

海外休闲、生活及专业服务行业专题研究

在线旅游疫后复苏,新活力撬动竞争格局

2023 年 06 月 06 日

【投资要点】

- ◆ **在线旅游平台发挥枢纽作用,协调上下游资源匹配。**在线旅游是互联网+时代的产物,是指旅游消费者在线预定旅游产品或服务,通过在线支付或线下支付的方式获取旅游资源的商业模式。在线旅游平台的主要盈利模式包括代理模式、批发模式和平台模式。代理模式下,平台收入主要来自佣金,平台不承担库存压力;批发模式下,平台主要通过高买低卖专区差价;平台模式下,平台仅为商家和消费者提供比价,收取软件平台使用费,以广告营销方式进行流量变现。
- ◆ **疫后旅游业迅速回暖,在线旅游市场渗透率持续增长。**2023 年第一季度,国内旅游总人次达 12.16 亿,接近 2022 年年度总人次的一半。“五一”假期期间,全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次,实现国内旅游收入 1480.56 亿元,按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。疫情加速在线旅游渗透率,2023 年第一季度在线旅游渗透率达 60.6%,较 2019 年第一季度增长 56.2%;在线旅游预定交易额达 7875 亿元,同比增长 76.1%,创历史新高。
- ◆ **在线住宿/交通/度假市场的恢复,驱动在线旅游市场规模回升。**在线旅游市场主要包括在线住宿、在线交通和在线度假三大市场,综合对三大市场的未来预测,预计 2026 年在线旅游市场规模将超过 2 万亿元,2023-2026 年市场规模分别达到 17651/19217/20784/22350 亿元,同比增速为 9.7%/8.9%/8.2%/7.5%。
- ◆ **在线旅游市场呈现出“一超多强”的局面,短视频平台崭露头角。**2021 年,在线旅游市场 CR3 为 71.7%,携程、美团和同程分别占比 36.3%/20.6%/14.8%。在获取信息方面,2023 年 3 月,74.9%的用户使用短视频获取旅游信息,超过使用传统 OTA 获取旅游信息的用户占比。在旅游预定服务方面,2023 年 3 月,6.9%的用户通过短视频平台预定旅游服务。

【配置建议】

- ◆ 建议关注**携程(09961.HK)**(国内 OTA 龙头,携程积累了庞大的 B 端资源和下游流量,线上线下渠道不断扩张,打造全球化一站式旅游平台);**同程旅行(07780.HK)**(同程+艺龙资源优势互补,腾讯入股后,微信小程序成为同程艺龙超级流量入口);**美团(03690.HK)**(凭借低端酒店战略占领市场份额,依托美团核心业务导流);**阿里巴巴(09988.HK)**(阿里巴巴集团旗下飞猪以平台化模式差异竞争,“独立”于阿里后专注提高对 C 的端履约能力和对 B 端的服务能力)。

【风险提示】

- ◆ 宏观经济波动风险;
- ◆ 旅游业恢复不及预期;
- ◆ 行业竞争加剧;

 **东方财富证券**
Eastmoney Securities
挖掘价值 投资成长

强于大市 (维持)**东方财富证券研究所**

证券分析师:高博文

证书编号:S1160521080001

联系人:班红敏

电话:021-23586475

相关研究

正文目录

1. 疫情云雾消散，在线旅游行业反转机会来临	4
1.1. 在线旅游平台在产业链中游发挥枢纽作用，优化供需配置	4
1.2. 疫情缓和，旅游业复苏势头强劲	5
1.3. 互联网普及奠定在线旅游的基础，疫情加速线上旅游渗透率	6
2. 供给端推动市场规模恢复增长，消费趋势出现新变革	7
2.1. 住宿/交通/度假三轮驱动，在线旅游市场规模疫后有望恢复增长	7
2.1.1. 酒店业经营效益改善，非标住宿注入新动力	8
2.1.2. 航运和铁路运输回暖，公路客运在线化增量空间大	10
2.1.3. 露营等新型度假模式火爆，推动在线度假市场增长	11
2.2. 市场下沉，Z世代消费者释放消费潜力	12
3. 竞争格局差异化，短视频平台和 Chat GPT 带来新的转变	14
3.1. 市场集中度高，各大在线旅游平台定位布局差异化	14
3.2. 短视频平台崭露头角，ChatGPT 带来竞争要素的转变	15
4. 重点标的分析	17
4.1. 携程：第一大一站式旅游服务平台，率先布局海外市场	17
4.2. 同程旅行：艺龙+同程资源优势互补，微信小程序赋能流量转化	20
4.3. 美团：“沉下去”占领低端市场，发挥核心业务导流作用	22
4.4. 飞猪：平台化模式差异竞争，打造在线旅游新生态	24
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1：在线旅游产业链全景图	4
图表 2：在线旅游平台运营模式	5
图表 3：国内旅游市场综合景气指数	5
图表 4：我国旅游人次和增速	6
图表 5：我国旅游收入和增速	6
图表 6：2010-2022 年中美互联网普及率对比 (%)	6
图表 7：2017Q1-2023Q1 我国在线旅游渗透率 (%)	7
图表 8：2017Q1-2023Q1 我国在线旅游预定交易额及增速 (%)	7
图表 9：2021-2026 年中国在线旅游行业市场规模及增速预测	7
图表 10：2016-2022 年在线住宿市场规模及增速	8
图表 11：图表 12：2018-2022 华住/首旅集团酒店业务销售佣金占比 (%)	8
图表 12：华住集团 2021 年 1 月-2022 年 1 月混合模式下 RevPAR 较 2019 年恢复水平与对应新冠新确诊人数	9
图表 13：华住集团 2022 年 2 月-2022 年 10 月混合模式下 RevPAR 较 2019 年恢复水平与对应新冠新确诊人数	9
图表 14：2022 年国内酒店业整体连锁化率 (%)	9
图表 15：截止 2022 年 1 月 1 日中国前 10 家酒店品牌市场占有率 (%)	9
图表 16：2017-2021 民宿行业市场规模 (亿元)	10
图表 17：2022 中国民宿全国分销渠道间夜占比 (%)	10
图表 18：2016-2022 中国在线出行市场规模	10
图表 19：2012Q1-2023Q1 民航发送旅客数趋势 (亿人次)	10
图表 20：2018-2022 年公路客运量及占比	11

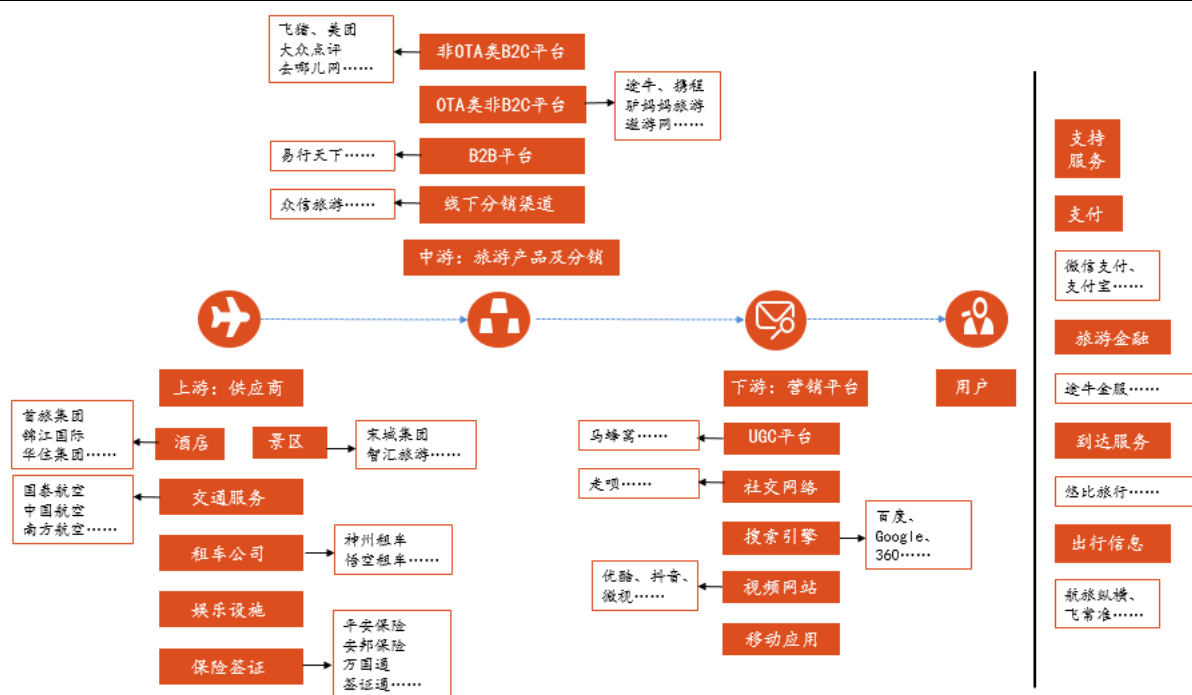
图表 21: 2021 年中国在线出行市场细分业务发展情况.....	11
图表 22: 2016-2022 年中国在线度假市场交易规模及增速.....	12
图表 23: 2018-2022 年城镇居民国内游客人次及占比.....	12
图表 24: 中国在线旅游用户城市等级分布 (%).....	12
图表 25: 全球人口 Z 世代人口规模及占比.....	13
图表 26: 2020-2023 年 3 月我国在线旅游用户年龄分布 (%).....	13
图表 27: Z 世代找寻旅游目的地途径偏好 (%).....	14
图表 28: 在线旅游的 20 年发展 (1999-2018).....	15
图表 29: 2019 年 12-2022 年 12 月主要在线旅游平台月活跃人数 (万).....	15
图表 30: 2021 年中国在线旅游市场份额 (GMV%).....	15
图表 31: 主要在线旅游平台对比.....	16
图表 32: 短视频平台旅游预定服务生态闭环.....	16
图表 33: 2023 年 3 月用户旅游信息获取渠道分析.....	16
图表 34: Chat GPT 插件页面展示图.....	17
图表 35: 携程发展历史.....	18
图表 36: 携程对外投资布局.....	18
图表 37: 携程不同渠道和业务规模.....	19
图表 38: 2022 年 12 月中国主要在线旅游平台月活用户排名 (万人).....	19
图表 39: 携程在线旅游产品矩阵.....	20
图表 40: 同程艺龙大事记.....	21
图表 41: 同程艺龙交通票务与住宿预定 GMV 占比 (%).....	21
图表 42: 同程艺龙合并后收入规模 (百万元).....	21
图表 43: 同程艺龙股权结构图.....	22
图表 44: 同程旅行 ITA 模式图.....	22
图表 45: 美团发展历史.....	23
图表 46: 美团商业模式实现生态闭环.....	23
图表 47: 美团 2015-2021 年国内酒店间夜量 (百万).....	24
图表 48: 飞猪发展历史.....	24
图表 49: 飞猪 OTP 商业模式.....	25
图表 50: 2021 年 7 月飞猪用户分布情况 (%).....	25
图表 51: 行业建议关注公司 (截至 2023 年 6 月 6 日).....	26

1. 疫情云雾消散，在线旅游行业反转机会来临

1.1. 在线旅游平台在产业链中游发挥枢纽作用，优化供需配置

在线旅游平台作为对接上下游的中游平台商，发挥着匹配供需的枢纽作用。在线旅游是互联网+时代的产物，是指旅游消费者在线预定旅游产品或服务，通过在线支付或线下支付的方式获取旅游资源的商业模式。在线旅游平台在产业链中负责整合上游旅游资源（包括交通、住宿、旅游项目等资源，涉及酒店、航司、高铁、景区、租车、保险签证等诸多企业），设计相关旅游产品或服务，借助下游UGC平台、社交网络、搜索引擎等营销平台向旅游消费者提供旅游产品及服务。伴随互联网的发展，大数据赋能在线旅游平台变革，在线旅游平台能够更加准确地对称市场信息，及时地向旅游消费者提供具有针对性的解决方案，更高效的发挥枢纽作用。此外，贯穿整个产业链的还包括对在线旅游提供支持服务的产业例如支付、旅游金融、到达服务、旅游信息等。

