 26%/57%，调整后净利润率较 2023 年有 4 个百分点的提升，受益于出境业务全面恢复拉动，以及公司运营效率提升。

- **估值：**参照历史市盈率区间 25-36 倍（2018-19 年，剔除 2020-22 年非常态化运营的影响），按照 2024 年 25 倍市盈率，给予目标价 372 港元/48 美元（TCOM US），较现价 260 港元有 43%的上涨空间。首次覆盖予以**买入**评级。风险：业务恢复不及预期；国内竞争加剧；地缘政治风险。

财务数据一览

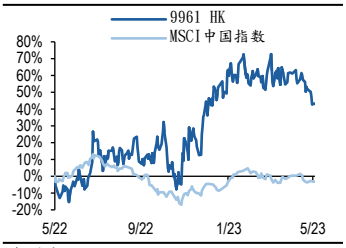
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	20,029	20,055	33,854	42,765	49,070
同比增长(%)	9.3	0.1	68.8	26.3	14.7
净利润(百万人民币)	1,356	1,294	5,782	9,088	10,957
每股盈利(人民币)	2.12	1.97	8.52	13.01	15.25
同比增长(%)	-239.3	-6.9	332.7	52.7	17.2
市盈率(倍)	108.4	116.5	26.9	17.6	15.0
每股账面净值(人民币)	171.14	170.88	173.40	180.87	190.53
市账率(倍)	1.34	1.34	1.32	1.27	1.20

资料来源：公司资料, 交银国际预测　^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	314.40
52周低位(港元)	154.30
市值(百万港元)	161,010.53
日均成交量(百万)	0.96
年初至今变化(%)	(4.82)
200天平均价(港元)	265.58

资料来源: FactSet

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

投资概要

公司亮点

1. 公司作为全球领先的一站式旅行服务平台，产业链资源雄厚。2019年，携程GMV全球排名第一，收入口径全球第三、国内第一。通过品牌矩阵，为用户提供住宿、交通、旅游度假等一站式出行服务。公司通过投资并购旅游产业链，涵盖酒店、交通、渠道，覆盖内地、出境、及国际市场，通过战略同盟丰富场景覆盖，形成供给端竞争壁垒。

2. 差异化产品全面覆盖用户，深耕中高端市场。携程针对不同用户群体打造差异化产品，包括聚焦中高端用户的携程、面向年轻用户的去哪儿、主打下沉市场的智行产品、以及基于线下社区的门店。品牌围绕中高端消费人群强化用户心智，优质用户是携程的基本盘。主要OTA平台人均GMV来看，携程是同程的5倍，相比本地属性更强的美团高10倍。公司披露及第三方数据显示，得益于持续深耕中高端市场，月收入过万的用户迁移至携程平台的比例逐年增加（新浪科技，Fastdata）；携程优享会TripPlus 2022年4季度50%+预订来自高端酒店（公司披露）。

3. 出境布局完善，利好利润率提升。携程凭借多年积累的国内外OTA资源和产品打包能力，出境业务恢复速度快于行业。截至2023年3月底，携程披露“机票+酒店”恢复到2019年的40%左右，快于行业国际航班仅恢复至15-20%的比例。随着五一和3季度更多假期窗口的带动，有望在年底实现出境业务全面恢复。出境游占公司收入比高于其他OTA平台，支撑公司中长期收入增长，并带动公司利润率持续提升。根据我们对携程出境游恢复程度对公司业绩表现的敏感性分析，我们预计出境游较2019年的恢复程度每提升10个百分点，对公司2023年收入/利润预测有约3/5个百分点的上调空间。

4. 公司未来将持续升级产品服务，满足多元化消费场景。如深化本地游、丰富酒店套餐服务、继续拓展下沉市场寻求潜在增量。疫情3年对用户习惯带来较大改变，如更为高频的短途游、从目的地打卡到兴趣游、从大团游到小团亲友旅行、预订时间窗口也变得更短，更有利于供给端有优势的一站式旅行平台如携程，满足用户的多元化需求，并增加交叉销售及增值服务的机会。

5. 内容战略为公司提升转化率、广告收入增长、营销效率提高带来正面效果。公司通过直播、信息流推荐等形式提升用户活跃度及转化率，并为用户的下一次旅行提供灵感。其内容战略提供一站式出游服务闭环，核心优势在于供应链把控，基于不同旅行场景提供真实可靠的推荐内容，也为合作伙伴提供了一站式营销阵地。

财务预测

我们预计公司2023年收入/调整后净利润分别增69%/347%至339亿元/58亿元，分别恢复至2019年的95%/89%，调整后净利润率为17%，接近2019年的18%。分地区看，预计2023年，内地业务收入较2019年增8%，出境业务收入恢复至2019年的50%，纯国际业务（Skyscanner+Trip.com）收入较2019年增24%，占收比13%。

预计2024年收入/调整后净利润分别增26%/57%，调整后净利润率21%，较2023年有4个百分点的提升，受益于出境业务全面恢复拉动，以及公司运营效率提升。

公司恢复常态化增长后，我们预计2025年，内地业务保持低双位数增长，出境业务保持20-30%的增速区间（2-3倍行业增速），纯国际业务亦有~20%的增速预期。公司在过去3年实现人员精简和营销效率提升，未来海外虽会保持投入以抢占市场份额，但受益于内地业务的运营杠杆效应，预计公司长期利润率有望达到20-30%。

估值

公司现价对应2023/24年市盈率为27倍/18倍，参照携程历史市盈率区间25-36倍（2018-19年，剔除2020-22年非常态化运营的影响），我们按照2024年25倍市盈率，给予目标价372港元/48美元（TCOM US），较现价260港元有43%的上涨空间。首次覆盖予以**买入**评级。

风险

业务恢复可能不及预期。从需求端来看，旅游行业受个人可支配收入水平、宏观环境等影响较大。从供给端来看，出境航班及当地的游客接待能力尚在逐渐恢复的过程中，恢复节奏存在一定不确定性。出境业务恢复若不及预期，或对公司业绩反弹造成较大影响。

国内竞争加剧，流量平台入局或对公司市场地位或者盈利能力产生冲击。我们认为抖音酒旅业务的影响当前可控，长期影响还需观察。当前OTA行业竞争格局较为平衡，携程、同程和美团存在错位竞争，行业货币化率达到均衡状态。抖音酒旅以本地、网红属性更为明显，以预售为主要模式，与携程亦存在差异。抖音酒旅业务当前体量还小，我们估算其2025年GMV达到接近700亿元，是携程的6%。

一站式旅行服务平台，产业链资源雄厚

差异化产品全面覆盖用户

携程为全球领先的一站式旅行服务平台，财报数据显示，2019年，携程是全球GMV规模最大的OTA平台，收入口径全球第三、国内第一（**图表2**）。公司运营品牌矩阵包括：1）**内地：**携程针对不同用户群体打造差异化产品，包括聚焦中高端用户的携程、面向年轻用户的去哪儿、主打下沉市场的智行产品、以及基于线下社区的门店，实现用户全覆盖；2）**国际**：以亚太和北美用户为主的Trip.com，及侧重国际跨境机票搜索的天巡Skyscanner，主要用户来自欧洲。

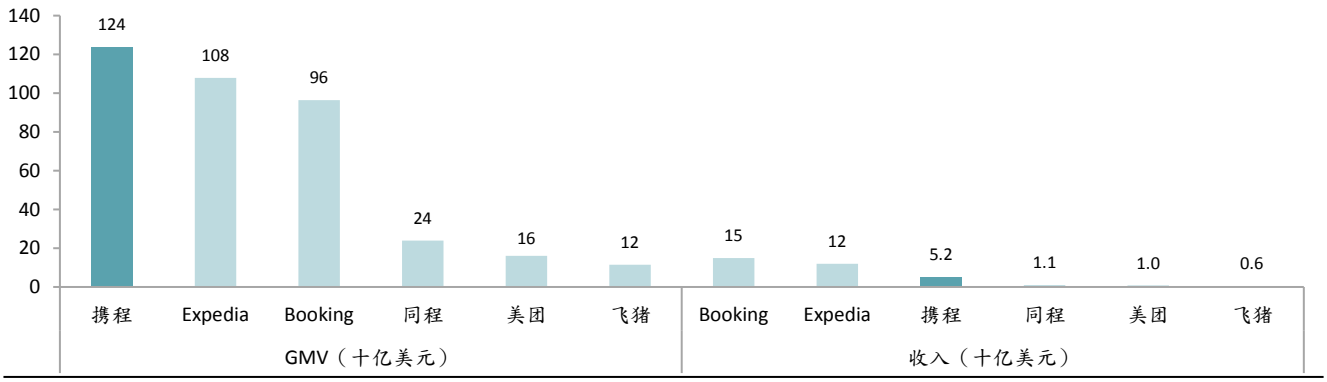
年报数据显示，截至2022年底，携程提供超过100万种全球住宿服务，包括酒店、度假村、住宅、民宿、公寓等。机票业务与510家航司合作，覆盖220多个国家和地区的超过3400个机场。截至2022年底，公司在全球提供30万种目的地活动，在全球保持领先地位。Trip.com上的产品及服务可以支持25种语言及30种当地货币。Skyscanner产品支持35种语言，覆盖50+国家及地区。

图表 44: 携程作为一站式服务平台，核心产品服务涵盖住宿、交通、旅游度假、商旅管理



资料来源: 携程招股书，交银国际

图表 45: 携程是全球 GMV 规模最大的 OTA 平台，收入口径全球第三、国内第一（2019 年数据）



*资料来源: 公司资料，交银国际 *我们用 2019 年的数据以反映疫情前常态化情况，美团为酒旅+民宿交通*

通过投资并购旅游产业链，丰富供应链渠道，形成供给端竞争壁垒

内地：1）酒店：投资酒店品牌华住、首旅、亚朵，以及非标住宿途家、有家美宿、九栖、罗望等。创立酒店品牌丽呈，建立住宿生态平台，输出技术及数据能力，支持单体酒店和标准化连锁酒店，获取增量收益并提升运营效率。2）交通：投资上游，如航空公司东航，收购智行火车票、投资一嗨租车，拓宽出行场景覆盖。3）渠道：收购去哪儿抓住年轻用户市场，战略投资同程艺龙强化协同效应，形成下沉市场竞争同盟，并通过轻资产线下门店渠道触达下沉市场未被线上覆盖的用户。

海外：1）出境：投资收购海外旅行社如海鸥假期、纵横集团、途风旅行等，以及出境游批发商华程国旅，完善上下游产业链资源。2）纯国际：收购机票搜索平台Skyscanner、OTA平台 Trip.com，Skyscanner流量优势向Trip.com导流，协同发展。

图表 46: 携程投资并购累积产业链资源，涵盖酒店、交通、渠道，覆盖内地、出境及国际市场拓展



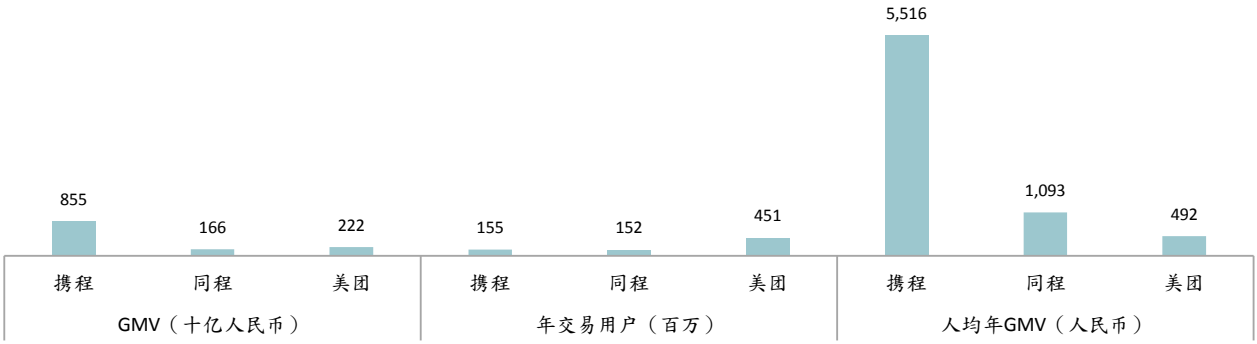
资料来源: 携程官网，36 氪，环球旅讯，TechWeb，交银国际

深耕中高端市场

近几年携程披露及第三方数据中，可以看到携程品牌围绕中高端消费人群强化用户心智，并覆盖更多年轻用户，优质用户是携程的基本盘。

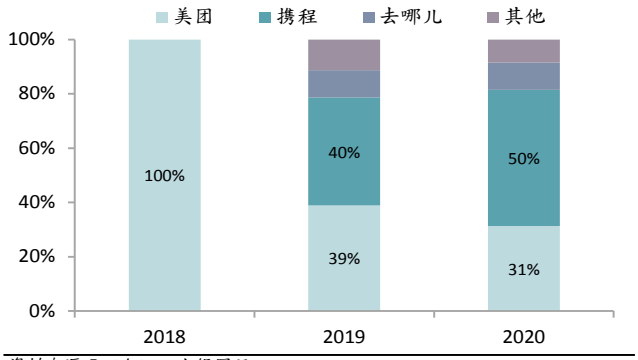
- 得益于持续深耕中高端市场，月收入过万的用户迁移至携程平台的比例逐年增加（新浪科技，Fastdata）。
- 携程优享会TripPlus计划，2022年合作酒店超过24万，2022年4季度50%+预订来自高端酒店（公司披露）。
- 与航司、酒店推出的品牌联名卡会员数2022年超过3000万，为2019年的6倍（公司披露）。
- 2014-19年携程app中年消费超5000元的用户年复合增长率达29%（招股书），平台中等及以上消费水平人群占比82.2%（易观千帆）。
- 新增用户中，年轻群体（25岁以下）占比持续上升，2021年占比超过50%（招股书）。

图表 47: 主要 OTA 平台人均 GMV：携程是同程的 5 倍，相比本地属性更强的美团高 10 倍



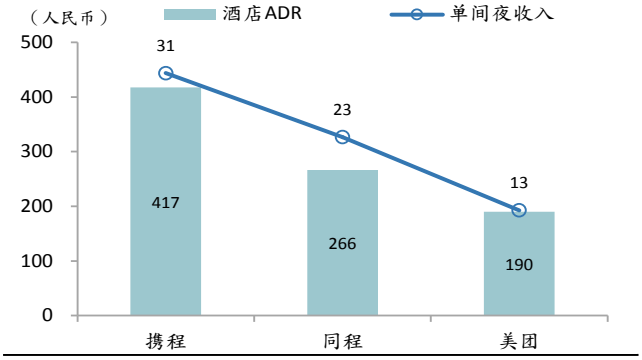
*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *2019 年数据，携程年交易用户数由 2018 年公司披露的 1.35 亿按 2019 年收入增速 15%估算；美团为到店酒旅业务披露口径*

图表 48: 2018 年只用美团且月收入超过 1 万元的在线旅游用户使用携程的比例逐年提高



资料来源: Fastdata，交银国际
**2019 年/2020 年占比的数据计算口径为：2018 年只使用美团下单旅游产品的用户，于2019/2020 年在美团、携程、去哪儿等主要在线旅游平台上预订的次数占总次数的比例*

图表 49: 携程酒店单间夜房价（ADR）及单间夜收入高于同程和美团

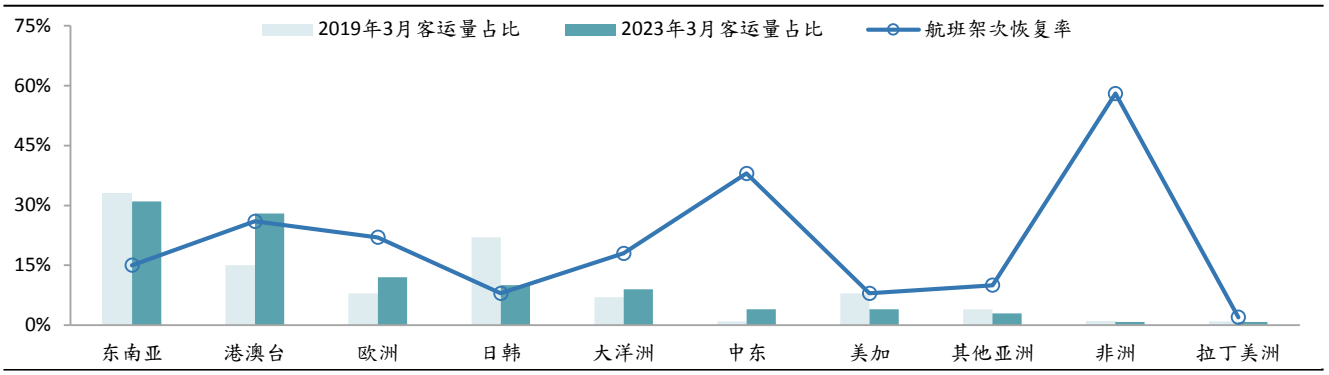


*资料来源: 公司资料，交银国际 *2019 年数据*

出境布局完善，利好利润率提升

随着出境游放开，需求快速反弹。根据文旅部，目前恢复出境团队游的国家增至60个，当前行业恢复速度主要受制于供给端的限制，如航班数量和当地的游客接待能力。携程研究院数据显示，截至2023年3月底，出境航班恢复至2019年的15-20%，其中海外短途国家如新马泰等东南亚国家恢复最快，主要因航班数量恢复快、以及当地更为完善的中文服务。

