

会员流量系列专题（一）-出行篇

商业的进阶：从流量到会员

优于大市

核心观点

出行消费：商旅休闲各不同、核心客户贡献大，强会员体系为核。出行消费重履约和服务。商旅关注产品与服务的综合质价比，休闲偏好产品多样与性价比。异地出行低频高价，核心客户贡献大；而本地出行更偏中高频率&性价比。故出行链商业逻辑核心：**增粘性，促复购，打造强会员体系**。此外，线上化加速渗透，龙头深耕存量转化，今年来携程、同程国内酒店预订量增速领先行业近10个pct，行业话语权整体提升。

平台迭代：强运营赋能流量转化，会员思维迭代，拓海外增量。平台用户规模日趋平稳，强化留存与转化是关键。**1、会员思维强化，中高端增加附加权益，大众消费重性价比。**携程：围绕中高端用户，拓产品增服务重质价比，打造类酒店会员权益体系增用户粘性（2023年计提会员奖励较2019年翻倍）。美团：聚焦大众本地消费，以“神会员”打通到家和到店会员权益，提高生态链性价比和流量转换。同程：聚焦微信生态等用户复购和ARPU值提升，近1年用户购买频率+15.9%，ARPU+53.2%。**2、大数据捕捉需求变迁，供应链体系丰富，提会员转化效能。****3、复制既有商业范式，挖掘出海新增量。**携程出海典范，打造“国内外、出入境”消费闭环；同程延伸出境游场景；美团布局中国香港与沙特等。

品牌升级：强会员体系开辟私域流量新高地。酒店经营客流为王，强产品强管理与会员权益更新，催生强会员体系，实现“中央预订收费高+销售费率低+强收益管理+增值服务”等商业变现，构筑“流量-回报-规模”成长“飞轮”。华住：以互联网思维开创强会员生态，酒店会员/月活用户/中央预订贡献等系国内酒店NO.1；强会员大数据生态下强管理和高增长，2023年国内经调业绩较19年增180%。亚朵：会员流量逻辑后起典范，从住宿到“深睡”零售拓酒店流量新变现，近两年会员规模CAGR 45%，2023年中央预订率达63%，零售收入已占21%。万豪：全球酒店品牌王者，强品牌会员体系（2亿+会员，7成线上直销），强流量溢价（OTA佣金率7-10%，远低于国际平均的15%+），联名信用卡等增量变现。

双方博弈支点：流量背后的会员聚合力。供大于求下流量更稀缺，休闲强商旅弱下平台阶段占优，酒店龙头OTA流量贡献从15-30%阶段增至30%+，二者竞合博弈更复杂。**酒店品牌商业进阶：**线上线下全渠道展客，强化商旅协议获客，与OTA更灵活合作导流；增会员权益提升会员获得感，“产品+服务升级”留存用户。**OTA平台商业进阶：借赢家优势扩产品、强功能、增服务，**以提升流量内部转化和消费粘性，并拓海外增量。

投资建议：得会员者得天下，各自奋进均可。目前供给更多元，消费更理性。无论平台还是品牌，商业的进阶本质即从“强流量”到“强会员”，增加商业价值，得会员者得天下。平台和品牌竞合博弈中，两者优秀龙头均有胜出契机，欧美可同时孕育出万亿市值的在线旅游龙头和数千亿市值的酒店龙头即为例证！展望未来，我们一是持续看好目前量领先增长，赢家优势下持续进阶的OTA龙头，如携程集团-S、美团-W、同程旅行等；二是结合品牌周期、会员流量和管理效能等，首选国内酒店标杆华住集团-S、亚朵等，并结合后续周期变化趋势配置首旅酒店、锦江酒店、君亭酒店等。

风险提示：宏观等系统性风险、竞争恶化、品牌老化、公司治理风险等。

行业研究·行业专题

社会服务

优于大市·维持

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 0755-82132098 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社会服务行业双周报（第94期）-2025年假期调整方案落地，北京、广东发布民办教育新规》——2024-11-18
《法定节假日修订快评-假期优化落地，促内需政策加码》——2024-11-13
《社会服务行业财报总结暨11月投资策略：把握消费趋势大方向，适度关注顺周期赛道》——2024-11-08
《社会服务行业双周报（第93期）-季报密集披露关注绩优个股，豆神教育发布AI导师》——2024-11-03
《社会服务行业双周报（第92期）-2025年公考跟踪：国考招录人数稳中有升，赛道景气度延续》——2024-10-21

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
9961.HK	携程集团-S	优于大市	465	3,181	25.4	28.8	18	16
3690.HK	美团-W	优于大市	156	9,466	6.1	8.1	25	19
0780.HK	同程旅行	优于大市	17	393	1.2	1.5	14	12
1179.HK	华住集团-S	优于大市	25	817	1.3	1.5	19	17
ATAT.O	亚朵	无评级	183	252	6.6	8.8	28	21
600258.SH	首旅酒店	优于大市	14	155	0.7	0.8	19	17
600754.SH	锦江酒店	优于大市	26	275	1.1	1.2	23	21
301073.SZ	君亭酒店	优于大市	21	42	0.2	0.3	143	69

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 亚朵预测为彭博一致预期

内容目录

写在前面	7
出行消费：商旅休闲各不同、核心客户贡献大	8
出行消费特点一：重履约交付和服务体验，异地出行低频高价	8
出行消费特点二：二八分化相对显著，核心客户贡献占主导	9
出行链商业逻辑核心：增粘性，促复购，打造强会员体系	10
出行链趋势：线上渗透提升，深耕存量转化	12
存量流量红利未央：线上消费仍加速渗透，增速领先大盘	12
疫后出行景气相对承压，预订平台流量增速领先，议价权提升	13
住宿行业 RevPAR 承压，品牌龙头依托会员优势表现好于大盘	15
平台迭代：强运营赋能流量转化，拓海外增量	16
平台经济进入发展新阶段：用户规模日趋平稳，留存与转化是关键	16
平台流量特点：休闲客群成主导，中高端与大众市场逻辑迥异	18
进阶一：会员思维强化，中高端增附加权益，大众消费重性价比	22
进阶二：大数据捕捉需求变迁，持续提升会员转化效能	28
进阶三：开拓新市场，复制商业范式，从国内走向海外	29
小结：精准定位，深耕会员盘子，挖潜消费变迁与拓展新市场	31
品牌升级：强会员体系开辟私域流量新高地	32
酒店：高经营杠杆下“客流为王”，自有流量成就“飞轮效应”	32
品牌会员流量的底层逻辑：中低端价格敏感，中高端追求质价比	34
华住：互联网思维开创本土酒店腾飞之路，品牌势能居高不下	35
亚朵：会员流量逻辑后起典范，中高端品牌本土最佳践行者	37
国际借鉴之万豪：最强酒店品牌流量，联名信用卡等多元创收	39
小结：强产品力支持下“流量-回报-规模”构筑龙头成长飞轮	41
双方博弈支点：流量背后的会员凝聚力	43
新常态：短期供大于求背景下，单位门店引流压力上升	43
新动态：休闲强商旅弱，平台流量价值提升，竞合情况更趋复杂	44
品牌商业进阶：线上线下全渠道展客，不断提升会员获得感	44
平台商业进阶：增强流量内部转化和消费粘性，稳步开拓海外	47
投资建议：得会员者得天下，各自奋进均可为	48
风险提示	49