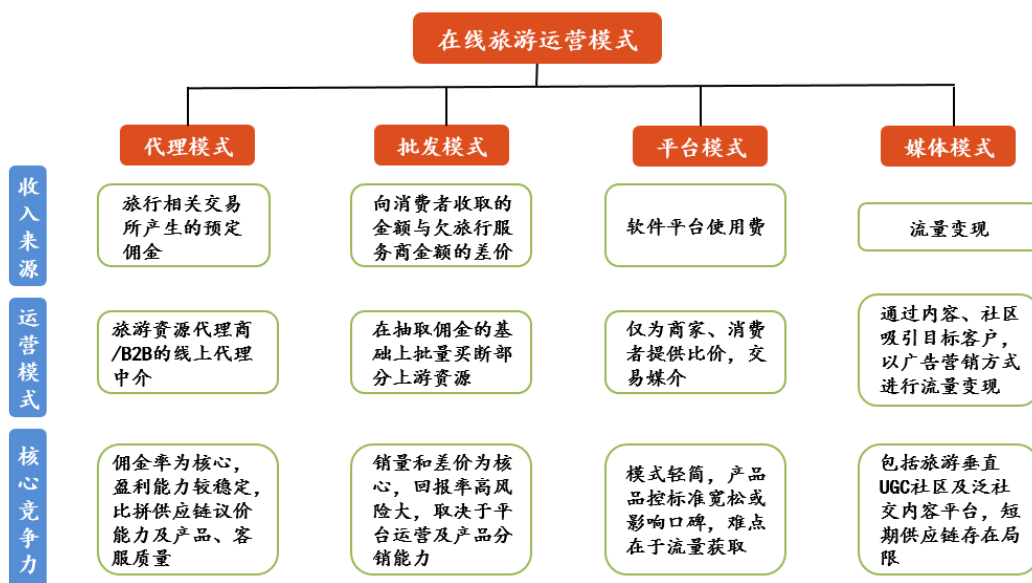
图表 1：在线旅游产业链全景图



资料来源：前瞻产业研究院《中国在线旅游产业全景图谱》，东方财富证券研究所

传统OTA（Online Travel Agency 在线旅游社）以代理模式和批发模式为主，媒体模式和平台模式为在线旅游运营注入新的活力。1）代理模式：以Booking为代表的代理模式收入几乎全部来自旅行服务的预定佣金，平台不承担库存压力，盈利能力较稳定，核心竞争力体现在对上游供应商的议价能力以及产品和客服质量。2）批发模式：以Expedia为代表的批发模式是通过批量买断部分上游资源进行高买低卖，赚取差价，这种模式以销量和差价为核心，回报率高风险大，核心竞争力取决于平台运营及产品分校能力。3）新型模式：与传统模式相比，平台模式更为轻简，仅为商家、消费者提供比价，收取软件平台使用费，但难点在于获取流量。以马蜂窝为代表的媒体模式通过内容、社区吸引目标客户，以广告营销方式进行流量变现。

图表 2：在线旅游平台运营模式

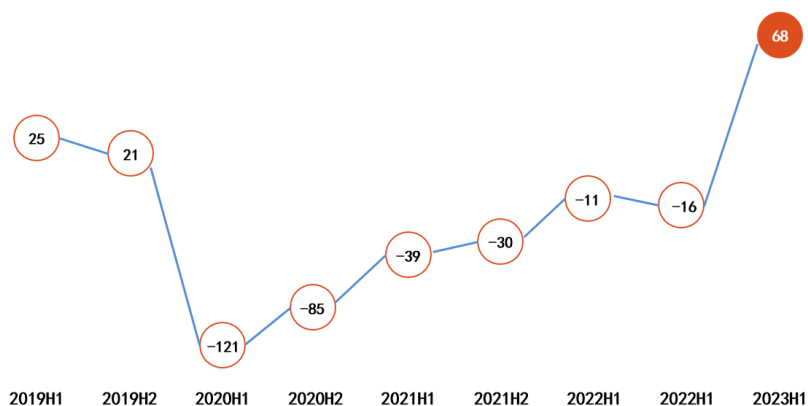


资料来源：Booking 公告，观研报告网《中国在线旅游行业现状深度研究与未来前景分析报告》，东方财富证券研究所

1.2. 疫情缓和，旅游业复苏势头强劲

旅游市场景气指数疫情后首次回正，市场情绪高涨。受疫情影响，2020年以来国内旅游业市场景气指数均为负数，市场情绪较为悲观。2023年初，国内走出疫情的阴霾，2023年上半年综合景气指数自疫情以来首次回归正数，且超出疫情前水平，体现出市场对行业恢复持有强劲信心和积极的预期。

图表 3：国内旅游市场综合景气指数

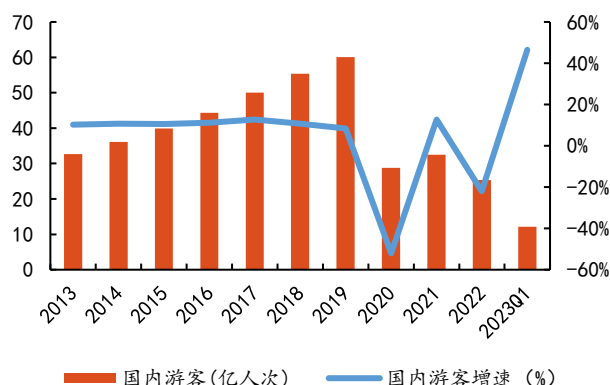


资料来源：CHAT 资讯《2023年上半年中国国内旅游市场景气报告》，东方财富证券研究所

第一季度国内旅游人次和收入复苏势头强劲，“五一”假期数据恢复至疫情前水平。2020年爆发新冠疫情后，旅游行业受到重创。2020年度旅游人次和旅游收入出现大幅下降，分别同比下降52.1%和61.1%。2021年和2022年国内旅游情况随着疫情的波动，总量上出现小幅上升及下降，与疫情前有较大差距。自2022年底国内疫情政策放开以来，文化和旅游业复苏势头强劲。2023年第一季度，国内旅游总人次达12.16亿，接近2022年年度总人次的一半，较上年度同期增长46.5%。“五一”假期期间，全国国内旅游出游合计2.74亿

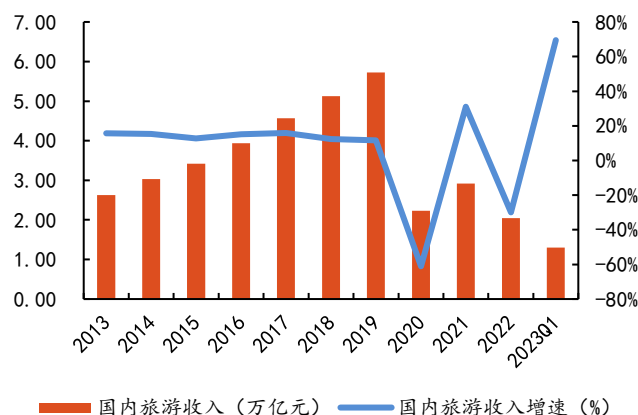
人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。

图表 4：我国旅游人次和增速



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 5：我国旅游收入和增速

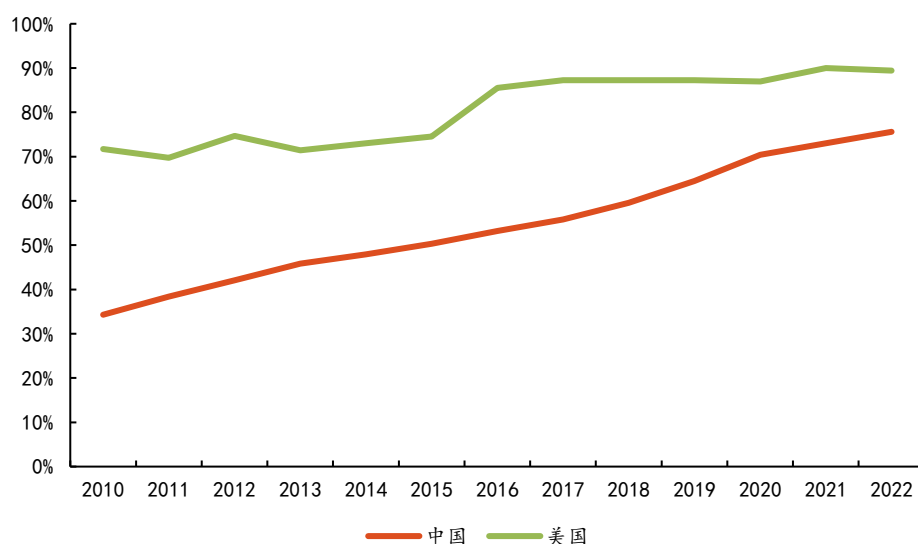


资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

1.3. 互联网普及奠定在线旅游的基础，疫情加速线上旅游渗透率

互联网普及率稳定增长，与美国相比仍有渗透空间。根据 Statista 数据，自 2010 年 12 月至 2022 年 12 月，我国互联网普及率自 34.3% 增长至 75.6%，12 年间复合增速为 6.8%，互联网普及率的提高为在线旅游市场的拓展提供了物质基础。2010 年美国互联网普及率已经达到 71.7%，截至 2022 年 12 月，美国互联网普及率上升至 89.4%，比我国高 18.3%。因此，未来我国互联网普及率仍有增长空间。

图表 6：2010-2022 年中美互联网普及率对比 (%)

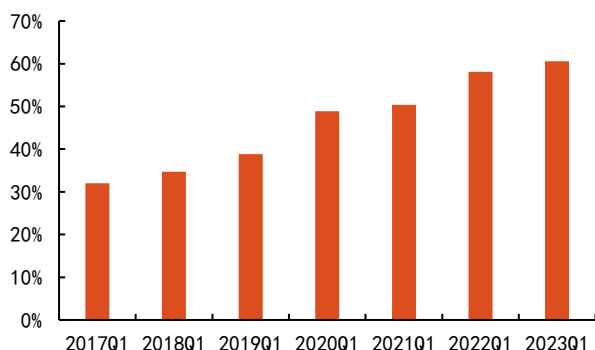


资料来源：中国互联网信息中心第 51/47/45 次《中国互联网发展状况统计报告》，Statista 数据库“美国 2000-2023 年互联网普及率”，东方财富证券研究所

疫情加速在线旅游渗透率，在线旅游 GMV 创历史新高。疫情冲击了线下经济，但却推动了旅游业向线上迁移。在互联网普及率逐步提高的同时，在线旅游渗透率也持续增长，2023 年第一季度在线旅游渗透率达 60.6%，较疫情前

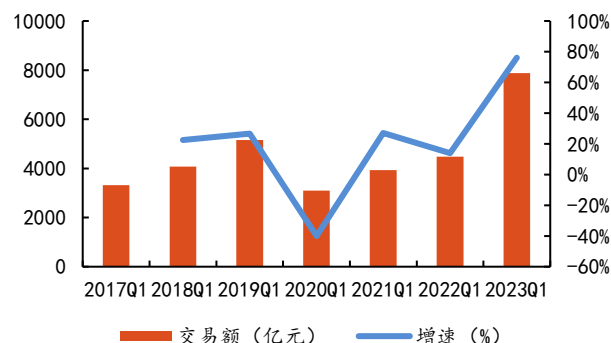
(2019 年第一季度) 增长了 21.8pcts。疫情初期, 在线旅游预定市场受到巨大冲击, 2020 年第一季度交易额较 2019 年第一季度同比下降了 40.1%。随着政府对疫情的科学化管理逐步生效, 在线旅游市场也逐步恢复, 2023 年第一季度在线旅游预定交易额达 7875 亿元, 同比增长 76.1%, 创历史新高。