图表 50: 2023 年 3 月中国出境航班恢复情况



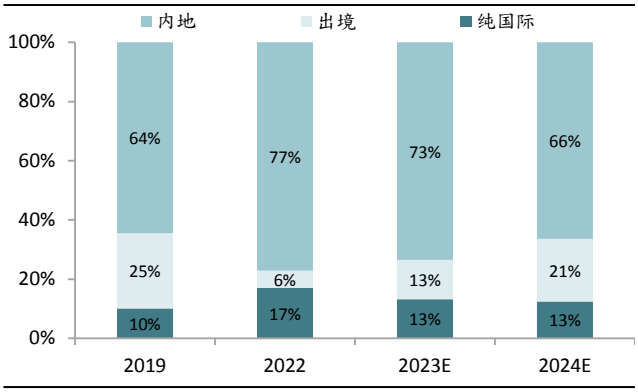
资料来源: 携程研究院，新浪科技，交银国际

民航局预计国际航班供给在后续季度陆续恢复，并在年底恢复至2019年的80-90%。携程凭借多年积累的国内外OTA资源和产品打包能力，出境业务恢复速度快于行业。携程披露其"机票+酒店"恢复到2019年40%左右，快于行业国际航班15-20%的恢复速度（截至2023年3月底）。随着五一及3季度更多假期窗口的带动，有望在年底实现出境业务全面恢复。携程数据显示，五一假日预定量（截至4月6日）同比增18倍（高于春节期间的6倍增长）。五一期间出境机票/酒店搜索热度（截止4月20日）恢复至2019年同期的120%/70%。

携程出境业务布局全面，涵盖中国港澳台、亚太、欧美等主要出境游目的地。通过1）和当地旅游局合作，2022年底携程启动"超级全球游"IP，联合全球多地旅游局，通过BOSS直播等方式推动用户种草；2）投资并购企业如出境游批发商华程国旅、美国地接社海鸥假期和纵横旅游等，完善目的地服务及采购体系；3）提供配套增值服务包括外币兑换、签证申请、WIFI电话卡等，提升用户出境游体验。

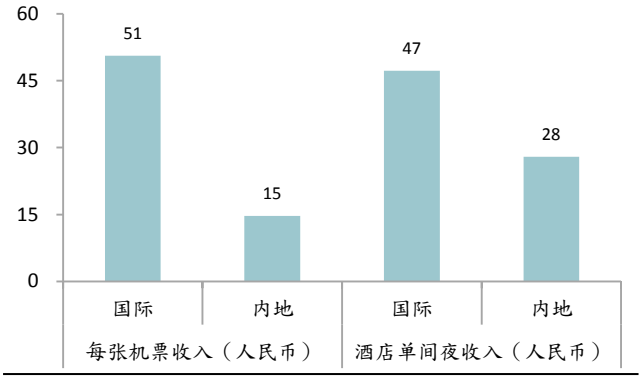
2019年，携程出境游业务占收比25%，远高于其他OTA平台个位数的占比。出境游反弹支撑携程2023-24年业绩增长。我们预计2023年，内地业务收入同比增61%，较2019年增8%，出境业务同比增286%，恢复至2019年五成；2024年出境业务有望迎来全面恢复，并带动公司利润率提升（出境酒店单间夜/单张机票收入为内地业务的2-3倍，**图表9**）。2020-22年，公司实现运营效率的提升，我们预计2023年调整后运营利润率基本恢复至2019年水平，并在2024年同比提升5个百分点至24%。

图表 51: 2019 年出境游贡献携程 25%收入



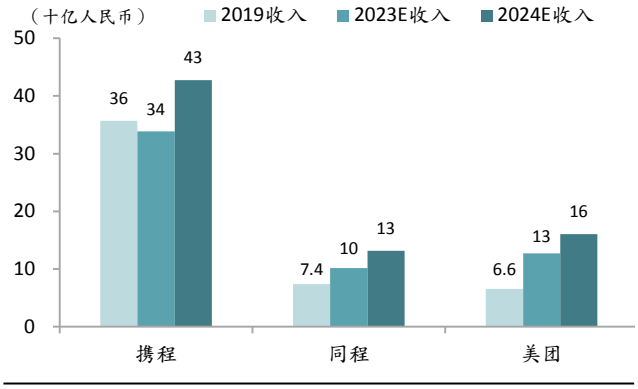
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 52: 出境单间夜/单张机票收入是内地业务的 2-3 倍



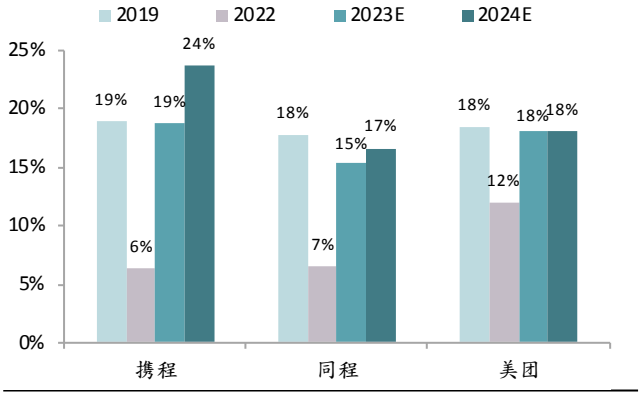
*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *2023 年预测数据*

图表 53: 预计 2023/24 年携程收入增 69%/26%至 340 亿/430 亿元



*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通*

图表 54: 预计 2024 年携程调整后运营利润率超过 2019 年水平



资料来源: 公司资料，交银国际预测

我们根据携程出境游收入恢复至2019年同期的50-80%，对公司业绩进行敏感性分析。我们预计出境游较2019年的恢复程度每提升10个百分点，对公司2023年收入/利润预测有约3/5个百分点的上调空间。

图表 55: 2023 年出境游恢复程度对携程业绩的敏感性分析

		2023 年出境游恢复至 2019 年		
十亿元，人民币	50%（当前预测）	60%	70%	80%
2023 年出境收入	4.5	5.4	6.4	7.3
公司收入	34	35	36	37
收入上调空间 (%)		3	5	8
出境游利润率 (%)	25-30	25-30	25-30	25-30
公司利润预期	5.8	6.0-6.1	6.2-6.3	6.5-6.6
利润上调空间 (%)		4-5	8-10	12-14
公司利润率 (%)	17.1	17.3-17.4	17.5-17.7	17.7-18.1

*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *携程出境业务利润率对标 Booking 的 30-35%，考虑货币化率低于 Booking，给予一定折扣*

未来战略重点

升级产品服务，满足多元化消费场景

继续深化本地布局。2020-22年，本地、短途游成为各公司业绩主要增长点。通过发展周边游、私家团、主题游等产品及网约车、租车等短途出行业务，携程逐步在短途游建立用户心智。2022年携程本地酒店预订量较2019年增40%。2023年1季度短途游预订较2019年翻倍（对比长途游超过2019年水平），我们预计短期内短途需求会保持一定热度，为行业带来增量。

拓展交叉销售及增值服务。1）酒店：提供酒店套餐服务，携程2022全球合作伙伴峰会披露，套餐覆盖高星酒店超8000家，参与酒店的套餐订单占比达35%，为商户带来增量交易额1000万元/天。套餐模式进一步扩大客房预订之外的住宿体验，并形成交叉销售，包括景点门票、餐饮、独家活动/服务如行李免费运送、提前进入园区、短视频旅拍等。2）交通：高线上化率使其作为引流工具形成更多交叉销售订单，提升获客效率。

图表 56: 酒店套餐服务及“机+酒”交叉销售模式



资料来源: 携程 app，交银国际

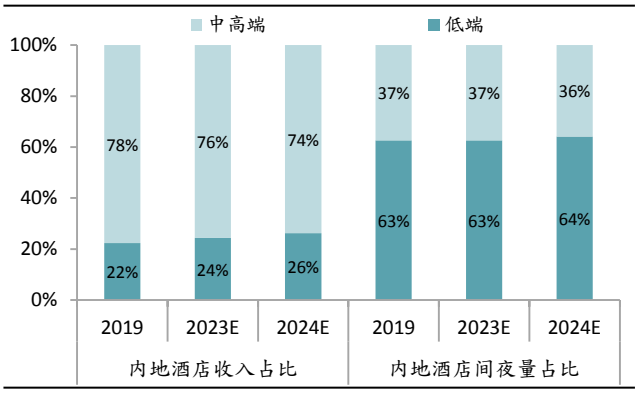
拓展下沉市场，寻求潜在增量

携程在巩固中高端客户市场的同时，也积极探索下沉市场，以寻求潜在增量，2020年超过40%新用户来自三线及以下城市（招股书数据）。主要通过：

1）**借助同程进行库存分销，并挖掘2-3线目标用户。**背靠微信流量、长期布局下沉市场的同程进行低线库存分销，并挖掘经济发展较快、用户有丰富旅游需求的2-3线城市，拓展经济型酒店覆盖，动态调整补贴提高下沉市场用户覆盖，并通过交叉销售提升客单价；

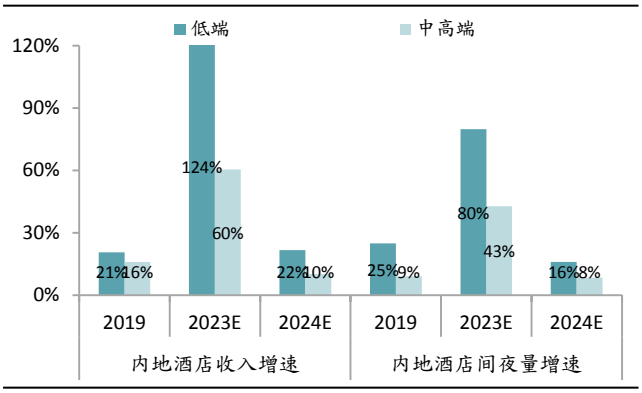
2）**线下门店渠道下沉至低线城市，触达未被线上覆盖的用户**。2022年底门店数约~4000 家，受疫情影响相较2019年的~7000家有所下降。携程披露今年3个月不到时间已签约门店1300+，预计线下门店将继续为携程贡献流量增量。

图表 57: 携程内地酒店业务中，中高端酒店收入占比超 7 成



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 58: 携程内地酒店业务中，低端酒店增速更快



资料来源: 公司资料，交银国际预测

国际业务拓展：Skyscanner 和 Trip.com 协同发展

纯国际业务在已经全面恢复的基础上保持较快增长，预计2023年占收入的比重达到13%，高于2019年的10%，（**图表8**）。海外业务收入主要来自：1）旅游搜索平台SkyScanner，欧洲市场GMV占比50%。受益于海外出行限制放松大幅回暖，扣除英镑汇率影响，2022年4季度机票收入已恢复到2019年水平，预计未来常态化增速较为稳定。2）Trip.com面向亚太和美国市场，目前体量较小，占比公司总收入低个位数，战略目标仍以进一步获取海外市场份额为主。

公司海外业务拓展战略：将依靠Skyscanner和Trip.com协同发展，以Skyscanner的机票业务的流量优势作为导流工具，搭售Trip.com的旅游和酒店产品，积极探索与当地供应商合作，增加品牌知名度，满足用户需求。此外，公司出境业务的规模提升也有利于Trip.com海外资源拓展。

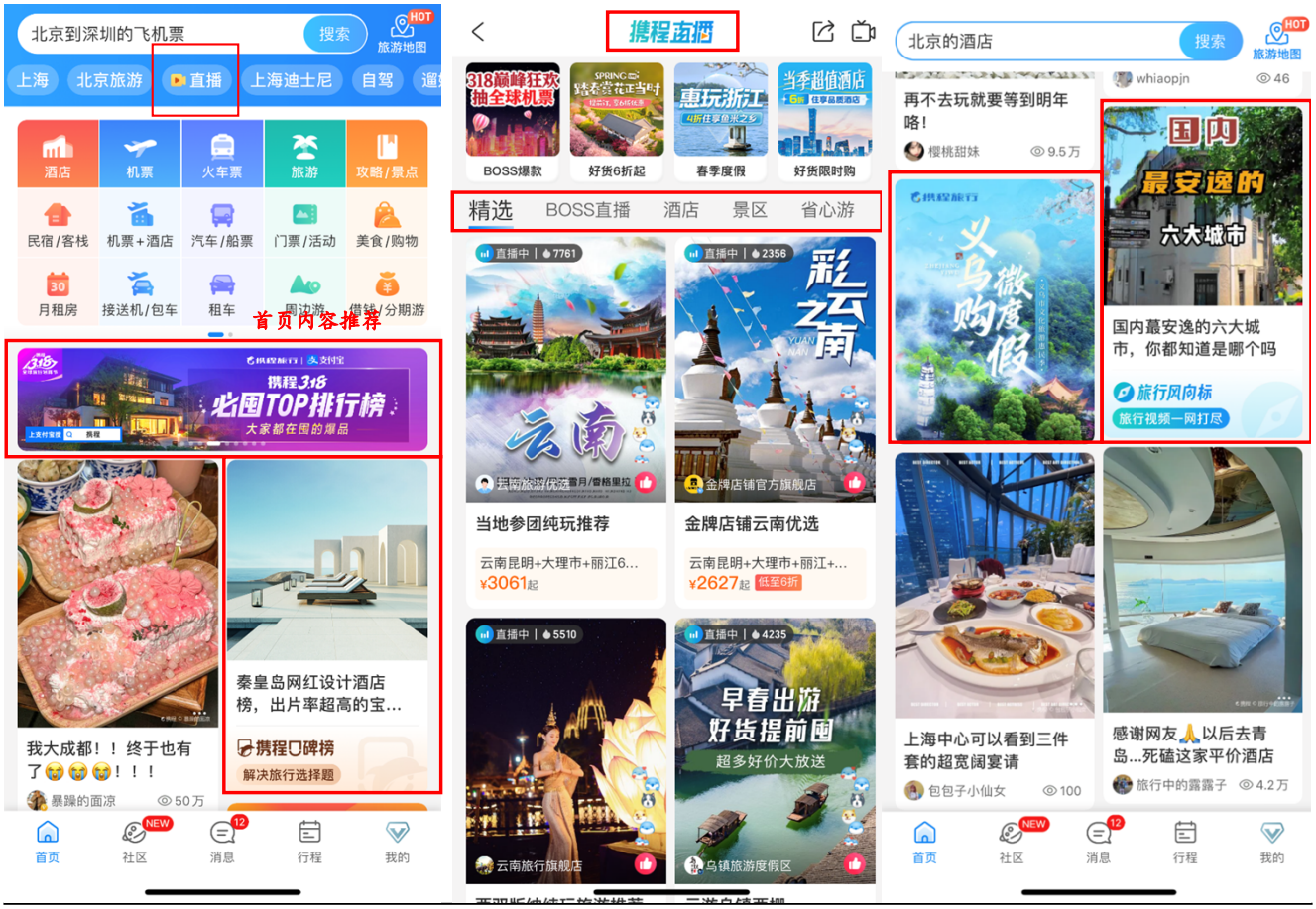
内容战略打造一站式出游服务闭环

用户活跃度和转化率提升。公司确立内容战略以来，通过直播、首页信息流内容推荐等形式，帮助用户寻找下一次旅行灵感，平台UGC内容、KOL数量、用户时长和转化率均有显著提高。公司披露2022年3季度，目的地相关内容转化率达到44%，对比2022年上半年的30%提升明显，为公司广告收入增长、营销效率提高带来正面效果。

打造一站式出游服务闭环。携程内容战略旨在更好地满足用户需求变化，尤其是抓住年轻用户喜好。其内容战略提供一站式出游服务闭环，与核心业务协同发展，优势在于其强供应链把控，可基于不同旅行场景，为用户提供高质量、真实可靠、有良好用户反馈的推荐内容，进行交叉销售转化，并提升用户留存。同时，公司内容战略也为合作伙伴提供一站式营销阵地，景区、酒店等合作伙伴可入驻直播和消费者直接互动。

图表 59: 公司内容战略：直播+信息流内容推荐

首页直播入口　　直播频道　　信息流广告，内容推荐

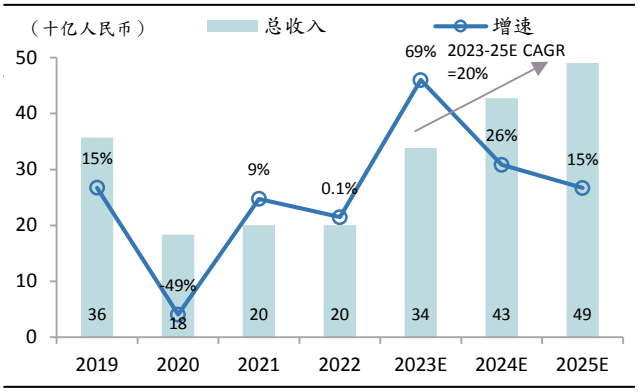


资料来源: 携程 app，交银国际

财务预测

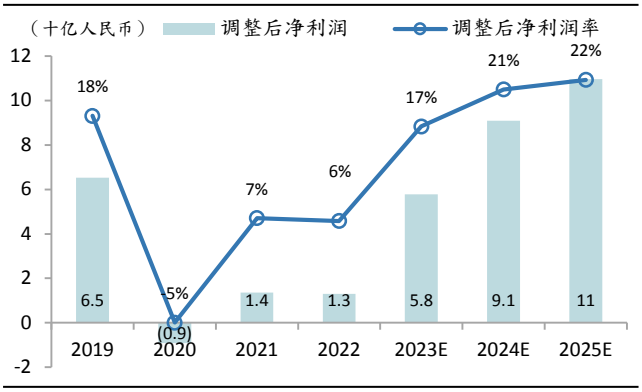
我们预计公司2023年收入/调整后净利润分别增69%/347%至339亿元/58亿元，分别恢复至2019年的95%/89%，调整后净利润率为17%，接近2019年的18%。