图表目录

图 1: 2023 年 8 月代表 APP 去重用户数对比情况	8
图 2: 消费定价、频次与忠诚度分类	8
图 3: 异地出行消费的特点总结 (频次、侧重点, 忠诚度)	9
图 4: 携程: 消费者贡献绝大部分收益 (2020 年 6 月)	9
图 5: 去哪儿高频客户分布	9
图 6: 国航: 常旅客贡献收入近半壁江山, 且持续提升	10
图 7: 东航: 2019 年常旅客贡献近 4 成, 越高级用户增长越快	10
图 8: 华住会员间夜贡献在 70%+	10
图 9: 国内移动互联网用户月活用户同比变化	12
图 10: 国内全网月人均用户时长和月均使用次数	12
图 11: 网上商品和服务零售总额占社会零售总额累计占比	13
图 12: 网上商品和服务零售总额、社会零售总额同比变动	13
图 13: 全球在线旅游渗透率持续提升	13
图 14: 我国在线旅游用户占总人口比重	13
图 15: 2024 年以来酒店行业供给较 2022 年底变化趋势	14
图 16: 2024 年以来酒店行业 RevPAR 增减变化趋势	14
图 17: 酒店行业流量渠道变化	14
图 18: 2023 年酒店行业流量渠道变化	14
图 19: 国内在线住宿渗透率提升	15
图 20: 华住和亚朵今年上半年 REVPAR 表现领先行业	15
图 21: 酒店龙头开店指引变化: 华住、亚朵上修开店指引	15
图 22: 在线旅游平台竞争要素拆解	16
图 23: 我国网民规模与在线旅游用户规模情况	17
图 24: 同程旅行月付费用户	17
图 25: 在线出行平台流量侧增长	17
图 26: 携程民航休闲与商务客群占比	18
图 27: 人均航段量占比	18
图 28: 各类 APP 月活对比: 火车服务>在线旅游>航班服务>酒店服务	18
图 29: Booking 仍有近一半用户通过网页版预订	18
图 30: 2024 年 6 月旅游服务行业流量分布 (万)	19
图 31: 在线旅游龙头营销费用率对比	19
图 32: 不同渠道与不同的生意属性	19
图 33: 不同获客成本估算、不同 ROI (以 2023 年数据为例)	19
图 34: 同程自有 APP 流量增长加快	20
图 35: 下沉市场人均 GDP 逐步提升 (万元)	20
图 36: 携程平台在中高星级酒店优势突出 (不同城市、不同等级酒店选取前 100 家中的挂牌情况) ..	20
图 37: 携程客服与开发人员数量	21

图 38: 携程挂牌酒店标识	21
图 39: 在线出行平台的会员思路侧重点差异	22
图 40: 携程前百分比用户的 GMV 贡献	22
图 41: 携程会员奖励计划应计负债变化	22
图 42: 携程黑钻会员权益及专属管家服务	23
图 43: 携程会员等级计划	23
图 44: 携程与亚朵会员价格自动匹配 (携程铂金会员为例)	24
图 45: 携程与洲际、雅高会员体系合作	24
图 46: 美团会员体系变化	25
图 47: 美团会员体系变化	25
图 48: 同程月付费用户与 ARPU 值变化	26
图 49: 同程人均消费频次与净佣金率变化	26
图 50: 携程内容推广	28
图 51: 携程 APP 改版 (左为改变前, 右为改版后)	28
图 52: Trip.com 应用在海外市场排名情况	29
图 53: 亚洲在线旅游预定规模	30
图 54: 亚洲各区域在线旅游渗透率及龙头集中度	30
图 55: 携程集团主营业务	30
图 56: 携程集团海外业务收入及占比	30
图 57: 平台流量总结	31
图 58: 酒店单体运营模型: 固定成本较高, 高运营杠杆	32
图 59: 2021 年锦江酒店流量分布	32
图 60: 从门店获客到品牌流量到流量变现: 三方共赢飞轮	33
图 61: 酒店品牌流量的形成: 公域流量到私域流量	33
图 62: 从门店获客到私域流量: 触达、转换、运营与裂变迭代	33
图 63: 酒店品牌流量: 中低端酒店侧重官网价格最优, 中高端则侧重“质价比”优势	34
图 64: 华住会员规模增长情况	35
图 65: 酒店龙头 2023 年底会员规模情况对比	35
图 66: 2024 年 3 月酒店官方渠道微信小程序月活用户情况	35
图 67: 各酒店集团销售费率	35
图 68: 各酒店集团中央预订间夜贡献及收费比例	36
图 69: 部分酒店龙头中央预定收入对比情况	36
图 70: 2023 年酒店龙头 REVPAR 恢复: 华住明显领先	36
图 71: 华住 2019 年 RMS 系统定价占总间夜的 58%	36
图 72: 酒店龙头规模扩张: 华住加盟店 2023 较 2019 增 78%	37
图 73: 部分酒店龙头净利率对比	37
图 74: 酒店龙头 2023VS2019 经调整业绩恢复增长情况	37
图 75: 华住酒店品牌会员流量正循环生态体系	37
图 76: 亚朵门店客房及会员规模增长情况	38
图 77: 亚朵会员复购率及中央预订率变化	38
图 78: 亚朵零售业务毛利率相对可观	39

图 79: 亚朵零售业务收入持续高速增长	39
图 80: 万豪会员规模变化	40
图 81: 万豪会员预订贡献占比变化	40
图 82: 万豪会员第三方佣金率	41
图 83: 万豪信用卡收入估算变化	41
图 84: 酒店品牌会员流量共赢增长的飞轮效应	41
图 85: “强产品、强运营、强流量、高回报”正循环	42
图 86: 华住: 汉庭和全季持续更新迭代保持生命力	42
图 87: 今年以来酒店行业供给增长快于需求	43
图 88: 平台与酒店品牌会员流量各有拥趸	44
图 89: 流量属性分化, 休闲强商旅弱时平台流量相对占优	44
图 90: 酒店线上线下全场景流量运营与品牌会员转化	45
图 91: 华住加大企业协议用户拓展	46
图 92: 亚朵: 企业协议销售间夜占比持续提升	46
图 93: 不同定位酒店品牌会员流量的核心支持	46
图 94: 平台商业进阶	47
表 1: 华住会会员分级及保级升级需求	11
表 2: 国航银、金、白金会员升降保级标准	11
表 3: 2023 年南航和东航会员计划调整, 更偏消费额而非航段, 注重高端用户和客户留存	12
表 4: OTA 平台流量与供应特点总结	21
表 5: 携程优享会酒店抽样一览 (不同城市&等级酒店选取界面前 100 家酒店中的优享会参与情况) ..	23
表 6: OTA 付费会员体系对比	26
表 7: OTA 平台积分会员权益对比	26
表 8: OTA 平台酒店权益汇总	27
表 9: 酒店直销和分销渠道优劣势比较	32
表 10: 亚朵 Acard 会员体系	38
表 11: 万豪会员体系分类	39
表 12: 可比公司盈利预测及估值	49