图表 7: 2017Q1-2023Q1 我国在线旅游渗透率 (%)



资料来源: Fastdata 《2023年中国旅游业复苏趋势报告》, 东方财富证券研究所

图表 8: 2017Q1-2023Q1 我国在线旅游预定交易额及增速 (%)



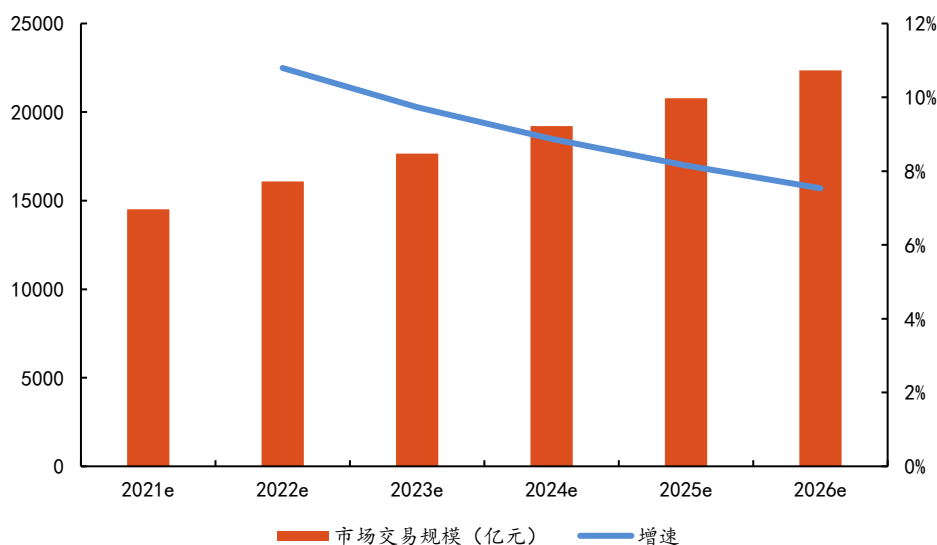
资料来源: Fastdata 《2023年中国旅游业复苏趋势报告》, 东方财富证券研究所

2. 供给端推动市场规模恢复增长, 消费趋势出现新变革

2.1. 住宿/交通/度假三轮驱动, 在线旅游市场规模疫后有望恢复增长

在线旅游市场主要包括在线住宿、在线交通和在线度假三大市场, 未来伴随消费增长, 旅游业的恢复, 前瞻产业研究院预计在线旅游市场规模将持续增长, 但增速会放缓。预计 2026 年在线旅游市场规模将超过 2 万亿元, 2023-2026 年市场规模分别达到 17651/19217/20784/22350 亿元, 同比增速为 9.7%/8.9%/8.2%/7.5%。

图表 9: 2021-2026 年中国在线旅游行业市场规模及增速预测

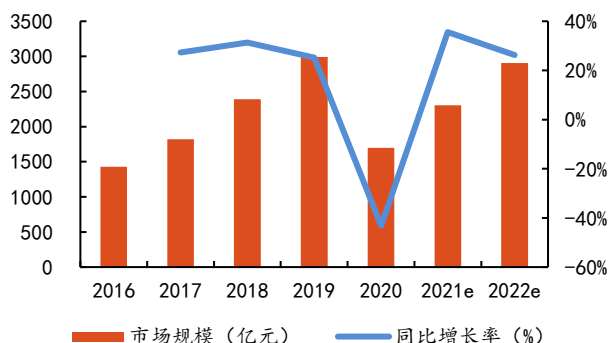


资料来源: 前瞻产业研究院《2021 年中国在线旅游行业市场规模、竞争格局及发展前景分析》, 东方财富证券研究所

2.1.1. 酒店业经营效益改善，非标住宿注入新动力

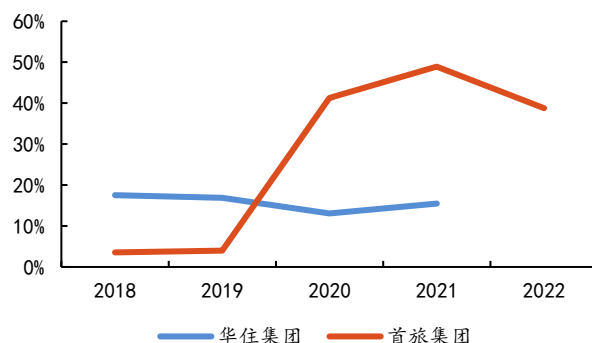
在线住宿市场规模恢复正增长，酒店集团住宿业务销售佣金占比高。根据艾瑞咨询数据统计，自 2016 年至 2019 年，我国在线住宿市场规模以 27.9% 的 CAGR 从 1429.1 亿元增长至 2992.2 亿元，2020 年受疫情影响，同比下降 43.2%，但随着疫情的缓和，在线住宿市场规模将恢复增长，预计 2022 年恢复至 2906 亿元，恢复至 2019 年水平的 97.1%。根据华住集团和首旅集团的公告数据，向 OTA 平台支付的销售佣金是公司销售费用的主要组成部分之一，2021 年首旅集团酒店业务分部的销售佣金占销售费用比重高达 48.9%，大型连锁酒店集团对 OTA 平台的依赖程度为 OTA 平台的在线酒店预订业务发展提供了发展空间。

图表 10：2016-2022 年在线住宿市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询《2021年中国在线旅游行业研究报告》，东方财富证券研究所

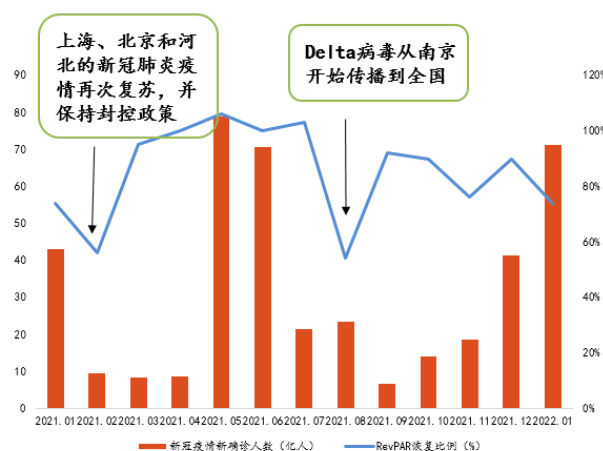
图表 11：图表 12：2018-2022 华住/首旅集团酒店业务销售佣金占比 (%)



资料来源：华住集团公司公告，首旅集团公司公告，东方财富证券研究所

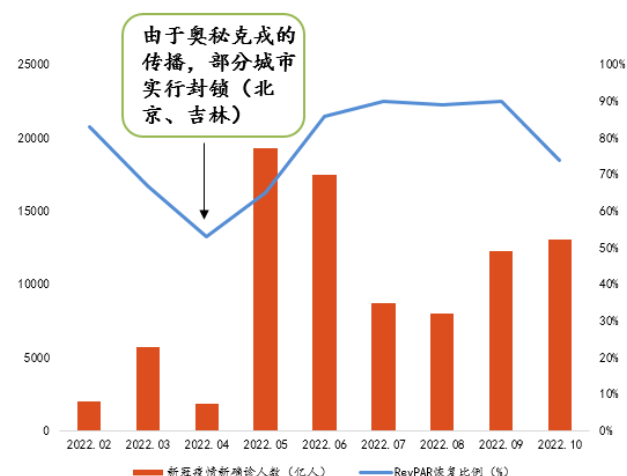
RevPAR 和酒店入住率随疫情恢复提升，酒店业经营效益改善。RevPAR 指 Revenue per Available Room 每间可售房收入，是衡量酒店行业业绩表现的重要指标，根据华住集团公告和新冠数据统计，在疫情较为缓和阶段，酒店混合模式下的 RevPAR 较 2019 年恢复至 90% 以上。根据 Fastdata 数据统计，2023 年 1-2 月上海高端酒店入住率达 51.5%，恢复至 2019 年的 86%，RevPAR 恢复至 2019 年同期比例的 82%。预计随着旅游经济的复苏，酒店经营效益会持续改善。

图表 12: 华住集团 2021 年 1 月-2022 年 1 月混合模式下 RevPAR 较 2019 年恢复水平与对应新冠新确诊人数



资料来源：华住集团2022年第三季度报告，Our World In Data数据库，“每日每百万人新确认的新冠肺炎病例”，东方财富证券研究所

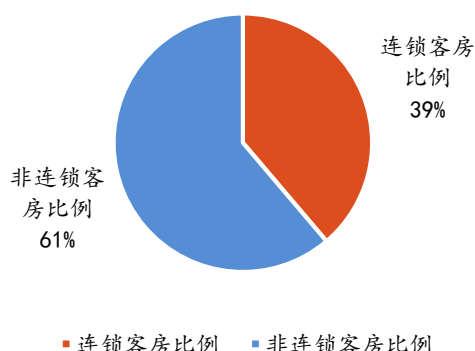
图表 13: 华住集团 2022 年 2 月-2022 年 10 月混合模式下 RevPAR 较 2019 年恢复水平与对应新冠新确诊人数



资料来源：华住集团2022年第三季度报告，Our World In Data数据库“每日每百万人新确认的新冠肺炎病例”，东方财富证券研究所

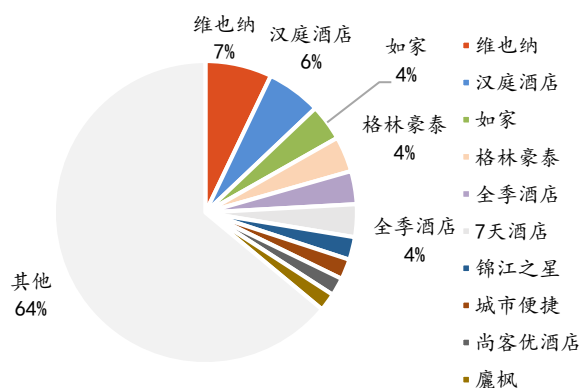
国内酒店连锁率和集中度较低，在线旅游市场上游生态健康。中国饭店协会发布的《2023 年中国酒店业发展报告》数据显示，截止 2022 年 12 月 31 日，内地（大陆）连锁客房数是 553 万间，连锁化率约为 39%，与发达国家 60% 以上的酒店连锁化率相比，仍有较大的连锁化空间。低连锁率一定程度上影响了酒店集团的直销能力，为在线旅游平台向上竞争议价提供了空间。截至 2022 年 1 月 1 日，我国酒店市场集中度较低，CR5 仅为 24.1%，作为在线旅游市场上游，生态较为健康。

图表 14: 2022 年国内酒店业整体连锁化率 (%)



资料来源：中国饭店协会《2023年中国酒店业发展报告》，东方财富证券研究所

图表 15: 截止 2022 年 1 月 1 日中国前 10 家酒店品牌市场占有率 (%)

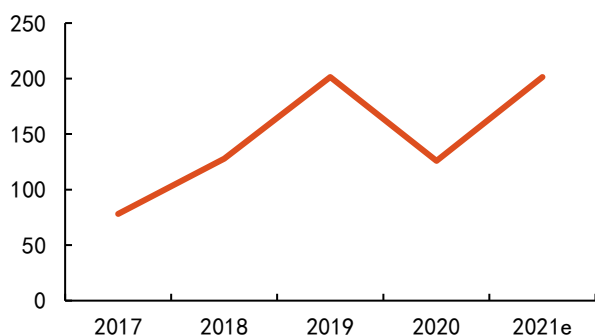


资料来源：中国饭店协会《2023年中国酒店业发展报告》，东方财富证券研究所

非标住宿迅速发展，成为在线住宿市场的新驱动力。非标住宿是以民宿为代表的非标准化住宿产业，能够更好的满足消费者的个性化需求。我国民宿市场起步较晚，增速较快，2017 至 2019 年民宿行业市场规模由 78.1 亿元增长至 201.4 亿元，年复合增速为 60.58%。2020 年受疫情影响市场规模下降 37.5%，