图表 60: 预计 2023 年总收入 340 亿元，同比增 69%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 61: 预计 2023 年调整后净利润 58 亿元，对应净利率 17%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

分业务线看，预计2023年，酒店住宿/交通票务收入分别同比增86%/71%至138亿元/141亿元，较2019年实现全面恢复，贡献公司收入的41%/42%。旅游度假收入同比增101%至16亿元，恢复至2019年的35%，度假产品收入恢复慢于机酒主要因其出境业务占比较高（2019年约70%+），预计在2024年恢复更明显。

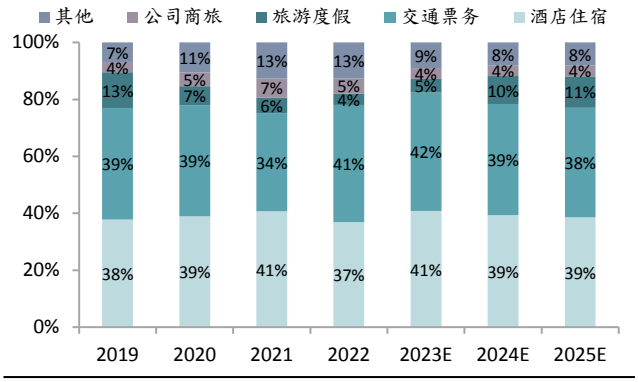
分地区看，预计2023年，内地收入增61%至249亿元（收入占比73%），较2019年增8%。出境游收入增286%至45亿元（收入占比13%），恢复至2019年的50%。纯国际业务（Skyscanner+Trip.com）收入约45亿元（收入占比13%），较2019年增24%。

2023年，我们的收入预测与市场预期基本一致，净利润预测高于市场7个百分点，我们认为高利润的出境业务将恢复至2019年的50%，带动公司整体利润率提升，若恢复好于预期，仍有上调空间（**图表55**）。

预计2024年收入/调整后净利润分别增26%/57%，调整后净利润率21%，较2023年有4个百分点的提升，受益于出境业务全面恢复拉动，以及公司运营效率提升。

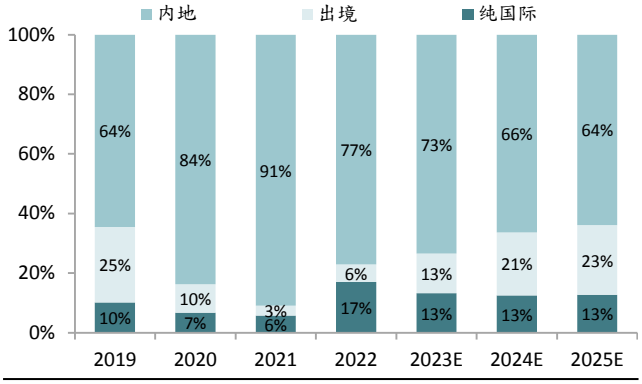
预计2023-25年公司收入/调整后净利润CAGR分别为20%/38%。公司恢复常态化增长后，我们预计内地业务保持低双位数增长，出境业务保持20-30%的增速区间（2-3倍行业增速），纯国际业务亦有~20%的增速预期。公司在过去3年实现人员精简和营销效率提升，未来海外虽会保持投入以抢占市场份额，但受益于内地业务的运营杠杆效应，预计公司长期利润率有望达到20-30%。

图表 62: 预计 2023 年酒店住宿+交通票务贡献公司总收入的 83%



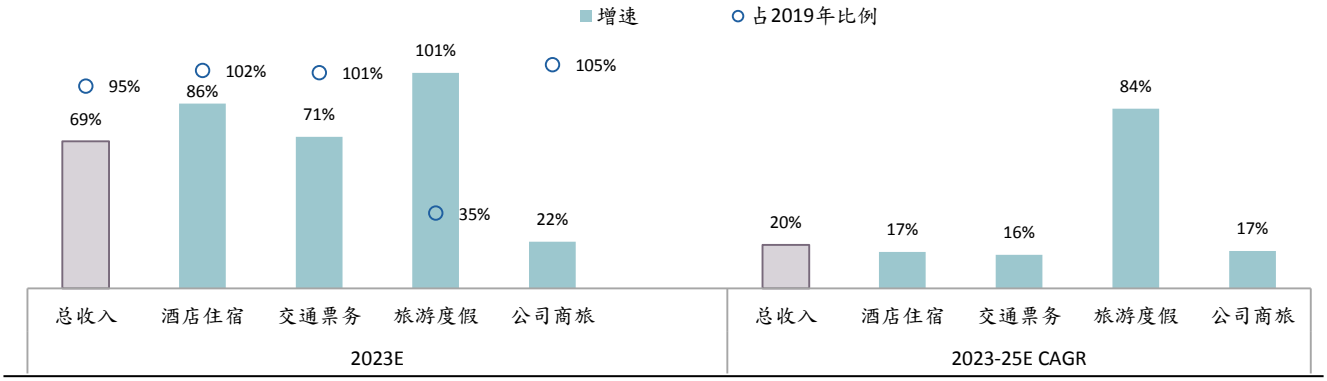
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 63: 预计出境+纯国际收入占比逐年提升，到 2025 年达到 36%



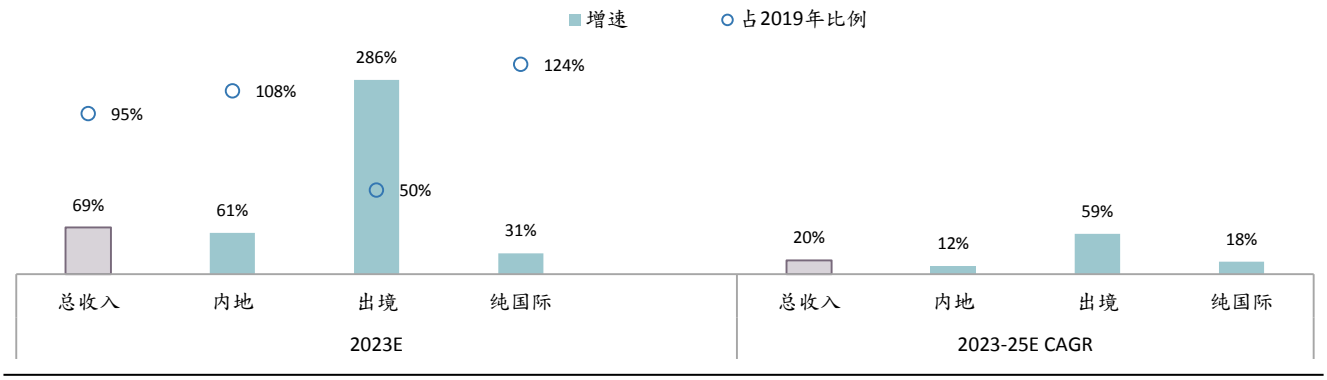
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 64: 预计 2023 年酒店、交通业务恢复至 2019 年水平；旅游度假由于出境占比高，恢复较慢



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 65: 预计 2023 年内地/纯国际业务较 2019 年增 8%/24%，出境恢复至 2019 年的 50%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 66: 损益表预测

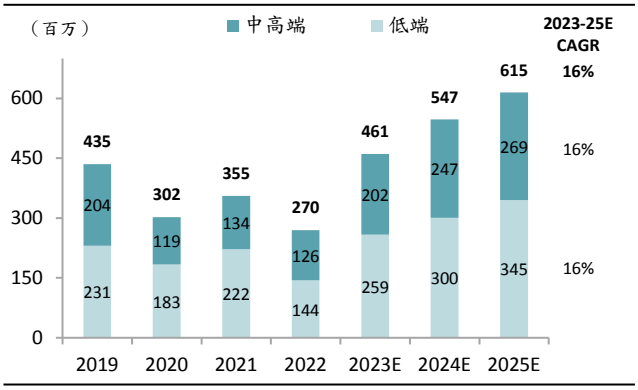
年结 12 月 31 日 人民币，百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入							
酒店住宿	13,514	7,132	8,148	7,400	13,800	16,854	18,938
交通票务	13,952	7,146	6,905	8,253	14,105	16,660	18,878
旅游度假	4,534	1,241	1,105	797	1,601	4,187	5,429
公司商旅	1,255	877	1,347	1,079	1,316	1,579	1,816
其他	2,461	1,931	2,524	2,526	3,031	3,486	4,009
总收入	**35,716**	**18,327**	**20,029**	**20,055**	**33,854**	**42,765**	**49,070**
市场预期					*34,056*	*41,774*	*47,589*
净收入	35,666	18,316	20,023	20,039	33,827	42,731	49,031
收入成本	(7,372)	(4,031)	(4,598)	(4,513)	(7,145)	(8,878)	(10,187)
毛利润	**28,294**	**14,285**	**15,425**	**15,526**	**26,681**	**33,853**	**38,844**
毛利润率（%）	*79.2*	*77.9*	*77.0*	*77.4*	*78.8*	*79.2*	*79.2*
运营费用							
产品开发	(10,670)	(7,667)	(8,992)	(8,341)	(9,699)	(10,810)	(11,941)
营销推广	(9,295)	(4,405)	(4,922)	(4,250)	(9,102)	(11,349)	(12,950)
行政开支	(3,289)	(3,636)	(2,922)	(2,847)	(3,154)	(3,612)	(4,049)
运营利润	5,040	(1,423)	(1,411)	88	4,726	8,082	9,904
调整后运营利润	**6,754**	**450**	**270**	**1,276**	**6,341**	**10,122**	**12,250**
运营利润率（%）	*18.9*	*2.5*	*1.3*	*6.4*	*18.7*	*23.7*	*25.0*
归母净利润	7,011	(3,247)	(550)	1,403	3,767	6,648	8,212
调整后净利润	**6,527**	**(913)**	**1,356**	**1,294**	**5,782**	**9,088**	**10,957**
市场预期					*5,411*	*8,253*	*9,884*
调整后净利润率（%）	*18.3*	*-5.0*	*6.8*	*6.5*	*17.1*	*21.3*	*22.3*
调整后每股盈利（元）	10.2	-1.5	2.1	2.0	8.5	13.0	15.2

资料来源: 公司资料，彭博，交银国际预测

酒店住宿：ADR 和间夜量恢复，货币化率平稳

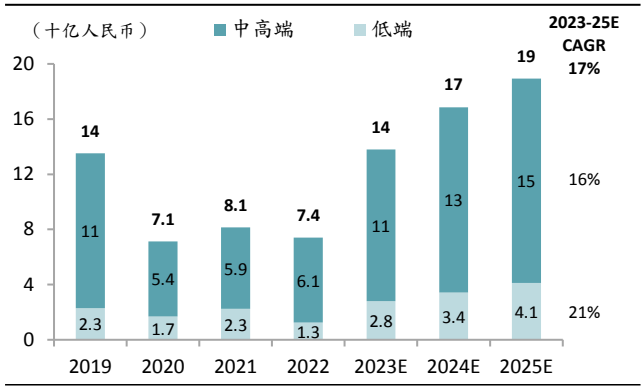
预计酒店收入增长同步酒店GMV，收入2023年增速/2023-25年CAGR分别为86%/17%，收入增长主要受益于酒店单间夜房价（ADR）和间夜量的恢复，而货币化率较为平稳。预计1）公司酒店间夜量2023年增速/2023-25年CAGR为71%/16%，其中中高端酒店间夜量的增长主要受到国际酒店恢复的带动，而内地中高端酒店在全面恢复后将保持稳定增长；低端酒店保持战略定位，收入贡献在20%左右。2）ADR在2023年恢复到398元，未来保持3-5%的小幅上浮空间，在公司国际酒店和内地低端酒店同步发展的趋势下，预计公司整体ADR变动幅度不大，单间夜收入也较为稳定。

图表 67: 预计 2023 年中高端/低端酒店间夜量 2.0 亿/2.6 亿，对应 2023-25 年 CAGR 为 16%/16%



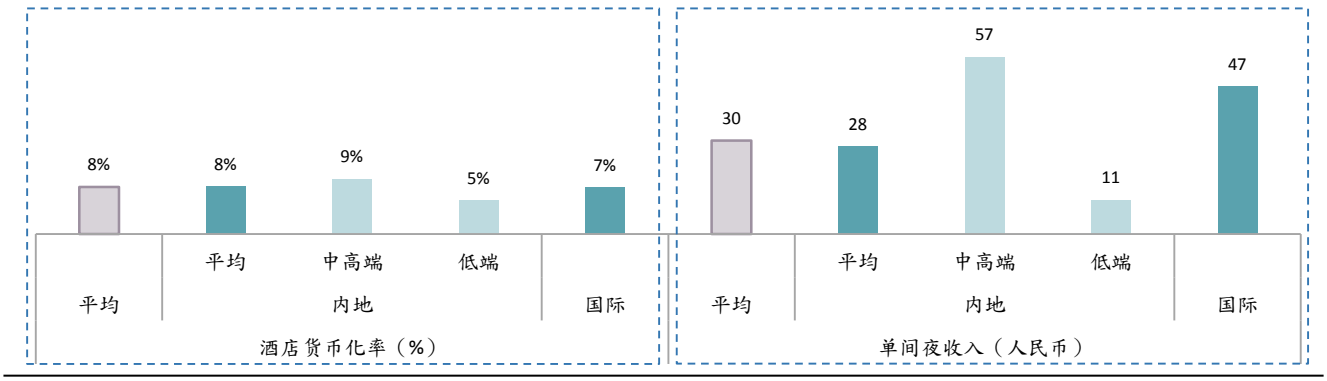
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 68: 预计 2023 年中高端/低端酒店收入 110 亿/28 亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 16%/21%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 69: 预计 2023 年酒店货币化率 8%，单间夜收入 30 元



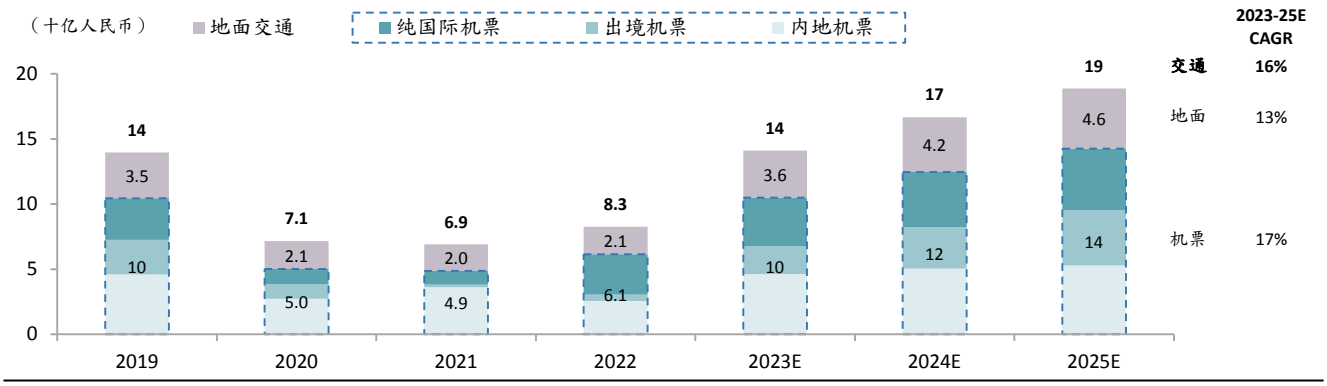
资料来源: 公司资料，交银国际预测

交通票务：需求带动恢复，2024 年出境机票继续拉动收入增长

预计2023年交通收入增71%至141亿元，其中内地机票/出境机票/纯国际机票/地面交通占比分别为33%/15%/26%/26%，对应同比增速80%/335%/21%/71%。2023年交通业务内增速差异主要反映业务受疫情冲击的程度，因此机票反弹力度高于地面交通，出境增速高于内地，纯国际业务基本全面恢复。