写在前面

流量：今时不同往日。目前，供给更多元，消费更理性，信息更透明，流量更稀缺。由于信息的获取线上日趋主导，线上流量仍有相对优势。但需求的理性，信息的透明，对平台、品牌运营都提出了更高要求，二者的竞合博弈也更趋复杂。

出行：重时效重履约重服务，流量属性分化较大。一方面，出行重时效重履约重服务，即使消费性价比趋势下，仍有一定供给差异化和平台/品牌运作提升空间；另一方面，商旅与休闲、异地出行和本地出行消费频次差异、客单价分化，用户价格敏感度和产品&服务需求不一，出行链供给资源禀赋和能力侧重各不同。其中，中高端异地出行低价高频下，**核心用户贡献主导**。怎么因人而异因势利导？怎么从公域流量转换为私域流量，更低成本获客，更高效的用户留存和转换，从“流量”进阶到“会员”（低成本、有复购，可持续的私域流量），打造更高效的“产品+服务+信息集成”支撑的新“会员”生态，成为出行链商业进阶的关键！

鉴于此，**怎么看出行链平台和酒店品牌的商业化进阶？怎么看新形势下二者的竞合博弈演进？**成为我们本文关注的焦点。

出行消费：商旅休闲各不同、核心客户贡献大

出行消费特点一：重履约交付和服务体验，异地出行低频高价

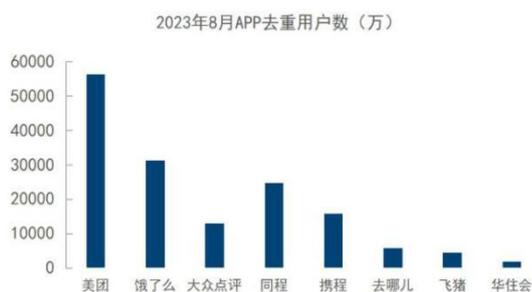
出行消费：高时效性，重履约能力和产品服务体验

出行消费系高时效性的服务消费，与多数实物消费具有明显区别：1、不同时空的交通/住宿出行往往对应不同的产品供给，具鲜明的时效性特征；2、出行消费考验供给方实时库存变化调整、淡旺季差异化运营等能力；3、出行消费对应的消费时间和服务体验相对不可逆，存在一定决策成本，故消费者相对更重视供给方的履约能力和服务体验。

出行消费：异地出行低频高价，本地出行频次尚可但相对更重性价比

出行服务按距离划分包括本地出行和异地出行。其中异地出行消费频次相对不高，一般相对低于电商或本地生活（餐饮、本地周边娱乐）等消费等，但客单价通常不低，具有典型的“低频高价”的特点。如下图，出行APP的去重总用户规模一般低于其他本地生活平台（同程相对例外，主要系其去重用户数较高有其深度捆绑微信小程序等因素）。与之对应的，本地出行相对频次更高，辐射用户更加广泛，但也正因日常频次不低，消费者更重性价比，并与本地生活场景等其他服务关联更高。

图1：2023年8月代表APP去重用户数对比情况



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图2：消费定价、频次与忠诚度分类



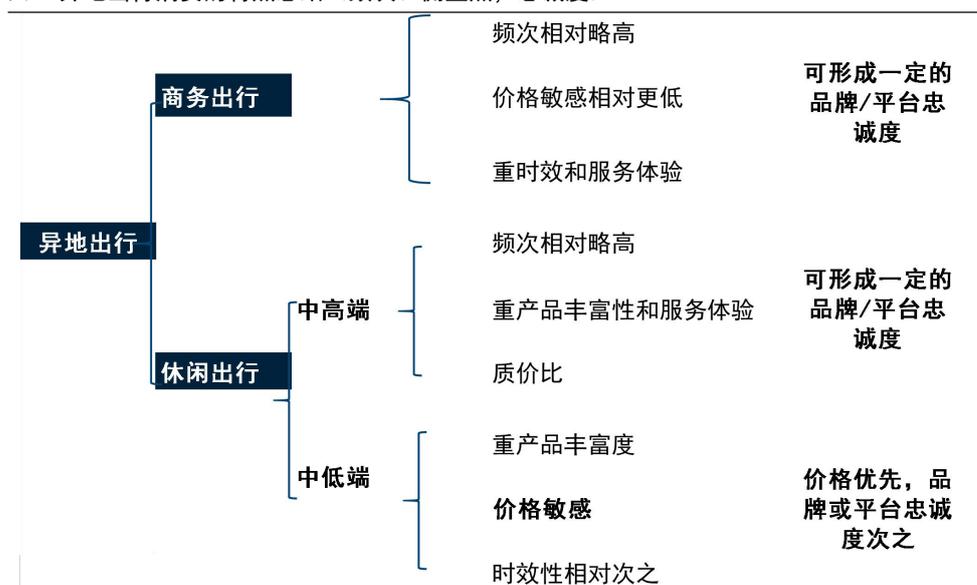
资料来源：澎湃网、CARNOC，国信证券经济研究所整理

出行消费按性质划分包括商旅出行和休闲出行。一般而言，商旅出行：相对更高频，决策时间段，对服务和时效要求较高，但对价格的敏感度相对更低，相对更容易形成品牌等忠诚度，以降低其每次消费中的决策时间成本。休闲出行：对价格相对可能敏感，会多产品等比价，重视信息决策，看重不同时刻、不同定价、不同产品和服务的丰富性，兼顾服务体验并伴有个性化需求。

商旅出行侧重品牌多元增值服务体验，休闲出行侧重平台产品多样性

异地出行一般偏高价低频消费，重视时效和履约能力。其中，商旅和休闲各有特点：产品标准化难度差异，履约能力的要求分化，也带来不同业态用户流量体系运营的差异。如下图所示，商旅出行及中高端休闲出行，更重视产品&服务体验，价格敏感度相对更低，出行频次相对更高，相对更容易形成品牌/平台忠诚度。此外，休闲出行更重视产品的丰富多样性，平台优势相对更大；商旅出行，更关注增值服务体验等综合质价比，在产品 and 会员忠诚度计划体系有效设计和积累下，提高用户品牌更换的沉没成本，也能形成更强粘性的品牌流量。

图3: 异地出行消费的特点总结 (频次、侧重点, 忠诚度)