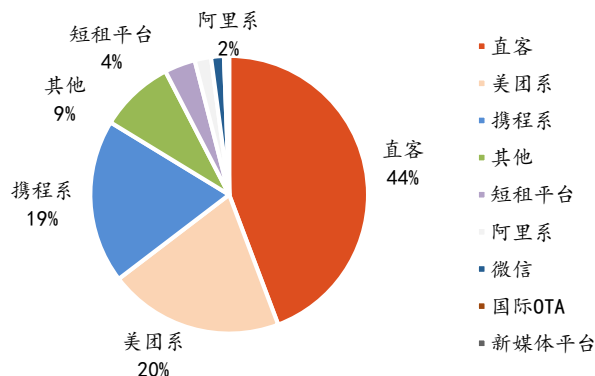
但民宿总量仍然在增长。预计 2021 年市场规模将恢复至 2019 年同期水平的 100%。由于民宿行业中个体工商户占比较高，除了通过垂直平台出租房源以外，更需要依托携程、飞猪等 OTA 平台的公域流量来获客。据酒店之家平台统计，2022 年美团、携程和阿里三大 OTA 平台在全国民宿分销渠道间夜占比达 41.4%。

图表 16：2017-2021 民宿行业市场规模（亿元）



资料来源：海狸云旅游大数据《2022 民宿行业研究报告》，东方财富证券研究所

图表 17：2022 中国民宿全国分销渠道间夜占比（%）

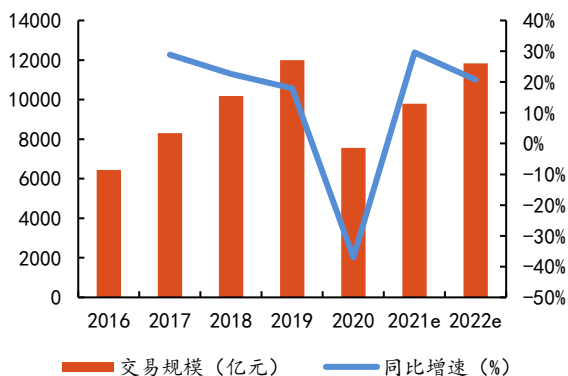


资料来源：酒店之家《2022 年中国住宿业发展报告》，东方财富证券研究所

2.1.2. 航运和铁路运输回暖，公路客运在线化增量空间大

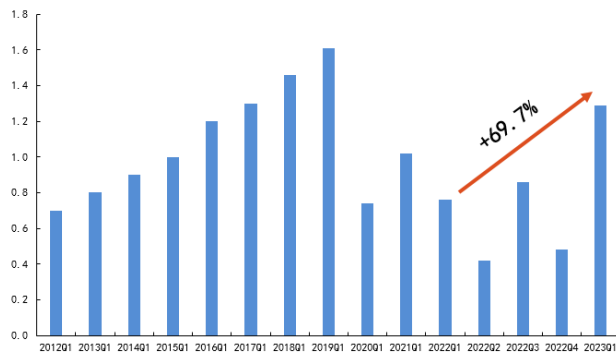
航运和铁路运输回暖，在线出行市场规模有望恢复。根据数据，2016-2019 年我国在线出行市场规模自 6441.5 亿元增长至 11993.7 亿元，三年年复合增长速度为 23.02%。2020 年受疫情影响，市场规模下降 37%。2023 年第一季度，全国铁路旅客发送量达 7.89 亿人次，同比增长 67.5%，恢复到 2019 年同期水平的 92.5%左右。民航业复苏趋势也较为明显，2023 年第一季度民航发送旅客达 1.3 亿人次，同比 2022 年增长 69.7%，恢复到 2019 年同期水平的 80.1%。预计伴随铁路运输和航空运输业的回暖，在线出行市场规模也会回升。

图表 18：2016-2022 中国在线出行市场规模



资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国在线旅游行业研究报告》，东方财富证券研究所

图表 19：2012Q1-2023Q1 民航发送旅客数趋势（亿人次）



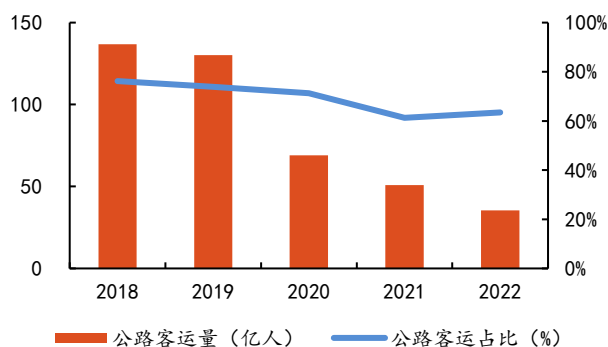
资料来源：Fastdata《2023 年中国旅游业复苏趋势报告》，东方财富证券研究所

OTA 是在线机票预定的主要渠道，依托流量基础与规模效应提高自身话语

权。尽管国内航司的集中度较高,2017-2021 年中国民航运输行业 CR3 在 66%-72% 的区间内波动,但由于没有完善的会员与平台运营体系,OTA 平台的向上话语权较高,在在线机票预定市场中占据了较高的份额,根据相关数据统计,OTA 平台的交易额占比我国在线机票预定市场比例达 80%。疫情期间,航司将国际机票业务全面改为直销,冲击了 OTA 平台的国际机票预定业务。未来,OTA 平台可以依托自身的流量基础、非航增值服务以及平台技术运营优势保持自己的市场竞争力。

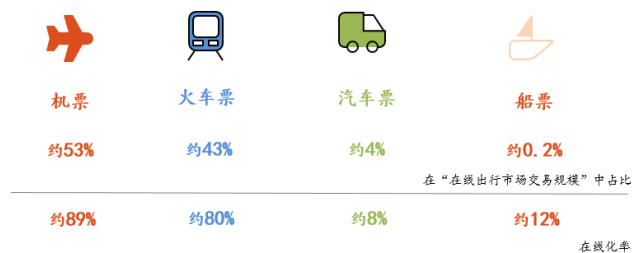
公路客运量占比大,线上化率低为 OTA 平台获取新型流量创造空间。汽车仍是国人出行的主要方式之一,据国家统计局数据,2018-2022 年公路客运量占比旅游运输总量虽有下降,但 2022 年仍旧占比 63.5%左右。但由于公路客运的产业结构特征,如市场集中度低、区域化特征明显等,导致汽车票的在线化率较低,约 8%,在在线出行市场交易规模中占比约 4%,未来有较高的线上化提高空间。

图表 20: 2018-2022 年公路客运量及占比



资料来源:国家统计局,东方财富证券研究所

图表 21: 2021 年中国在线出行市场细分业务发展情况

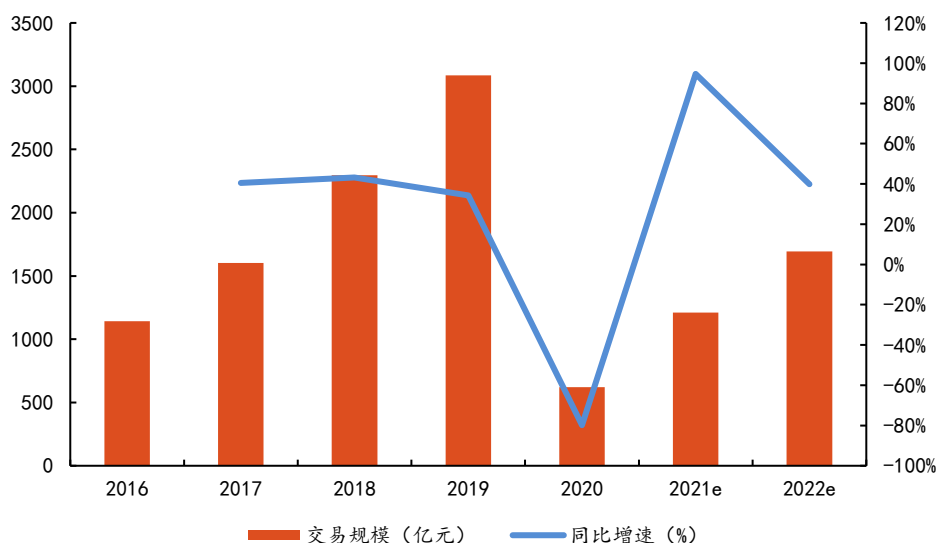


资料来源:艾瑞咨询《2021 年中国在线旅游行业研究报告》,东方财富证券研究所

2.1.3. 露营等新型度假模式火爆,推动在线度假市场增长

微度假模式兴起,在线度假市场稳步回升。我国在线度假市场规模在疫情前稳定增长,根据艾瑞咨询数据统计,2016 至 2019 年市场规模由 1141.4 亿元增长至 3084.6 亿元,三年复合增速为 39.3%。疫情爆发对度假需求造成巨大打击,2020 年在线度假市场交易规模同比下降 79.8%。但伴随疫情恢复,在线度假仍旧具有回升空间。一方面,从旅游用户的旅行类型分析来看,休闲度假仍然是消费者旅行的主要方式,占比超八成。另一方面,在疫情防控下,露营市场作为一种微度假模式随之火爆起来,为在线度假市场注入新的动力。根据数据,2021 年中国露营经济核心市场规模达到 747.5 亿元,同比增长 62.5%,预计 2025 年中国露营经济核心市场规模将上升至 2483.2 亿元,2021-2025 年复合增速为 35.01%。

图表 22：2016-2022 年中国在线度假市场交易规模及增速

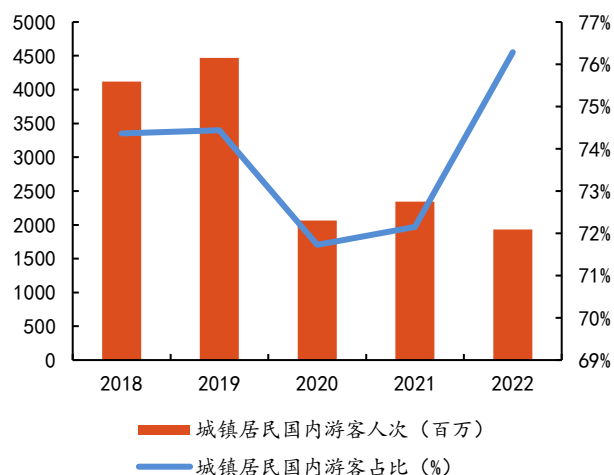


资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国在线旅游行业研究报告》，东方财富证券研究所

2.2. 市场下沉，Z 世代消费者释放消费潜力

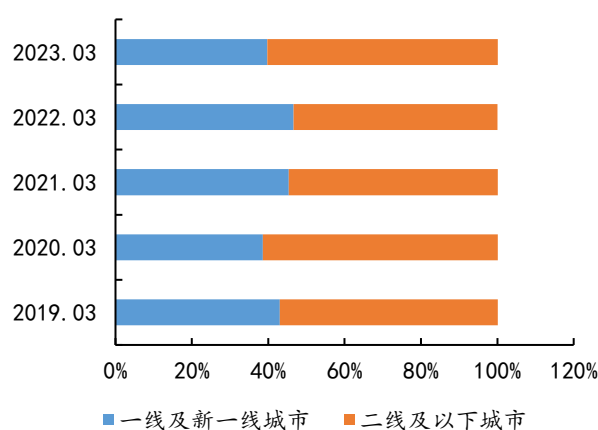
城镇居民是我国旅游出行的主力军，低线城市旅游需求持续增长。1) 城镇居民国内旅游人次占比超过 3/4。国家统计局数据显示，2018 年我国城镇居民国内游客人次达 41.19 亿人次，占比国内游客人次 74.4%，受疫情影响城镇居民游客人次自 2020 年开始有所下降，但占比国内旅游人口于 2022 年有所回升，达到 76.3%。2) 二线及以下城市在线旅行用户持续扩容。自 2019 年，二线及以下城市在线旅游用户持续扩容，并于疫情恢复阶段回升较快。据 Fastdata 统计，2023 年 3 月二线及以下城市在线旅游用户占比达 60.3%，同比增长 6.9pcts，与疫情前 2019 年 3 月比也有小幅增长。一线及新一线城市则同比下降 6.8pcts，与疫情前 2019 年 3 月同比小幅下降。