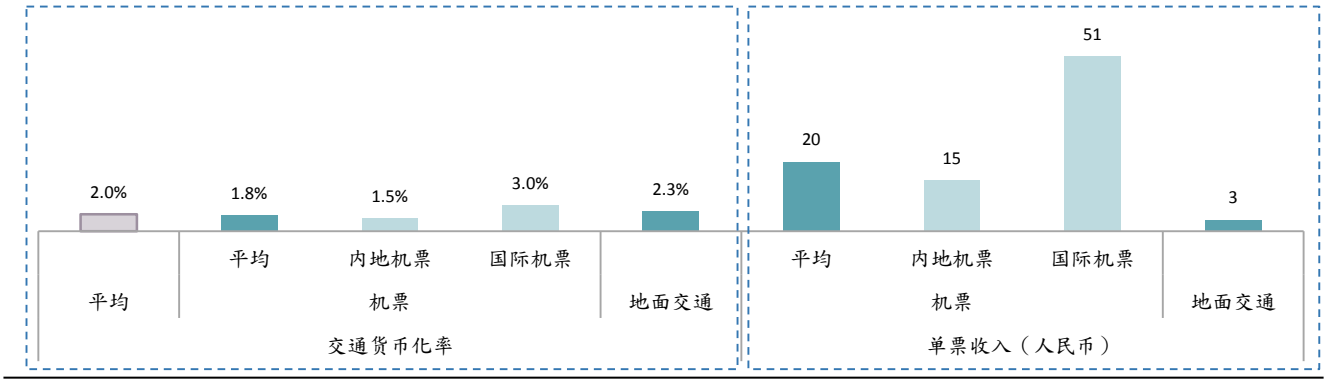
预计交通业务2023-25年收入CAGR为16%，其中内地机票/出境机票/纯国际机票/地面交通分别为7%/41%/12%/13%。我们认为出境机票将在2024年实现全面恢复，在交通业务恢复常态化增长后，内地机票收入随机票数量增长保持高个位数增速，单张机票收入保持稳定。预计到2025年，交通业务收入中，内地机票占比降至30%以下，出境及国际机票占比有望提升至近50%。

图表 70: 预计 2023 年地面交通/机票收入 36 亿/105 亿元，对应 2023-25 年 CAGR 为 13%/17%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 71: 预计 2023 年携程交通业务平均货币化率 2%，单张机票/地面交通收入约 20 元/3 元

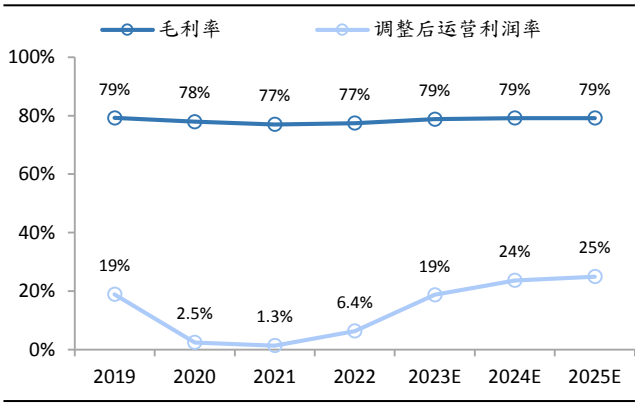


资料来源: 公司资料，交银国际预测

成本费用及净利润预测：调整后运营利润率将超过 2019 年水平

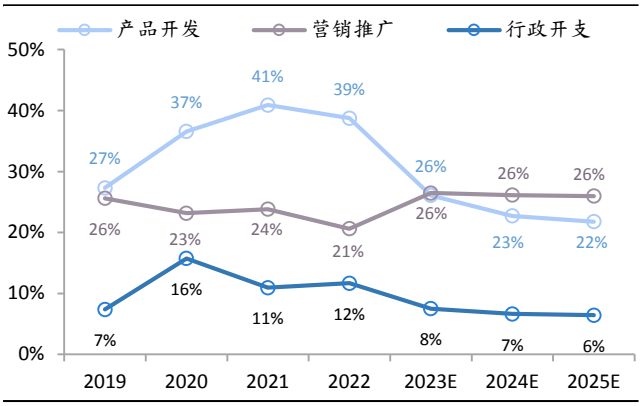
我们预计公司调整后运营利润率2023年达到19%，恢复至2019年的水平，并在未来通过出境业务恢复及运营效率提升而逐年提升，到2025年达到25%。2023年虽然出境业务还未完全恢复，但公司整体调整后运营利润率已经恢复至2019年水平，主要受益于公司人员精简及营销效率提升。截至2022年底，公司员工数量是2019年的73%，呼叫中心、产品开发及销售团队均有25-30%的人员缩减。公司在营销支出上也更注重ROI，公司虽然会保持在海外的投入，但预计营销推广费用占收比不会高于2019年。

图表 72: 预计 2023 年毛利率/调整后运营利润率为 79%/19%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 73: 预计 2023 年调整后产品开发/营销/行政费用占收比 26%/26%/8%



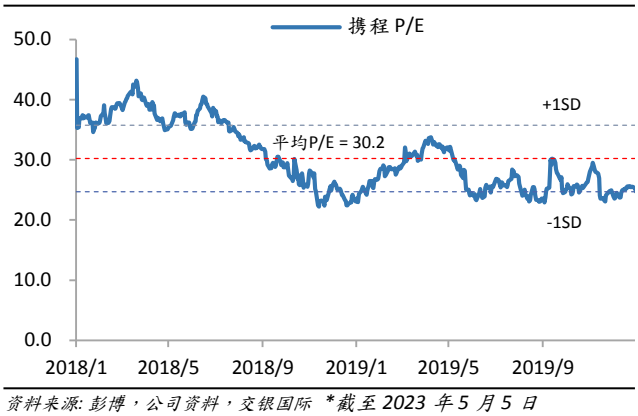
资料来源: 公司资料，交银国际预测

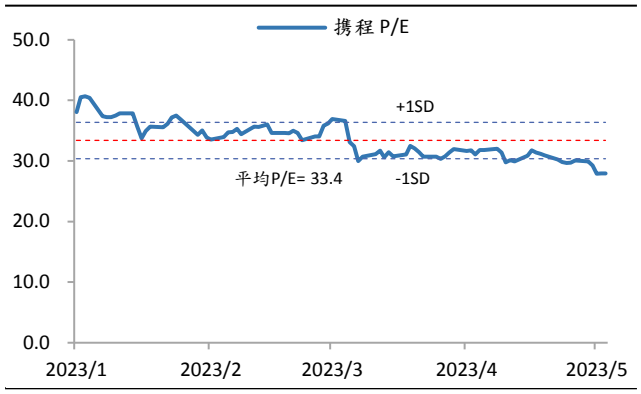
估值

相对估值法

公司现价对应2023/24年市盈率为27倍/18倍，参照携程历史市盈率区间25-36倍（2018-19年，剔除2020-22年非常态化运营期间），我们按照2024年25倍市盈率，对应目标价372港元/48美元（TCOM US），较现价260港元有43%的上涨空间。

图表 74: 携程历史市盈率区间 25-36 倍（2018-19 年），2023 年至今平均市盈率 33 倍





*资料来源: 彭博，公司资料，交银国际 *截至 2023 年 5 月 5 日*

图表 75: 可比公司估值

公司名称	股票代码	报告货币	评级	目标价	收盘价	市值	市盈率		市销率		收入		调整后净利润		2024E同比	2024E PEG
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E		
						(百万美元)	(倍)				(百万报表货币)				(%)	(倍)
携程	9961 HK	CNY	买入	372.0	260.4	21,439	26.9	17.6	4.3	3.4	33,854	42,765	5,782	9,088	57	0.3
同程	780 HK	CNY	买入	21.3	16.1	4,587	18.8	13.9	3.0	2.3	10,158	13,153	1,689	2,301	36	0.4
Booking	BKNG US	USD	未评级	NA	2603.6	96,159	19.9	16.5	4.7	4.3	20,245	24,534	4,862	5,623	16	1.1
Airbnb	ABNB US	USD	未评级	NA	117.6	75,207	34.2	28.0	7.8	6.8	9,596	12,719	2,407	2,945	22	1.3
Expedia	EXPE US	USD	未评级	NA	89.2	13,208	9.8	7.8	1.0	0.9	12,879	15,295	1,405	1,689	20	0.4
平均							**21.9**	**16.8**	**4.2**	**3.6**						**0.7**

*资料来源: 彭博，交银国际预测 *股价截至 2023 年 5 月 5 日*

10 年 DCF 模型交叉验证：与相对估值法一致

按照2023-32年10年DCF模型，我们估算携程总价值2528亿港元，对应股价372港元（48美元/TCOM US），对应2023/24年市盈率为39倍/25倍，与相对估值法估值一致。

图表 76: 按 10 年 DCF 估值法交叉验证，公司目标价 372 港元/48 美元（TCOM US），对应 2023/24 年市盈率分别 39/25 倍

(百万元人民币)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
自由现金流	1,079	7,539	9,472	12,011	14,394	15,453	16,563	17,362	19,811	21,584	21,729
折现自由现金流		6,872	7,870	9,096	9,936	9,723	9,500	9,077	9,440	9,375	8,603

基本假设	
无风险利率（%）	4
市场溢价（%）	9
贝塔系数	0.9
股本成本（%）	12.0
债务成本（%）	3
%股本融资	76
%债务融资	24
加权平均资本成本（%）	**9.7**

DCF 估值	
自由现金流-净现值（百万人民币）	89,492
剩余价值-净现值（百万人民币）	132,089
净现金（百万人民币）	3,464
股权价值（百万人民币）	225,045
股权价值（百万港元）	252,768
股数（百万）	679
每股价值（港元）	**372**

	敏感性分析						
	永续增长率						
WACC	**2.75%**	**2.75%**	**2.75%**	**3.00%**	**3.25%**	**3.25%**	**3.25%**
8.2%	473	473	473	489	506	506	506
8.7%	431	431	431	443	457	457	457
9.2%	395	395	395	405	416	416	416
9.7%	364	364	364	**372**	381	381	381
10.2%	338	338	338	345	352	352	352
10.7%	314	314	314	320	327	327	327
11.2%	294	294	294	299	304	304	304

资料来源: 公司资料，彭博，交银国际预测

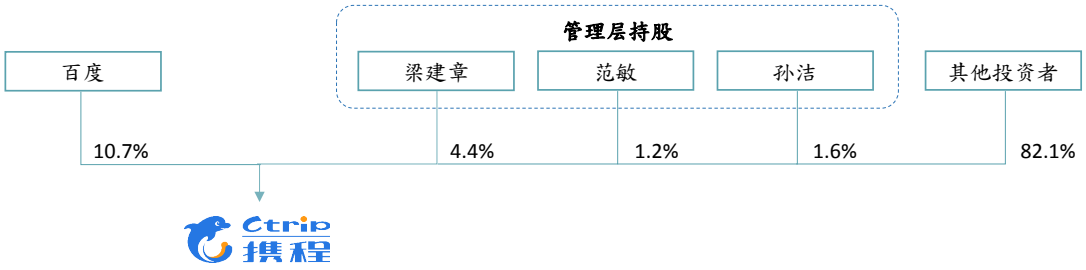
风险因素

业务恢复可能不及预期。从需求端来看，旅游行业受个人可支配收入水平、宏观环境等影响较大。从供给端来看，出境航班及当地的游客接待能力尚在逐渐恢复的过程中，恢复节奏存在一定不确定性。出境业务恢复若不及预期，或对公司业绩反弹造成较大影响。

国内竞争加剧，流量平台入局或对公司市场地位或者盈利能力产生冲击。我们认为抖音酒旅业务的影响当前可控，长期影响还需观察。当前OTA行业竞争格局较为平衡，携程、同程和美团存在错位竞争，行业货币化率达到均衡状态。抖音酒旅以本地、网红属性更为明显，以预售为主要模式，与携程亦存在差异。抖音酒旅业务当前体量还小，我们估算其2025年GMV达到接近700亿元，是携程的6%。

附录

图表 77: 股东结构



*资料来源: 公司资料，交银国际 *2022 年年报数据*

图表 78: 公司发展历史



资料来源: 公司资料，交银国际

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	20,029	20,055	33,854	42,765	49,070
主营业务成本	(4,604)	(4,529)	(7,172)	(8,912)	(10,226)
毛利	**15,425**	**15,526**	**26,681**	**33,853**	**38,844**
销售及管理费用	(7,844)	(7,097)	(12,256)	(14,961)	(16,999)
研发费用	(8,992)	(8,341)	(9,699)	(10,810)	(11,941)
经营利润	**(1,411)**	**88**	**4,726**	**8,082**	**9,904**
Non-GAAP标准下的经营利润	270	1,276	6,341	10,122	12,250
财务成本净额	567	532	532	532	532
应占联营公司利润及亏损	96	(586)	(400)	(400)	(400)
其他非经营净收入/费用	373	2,015	(400)	(400)	(400)
税前利润	**(375)**	**2,049**	**4,458**	**7,814**	**9,636**
税费	(270)	(682)	(729)	(1,232)	(1,505)
非控股权益	95	36	37	66	81
净利润	**(550)**	**1,403**	**3,767**	**6,648**	**8,212**
作每股收益计算的净利润	(550)	1,403	3,767	6,648	8,212
Non-GAAP标准的净利润	1,356	1,294	5,782	9,088	10,957

资产负债简表 (百万元人民币)

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	21,196	18,487	18,229	22,724	29,251
有价证券	29,566	25,545	26,822	28,163	29,572
应收账款及票据	4,649	5,486	7,499	8,436	9,848
短期应收收入	1,665	1,748	2,951	3,727	4,277
其他流动资产	9,032	10,169	15,234	17,106	19,628
总流动资产	**66,108**	**61,435**	**70,735**	**80,157**	**92,575**
物业、厂房及设备	5,534	5,204	5,353	5,650	6,019
无形资产	72,399	72,162	71,794	71,553	71,313
合资企业/联营公司投资	44,961	50,177	52,286	54,500	56,825
长期应收收入	25	25	25	25	25
其他长期资产	2,832	2,688	3,640	4,271	4,733
总长期资产	**125,751**	**130,256**	**133,098**	**136,000**	**138,914**
总资产	**191,859**	**191,691**	**203,833**	**216,157**	**231,490**
短期贷款	39,866	32,674	28,674	28,101	27,539
应付账款	6,019	7,569	13,965	14,737	18,196
其他短期负债	20,333	20,996	23,144	25,210	26,166
总流动负债	**66,218**	**61,239**	**65,783**	**68,048**	**71,901**
长期贷款	11,093	13,177	12,913	12,655	12,402
长期应付账款	4,092	4,256	6,655	8,205	9,301
其他长期负债	0	0	0	0	0
总长期负债	**15,185**	**17,433**	**19,569**	**20,860**	**21,703**
总负债	**81,403**	**78,672**	**85,352**	**88,908**	**93,604**
股本	6	6	6	6	6
储备及其他资本项目	109,671	112,277	117,659	126,347	136,904
股东权益	**109,677**	**112,283**	**117,665**	**126,353**	**136,910**
非控股权益	779	736	816	896	976
总权益	**110,456**	**113,019**	**118,481**	**127,249**	**137,886**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(375)	2,049	4,458	7,814	9,636
合资企业/联营公司收入调整	(96)	586	400	400	400
折旧及摊销	1,413	1,291	1,349	1,422	1,506
营运资本变动	177	(800)	1,639	506	1,309
利息调整	(567)	(532)	(532)	(532)	(532)
税费	(337)	295	(729)	(1,232)	(1,505)
其他经营活动现金流	2,260	(248)	1,418	1,339	1,372
经营活动现金流	**2,475**	**2,641**	**8,004**	**9,718**	**12,185**
资本开支	(570)	(497)	(839)	(1,060)	(1,216)
投资活动	(2,264)	1,800	(3,386)	(3,555)	(3,733)
其他投资活动现金流	(1,314)	(167)	0	0	0
投资活动现金流	**(4,148)**	**1,136**	**(4,225)**	**(4,615)**	**(4,949)**
负债净变动	(9,267)	(1,084)	(4,264)	(832)	(815)
权益净变动	7,586	(763)	227	225	105
其他融资活动现金流	5,600	(4,870)	0	0	0
融资活动现金流	**3,919**	**(6,717)**	**(4,037)**	**(607)**	**(710)**
汇率收益/损失	(465)	231	0	0	0
年初现金	**19,415**	**21,196**	**18,487**	**18,229**	**22,724**
年末现金	**21,196**	**18,487**	**18,229**	**22,724**	**29,251**

财务比率

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.867)	2.162	5.623	9.636	11.568
全面摊薄每股收益	(0.858)	2.135	5.551	9.517	11.429
Non-GAAP标准下的每股收益	2.116	1.969	8.521	13.009	15.249
每股账面值	171.139	170.878	173.401	180.873	190.531
利润率分析(%)					
毛利率	77.0	77.4	78.8	79.2	79.2
EBIT利润率	(7.0)	0.4	14.0	18.9	20.2
净利率	(2.7)	7.0	11.1	15.5	16.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	77.0	77.4	78.8	79.2	79.2
经营利润率	1.3	6.4	18.7	23.7	25.0
净利率	6.8	6.5	17.1	21.3	22.3
盈利能力(%)					
ROA	NA	0.7	1.9	3.2	3.7
ROE	NA	1.3	3.3	5.4	6.2
ROIC	NA	0.0	2.5	4.1	4.8
其他					
净负债权益比(%)	26.9	24.2	19.7	14.2	7.8
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天数	79.9	92.2	70.0	68.0	68.0
应付账款周转天数	549.5	550.0	590.0	590.0	610.0

交银国际研究

首次覆盖

互联网

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 16.06	港元 21.30	+32.6%

2023 年 5 月 9 日

同程旅行 (780 HK)