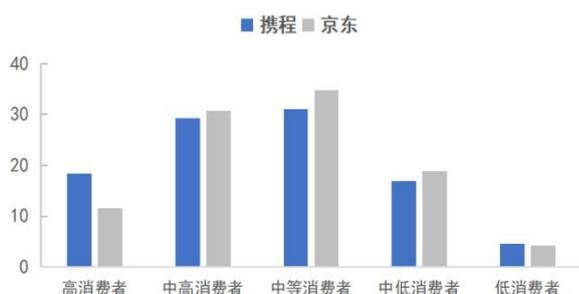


资料来源: 澎湃网、CARNOC, 环球旅讯, 国信证券经济研究所整理

出行消费特点二: 二八分化相对显著, 核心客户贡献占主导

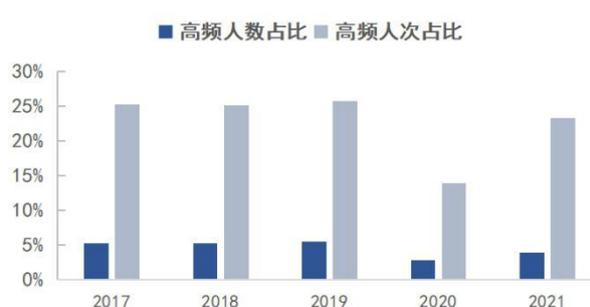
在线旅游平台: 消费二八分化凸显。以 OTA 平台携程为例, 按易观千帆 2020 年 6 月的统计, 其中等及以上消费者 (估算系金卡等以上级别) 贡献其近 8 成消费额, 其中中高消费者和高消费者对其消费额的贡献达到 47.6% (钻石及以上等级)。同时, 参考去哪儿网数据, 疫情前 2017-2019 年, 其高频客户 (年飞行次数达到 12 次及以上的) 的人数占比近 5%-6%, 但贡献消费频次占比为 25-26%, 贡献突出。

图4: 携程: 消费者贡献绝大部分收益 (2020 年 6 月)



资料来源: 易观千帆, 国信证券经济研究所整理

图5: 去哪儿高频客户分布



资料来源: 去哪儿, 民航资源网, 国信证券经济研究所整理

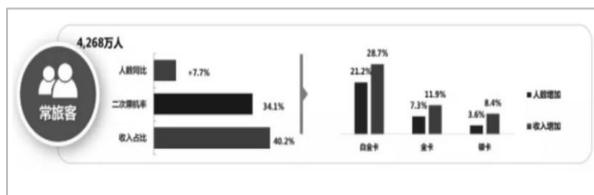
航空公司: 核心常旅客贡献其收入的 4-5 成+。以国航为例, 其常旅客 (每年消费 3 次以上) 用户每年收入贡献占其总客运收入比重持续提升, 2023 年常旅客收入贡献占比达 52.8%, 占据公司收入的半壁江山。从东航的情况来看, 2019 年其常旅客贡献占比近 4 成, 且越高级的用户增长越快。此外, 结合澎湃新闻的报道, 在国际航企里, 澳航常旅客计划表现突出, 在澳航 2019 年非航收入里, 常旅客项目收入占 90%, 约 11 亿美元。

图6: 国航: 常旅客贡献收入近半壁江山, 且持续提升



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

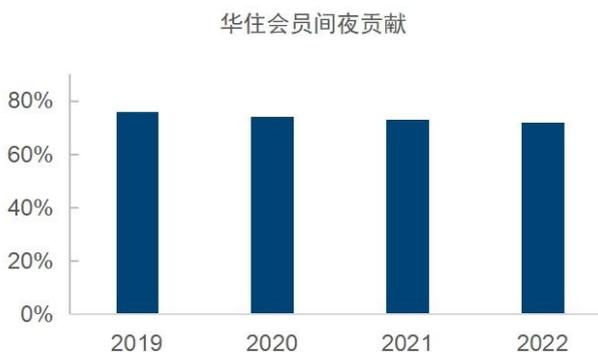
图7: 东航: 2019 年常旅客贡献近 4 成, 越高级用户增长越快



资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

酒店: 品牌龙头会员贡献住宿间夜的 7-8 成, 中高端用户复购频次较高。以国内酒店龙头华住集团为例, 2017-2023 年间, 其所销售的所有住宿间夜中, **有 70-80% 左右均来自其品牌会员贡献。**并且, 参考环球旅讯等报道, 华住的金会员和铂金会员合计占比 5%左右, 但其金会员平均每人一年大概贡献 7 个间夜左右, 铂金会员一年平均贡献 30 间夜左右, 消费频率较高, 对整体间夜的贡献远高于其人数占比。并且, 参考《华住十五年》, 华住一个有效会员在一年贡献 6.4 个间夜, 而一个 OTA 客人贡献 1.9 个间夜, 差异显著, 这也是酒店龙头需要培养自身会员体系, 打造自有流量的核心。

图8: 华住会员间夜贡献在 70%+



资料来源: 公司官网、财报及公告, 国信证券经济研究所整理

出行链商业逻辑核心: 增粘性, 促复购, 打造强会员体系

结合上述分析: 1) 出行消费相对低频高价, 重履约交付能力, 其中商旅出行或中高端休闲出行可以形成一定的品牌或平台忠诚度; 2) 出行消费二八分化特点突出, 核心客户贡献主导。因此, 对于出行服务链的核心供给方, 抓核心客户转换为自身会员流量对其品牌成长至关重要!

并且, 从代际变化来看, 千禧一代旅游出行优先考虑其会员忠诚度计划, 以最大化自身利益。据希尔顿《2024 年旅行社趋势报告》, 忠诚度计划也是各代人旅行规划的一个考虑因素, 五分之三的旅行者倾向使用一个品牌或一张信用卡进行预订, 以最大限度地提高自己的利益。其中, 67%的千禧一代在计划旅行时优先考虑他们的忠诚度计划。

鉴于此，会员体系成为出行链公司发展的重要核心，通过有效构造自身会员体系，以实现筛选潜力优质客户，提高品牌认可推动复购并体系化设计提高其品牌更换成本，确保用户粘性。具体来看，航空和品牌酒店集团会员体系核心往往由会员等级与会员权益、积分累计与积分兑换等两方面的内容构成，并通过会员保级升级设计，提高客户忠诚度和消费频次，核心会员权益往往与其主业（升舱升房兑换机票/酒店）相关，并提高客户跨品牌/平台转换成本，以提高会员粘性。

会员等级与会员权益：根据客户在相应体系内的消费量（间夜/里程）或消费金额等情况，划分不同客户等级，并享有相应的房型升级/航空升舱、酒店免费早餐或航空贵宾休息室、快速安检或登机、贵宾消费礼遇（入住或乘机期间），免费机票或酒店间夜兑换等核心权益。

积分累计与积分兑换：会员通过乘机、住宿等消费同时积累积分，使得未能有效跨级之前，其会员消费仍可获取相关价值，可以兑换相应的商城礼品以及免费机票或者住宿间夜或其他早餐等兑换等。

我们初步整理酒店代表-华住和航空代表-国航等会员体系要点说明如下。

表1：华住会会员分级及保级升级需求

会员等级	加入方式	会员资格有效期	升级条件	保级条件
星会员	免费注册	永久	累计 3 个定级间夜升级为银会员	-
银会员	非会员/星会员 49 元购买；活动激活；满足条件升级	1 年	累计 10 个定级间夜升级为金会员	累计 3 个定级间夜保级为银会员
金会员	非会员/星会员 219 元购买；银会员 170 元购买升级；活动激活；满足条件升级	1 年	累计 40 个定级间夜，且 Noshow ≤ 3，升级为铂金会员	累计 5 个定级间夜保级为金会员
铂金会员	满足条件升级	1 年	-	累计 30 个定级间夜，且 Noshow ≤ 3，升级为铂金会员