图表 23：2018-2022 年城镇居民国内游客人次及占比



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

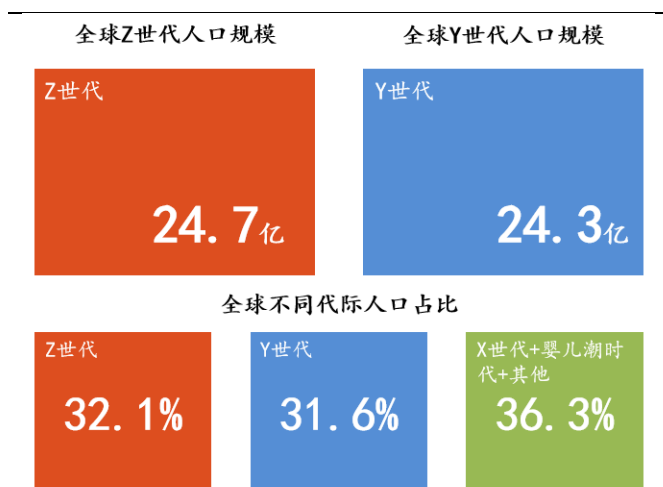
图表 24：中国在线旅游用户城市等级分布 (%)



资料来源：Fastdata《2023 年中国旅游业复苏趋势报告》，东方财富证券研究所

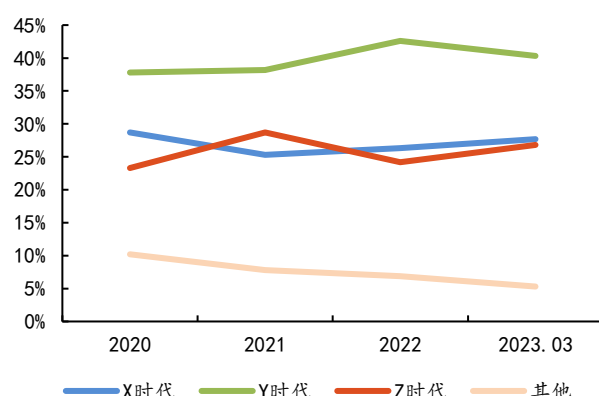
Z 世代跻身世界人口规模第一，引领在线旅游趋势变革。X 世代是指 1965-1980 年出生的人，是未知、迷茫的一代人；Y 世代是指 1980-1995 年出生的人，他们经历了电脑和因特网的迅速普及，由此形成了与 X 世代截然不同的生活态度和价值观；Z 世代是指 1995-2010 年出生的人，是数字技术的原住民。2021 年，全球 Z 世代人口规模达 24.7 亿人次，超过 Y 世代成为全球人口规模最大的人群。根据用户生命价值周期理论，Z 世代消费者开始步入人生财富积累起步期，具有较大的消费潜力并开始引领新的消费趋势变革。2020 年至 2023 年 3 月，Z 世代消费者在我国在线旅游用户中占比在 23%-29% 的区间波动，对旅游行业带来的消费方式重塑已经开始。

图表 25：全球人口 Z 世代人口规模及占比



资料来源：Fastdata《2021年中国在线旅游行业报告》，东方财富证券研究所

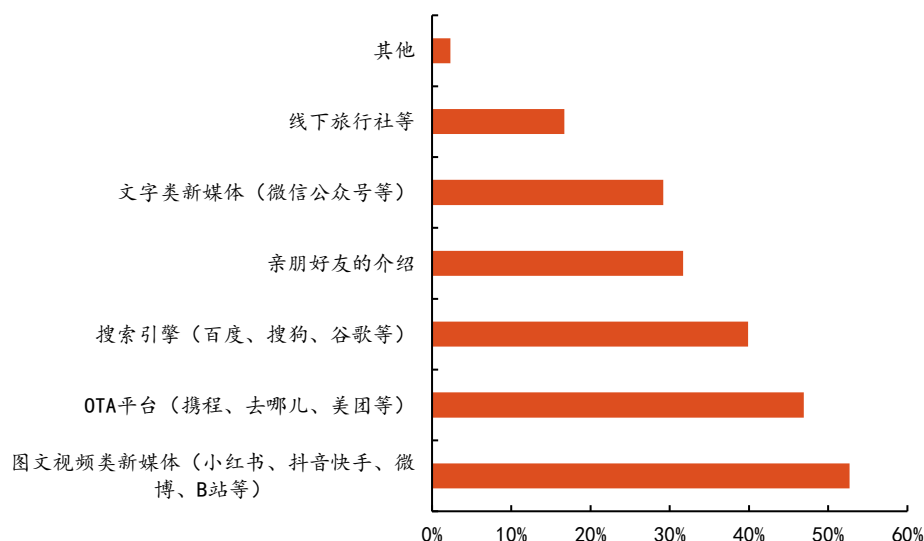
图表 26：2020-2023 年 3 月我国在线旅游用户年龄分布 (%)



资料来源：Fastdata《2021年中国在线旅游行业报告》《2023年中国旅游业复苏趋势报告》，东方财富证券研究所

Z 世代消费者更加偏好内容化，新媒体平台成为安排出行的首选途径。根据 HCR 慧辰联合《每日经济新闻》发布的问卷调查显示，约 52.7% 的“Z 世代”在找寻旅游目的地时会使用如小红书、抖音快手、微博等图文视频类新媒体，占比已经超过传统 OTA 平台，大部分“Z 世代”消费者会先通过图文视频类新媒体“种草”，获取旅游攻略，然后通过 OTA 平台如携程、美团等预定行程安排出游。在预定安排出游的环节，新视频媒体也迅速成为“Z 世代”的主要选择，抖音快手等各类电商平台占比达到 45%。这种转变体现出“Z 世代”对直播、短视频、图文分享等内容的偏好，OTA 产业必须适应消费习惯的改变，做出针对内容化的变革。

图表 27: Z 世代找寻旅游目的地途径偏好 (%)



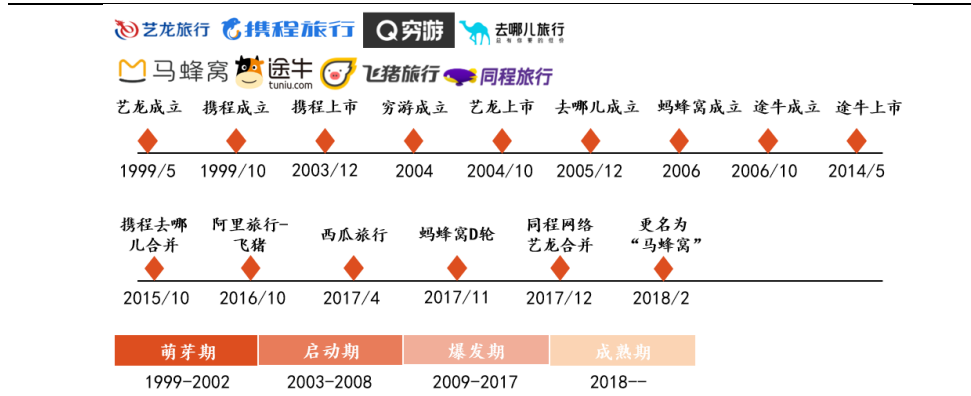
资料来源: HCR 慧辰股份《2022 年新旅游消费洞察趋势报告》, 东方财富证券研究所

3. 竞争格局差异化, 短视频平台和 Chat GPT 带来新的转变

3.1. 市场集中度高, 各大在线旅游平台定位布局差异化

愈来愈多市场主体步入在线旅游行业, 激烈竞争中逐渐形成成熟的市场格局。从 2019 年至今, OTA 行业经过二十多年的发展, 激烈的竞争让市场走向成熟。1) **萌芽期**: 1999-2002 年, 中国初进入互联网时代, 携程和艺龙成为在线旅游的领头羊, 在互联网平台上提供机票和酒店代理预定服务。2) **启动期**: 2003-2008 年, 去哪儿、马蜂窝、途牛等知名的 OTA 平台成立, 携程和艺龙分别上市。3) **爆发期**: 2009-2017 年, 途牛旅行上市, 互联网巨头开始布局 OTA 市场, 阿里巴巴和美团分别成立飞猪旅行和西瓜旅行。携程通过战投和收购手段迅速扩张, 战略投资同程, 收购艺龙股权, 取得去哪儿控股权。4) **成熟期**: 2018 年至今, 各大平台开始差异化布局。2020 年新冠疫情爆发对行业产生了巨大的负面影响, 各平台积极寻求提高生存能力, 抓住机遇迅速恢复。

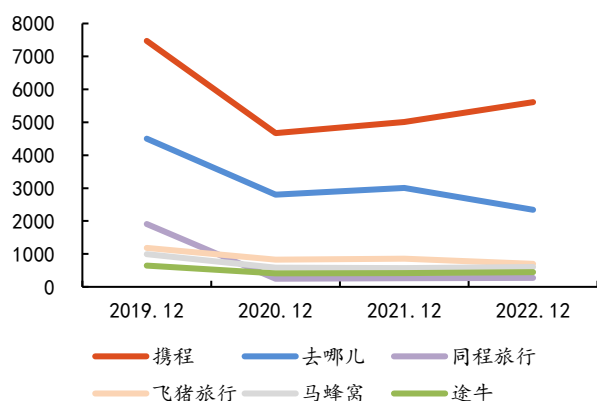
图表 28：在线旅游的 20 年发展（1999-2018）



资料来源：迈点《在线旅游 20 年的过去、现在和未来》，穷游、去哪儿、马蜂窝、途牛公司官网，东方财富证券研究所

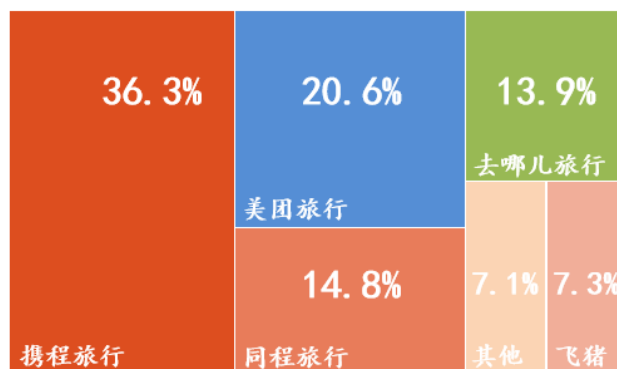
在线旅游市场呈现出一超多强的局面，携程长期位居市场份额榜首。我国在线旅游市场集中度较高，呈现出“一超多强”的竞争格局。携程凭借长期的用户积累、全面的旅游产品服务和对上游供应链的多年深耕，在市场中始终占据主导地位，MAU（Monthly Active Users 月活跃用户人数）长期领先于市场其他竞争者。即使受到了疫情的冲击，但在疫情恢复后也迅速反转，2022 年 12 月 MAU 同比恢复到 2019 年 12 月的 75.2%。美团依托强大的私域流量，开拓在线旅行业务，迅速在线旅行市场中占领一席之地。根据数据统计，2021 年 CR3 为 71.7%，前三名分别为携程、美团和同程，分别占比 36.3%/20.6%/14.8%。