受益下沉市场线上化率提升，业绩将保持快速增长；首予买入

- **亮点1**：用户运营带动流量增长及粘性提升。公司获客渠道多元化，微信小程序贡献80%+MAU，线下渠道实现更高交易转化。年付费用户数近2亿，渗透2022年旅行预订用户4.2亿近50%。未来通过丰富的产品及服务供给、精准推荐下交叉销售能力提升和会员运营，带动单客收入增加。
- **亮点2**：股东资源提供流量支持及库存共享。腾讯、携程分别持股21.3%/20.7%，建立流量资源、旅游产品资源的合作，现有合约将分别于2024年7月、2023年12月到期。我们认为同程与腾讯、携程长期合作关系稳定：同程基于腾讯生态流量建立对下沉市场数据积累和用户分析的理解，入口费用上调对业绩影响小；同程基于获客成本优势（10元vs携程80元）拓展中低端酒店市场，携程通过利润分成获取收益经济模型更优。
- **亮点3**：深耕下沉市场，形成差异化竞争优势。公司与携程错位竞争，聚焦3线及以下城市，拓展对线上预定接受度较高的年轻客群。低线城市酒店间夜量占比持续增长，2022年达到近50%。我们估算下沉市场酒店线上预订渗透率相比高线城市有1倍提升空间，下沉市场酒店线上渗透率向高线城市靠拢，将带动公司在下沉市场间夜量保持快速增长。
- **亮点4**：数字化驱动ITA升级，强化供应链管理。收购线下旅行社，布局一站式服务平台，包括出境游。
- **2023年财务预测**：预计收入102亿元，同比增54%，调整后净利润17亿元，对应净利率16.6%。利润率相比2022年有所恢复，但低于2019年，因公司战略加大投资力度，提高在低线城市的市场份额和影响力。**2024年财务预测**：预计收入增速29%，主要增长点来自用户复购/粘性提升、下沉市场继续拓展、业务交叉销售及更多元的增值服务。预计调整后净利率在收入杠杆效应下有小幅提升空间。调整后净利润2023-25E CAGR为 29%。
- **估值**：参考同程历史市盈率15-20倍（2018-19年，剔除2020-22年非常态化运营的影响），平均市盈率18倍，我们按照18倍2024年市盈率，给予公司目标价21.3港元，较现价有33% 上升空间，首次覆盖给予**买入**评级。**风险**：流量依赖与腾讯的合作；竞争加剧；宏观环境对用户出行信心的恢复亦有较大影响。

财务数据一览

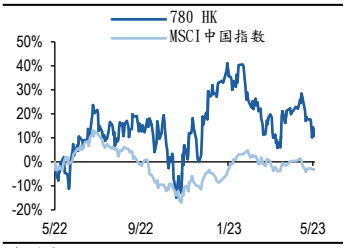
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	7,538	6,585	10,158	13,153	15,080
同比增长(%)	27.1	-12.6	54.3	29.5	14.7
净利润(百万人民币)	1,305	646	1,689	2,301	2,802
每股盈利(人民币)	0.59	0.29	0.75	1.02	1.23
同比增长(%)	32.8	-50.9	159.1	35.0	20.7
市盈率(倍)	23.9	48.6	18.8	13.9	11.5
每股账面净值(人民币)	6.91	7.08	7.50	8.43	9.57
市账率(倍)	2.05	2.00	1.89	1.68	1.48

资料来源：公司资料, 交银国际预测　^净利润和每股盈利基于Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	19.84
52周低位(港元)	11.96
市值(百万港元)	36,002.51
日均成交量(百万)	5.32
年初至今变化(%)	(14.48)
200天平均价(港元)	16.61

资料来源: FactSet

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA
zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵
hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

投资概要

公司亮点

用户运营带动流量增长及粘性提升。公司获客渠道多元化，线上线下渠道并行，充分利用微信及线下渠道的获客成本优势。公司年付费用户数近2亿，对比携程的1.5-1.6亿（2019年估算值），以及在线旅行预订用户规模4.2亿（截至2022年12月，CNNIC数据），渗透率近50%。单客收入的增加主要来自单次消费金额的提升以及消费频次的增加，通过更为丰富的产品及服务供给、精准推荐下的交叉销售能力提升和会员用户运营。

股东资源提供流量支持及库存共享。1）深化腾讯生态圈合作。腾讯是公司第一大股东，持股比例21.3%。根据双方的战略合作协议（2024年7月到期），腾讯为同程提供流量、广告及营销推广服务，同程获得微信支付界面独立的“旅游+交通”展示入口，进一步发掘“搜索+旅游”生态圈潜力。2）携程为公司第二大股东，持股20.7%，双方共享酒店住宿、出行票务、景点门票及其他旅游相关资源。现有合约将分别于2024年7月、2023年12月到期。我们认为同程与腾讯、携程长期合作关系稳定：同程基于腾讯生态流量建立对下沉市场数据积累和用户分析的理解，入口费用上调对业绩影响小；同程基于获客成本优势（10元vs携程80元）拓展中低端酒店市场，中低端酒店虽单间夜收入及利润水平（12元/2元）低于中高端酒店（28元/5元），但其间夜量约是中高端酒店的2倍，因此从行业利润空间角度看，相差并不大。中低端酒店更适合获客成本较低的平台拓展，如同程。因此我们认为，携程和同程的战略同盟大概率会持续，携程通过利润分成获取下沉市场收益。

深耕下沉市场，形成差异化竞争优势。同程与携程错位竞争，聚焦3线及以下城市，拓展对线上预定接受度较高的年轻客群。2020-22年，同程低线城市酒店间夜量占比持续增长，2022年达到近50%。下沉市场酒店线上化率向高线城市靠拢，将带动公司下沉市场酒店间夜量2022-25E CAGR 37%。此外，公司展开各类有针对性的营销活动，提升在年轻群体中的品牌认知度。同程研究院数据显示，近5年，3线及以下城市Z世代的在线消费占比稳步上升（**图表15**），具备成长潜力。

数字化驱动ITA升级，强化供应链管理。1）整合运力资源推出智慧交通系统“慧行”，提供多场景出行选择、及一站式出行服务。2）酒店住宿：通过并购提升技术力、强化供应端，先后收购多家酒管供应商，并成立艺龙酒店科技平台，形成多元化酒管品牌矩阵。3）目的地：景区数字化建设。4）收购线下旅行社提升一站式服务平台的能力。

财务数据

预计公司2023年收入102亿元，同比增54%，调整后净利润17亿元，对应净利率16.6%。利润率相比2022年有所恢复，但低于2019年，因公司战略加大投资力度，提高在低线城市的市场份额和影响力，预计营销费用率保持在~38%的水平。

预计公司2024年收入增速29%，主要增长点来自用户复购/粘性提升、下沉市场继续拓展、业务交叉销售及更多元的增值服务。预计调整后净利率在收入杠杆

效应下有小幅提升空间，部分被营销投入所抵消。预计调整后净利润2023-25E CAGR为 29%。

估值

参考同程旅行历史市盈率15-20倍（2018-19年），平均市盈率18倍，我们按照18倍2024年市盈率，给予公司目标价21.3港元，较现价有33% 上升空间，首次覆盖给予**买入**评级。

风险

公司虽然在寻求多元化的流量来源，但微信依然贡献其绝大部分活跃用户。若和腾讯的合作有变动，或导致公司获客成本上升。

竞争加剧，从用户结构来看，美团、抖音的用户结构和同程的重合度高于和携程的重合度。未来受另外两家战略的影响，或导致公司补贴或营销费用上升，对利润增长产生压力。

宏观环境对用户出行信心的恢复亦有较大影响。

用户运营：从流量增长到粘性提升

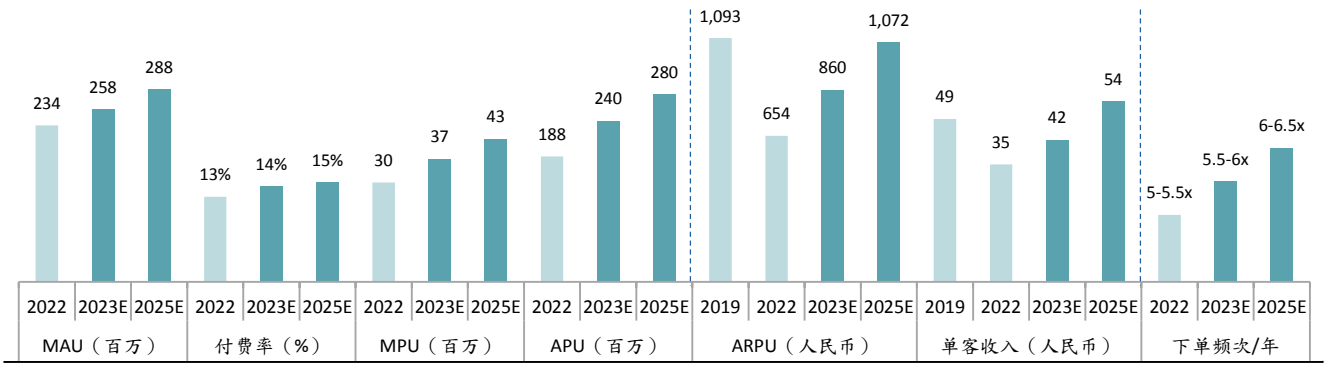
用户获取及付费转化+单客收入提升

月活跃用户（MAU）：公司获客渠道多元化，线上线下并行，充分利用微信及线下渠道的获客成本优势。1）与腾讯稳定合作，挖掘其生态圈流量并引导至微信小程序；2）扫码住、票机等线下渠道抓住住宿、交通票务线上化大趋势，将流量引入平台。多元化获客策略下，MAU增长稳健，从2016年的1亿增至2022 年的2.34亿，我们预计到2023年/2025年达到2.6亿/2.9亿。

年付费用户（APU）：截至2022年底，同程年付费用户数接近2亿，较2019年的1.5亿增23%。付费用户数的增长受益于MAU和付费率的提升。受到疫情干扰，付费用户数在2022年相比2021年有个位数的下降，预计行业恢复常态后，付费用户数有进一步提升空间，将在 2023年/2025年达到2.4亿/2.8亿。

单用户收入：2020-22年有所收缩，随着宏观经济恢复上行、消费需求释放及公司丰富出行场景服务及提升交叉销售，预计2023年单客收入将恢复至42元，并未来呈平稳提升趋势。

图表 79: 用户运营：用户获取及付费转化+单客收入提升



*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *ARPU=GMV/APU；单客收入=收入/APU*

微信小程序持续贡献流量支持

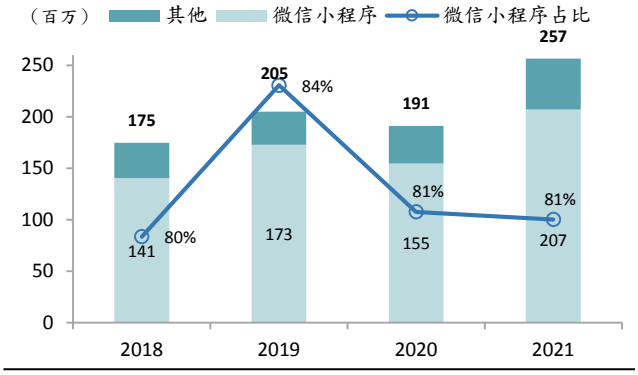
目前微信小程序贡献80%+ MAU，用户可通过微信服务界面的“火车票机票”和“酒店”、下拉菜单中的最近使用/收藏小程序、广告链接、搜索结果、公众号等多种渠道中进入小程序，其中下拉菜单为最高频入口。此外，公司与多个腾讯旗下平台合作，导流微信小程序，如QQ浏览器、腾讯地图、QQ音乐等，并与腾讯音乐/视频推出联合会员，进一步获取稳定流量资源。

图表 80: 腾讯生态圈合作



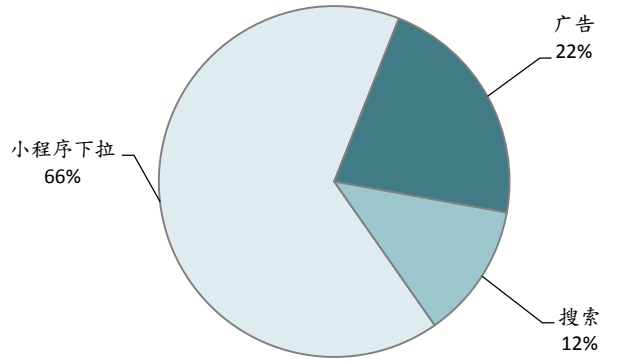
资料来源: 同程招股书、官网，交银国际

图表 81: 微信小程序贡献 80%+月活用户



资料来源: 公司资料，交银国际

图表 82: 微信小程序流量结构



*资料来源: 公司资料，交银国际 *2019 年数据*

多元化渠道获取流量增量

线下：公司披露其通过线下扫码、票机业务实现更高的交易转化：

- 酒店“扫码住”：获客成本偏高，约40-50元，但用户ARPU、复购率比其他渠道更高，且更易产生交叉销售如租车、景点门票等。
- 票机业务：主要针对线上化率有限的汽车票，目前已覆盖国内大部分城市，获客成本低，约3-4元。汽车票贡献付费用户大部分为新用户（公司披露2020年汽车票贡献的1500万付费用户中60%+为新增用户）。此外，为进一步渗透低线市场，公司与城乡公交运营商合作，将二维码放于公交上，带来更高的用户获取效率。

主流手机厂商合作：包括华为、OPPO、vivo等，开发“快应用+旅游”服务场景。公司在华为开发者日披露，通过接入服务号、火车票/行程/看板卡片，以及

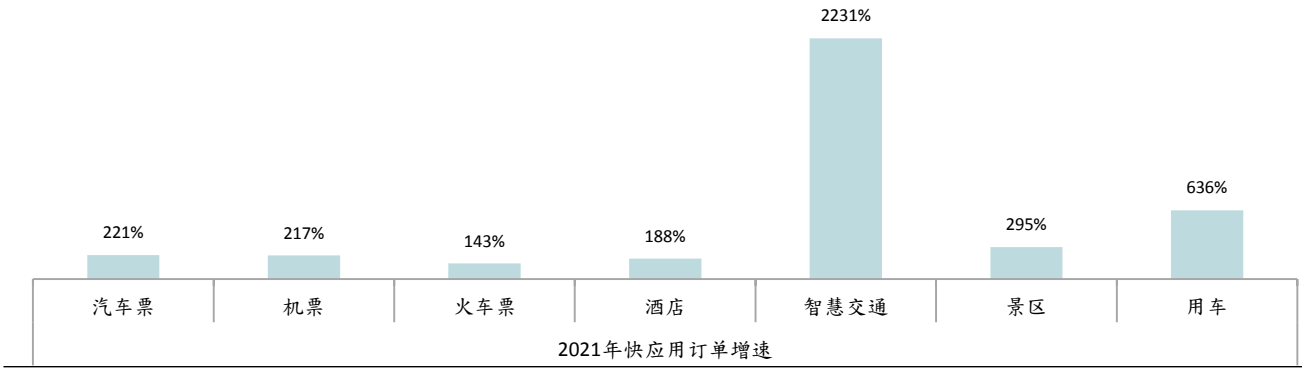
每日签到、里程积分商城、一键加桌等运营手段，提升用户在快应用内的留存和活跃度。2021年，快应用流量同比增50%，消费订单量中，火车票、机票、汽车票、酒店、景区和用车有三位数增幅，智慧交通更是获得22倍增长（**图表6**）。

图表 83: 渠道多元化



资料来源: 同程官网，公司资料，交银国际

图表 84: 快应用消费订单量快速增长



资料来源: 华为开发者日，交银国际

用户粘性提升>付费用户数提升

我们认为公司在保持付费用户继续转化的同时，未来战略重点转向提升复购率和粘性，推动单客收入增长。单客收入的增长主要来自单次消费金额以及消费频次的提升。2019年，付费用户下单频次为每年4.5-5次，2022年提升至5-5.5次。预计2023年将进一步提升复购至5.5-6次。客单收入增长的主要逻辑是通过更为丰富的产品服务供给、精准推荐下交叉销售能力提升和会员用户运营。

- **品类衍生：**平台拓展品类供给，多样化增值服务，发展从酒店、机票、火车票至汽车票、租车、景点门票的全场景服务，满足用户长尾需求。公司积极拓展细分酒店预订场景，如电竞房、考试房、世界杯期期间的看球房等；并通过展览、文旅、电竞赛事、音乐节等活动的举办，抓住省内跨城游日益增长的需求。2020-22年，本地、短途游快速发展，用户习惯转变，贡献更多消费频次。

- **交叉销售：**由高频的交通业务为入口，导流至佣金较高、线上化率较低的住宿及其他业务，提升用户复购率，同时也提升公司整体利润率。2020年，公司整合住宿和景点门票业务为酒旅事业群，以协同效应提升交叉销售规模。2020-22年订单口径下交叉销售率有所下降。随着出行逐步恢复，进一步优化算法对用户进行产品精准推荐，中短期交叉销售率有望恢复至15%。

- **用户激励：**付费会员计划“黑鲸会员”持续优化，用户可根据自己的喜好和需求定制福利，如会员联名特权每月更换选择，优惠券自选酒店、火车票、机票、汽车票、打车、景点门票兑换，创造新需求。截至2022年底，累计会员数增至2000万，其下单频率为普通用户的2倍以上。此外，首页入口“里程商城”作为激励政策之一，也对用户复购和留存起到正向作用。

股东资源提供流量支持及库存共享

深化腾讯生态圈合作

腾讯是公司第一大股东，持股比例21.3%。2021年7 月，公司与腾讯续签为期3年的战略合作与营销推广框架协议（2021年8月到2024年7月31日），同时同等条件下可优先续签3 年。腾讯将提供广告及营销推广服务，包括广告宣传、会员、视频权益。同程获得微信支付界面独立的“旅游+交通”展示入口；将进一步发掘“搜索+旅游”生态圈潜力，通过微信搜索让用户通过关键词更容易触达交通票务板块。