资料来源：公司官网。国信证券经济研究所整理

表2：国航银、金、白金会员升降保级标准

级别	银卡	金卡	白金卡
评定周期	自当前月（含）起以往连续 12 个整月		
正常升级标准	4 万公里定级里程或 25 段定级航段	8 万公里定级里程或 40 段定级航段	16 万公里定级里程或 90 段定级航段
级别有效期	自升级为贵宾当月起，至之后第 24 个月月底有效。		
保级标准	3.5 万公里定级里程或 23 段定级航段	7 万公里定级里程或 36 段定级航段	14.5 万公里定级里程或 80 段定级航段
保级评定周期	自当前贵宾有效期截止月的前 1 个月起的前连续 12 个整月或自当前贵宾有效期截止月次月起，至之后第 12 个月月底有效。		

资料来源：公司官网。国信证券经济研究所整理

此外，从 2023 年南航、东航等会员计划调整来看，其会员定级和保级更偏消费额定级和累计积分，通过收益制管理，更好地挽留高端客户，并降低保级等标准，增强客户粘性，也进一步体现出行供应链会员体系持续努力强化的方向：**挖潜高端客户、提升客户粘性。**

表3: 2023 年南航和东航会员计划调整, 更偏消费额而非航段, 注重高端用户和客户留存

航司	2023 年会员计划调整
南航	1、将里程积累与消费金额挂钩（此前相对可航段等方式），以留住高端用户，并扩展了里程累积和兑换的范围，包括明珠商城百货、保险等生态产品。2、南航降低了精英会员的定级里程评定标准，并新增了优惠保级规则，以增强会员忠诚度
东航	1、改变了传统的“里程制”积分框架，实现了全面的“收益制”积分转型。会员核心根据客票消费匹配会员等级，计算里程积分。2、取消了传统里程积分使用期限规定和定期清零限制，实行积分滚动有效不清零。

资料来源：公司官网。澎湃网等，国信证券经济研究所整理

出行链趋势：线上渗透提升，深耕存量转化

存量流量红利未央：线上消费仍加速渗透，增速领先大盘

互联网流量平稳增长，存量流量深耕时代来临。较高的人均使用时长，流量精细化运营，持续助力线上渗透。如下图，根据 Questmobile 数据，2024 年以来，国内移动互联网月活用户规模平稳增长，存量流量深耕时代来临。由于居民人均移动互联网的较高使用时长（每天高达 5-6 小时），给线上流量持续挖潜和渗透提供了有利的支持；而线上平台的各种积极进取，结合用户偏好和消费行为大数据，持续丰富产品和体验，持续挖潜存量流量，进行精细化运营，加速线上渗透提升。

图9: 国内移动互联网用户月活用户同比变化



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图10: 国内全网月人均用户时长和月均使用次数



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

线上消费渗透加速提升，今年前 9 月国内网上零售额增速较大盘仍领先 5pct。 1、线上消费习惯深化，较长的智能手机使用时间等，使消费者越来越依赖线上渠道；2、线上平台主观积极求变，依托其大数据、系统等优势，提供更多元和更趋性价比的产品选择，进一步加速线上渗透提升。2023 年我国网上商品与服务零售总额占社会零售总额比重 32.7%，较 2019 年提升 6.9pct。今年 1-9 月线上渗透维持在 30%以上，线上流量优势持续凸显。今年 1-9 月份，社会消费品零售总额 35.36 万亿元/+3.3%；其中，除汽车以外的消费品零售额 31.82 万亿元/+3.8%。但 1-9 月网上零售额为 10.89 万亿元/+8.6%，继续好于大盘近 5pct。

在这种情况下，服务等消费领域线上化渗透表现尤其突出。以出行服务为例，疫后无论国内外，在线旅游渗透率均持续提升。一方面随着出游方式变化，居民更多依赖线上方式获取旅游信息并进行旅游产品的预订；过去几年疫情扰动，进一步强化线上预订习惯的养成；另一方面，在线旅游龙头积极进取，持续丰富产品和提升信息推送效率，促进旅游线上渗透提升。

图11: 网上商品和服务零售总额占社会零售总额累计占比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图12: 网上商品和服务零售总额、社会零售总额同比变动



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

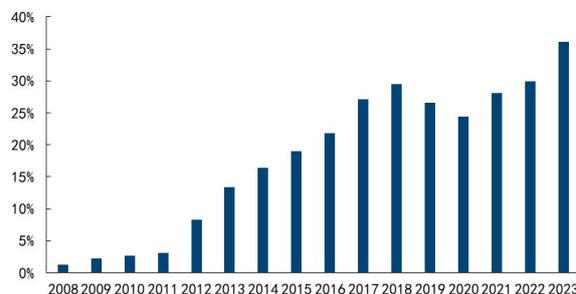
综合来看, 国内外近两年在线旅游渗透均有提升。根据 Statista 的统计, 全球旅游市场 2023 年预计近 7 成旅游销售来自线上, 较 2017 年提升近 9 个 pct; 据 Statista 预测, 未来几年全球旅游市场线上渗透率将持续提升, 2027 年有望进一步提升至 74%。在国内, 2023 年末我国在线旅游预订用户较 2019 年增长 23.2%, 大众普及率增加 6pct。根据《中国互联网络发展状况统计报告》, 截至 2023 年 12 月, 我国在线旅行预订大众普及率(即在线旅游用户数/总人口规模)达到 36%, 较 2019 年增加约 6pct。同时, 2023Q1, 按极数数据, 国内在线旅游交易额渗透率为 60.6%, 较 2019 年提升 20%+, 过去几年在线旅游渗透提升。

图13: 全球在线旅游渗透率持续提升



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图14: 我国在线旅游用户占总人口比重



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

疫后出行景气相对承压, 预订平台流量增速领先, 议价权提升

2023 年以来出行链供需变化: 供给恢复性增长, 需求端则相对平稳, 导致行业运营相对承压。以酒店行业为例, 虽然 2020-2022 年国内酒店房量相应减少, 行业有所出清; 但 2023 年以来, 伴随出行复苏, 国内酒店房量供给持续增长。参考酒店之家数据, 截止 2024 年 10 月底, 国内酒店房量较 2022 年底增长 18%, 其中酒店房量在 15 间以上的酒店供给增加 13%, 供给层面恢复较快。

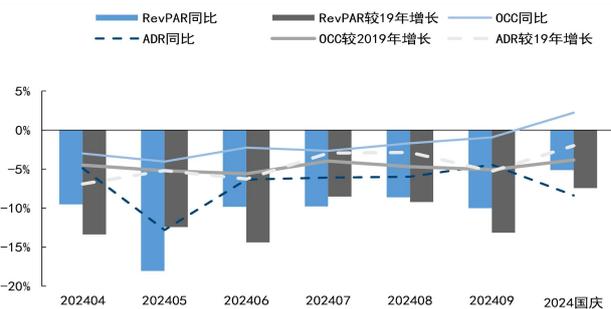
与此同时, 在去年出行补偿性释放和今年出境游部分分流下, 国内休闲出行仅平稳增长, 部分高端需求被分流, 而商旅出行需求继续受宏观经济周期影响相对平淡, 综合来看酒店行业 REVPAR 相对承压。