图表 29：2019 年 12-2022 年 12 月主要在线旅游平台月活跃人数（万）



资料来源：电数宝截至 2022 年 12 月《App 月活数据榜单》，东方财富证券研究所

图表 30：2021 年中国在线旅游市场份额（GMV%）



资料来源：Fastdata《2021 年中国在线旅游行业报告》，东方财富证券研究所

3.2. 短视频平台崭露头角，ChatGPT 带来竞争要素的转变

主要在线旅游平台各自发展路径不同，形成差异化竞争格局。各大在线旅游代表竞争主体在用户定位、产品/服务侧重和核心优势方面均有不同。1) **携程**：国内最早进入在线旅游市场也是最大的 OTA，主要面向商务差旅用户和中年白领，提供全面的在线旅游服务，凭借先发和规模优势掌握上游供应链的话语权。2) **同程艺龙**：由同程网络和艺龙合并而成，主要面向资深旅行人士和中年男性白领，在腾讯入股后，微信小程序成为同程艺龙超级流量入口。3)

美团：美团凭借核心业务和在本地生活市场中的优势，以低端酒店战略快速占领市场份额。**4) 飞猪：**主要面向年轻化的消费者，平台化模式优化资源配置，旅游资源商直接对接消费者，为消费者提供定制化的产品和服务。

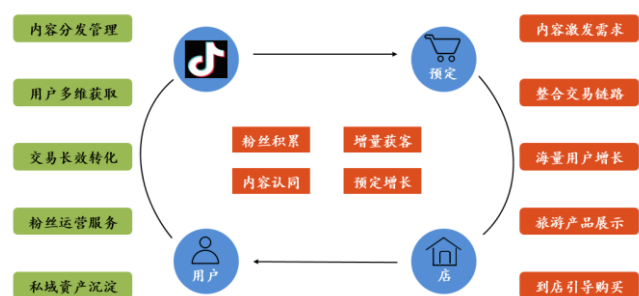
图表 31：主要在线旅游平台对比

公司名称	股东/系别	用户聚集中心特点	产品/服务侧重	核心优势
携程	百度	商务差旅用户，中年白领	全品类	先入者优势，深耕供应链，率先“出海”，打造全球在线旅游平台
同程艺龙	腾讯+携程	资深旅行人士，中年男性白领	聚焦下沉市场	腾讯入股后，微信小程序成为同程艺龙超级流量入口
美团	美团	价格为王，极致性价比	中低端酒店，周边游，本地生活延伸	餐饮外卖及到店餐饮两个核心业务引流，酒店到店业务快速扩张
飞猪	阿里	Y世代和X世代，出境游达人	出境游、自由行	OTP模式差异化竞争，利用平台优势优化资源配置

资料来源：Fastdata《2021年中国在线旅游行业报告》，东方财富证券研究所

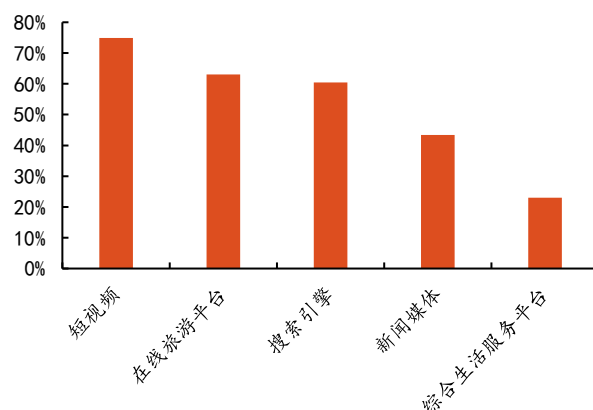
短视频平台形成在线旅游生态闭环，通过内容进攻在线旅游市场。短视频平台是用户获取信息的重要窗口，以抖音为代表的短视频平台通过内容分发管理多维获取用户，再通过内容“种草”激发用户的旅游需求，最后通过整合交易链路引导用户购买，实现从粉丝积累到流量长效转化的生态闭环，其核心能力体现在赋能旅游产业的每一位参与者，释放人与内容的力量。2021年，抖音旅游内容播放量达2.27万亿次，内容已经成为旅游流量获取的重要来源之一。2023年3月，短视频超过传统OTA平台，成为用户最常用的旅游信息获取渠道。在旅游预定服务方面，短视频平台也开始崭露头角，2023年3月有6.9%的用户通过短视频平台预定旅游服务。

图表 32：短视频平台旅游预定服务生态闭环



资料来源：Fastdata《2021年中国在线旅游行业报告》，东方财富证券研究所

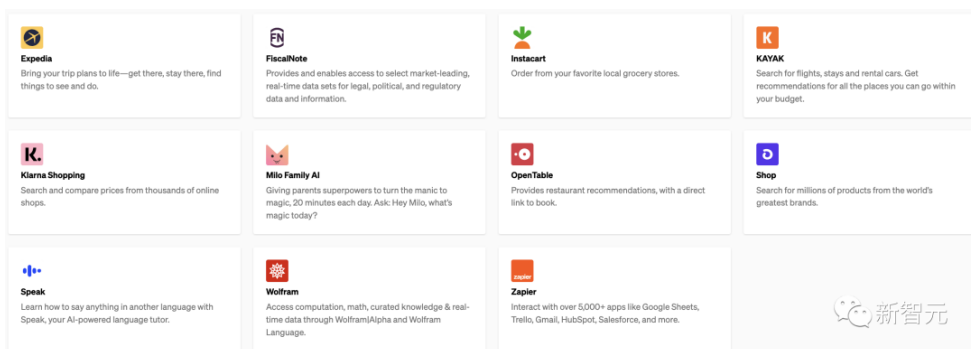
图表 33：2023年3月用户旅游信息获取渠道分析



资料来源：Fastdata《2023年中国旅游业复苏趋势报告》，东方财富证券研究所

ChatGPT 开放插件功能，改变下游流量获取方式。截至 2023 年 3 月，Chat GPT 开放的第一批插件包括美国龙头 OTA 平台 Expedia，ChatGPT 插件会根据用户需求自动安排好行程并提供直接机票预订、酒店预订、租车等商品卡片，用户点击卡片即可直接跳转到对应在线旅游平台官网进行预定。ChatGPT 插件的添加开启了 OTA 下游流量变现的变革，从传统的在 Google、百度、Bing 等搜索引擎上的流量之争，转变到如何成为 Chat GPT 的插件伙伴，成为 Chat GPT 推送的回答中的商品卡片之一。

图表 34：Chat GPT 插件页面展示图



资料来源：新智元官方公众号《ChatGPT 全宇宙大爆炸！开启联网解除封印，无敌插件彻底颠覆体验》，东方财富证券研究所

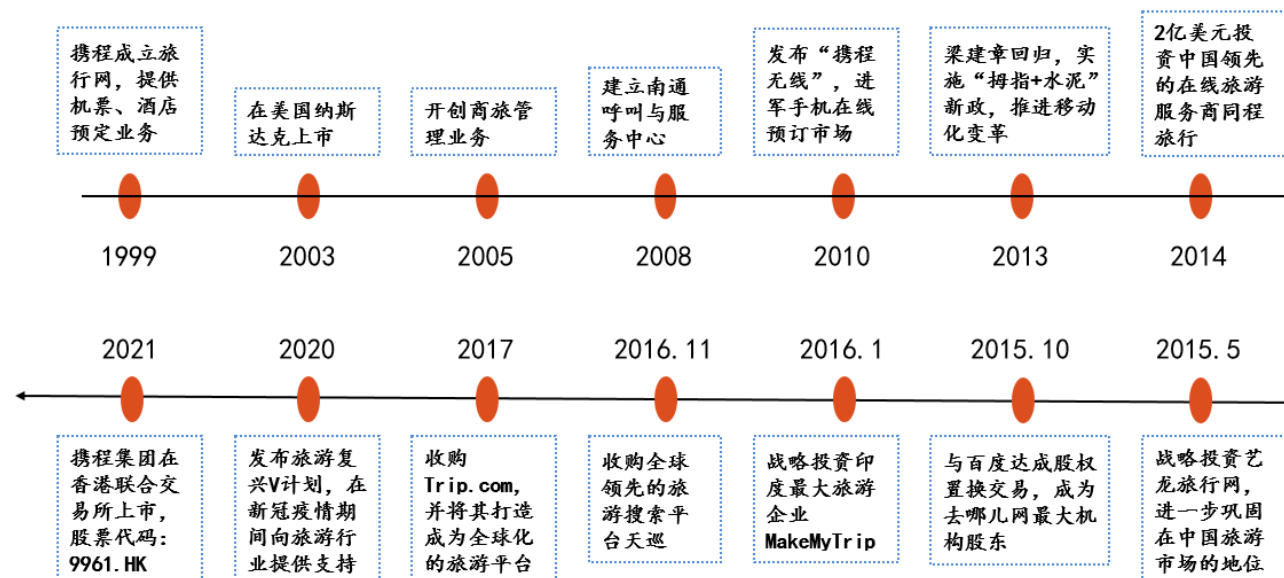
4. 重点标的分析

4.1. 携程：第一大一站式旅游服务平台，率先布局海外市场

携程集团是全球领先的一站式旅游服务供应商，旗下品牌包括 Trip.com、携程旅行、Skyscanner 及去哪儿网。

携程经过长期历史积淀，打造全球化的一站式旅游服务平台。携程集团于 1999 年创立，2003 年在纳斯达克上市（NASDAQ: TCOM），2021 年在香港交易所正式挂牌（HKEX: 09961）。携程是我国最大的在线旅游平台，早期以“在线机票”和“在线酒店”预定业务双轮驱动，不断拓展业务范围，至今已覆盖旅游度假、商旅管理及旅游资讯在内的一站式旅行服务。2014 年开始，携程通过战略投资及收购不断扩张市场版图，率先“出海”，打造全球化的旅游平台。

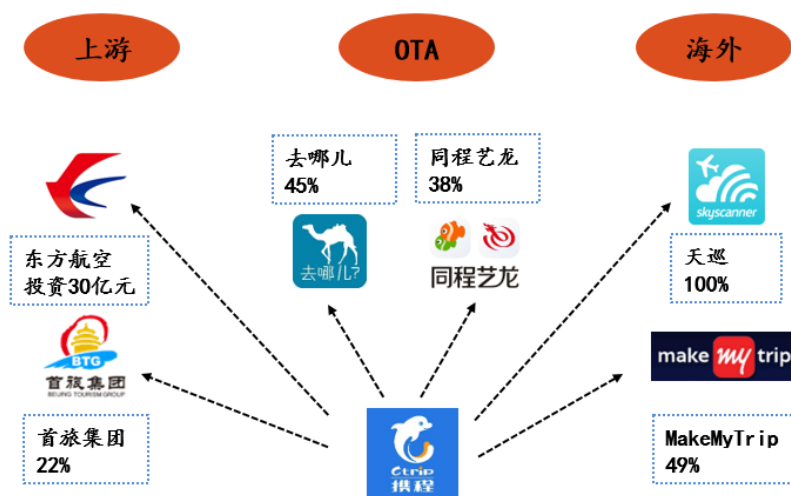
图表 35：携程发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，环球人物公众号《梁建章：用互联网对所有行业重新想象》，东方财富证券研究所

战略投资深耕产业链，率先布局海外市场。作为携程扩大产品和服务提供的计划的一部分，携程集团在大中华区和海外的旅游服务业进行战略投资。1) **OTA 领域：**2015 年 5 月，携程收购了艺龙 38% 的股本，并于 2018 年 3 月投资同程旅行（原名同城-艺龙控股有限公司），以换取过去持有的艺龙的股份。2015 年 10 月，携程与百度达成股权置换交易，获得去哪儿网共计约 45% 的投票权，成为去哪儿网最大机构股东。2) **上游：**2016 年 4 月，携程宣布与中国三大航空运输集团之一的中国东方航空股份有限公司就广泛的产品和服务进行战略合作。同年 6 月，携程通过私募投资约 30 亿元人民币，约等同于 4.66 亿股东航 A 股。同年 12 月，携程通过股权置换获取首旅酒店 22% 的投票权，完善在产业链上游的布局。3) **海外：**2016 年 12 月，携程完成对全球领先旅游搜索公司 Sky Scanner 的收购。2019 年 8 月，携程通过与 Naspers Limited 股权置换，获取 MakeMyTrip 49% 的股权。