此前，2019年8月，公司与腾讯签订为期3年的营销服务框架协议，体现双方合作持续稳定，共同深耕微信场景的旅游生态。与腾讯合作有助于公司以较低成本获得稳定流量支持，尤其在下沉市场，独立app渗透成本高，通过微信触达用户是更为高效的选择。

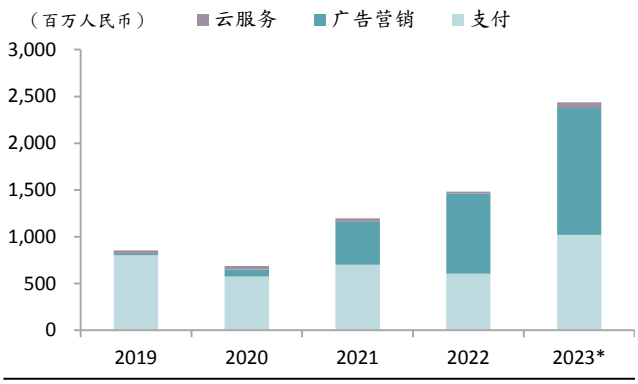
我们认为公司和腾讯合作较为稳定，在2024年合同到期后享有优先续约权。2019年同程向腾讯就微信支付手续费、广告推广营销支付约10亿元人民币，而九宫格入口费非相比支付手续费及广告推广费用，相对较低（具体费用未披露），入口价格上涨对公司业绩的影响可控。同程基于微信“出行+住宿”入口，深耕下沉市场用户行为习惯及数据分析，我们认为双方大概率会保持长期合作关系。

图表 85: 腾讯战略合作协议

	2019 年	2021 年
签约时间	2019 年 8 月 29 日	2021 年 7 月 30 日
期限	2019 年 8 月 29 日 - 2022 年 1 月 1 日	2021 年 8 月 1 日 - 2024 年 7 月 31 日
内容	双方互相提供：1）用户虚拟产品/权益；2）广告资源及知识产权权益/服务	1）腾讯提供同程流量支援，包括但不限于授权利用主要服务、软件、IP 等；2）双方互相提供广告及营销推广服务，包括但不限于广告宣传、会员、视频权益等 微信支付界面在独立“旅游+交通”类别展示同程入口；进一步发掘“搜索+旅游”生态圈潜力，通过微信搜索功能，让用户通过关键词更容易进入交通票务服务板块

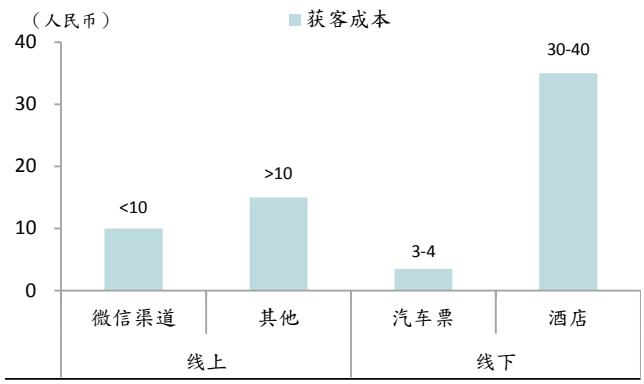
资料来源: 公司资料，交银国际

图表 86: 2019 年同程就支付手续费、广告营销，向腾讯支付约 10 亿元人民币



*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *2022-23 年广告营销/云服务费用为金额建议上限，支付费用按占比 GMV 0.5%估算*

图表 87: 分渠道获客成本：微信渠道获客成本小于 10 元

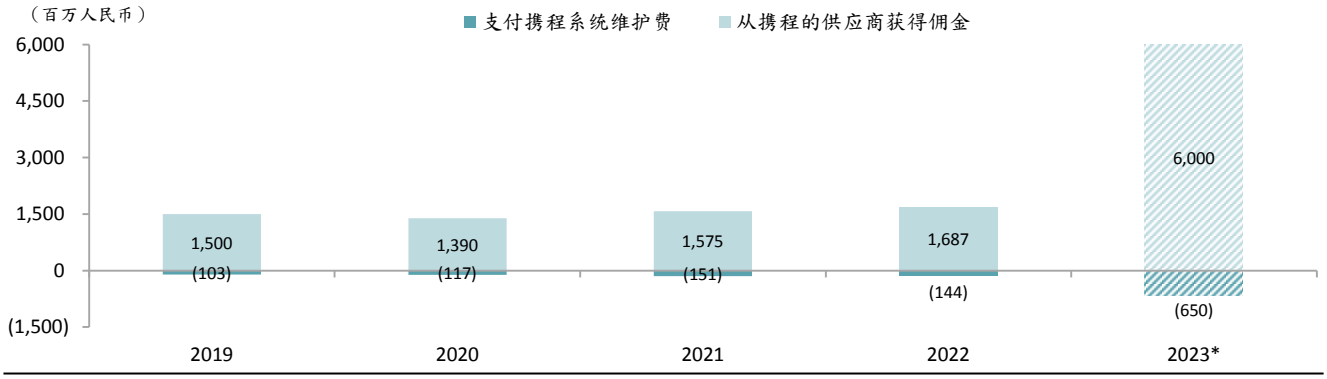


资料来源: 公司资料，交银国际（2022 年）

共享携程旅游资源，拓展产品覆盖面

携程为公司第二大股东，持股20.7%。双方共享酒店住宿、出行票务、景点门票及其他旅游相关资源，在各自在线平台进行销售。根据公司招股书，2018年上半年 44.3%的酒店供应来自携程，随着在下沉市场中的进一步拓展，该比例目前增至60-70%，并维持稳定。2020 年12月双方签署3年旅游资源供应框架协议，2019-21 年公司就交通+景点票务、住宿销售从携程获得15亿/14亿/16 亿元佣金，而支付的系统维护费仅1.0亿/1.2亿/1.5亿元。在线旅游上游供应（尤其酒店行业）市场集中度较低，平台间进行战略合作及共享资源有利于提升经营效率、扩展产品覆盖面。携程2022全球合作伙伴峰披露，携程与同程共享形成规模效应将降低酒店库存获取价格。

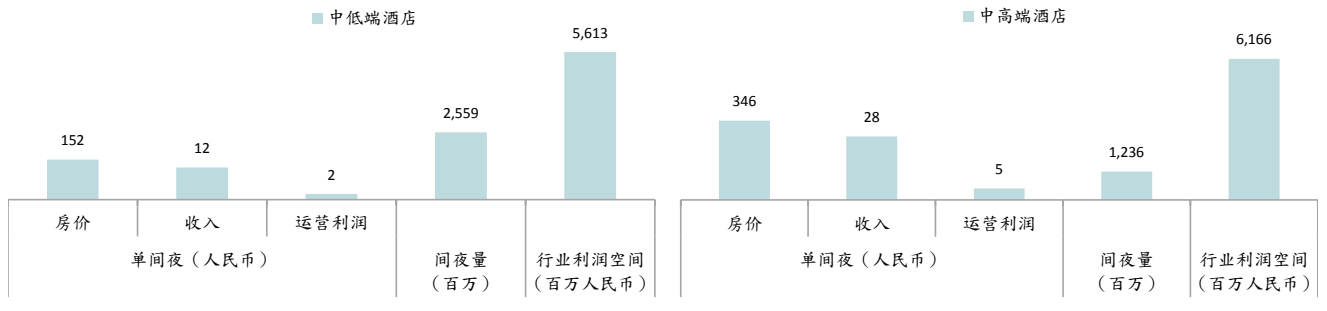
图表 88: 同程从携程获得佣金及支付携程系统维护费



*资料来源: 公司资料，交银国际 *2023 年为金额建议上限*

和携程的合作续签可能性较大。中低端酒店虽房价低，单间夜收入及利润水平（12元/2元）低于中高端酒店（28元/5元），但考虑其间夜量约是中高端酒店的2倍，因此从行业利润空间角度看，相差并不大。中低端酒店更适合获客成本较低的平台拓展，如美团和同程，借助本地生活流量/微信生态导流。而携程以较为高昂的获客成本（我们估算单交易用户对应营销推广费用为80元，对比同程的10元）拓展低端酒店的商业模式并不经济。因此我们认为，携程和同程的战略同盟大概率会持续，携程通过利润分成获取下沉市场收益。

图表 89: 中低端酒店靠走量模式所提供的行业利润空间与中高端酒店相差不大

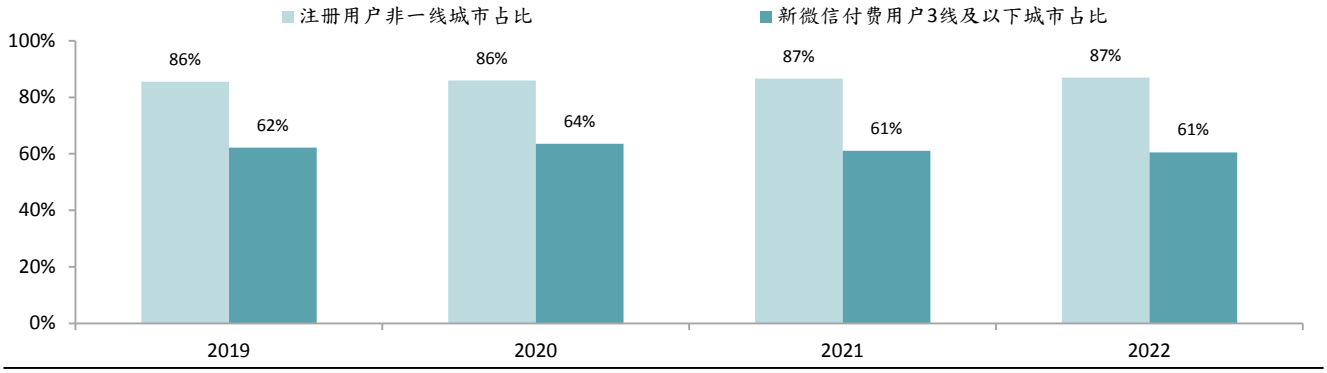


*资料来源: 万得，国家旅游局，交银国际 *按照行业平均8% 佣金率和 18%运营利润率*

深耕下沉市场，形成差异化竞争优势

截至2022年底，同程平台提供内地航线9200+条、酒店及非标住宿超过250万家、汽车/渡轮路线约40万/810条、及内地旅游景点门票服务8000个。公司多年深耕下沉市场，2022年同程的注册用户中，非一线城市占比 87%；主要流量渠道微信中，新付费用户3线及以下城市占比61%。

图表 90: 注册用户非一线城市占比和新微信付费用户 3 线及以下城市占比



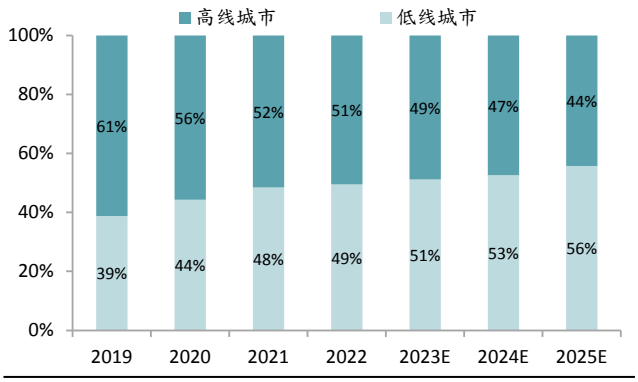
资料来源: 公司资料，交银国际

用户结构趋向下沉、年轻化

同程与携程错位竞争，携程以中高端用户为主，下沉主要拓展经济发展较快、用户有丰富旅游需求的2-3线城市；同程则聚焦3线及以下城市，拓展对线上预定接受度较高的年轻客群，与携程形成差异化竞争。2020-22年，同程低线城市酒店间夜量占比持续增长，2022年达到近50%。此外，公司展开各类有针对性的营销活动，如举办同程杯王者荣耀争霸赛、高校音乐潮玩节，联合昆明航空推出剧本杀主题航班，推出1.99元开通学生卡，提升其在年轻群体中的品牌认知度。

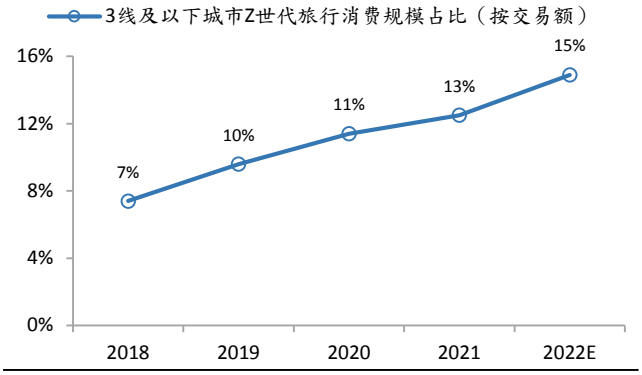
公司在中国旅游产业发展年会上披露，2022年消费用户中90后和00后用户占比稳步提升，其中00后占比同比提升两个百分点至16.7%；小程序用户中，30岁以下占比达42.1%。年轻用户在旅行消费多元化中的影响力越来越大，同程研究院数据显示，近5年，3线及以下城市Z世代的在线消费占比稳步上升（**图表15**），具备很大成长潜力，与同程用户结构变化趋势一致。

图表 91: 2020 年后低线城市酒店间夜量占比持续增长



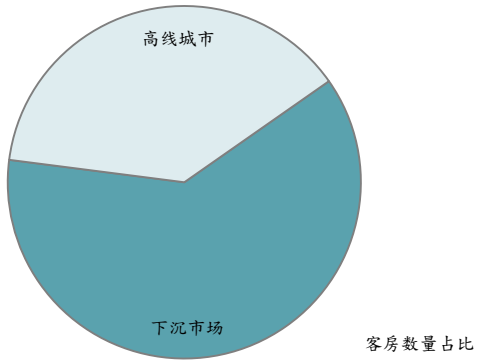
资料来源: 公司资料，交银国际

图表 92: 3 线及以下城市 Z 世代旅行消费规模占比逐年提升

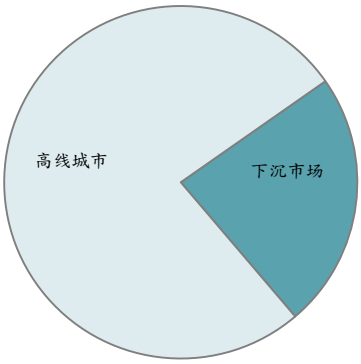


*资料来源: 同程研究院，交银国际 *Z 世代为 1995-2010 年出生*

图表 93:下沉市场酒店行业在线渗透率相比高线城市有一倍提升空间，未来线上化率将向高线城市靠拢



客房数量占比



在线预订数量占比

*资料来源: 众荟，盈螺咨询，交银国际预测 *2022 年*

数字化驱动 ITA 升级，强化供应链管理

公司持续推进ITA升级，开发并利用技术创新，提升服务能力，为用户提供高效智能的旅游服务。

出行：智慧交通系统“慧行”

整合运力资源推出智慧交通系统“慧行”，提供多场景出行选择、及一站式出行服务。通过不断进行算力优化，扩大覆盖场景，在解决售罄、出票失败等场景外，为客户提供低价、高效的优选交通方案。2021年整合更多汽车票和网约车服务供应链资源，并上线“同车换座”功能，用户购买分段行程火车票组合，于同一班次列车仅通过更换座位便可到达目的地。

此外，公司与多个机场建立合作关系，如与湖南机场展开战略合作，为其搭建线上一体化平台，并结合超级搜索引擎及智能算法打造空铁联运产品；与西安咸阳机场合作，为其开发微信小程序“淘旅游”等。

酒店住宿：通过并购提升技术力、强化供应端

公司通过先进的信息化酒店管理系统，帮助客户提升经营效率，拓展外部营销渠道。先后收购多家酒管供应商，并成立艺龙酒店科技平台，形成多元化酒馆品牌矩阵，截至2021年11月，平台上的酒管公司在全国17个省有超300家在营酒店，签约酒店500+家。

随着不断提升技术服务能力，强化供应链，公司酒管系统全面覆盖非标住宿、单体酒店、区域/集团连锁，为客户提供全场景数字化解决方案，以及OTA直连、全网代销、收支管理、大数据应用等服务，帮助客户提升库存、收益、员工培训等内部管理效率，实现自动化线上管理，如客房打扫流程、客房状态同步、自动盘点客耗品使用情况等。

图表 94: 酒店管理供应商重大收购

时间	公司	公司类型	同程持股
2022 年 2 月 18 日	米天下	非标住宿管理软件技术服务供应商	100%（曾持有 46.5%，此次收购余下 53.5%）
2022 年 9 月 3 日	美豪	跨区域集团化酒店连锁	69%
2022 年 10 月 8 日	珀林	中档酒店连锁	持股 53%，并与持股 16%的另一名股东订立一致行动协议
2021 年 9 月 25 日	金天鹅	中小酒店 PMS 服务商	100%

资料来源: 公司资料，交银国际

目的地：景区数字化建设

在景区设立自助售票机、自动闸机系统、导览机器人等智能产品，联动用户手机端，简化购票和入园流程。并开发预约小程序，用户可实现在线或线下扫码预约，帮助景区进行客流管理。