图15: 2024 年以来酒店行业供给较 2022 年底变化趋势



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

图16: 2024 年以来酒店行业 RevPAR 增减变化趋势



资料来源: 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

OTA 平台流量具相对优势, 依托产品不断丰富升级和流量精细化运营议价权提升。

1、疫情三年酒店相对习惯了线上浮动定价, 对于旅行社签订的低价包房协议意愿降低, 后者人才队伍重组也偏滞后, 故酒店预订线上渠道恢复度显著领先于线下渠道; 2、酒店集团线上中央预订更多服务商旅需求, OTA 则有 7 成左右订单服务休闲需求; 3、在今年酒店行业 REVPAR 相对承压背景下, 考虑酒店房价在高基数下同比提升存在难度, 需要渠道给予更强的流量资源倾斜实现最大程度的保量。鉴于此, OTA 平台流量优势突出增强。并且, 近几年 OTA 龙头不断丰富产品和增加产品增值服务, 逐步提升其会员体系权益, 强化交叉销售, 对存量流量强化精细化运营, 加速线上渗透提升并提振平台流量议价权。

图17: 酒店行业流量渠道变化



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

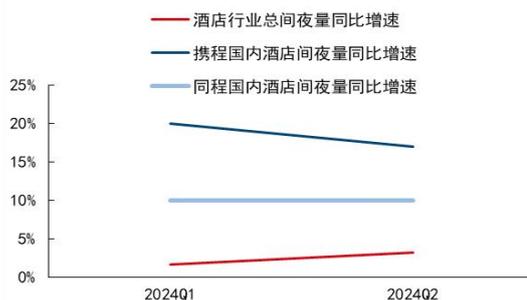
图18: 2023 年酒店行业流量渠道变化



资料来源: 国家统计局, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

OTA 平台龙头“量增”明显高于大盘, 今年 Q2 携程、同程在线预订间夜量增速可领先行业近 10pct。 依托线上流量的渗透提升和龙头产品和服务的积极进取, 龙头表现显著领先大盘。2024Q2 携程集团、同程旅行收入分别增长 14%、48% (同程核心 OTA 业务可比收入增长 23%), 在去年高基数背景下 (二者 2023Q2 同期收入分别较 2019Q2 增长 80%、29%), 收入增速依然强劲。其中在线酒店预订业务明显好于酒店行业大盘间夜量增长。从行业看, 根据酒店之家数据估算, 今年 Q2 国内酒店行业总间夜量同比仅个位数增长, 而携程平台 Q2 国内酒店预订量仍然增长超 15%, 同程酒店间夜量同比增长 10%, 均高于行业整体增速。

图19: 国内在线住宿渗透率提升

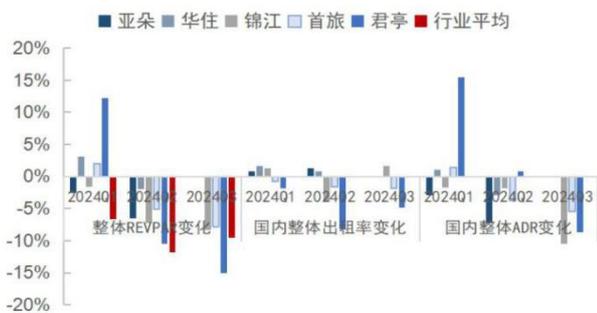


资料来源: 酒店之家, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

住宿行业 RevPAR 承压, 品牌龙头依托会员优势表现好于大盘

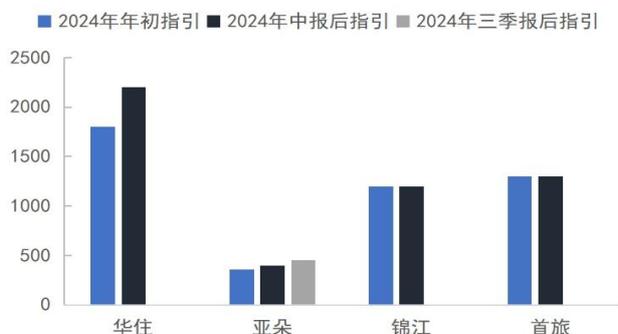
酒店内部: 虽行业承压, 但品牌会员优势推动酒店龙头经营表现仍好于大盘。虽然今年酒店行业经营相对有一定压力, 今年前三季度行业 REVPAR 下滑 6-12%, 但酒店集团龙头依托其会员体系支持和中央预订系统流量贡献, 叠加大数据系统化支持强化收益管理能力, 其 RevPAR 表现仍相对好于酒店行业大盘。如下图所示, 华住、亚朵、锦江、首旅 2024 年 Q2 季度 REVPAR 降幅均好于行业整体, 其中华住、亚朵在去年同期的高基数下 Q1 和 Q2 表现仍然相对领先, 核心即在于其强品牌会员体系优势。鉴于此, 华住和亚朵进一步推动其加盟扩张提速, 今年中报时均上修其全年开店指引, 亚朵最新三季报进一步上修开店目标至 450 家, 整体均提升其逆周期抗风险能力, 夯实其中长线持续成长支撑。

图20: 华住和亚朵今年上半年 REVPAR 表现领先行业



资料来源: 公司公告, 酒店之家, 国信证券经济研究所整理

图21: 酒店龙头开店指引变化: 华住、亚朵上修开店指引



资料来源: 环球旅讯、公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

平台迭代：强运营赋能流量转化，拓海外增量

平台经济进入发展新阶段：用户规模日趋平稳，留存与转化是关键

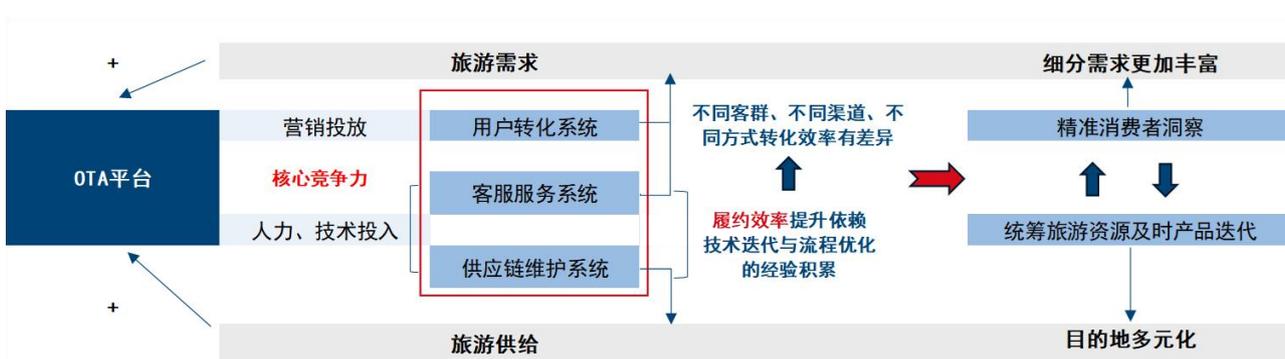
在前期发布的报告中，我们曾阐述，与其他互联网平台类似，在线旅游平台（OTA）的成长聚焦流量与变现，其平台护城河也是围绕这两个维度展开。