图表 36：携程对外投资布局



资料来源：去哪儿/东方航空/首旅集团/天巡/MakeMyTrip 公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

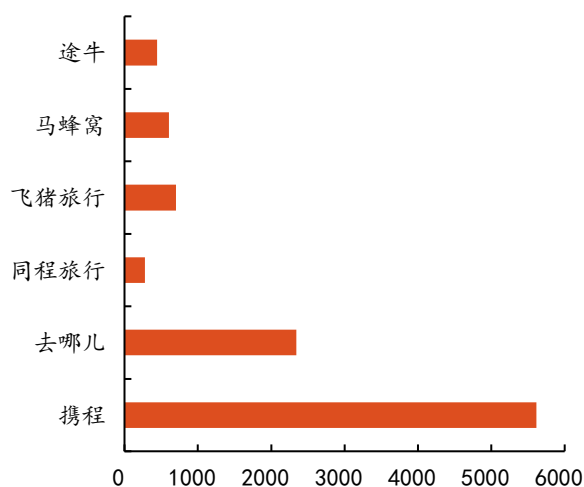
携程积累了庞大的B端资源和下游流量，线上线下渠道不断扩张。携程供应链体系强大，截至2022年12月，携程能够为客户提供超过110万份住宿清单，来自510家航空公司的航班。商旅业务不断成长也为携程累积了大量的B端流量，成为了携程的护城河之一，截至2022年12月，携程服务于约73万家中小企业和14000多家大型企业。在渠道端，线上与线下齐头并进，携程在不断完善线上平台运营的同时“下沉”市场，截至2022年12月，携程国内线下门店总数超过4000家。在C端流量方面，据数据图统计，2022年12月携程在在线旅游平台赛道中，月活用户量排名第一，远远领先于其他竞争者。

图表 37：携程不同渠道和业务规模

项目	规模（截至2022年12月31日）
线上渠道	提供25种语言、30种本地货币和本地网站，通过Sky Scanner提供的产品和服务在全球50多个国家以35种语言可用。
线下门店	线下门店总数超过4000家，覆盖国内300+城市。
全球覆盖酒店数量	提供超过110万份全球住宿清单
全球覆盖航空范围	提供来自510家航空公司的航班，覆盖全球3400个机场，200+国家
商旅业务	服务约73万家中小企业和14000多家大型企业，其中包括300多家500强企业和中国500强企业中的约200家。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 38：2022年12月中国主要在线旅游平台月活用户排名（万人）



资料来源：电数宝截至2022年12月《App月活数据榜单》，东方财富证券研究所

全面的产品矩阵为消费者提供一站式服务体验，携程持续发力提升服务质量。携程以提升用户体验为核心，完善产品矩阵，实现旅行者行前、行中、行后的产品服务全覆盖。自疫情以来，携程更加关注平台服务力的提升。2020年2月，针对新冠疫情推出退改保障政策，为用户提供保障服务。2023年4月27日，携程集团首次发布消费服务领域专题报告《携程集团2023年第一季度服务力报告》，根据《报告》内容，2023年一季度，携程集团国内呼叫中心和海外呼叫中心，累计受理的复杂类事件占比较2019年提升近70%，问题一次性解决率相比2019年同期提升超50%，消费者好评度提高20%。其中，携程集团酒店服务部优质服务的事件达标率同比增长近30%。

图表 39：携程在线旅游产品矩阵



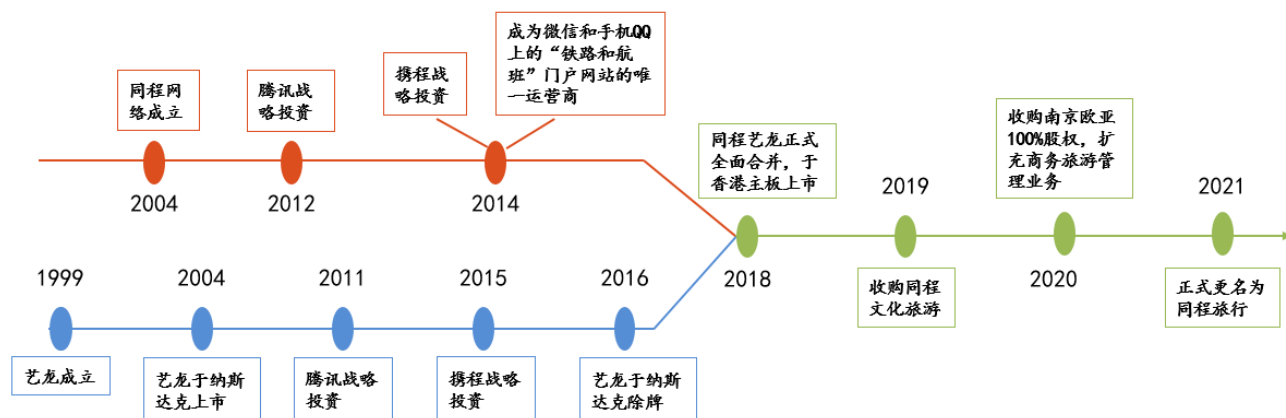
资料来源：前瞻产业研究院《2021 年中国在线旅游行业分析报告》，东方财富证券研究所

4.2. 同程旅行：艺龙+同程资源优势互补，微信小程序赋能流量转化

同程旅行由同程集团旗下艺龙和同程网络合并而成，是中国两大在线旅游平台之一。

同程网络和艺龙分别聚焦在线票务预定和在线住宿预定服务，合并后商业版图不断扩张。1) 艺龙：艺龙于1999年5月成立，提供在线旅游服务，包括提供旅游信息、住宿预订、交通票务和互联网广告。2004年艺龙开曼的美国存托股份在纳斯达克上市，2007年推出艺龙旅行，在战略上专注于提供住宿预定服务。2016年艺龙开曼于纳斯达克除牌。2) 同程网络：2004年3月，同程网络成立，专注于提供旅游行业的B2B服务。2006-2008年，同程网络将重心转移至提供在线旅游服务，包括航空票务及住宿预定服务。2014年同程网络通过其网站ly.com开始提供旅游服务。2018年，艺龙和同程网络合并完成，同年赴香港上市。2019年，同程艺龙收购同程文化旅游。2020年，同程艺龙收购南京欧亚100%股权，扩充上午旅游管理业务。

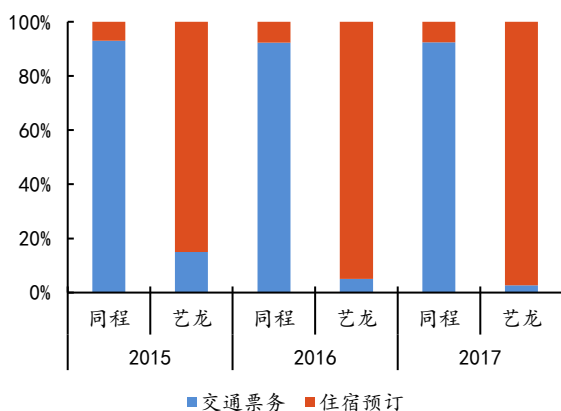
图表 40：同程艺龙大事记



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

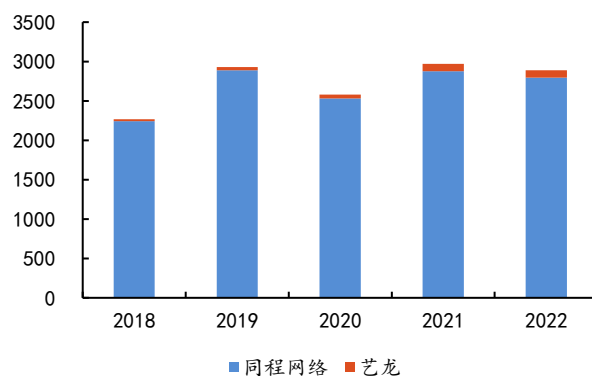
艺龙+同程资源优势互补，合并后收入增长韧性增强。艺龙专注于提供住宿预定服务，同程网络在票务预订方面优势更突出。根据公司公告，2015 至 2017 年同程网络交通票交易额占比分别为 83.5%/95.1%/97.5%，艺龙住宿预订交易额占比分别为 93.7%/92%/92%。同程艺龙合并后规模效应增大，抗风险能力提高，2017 年集团合计 GMV 超过 1000 亿，2018-2019 年营收增长 29.3%，2020 年受疫情影响小幅下降，2021 年就基本恢复至 2019 年同期水平 100%。

图表 41：同程艺龙交通票务与住宿预定 GMV 占比(%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

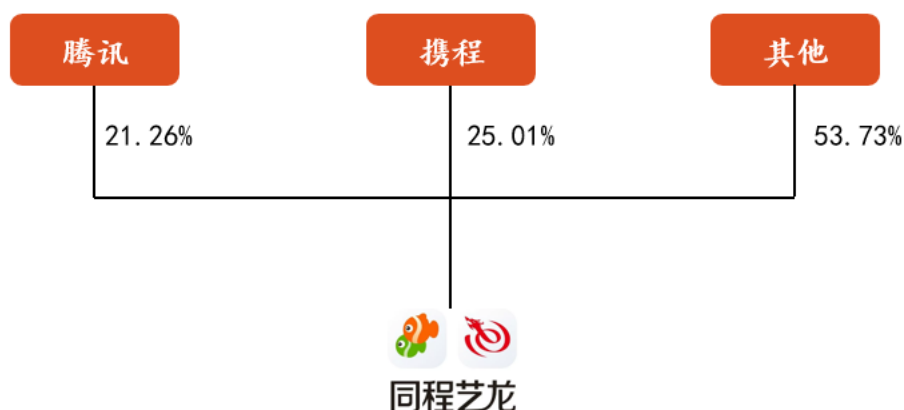
图表 42：同程艺龙合并后收入规模（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

腾讯和携程先后入股同程艺龙，微信小程序成为同程艺龙超级流量入口。腾讯和携程分别于 2012 年和 2014 年投资同程网络，成为同程网络的大股东。截至 2022 年 12 月 31 日，腾讯持股同程艺龙比例为 21.26%。依托腾讯的流量加持，同程艺龙坚持打造微信小程序超级流量入口。受益于腾讯庞大的微信及移动 QQ 用户基础，腾讯旗下平台帮助同程低成本规模化获客。于 2018 年上半年，同程艺龙的腾讯旗下平台的合并平均 MAU 为 123.6 百万，同比增长约 66%。微信用户可透过以下方式在微信生态内进入同程的专有微信小程序：(1) 微信支付（钱包）入口及用户青睐或最常使用的小程序下拉列表。(2) 于腾讯旗下平台投放的互动广告。(3) 微信内的分享及搜索功能。其中，微信支付（钱包）入口或小程序是腾讯旗下平台最大的流量入口，2022 年，约 80% 的平均 MAU 来自微信小程序。

图表 43：同程艺龙股权结构图



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

同程艺龙加快由传统 OTA 向 ITA（Intelligent Travel Assistant 智能出行管家）转型，提高用户体验感和平台自身运营效率。同程艺龙自上市后就加快布局智能交通、智能住宿、AI 客服等领域，逐步摆脱在线旅游平台发展初级阶段的模式，为更多用户提供简单、快捷、智能的出行服务，竭力从 OTA 转型为智能出行管家。2021 年，同程艺龙分别收购湖南省新地科技发展有限公司和长沙金天鹅科技有限公司 100% 股权，加强极数及服务能力，推动在线旅行数字化进程。