收购线下旅行社，提升一站式服务平台能力

同程持续布局休闲旅游度假市场，于2023年2月公告拟以不超过7亿元收购同程旅业 。此前，同程陆续收购线下旅行社，包括同程国旅、北京同程国青国际旅行社、广东同程创游国际旅行社，进一步加强对上游供应链资源掌握，并丰富现有产品体系，提升一站式服务平台能力。

图表 95: 旅行社收购

时间	公司	对价
2023 年 2 月 19 日	同程旅业	不超过 7 亿元拟收购
2022 年 12 月 9 日	同程国旅	2 亿元
2022 年 4 月 25 日	北京同程国青国际旅行社	1515 万元
	广东同程创游国际旅行社	1588 万元

资料来源: 公司资料，交银国际

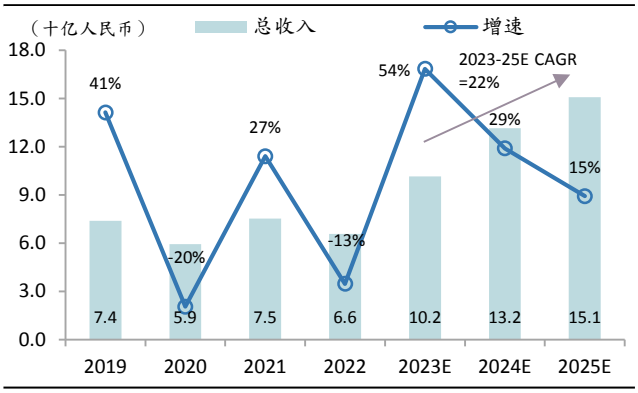
财务预测

预计公司2023年收入102亿元，同比增54%，调整后净利润17亿元，对应净利率16.6%。利润率相比2022年有所恢复，但低于2019年，因公司战略加大投资力度，提升在低线城市的市场份额和影响力，预计营销费用率~38%。2023年，我们的收入/净利润预测高于市场预期2个/8个百分点，我们认为假期出行需求的大量释放将拉动公司业绩增长，下沉市场线上化红利也将持续，公司营销费用虽保持投入，但其他成本及费用项仍可看到一定运营杠杆效应，利润率呈恢复趋势。

分业务线看，预计2023年公司住宿预订/交通票务收入分别增41%/58%，贡献总收入33%/53%。公司2020-22年期间通过进一步转化下沉市场线下流量以及拓展本地住宿业务，住宿收入在2022年已经恢复到2019年水平。相较之下，交通票务因中长途的限制，2022年收入较2019年下降25%，因此在2023年将有更为明显的反弹。

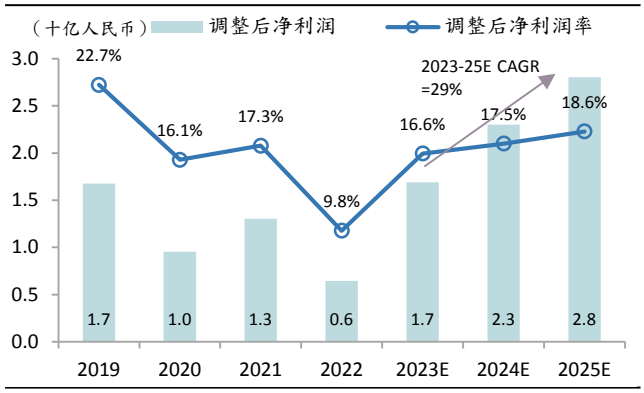
预计公司2024年收入增速29%，主要增长点来自用户复购/粘性提升、下沉市场持续拓展、业务交叉销售及更多元的增值服务。预计调整后净利率在收入杠杆效应下有小幅提升空间，部分被营销投入所抵消。预计调整后净利润2023-25E CAGR为 29%。

图表 96: 预计 2023 年总收入 102 亿元，同比增 54%



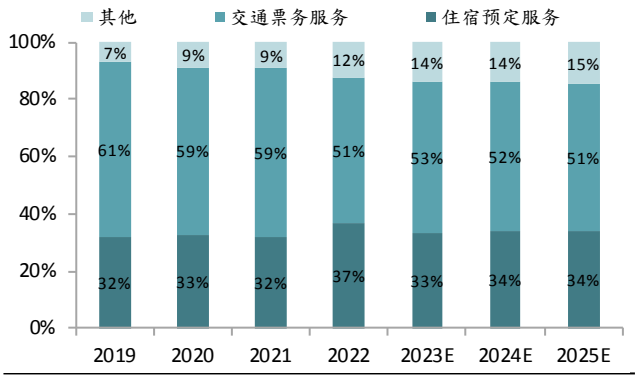
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 97: 预计 2023 年调整后净利润 17 亿元，对应净利率 16.6%



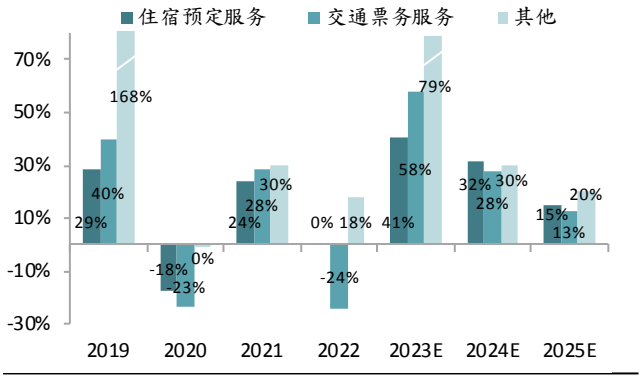
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 98: 预计 2023 年住宿预订/交通票务分别贡献总收入的 33%/53%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 99: 预计 2023 年住宿预订/交通票务收入分别增 41%/58%



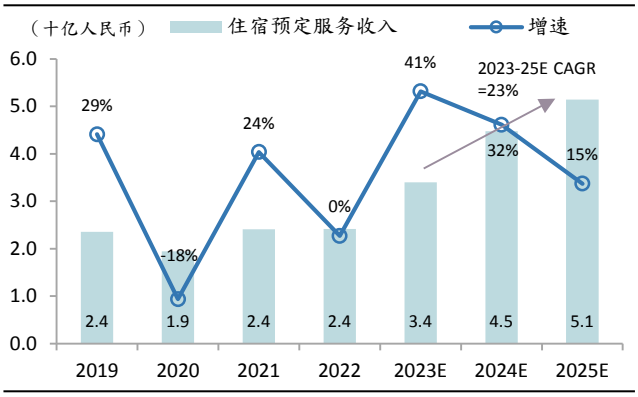
资料来源: 公司资料，交银国际预测

住宿预订：间夜量拉动收入增长，ADR 受下沉拓展影响小幅下降

预计住宿收入 2023 年增 41%至 34 亿元，2023-25E CAGR 为 23%，住宿业务收入增长主要来自间夜量增长，单间夜收入稳定在约 19-20 元。

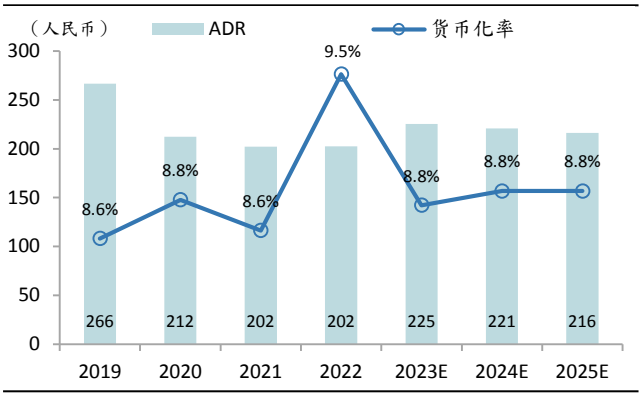
- 预计2023年ADR较2022年恢复，但相比2019年，由于低线城市间夜占比提升有所下降，预计未来ADR呈小幅下降趋势。
- 预计2023年住宿业务货币化率8.8%，较2022年的9.5%有所下降，主要因公司补贴力度高于2020-22年，以在市场复苏时继续扩张市占率。货币化率仍高于2019年，并在未来保持平稳。
- 我们估算公司单间夜收入约19-20元，其中增值服务收入贡献3-4元，随着公司战略提供更多元的增值服务，预计收入贡献比例平稳提升，到2025年达到21%。

图表 100: 预计住宿收入 2023-25E CAGR 23%



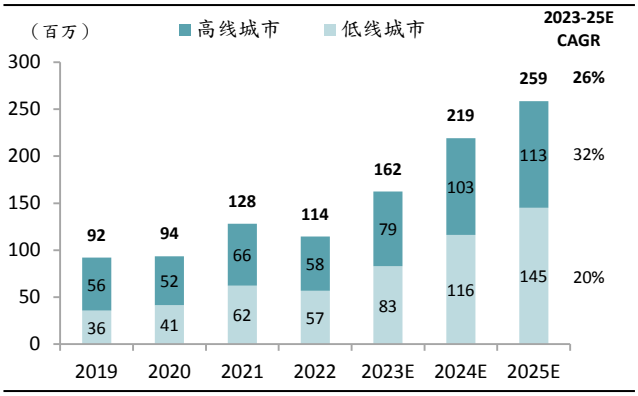
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 101: 预计 2023 年住宿业务货币化率较 2022 年回落，但仍高于 2019 年



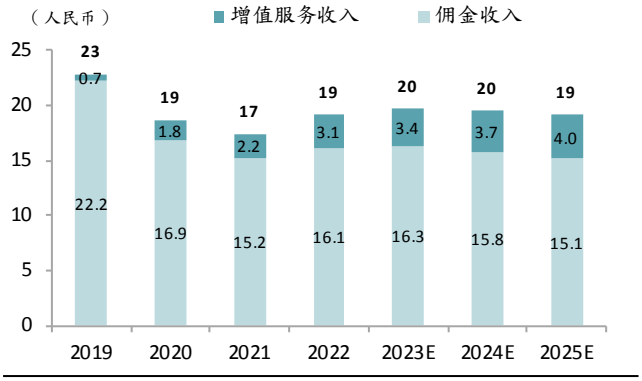
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 102: 预计低线城市间夜量 2023-25E CAGR 为 32%，带动公司间夜量增长



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 103: 预计单间夜贡献收入约 19-20 元，增值服务收入增长，佣金收入受 ADR 下降影响而下降



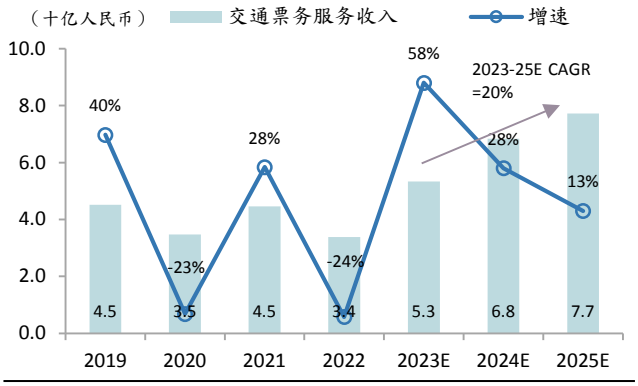
资料来源: 公司资料，交银国际预测

交通票务：增长来自多元出行场景拓展及向货币化率高的业务交叉销售

预计公司交通票务收入 2023 年增 58%至 53 亿元，贡献公司收入/GMV 分别为 53%/78%。交通票务收入中，机票/地面交通分别贡献 57%/43%。交通业务整体货币化率为 3.3%，其中机票高于地面交通。

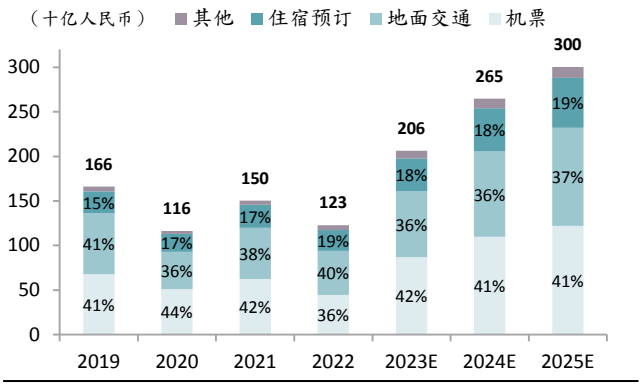
预计未来交通业务收入增长主要来自更为多元的出行场景拓展对用户消费频次和单次消费金额的拉动，以及向货币化率更高的打车等业务交叉销售。

图表 104: 预计交通票务 2023-25E CAGR 为 20%



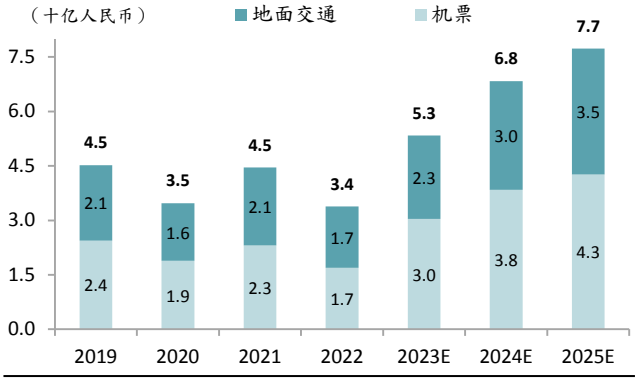
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 105: 同程 GMV 分布：近 80%来自交通票务



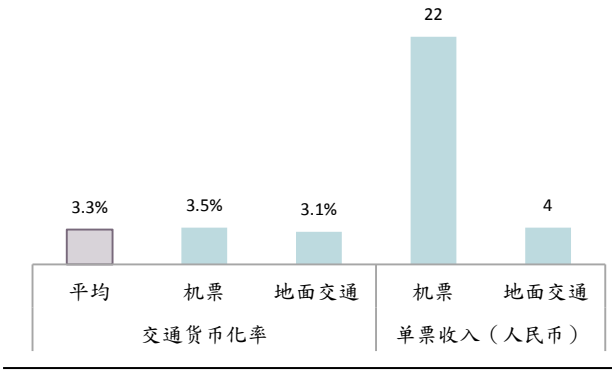
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 106: 预计 2023 年同程交通票务收入拆分：机票/地面交通占比 57%/43%



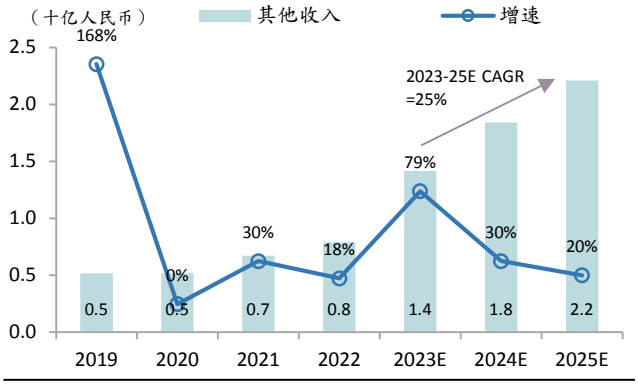
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 107: 预计 2023 年同程交通票务货币化率 3.3%，机票高于地面交通



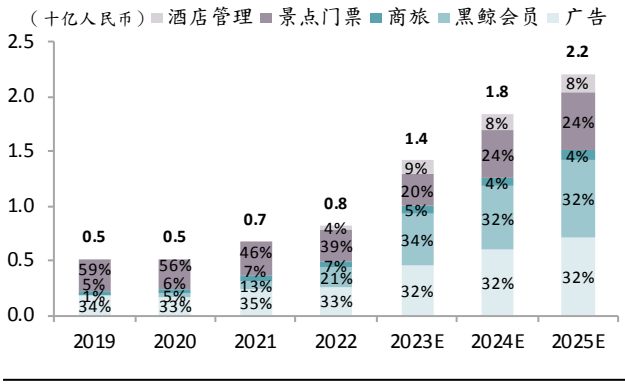
资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 108: 预计其他收入 2023 年增 79%，2023-25E CAGR 为 25%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 109: 其他收入主要包括广告、会员、景点门票

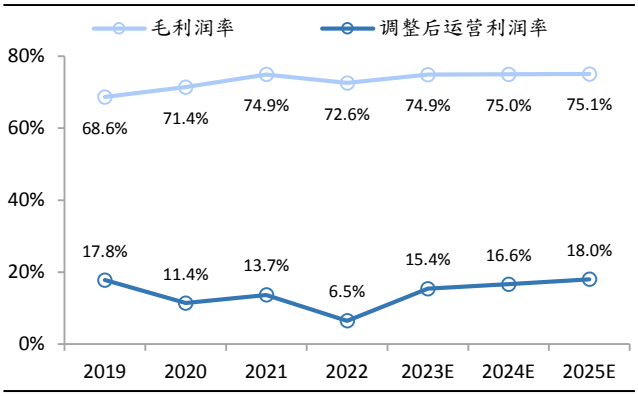


资料来源: 公司资料，交银国际预测

成本及费用预测：调整后运营利润率稳定

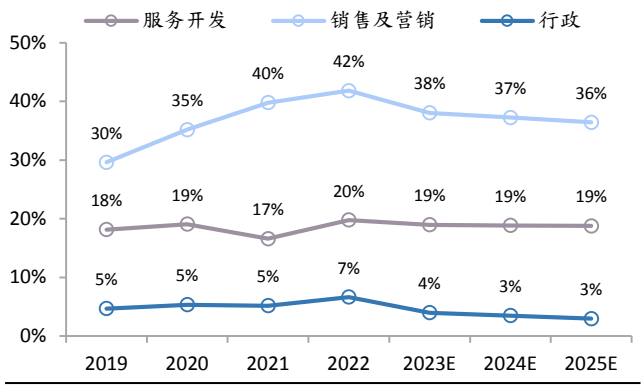
预计公司2023年毛利润率为74.9%，高于2019年的68.6%，受益于自动化服务比例及效率提升。预计公司调整后运营利润率保持在15-18%，营销费用保持投入。公司营销投放战略从过去拉动付费用户数更多转向提升用户粘性，主要投入方向包括：1）提升推荐能力及交叉销售比例，包括交通导流住宿，以及线下转线上；2）转化线下场景积累的用户，培养其线上消费习惯；3）加大对增值服务的优惠力度，尤其是新场景的增值服务品类；4）投入会员项目，加大会员特权，提升其消费金额以及对同程平台的粘性。公司亦会保持一定比例的新用户获取投入，基于目标地区的特定人群、腾讯生态内的付费流量转化及新的渠道投入（本地生活app、线下获客渠道）。