一方面，旅游消费尤其异地出行本身相对低频，OTA 平台凭借大而全的一站式产品供给汇聚流量，但伴随获客难度逐步提升，存量用户挖潜效率持续优化是 OTA 龙头的核心竞争力所在。

另一方面，由于旅游上游供应链也较为分散，要重建完善的产品链本身也需要较大的人力和资金投入，如何放大既有供应链优势尤为关键。反过来高效的流量转化有助于提升平台对上游供应链的议价能力，实现强者恒强。

在本篇报告中，我们进一步细化对流量视角研究，我们认为旅游预订规模增长稳定的当下，头部平台通过进一步强化流量运营，有望围绕目标客群实现频频促转化的内生增长，同时海外市场打开全新空间。

图22：在线旅游平台竞争要素拆解



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

旅游预订用户规模：线下高速渗透阶段已过，进入常态化增长阶段

复盘过往借助线下客群转化，旅游预订渗透快速提升的三个阶段：

1、1999-2011 年从 0 到 1 纯线下转化：20 世纪末我国 OTA 行业与海外一同拉开帷幕，携程最早以一线城市机场发卡片模式完成初始用户积累，2004 年、2007 年累计有效用户数突破 100 万人、400 万人，2008 年 CNNIC 首次披露的全行业旅游预订用户规模达到 1700 万人。

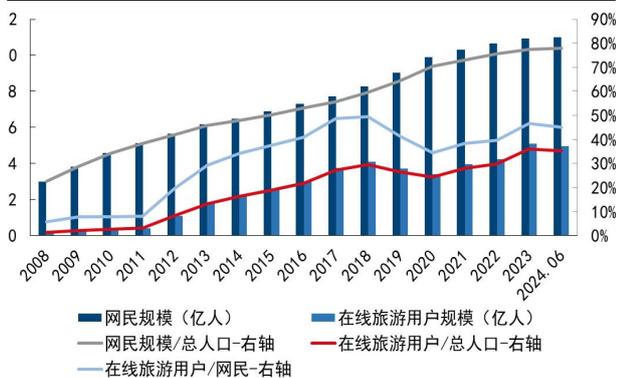
2、2012-2017 年移动互联网时代加速旅游预订用户渗透：伴随我国移动互联网的快速发展，OTA 龙头通过价格战、投资收购等模式快速拓展市场，加之一线、新一线城市人均 GDP 先后突破 1 万美元后对旅游的需求层次进一步丰富，2012-2017 旅游预订用户在网民规模的渗透率以年均 6.75pct 提升，也奠定了 OTA 头部集中的格局。

3、2020-2022 年居家场景加速下沉市场线上预订提升。2020-2022 年居家场景下衍生出更多网民与线上预订习惯，下沉市场在线旅游预订扩散，2023 年网民普及率较 2019 年提升 13.00pct，其中城镇/农村各提升 6.80/20.30pct；旅游预订用

户数 5.09 亿人，普及率较 2019 年提升 9.51pct。

4、2024 年以来，旅游预订用户增长进入常态化发展阶段。2024 年上半年旅游预订用户数约 4.97 亿人，普及率同比提升 3.11pct，快于网民渗透提升（1.60pct）的趋势。尽管与去年年度相比则略低 0.87pct，考虑下半年仍有暑期旺季贡献增量，预计整体用户规模进入常态化增长阶段。

图23: 我国网民规模与在线旅游用户规模情况



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

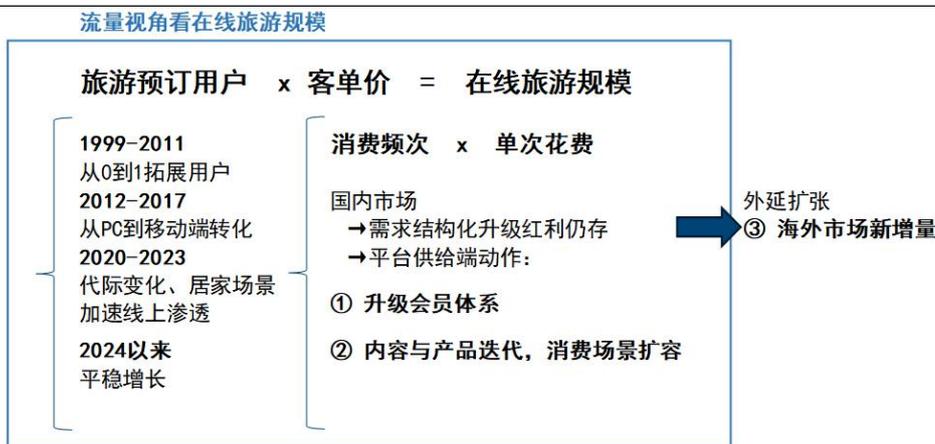
图24: 同程旅行月付费用户



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在用户规模趋于常态化增长、国内居民旅游习惯变迁的背景下，对存量流量的精细化运营是较为理性的选择。1、平台会员体系加速升级、分层，增强用户留存；2、平台发力内容，从单一的交易平台到内容+交易的融合，提升用户转化；3、OTA 平台放眼亚洲市场，把握不同国别间流量发展阶段，打开中线成长空间。

图25: 在线出行平台流量侧增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

平台流量特点：休闲客群成主导，中高端与大众市场逻辑迥异

OTA 平台休闲客群已成主导。OTA 是信息与服务的一站式平台，拥有链条化且差异化的供给能力，满足休闲旅客对产品的丰富多样性的需求。拉长时间线来看，疫前伴随经济水平提升，国内休闲旅客占比也持续稳步上升，如携程成立之初以服务商旅客人为主，但目前休闲游客占比已提升至约 7 成左右，逐步主导。

图26: 携程民航休闲与商旅客群占比



资料来源：2020 民航趋势论坛，国信证券经济研究所整理

图27: 人均航段量占比

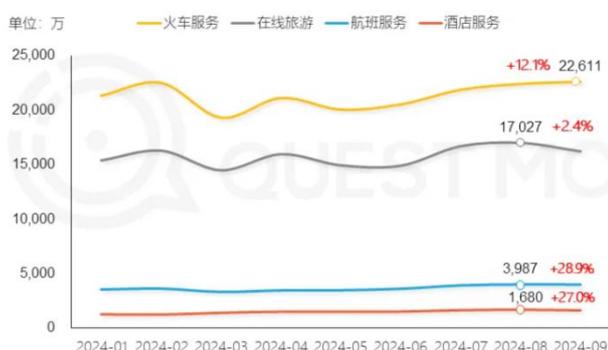


资料来源：2020 民航趋势论坛，国信证券经济研究所整理

休闲出行本身相对低频，OTA 通过大而全的供应链来汇聚流量。旅游本质相对低频，因此 OTA 公司大多通过收并购积累完备的供应链以满足不同客群的需求从而扩大流量覆盖广度，由此也带来了行业寡头垄断、区域集中的格局。