图表 44：同程旅行 ITA 模式图

板块	内容
智慧交通	在自主开发的“慧行”系统支持下，可以为用户提供铁路、飞机、汽车及轮渡产品组合的智慧出行选择
智慧住宿	智慧酒店通过虚拟显示技术（VR）订房、刷脸入住、智能客房管家、预约发票及一键离店等智能化服务
智慧行程	推出全域通、AI 行程助手、交通枢纽导览等产品

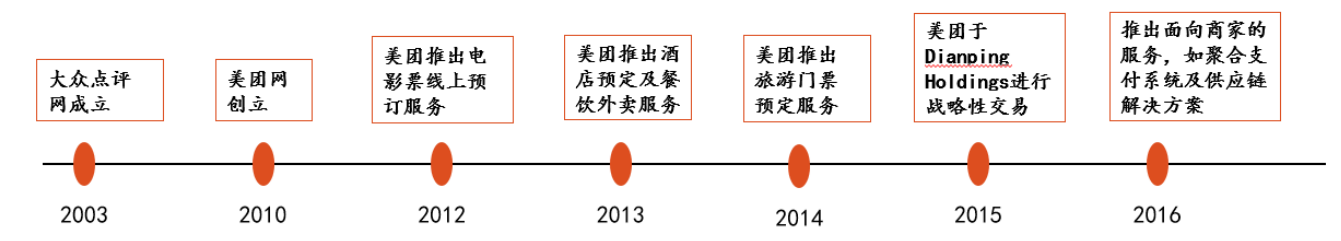
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.3. 美团：“沉下去”占领低端市场，发挥核心业务导流作用

美团较晚步入在线旅游行业，凭借集团核心业务导流和本地优势，到店及旅游和酒店预订业务快速增长。

美团大众点评战略合作，占据到店服务市场领先地位。2010 年美团网创立，美团 2012 年以团购方式初涉酒店业务，2013 年美团正式推出酒店预订服务，2014 年美团推出旅游门票预定服务，正式全面步入在线旅游市场。自 2015 年于大众点评进行战略交易以来，美团一直是到店服务市场的市场领先者。由于美团能够在本地覆盖线下商家以及扩大用户基础，在于飞猪的竞争中更具优势。同时，美团凭借中低端酒店战略先“沉下去”，在中低端酒店市场实现了快速崛起。

图表 45：美团发展历史



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

美团以配送网络为核心，将到店酒店和旅游服务者消费者引流至线下商家。美团作为中间平台，针对消费者，美团提供覆盖人们日常生活需求的多种服务。针对商家，美团提供多种解决方案，使其运营数字化。在到店、酒店和旅游服务中，美团将线上消费者引流至线下商家，过程中，美团庞大的即时配送网络和多种交通服务使这种连接成为可能。在这种商业模式中，美团的到店、酒店及旅游业务主要从两方面产生收入：1) 商家于平台上售出的代金券、优惠券、订票及预定票支付的佣金；2) 提供给商家的在线营销服务以及以年度套餐形式提供的营销服务。

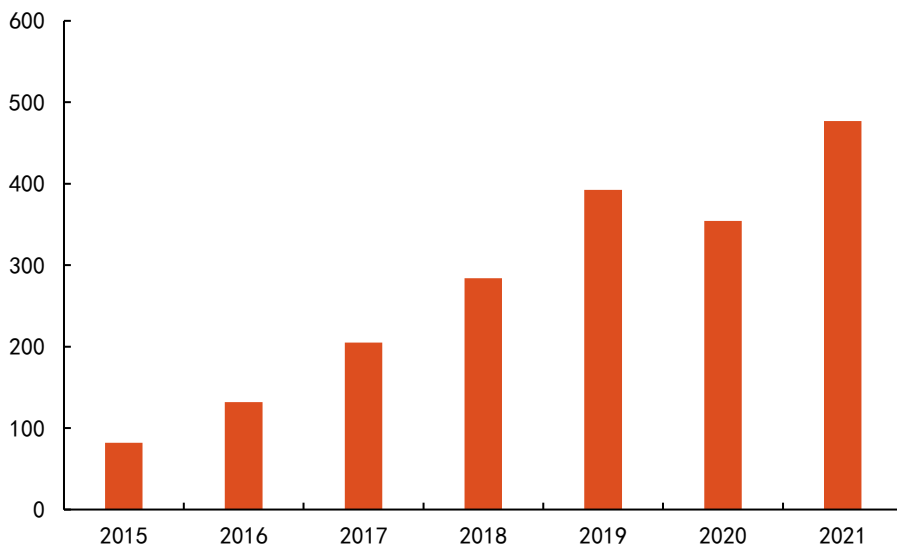
图表 46：美团商业模式实现生态闭环



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

凭借核心业务低成本引流和低线城市战略，迅速占领到店酒店预订市场。美团于 2013 年进入高度分散的酒店业市场，主要覆盖较低端酒店。根据数据统计，2017 年美团超过 80% 的新增酒店预订交易用户是从餐饮外卖及到店餐饮两个核心品类的交易用户转化而来。按国内酒店间夜量计算，美团的市场份额从 2015 年的 19.6% 增加至 2018 年 Q1 的 33.6%，在酒店预订市场中超越携程，成为最大参与者。在凭借低星酒店战略占领市场后，美团也开始布局高星酒店领域，2021 年美团高星酒店间夜量占比超 16.5%。

图表 47：美国 2015-2021 年国内酒店间夜量（百万）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.4. 飞猪：平台化模式差异竞争，打造在线旅游新生态

飞猪是阿里巴巴集团旗下的综合性旅游服务平台，以 OTP（Online Travel Platform 线上旅游平台）模式形成差异化竞争，“独立”于阿里后团队重组和改编，实现从流量平台向履约平台的转变，提高平台履约和服务能力。

飞猪旅行诞生于阿里并不依附阿里，回归“创业者”心态独立发展。飞猪的前身最早是 2010 年推出的淘宝旅行，2014 年淘宝旅行成为独立业务，于 2016 年正式更名为飞猪。2022 年 3 月 31 日，飞猪旅行总裁庄卓然宣布启动组织改革，飞猪被推向“独立”。2023 年 3 月 28 日，阿里集团宣布构建“1+6+N”组织结构，飞猪被划为“N”，正式独立面向市场。自 2022 年飞猪改革以来，飞猪持续建设供应链和履约服务能力，在供应链方面，飞猪扩大直签的酒店、景区等，整合和优化服务能力，同时扩大网络供给的方式；在提高履约服务能力方面，飞猪于 2022 年试点推出跟团游“提前 1 天免费退”及行前改期服务，提高服务标准。从结果上来看，飞猪国内机票和酒店业务恢复速度跑赢文旅部公布的旅游市场整体大盘的情况，也较 2019 年有明显提升。

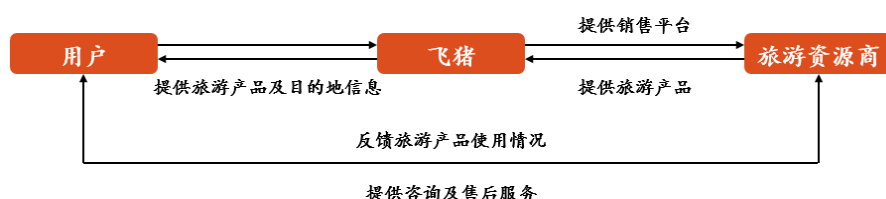
图表 48：飞猪发展历史



资料来源：前瞻产业研究院《2021 年中国在线旅游行业分析报告》，海克财经《阿里会放弃飞猪吗？》，闻旅《被划为“N”的飞猪，证明阿里“放养”模式可行？》，酒店高参《四年换三帅，身处阿里边缘的飞猪难摆“迷途”？》，东方财富证券研究所

平台化模式优化资源配置，实现从流量平台向履约平台转型，打造旅游新生态。不同于传统的 OTA 模式，飞猪采用 OTP (Online Travel Platform) 模式，打造开放平台，吸引旅游资源商入驻，支持 B 端运营官方旗舰店，为用户直接提供旅游产品及目的地信息，平台按照交易量的百分比进行抽成。在 OTP 模式下，OTP 一方面能够为用户提供定制化的旅行服务，满足消费者个性化的出行要求；一方面旅游资源商能够直接面对消费者的使用情况反馈，高效解决产品及服务痛点。疫情前消费者从飞猪上购买的服务大量来自渠道商，到 2022 年 3 月时已有超八成酒店成交额来自直连直签，表明飞猪已逐步完成从流量平台到履约平台的根本性进化。

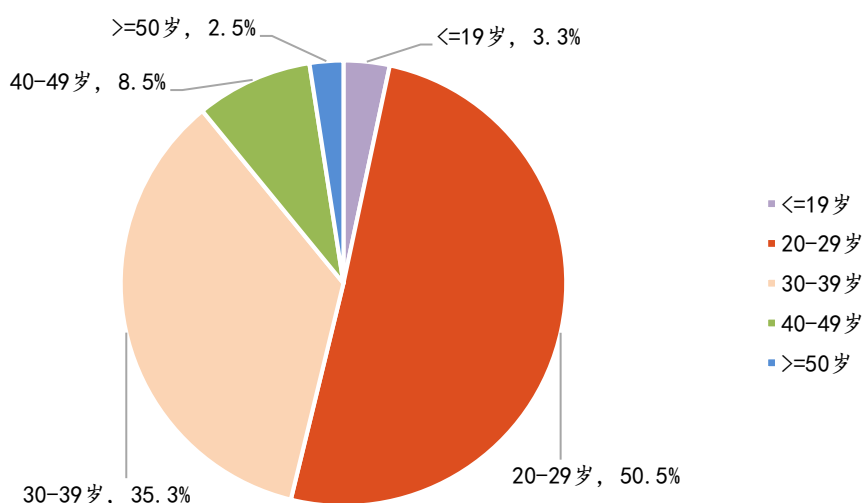
图表 49：飞猪 OTP 商业模式



资料来源：恒峰国际《飞猪的商业模式与独特的会员体制》，东方财富证券研究所

C 端主体用户年轻化，B 端服务能力不断完善。根据数据统计，在飞猪的用户群体中，Y 世代和 Z 世代是主体消费者，20-29 岁的年龄分布占比最高，为 50.5%，20-39 岁年龄群体合计占比超过八成。目前，Y 世代是消费的主力军，Z 世代也进入人生财富积累起步期，飞猪庞大的年轻消费群体为其未来发展提供了巨大潜力。截至 2021 年，飞猪与万豪集团、希尔顿酒店集团、首旅如家、华住酒店集团、美国航空、新加坡航空、神州专车、星巴克、中国免税品集团等国内外酒店、航空、用车和消费品牌建立起会员互通体系，提升运营管理效益；推出“新旅行联盟”计划和“新旅行联盟”2.0 版本，为商家提供全功能、全流量、全场景、数据化的私域运营解决方案，帮助商家更好地解决消费者痛点，提高服务能力。

图表 50：2021 年 7 月飞猪用户分布情况 (%)



资料来源：前瞻产业研究院《2021 年中国在线旅游行业分析报告》，东方财富证券研究所

图表 51：行业建议关注公司（截至 2023 年 6 月 6 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
09961. HK	携程集团	1746	2. 17	6. 01	9. 31	112. 54	61. 68	30. 21	270. 2	未评级
07780. HK	同程旅行	387	-0. 07	0. 58	0. 79	-	24. 40	17. 96	17. 26	未评级
03690. HK	美团	7728	-1. 09	3. 56	6. 25	-	72. 89	28. 23	123. 8	未评级
09988. HK	阿里巴巴	17237	3. 46	7. 79	9. 70	21. 45	18. 84	14. 53	83. 35	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：阿里巴巴是飞猪上市主体；未评级的数据源于 Choice 机构预测均值。

5. 风险提示

宏观经济波动。
旅游业恢复不及预期。
行业竞争加剧。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。