图表 110: 预计公司毛利润率约为 74.9%-75.1%



资料来源: 公司资料，交银国际预测

图表 111: 调整后三大费率：预计营销及服务开发费用保持投入



*资料来源: 公司资料，交银国际预测 *扣除股权激励等非现金支出*

图表 112:损益表预测

人民币，百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入							
住宿预定服务	2,358	1,945	2,409	2,415	3,403	4,475	5,144
交通票务服务	4,518	3,471	4,458	3,379	5,340	6,837	7,728
其他	517	516	671	791	1,416	1,841	2,209
总收入	**7,393**	**5,933**	**7,538**	**6,585**	**10,158**	**13,153**	**15,080**
彭博一致预期					*9,970*	*12,272*	*14,804*
收入成本	(2,318)	(1,697)	(1,890)	(1,807)	(2,552)	(3,291)	(3,758)
毛利润	**5,075**	**4,236**	**5,648**	**4,778**	**7,606**	**9,862**	**11,322**
毛利润率（%）	68.6	71.4	74.9	72.6	74.9	75.0	75.1
运营费用							
服务开发开支	(1,519)	(1,246)	(1,344)	(1,414)	(2,103)	(2,710)	(3,091)
销售及营销开支	(2,246)	(2,131)	(3,036)	(2,801)	(3,937)	(4,993)	(5,604)
行政开支	(625)	(522)	(572)	(701)	(789)	(956)	(1,021)
其他	175	44	200	114	249	254	256
运营利润	860	382	895	(24)	1,026	1,458	1,862
调整后运营利润	**1,315**	**678**	**1,032**	**428**	**1,565**	**2,187**	**2,715**
调整后运营利润率（%）	18	11	14	7	15	17	18
归母净利润	688	328	723	(146)	729	1,055	1,373
调整后净利润	**1,677**	**954**	**1,305**	**646**	**1,689**	**2,301**	**2,802**
彭博一致预期					*1,559*	*2,051*	*2,568*
调整后净利润率（%）	22.7	16.1	17.3	9.8	16.6	17.5	18.6
调整后每股盈利（元）	**0.81**	**0.45**	**0.59**	**0.29**	**0.75**	**1.02**	**1.23**

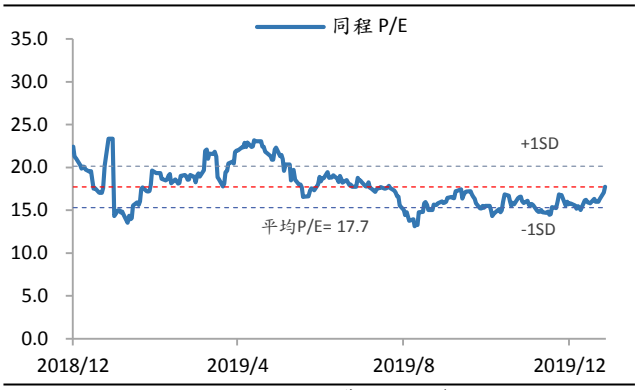
资料来源: 公司资料，交银国际预测

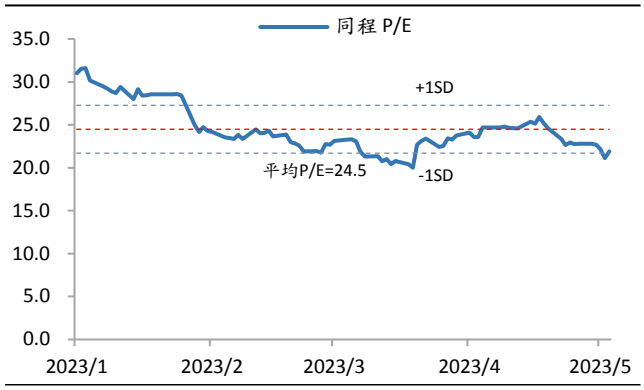
估值

相对估值法

因2020-22年公司业务受到较大干扰，业务增长及利润率均处在非常态化水平，因此我们参考同程旅行2018-19年的平均市盈率18倍，按照18倍2024年市盈率，给予公司目标价21.3港元，较现价有33% 上升空间，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 113: 同程历史市盈率区间 15-20 倍（2018-19 年），平均市盈率 18 倍，2023 年至今平均市盈率 25 倍





*资料来源: 彭博，公司资料，交银国际 *截至 2023 年 5 月 5 日*

图表 114: 可比公司估值

公司名称	股票代码	报告货币	评级	目标价	收盘价	市值	市盈率		市销率		收入		调整后净利润		2024E同比	2024E PEG
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E		
						(百万美元)	(倍)				(百万报表货币)				(%)	(倍)
携程	9961 HK	CNY	买入	372.0	260.4	21,439	26.9	17.6	4.3	3.4	33,854	42,765	5,782	9,088	57	0.3
同程	780 HK	CNY	买入	21.3	16.1	4,587	18.8	13.9	3.0	2.3	10,158	13,153	1,689	2,301	36	0.4
Booking	BKNG US	USD	未评级	NA	2603.6	96,159	19.9	16.5	4.7	4.3	20,245	24,534	4,862	5,623	16	1.1
Airbnb	ABNB US	USD	未评级	NA	117.6	75,207	34.2	28.0	7.8	6.8	9,596	12,719	2,407	2,945	22	1.3
Expedia	EXPE US	USD	未评级	NA	89.2	13,208	9.8	7.8	1.0	0.9	12,879	15,295	1,405	1,689	20	0.4
平均							**21.9**	**16.8**	**4.2**	**3.6**						**0.7**

*资料来源: 彭博，交银国际预测 *股价截至 2023 年 5 月 5 日*

10 年 DCF 模型交叉验证：与相对估值法估值一致

按照 2023-32 年 10 年 DCF 模型，我们估算同程总价值 477 亿港元，对应股价 21.3 港元，对应 2023/24 年市盈率为 25 倍/18 倍，与相对估值法估值一致。

图表 115: 按 10 年 DCF 估值法交叉验证，公司目标价 21.3 港元，对应 2023/24 年市盈率分别 25 倍/18 倍

(百万元人民币)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
自由现金流	-306	3,404	3,815	4,149	4,449	4,809	5,319	5,742	6,137	6,409	6,278
折现自由现金流		2,992	2,946	2,815	2,653	2,520	2,449	2,323	2,182	2,002	1,724

基本假设	
无风险利率（%）	4
市场溢价（%）	9
贝塔系数	1.2
股本成本（%）	14.8
债务成本（%）	5
%股本融资	91
%债务融资	9
加权平均资本成本（%）	13.8
DCF 估值	
自由现金流-净现值（百万人民币）	24,606
剩余价值-净现值（百万人民币）	16,440
净现金（百万人民币）	1,429
股权价值（百万人民币）	42,475
股权价值（百万港元）	47,707
股数（百万）	2,242
每股价值（港元）	**21.3**

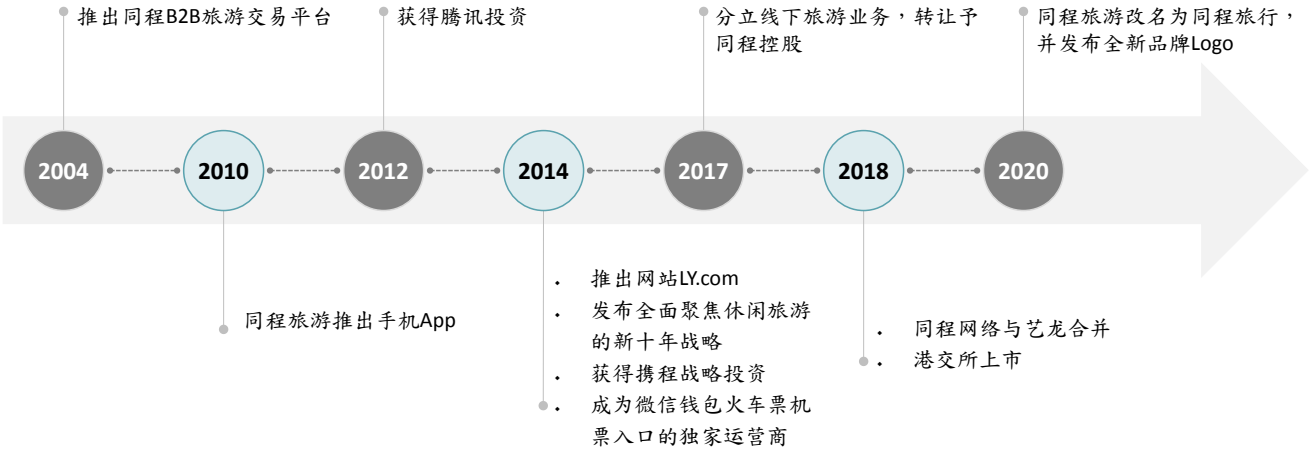
敏感性分析

	永续增长率						
WACC	**2.25%**	**2.50%**	**2.75%**	**3.00%**	**3.25%**	**3.50%**	**3.7500%**
13.1%	22.2	22.4	22.7	22.9	23.2	23.5	23.8
13.3%	21.7	21.9	22.1	22.3	22.6	22.8	23.1
13.6%	21.2	21.4	21.6	21.8	22.0	22.3	22.5
13.8%	20.7	20.9	21.1	**21.3**	21.5	21.7	22.0
14.1%	20.2	20.4	20.6	20.8	21.0	21.2	21.4
14.3%	19.8	20.0	20.1	20.3	20.5	20.7	20.9
14.6%	19.4	19.5	19.7	19.9	20.0	20.2	20.4

资料来源: 公司资料，彭博，交银国际预测

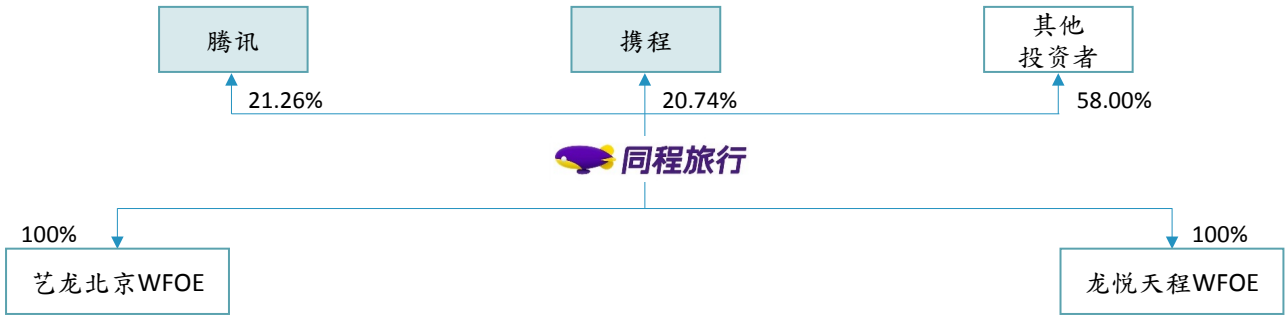
附录

图表 116: 发展历史



资料来源: 公司资料，交银国际

图表 117: 股权结构



*资料来源: 公司资料，交银国际 *截至 2022 年 4 季度数据*

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	7,538	6,585	10,158	13,153	15,080
主营业务成本	(1,890)	(1,807)	(2,552)	(3,291)	(3,758)
毛利	**5,648**	**4,778**	**7,606**	**9,862**	**11,322**
销售及管理费用	(3,608)	(3,502)	(4,726)	(5,949)	(6,624)
研发费用	(1,344)	(1,414)	(2,103)	(2,710)	(3,091)
其他经营净收入/费用	200	114	249	254	256
经营利润	**895**	**(24)**	**1,026**	**1,458**	**1,862**
Non-GAAP标准下的经营利润	1,032	428	1,565	2,187	2,715
财务成本净额	12	(79)	(163)	(210)	(241)
应占联营公司利润及亏损	(33)	(14)	(20)	(20)	(20)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	**875**	**(117)**	**844**	**1,228**	**1,601**
税费	(161)	(46)	(127)	(184)	(240)
非控股权益	10	18	12	12	12
净利润	**723**	**(146)**	**729**	**1,055**	**1,373**
作每股收益计算的净利润	723	(146)	729	1,055	1,373
Non-GAAP标准的净利润	1,305	646	1,689	2,301	2,802

资产负债简表 (百万元人民币)

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,046	3,547	6,865	10,062	13,515
有价证券	3,343	3,163	2,803	2,943	3,090
应收账款及票据	670	888	1,338	1,545	1,760
开发中物业及土地预付款	1,259	2,697	3,555	4,472	4,373
其他流动资产	55	88	203	263	302
总流动资产	**7,373**	**10,384**	**14,764**	**19,285**	**23,041**
物业、厂房及设备	1,364	1,598	1,545	1,670	1,792
其他有形资产	217	111	117	123	129
无形资产	8,348	8,581	8,129	8,186	8,276
合资企业/联营公司投资	3,967	3,981	4,180	4,389	4,608
其他长期资产	237	379	488	631	715
总长期资产	**14,133**	**14,651**	**14,458**	**14,999**	**15,519**
总资产	**21,506**	**25,035**	**29,223**	**34,284**	**38,560**
短期贷款	20	443	421	400	380
应付账款	4,496	5,562	6,907	8,892	9,856
其他短期负债	196	112	160	201	227
总流动负债	**4,711**	**6,117**	**7,488**	**9,493**	**10,463**
长期贷款	94	1,858	1,765	1,677	1,593
长期应付账款	1,261	932	2,825	3,724	4,345
其他长期负债	182	137	93	97	102
总长期负债	**1,536**	**2,928**	**4,683**	**5,498**	**6,040**
总负债	**6,248**	**9,044**	**12,171**	**14,991**	**16,503**
股本	8	8	8	8	8
储备及其他资本项目	15,212	15,724	16,798	19,051	21,826
股东权益	**15,219**	**15,732**	**16,805**	**19,058**	**21,834**
非控股权益	39	258	246	234	222
总权益	**15,259**	**15,990**	**17,052**	**19,293**	**22,056**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	875	(117)	844	1,228	1,601
合资企业/联营公司收入调整	33	14	20	20	20
折旧及摊销	670	702	767	885	999
营运资本变动	202	(1,140)	1,622	1,456	1,271
利息调整	(12)	79	163	210	241
税费	(161)	(46)	(127)	(184)	(240)
其他经营活动现金流	232	811	698	947	1,128
经营活动现金流	**1,838**	**302**	**3,986**	**4,562**	**5,020**
资本开支	(259)	(232)	(314)	(385)	(430)
投资活动	(2,993)	(163)	(346)	(1,007)	(1,121)
其他投资活动现金流	1,690	(3)	(115)	(60)	(39)
投资活动现金流	**(1,563)**	**(397)**	**(775)**	**(1,452)**	**(1,589)**
负债净变动	0	1,424	(115)	(109)	(104)
权益净变动	204	111	222	196	126
其他融资活动现金流	(224)	0	0	0	0
融资活动现金流	**(20)**	**1,535**	**107**	**86**	**22**
汇率收益/损失	(14)	61	0	0	0
年初现金	**1,804**	**2,046**	**3,547**	**6,865**	**10,062**
年末现金	**2,046**	**3,547**	**6,865**	**10,062**	**13,515**

财务比率

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.330	(0.070)	0.325	0.467	0.601
全面摊薄每股收益	0.329	(0.066)	0.325	0.467	0.601
Non-GAAP标准下的每股收益	0.593	0.291	0.753	1.017	1.228
每股账面值	6.913	7.080	7.496	8.426	9.568
利润率分析(%)					
毛利率	74.9	72.6	74.9	75.0	75.1
EBIT利润率	11.9	(0.4)	10.1	11.1	12.3
净利率	9.6	(2.2)	7.2	8.0	9.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	74.9	72.6	74.9	75.0	75.1
经营利润率	13.7	6.5	15.4	16.6	18.0
净利率	17.3	9.8	16.6	17.5	18.6
盈利能力(%)					
ROA	3.6	(0.6)	2.7	3.3	3.8
ROE	4.9	(0.9)	4.5	5.9	6.7
ROIC	NA	(0.2)	4.7	6.2	7.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	1.7	2.0	2.0	2.2
应收账款周转天数	38.8	43.2	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	406.3	477.6	420.0	420.0	420.0

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认： i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员;iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前稱：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康沣生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司及上海小南国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。