对于低频生意，如何借助其他流量渠道或高频业务持续获客及转化成为关键，国内外 OTA 龙头多以高频业务或第三方渠道带动低频生意。OTA 行业经过二十余年的发展，目前已形成不同客群、不同渠道的差异化阵营。其中：最早的玩家携程、同程均把出行首站——交通业务作为重要流量入口，再借助交叉销售带动其他住宿、度假等相对低频的业务（2023 年携程、同程的交通/住宿业务分别占比 41%/39%、52%/34%）；美团通过高频外卖等本地生活流量引流至住宿游玩等相关业务。海外 OTA 以酒店业务为主，此前更多借助网页版第三方搜索引擎等获客，近两年 Booking 逐步推进 APP 战略，但网页版预订占比仍接近一半。

图28: 各类 APP 月活对比：火车服务>在线旅游>航班服务>酒店服务



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图29: Booking 仍有近一半用户通过网页版预订

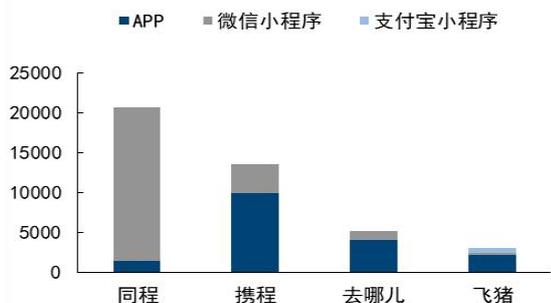


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

目标用户的差异则对应不同属性的生意，不同获客渠道与经济成本。

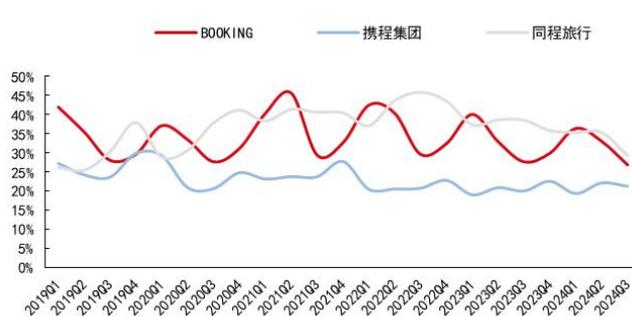
- **中高端用户：重视品质服务，价格敏感度低，先布局 APP 端自有流量优势突出。**中高端用户异地出行频次更高、旅游需求更丰富，追求品质服务，价格敏感低，故具有先发优势、优质产品和服务供给的平台更易形成流量粘性，获客成本也明显更低。具体看，**携程**最早通过机场发卡等积累了优质的中高端商旅客群，流量先发优势突出，且在国内 PC 端向移动互联网转换的红利期中有效完成了客户迁移，形成了稳定的 APP 端自有流量基石，其 APP 端预订占比 8-9 成。**中高端客单贡献高、一站式 APP 的交叉销售率在行业也显著领先，叠加公司持续优化营销效率，2023 年以来销售费率降至 19-23%。**与之相比：1、**海外 OTA 龙头 Booking** 网页端获客仍占近 5 成，需支付给网页端搜索导流成本不低，故营销费率一般在 30-40%之间波动；2、国内同程主要依靠第三方微信小程序获客，而 APP 端仍在品牌营销推广中，新获客成本不低，故其销售费率近两年仍达 35-40%。此外不同渠道的用户价值也影响收入端，中低端客流人均贡献低，即使同样获客成本下也会带来销售费率差异。

图30: 2024 年 6 月旅游服务行业流量分布 (万)



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

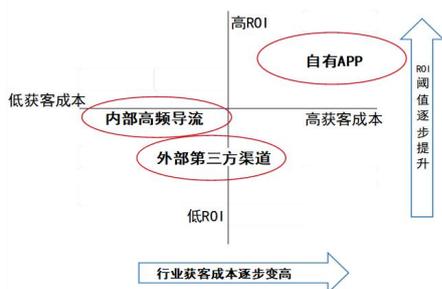
图31: 在线旅游龙头营销费用率对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

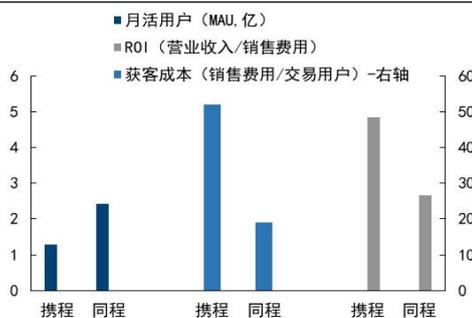
- **大众消费用户：出行需求更简单、价格敏感度高，后发者可借助既有高频生态布局。**大众消费用户出行需求更为单一、出行频次更低、出行距离更短、人均消费更低，安装单独 APP 必要性和意愿不强。即单客贡献价值相对不高，获客成本较高的独立 APP 在低频场景下更难获得良好盈利回报。基于此，同程走出了一条借助拥有第三方超级流量平台（微信生态）低成本获客，美团借助本地高频流量的方式导流。

图32: 不同渠道与不同的生意属性



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

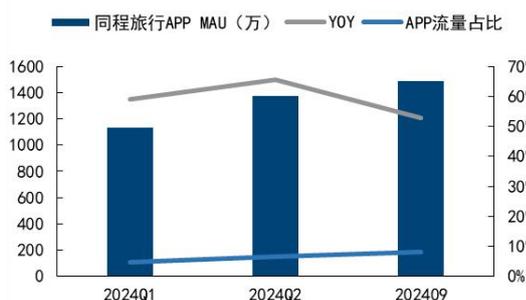
图33: 不同获客成本估算、不同 ROI (以 2023 年数据为例)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

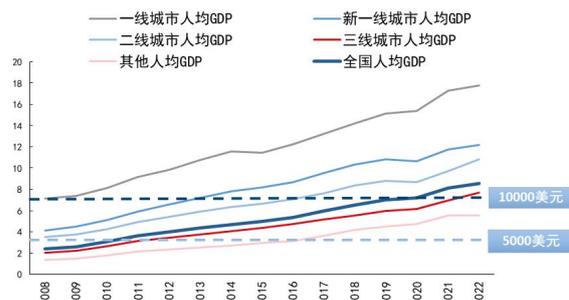
- 此外，同程在传统微信生态基础上将 APP 作为重点培育的增量渠道。一方面 2021 年三线城市人均 GDP 逐步突破 1 万美元，其他城市也处于从 5000 到 1 万的发展过程中，预计出行与旅游需求正在逐步丰富；另一方面，抖音三线及以下用户占比约 57%，内容平台推广旅游热点有助于拉动下沉市场年轻用户出游频次。下沉市场出行需求的升级为在线旅游平台 APP 业务发展建立一定基础，根据 Questmobile，今年前三季度同程旅行月活在 1400-1600 万人次，同比增长 50-60%。但结合前述，APP 获客成本相对更高，能否良好平衡低线城市客单贡献与获客成本之间的匹配问题是后续 APP 能否做大的关键。

图34: 同程自有 APP 流量增长加快



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图35: 下沉市场人均 GDP 逐步提升 (万元)

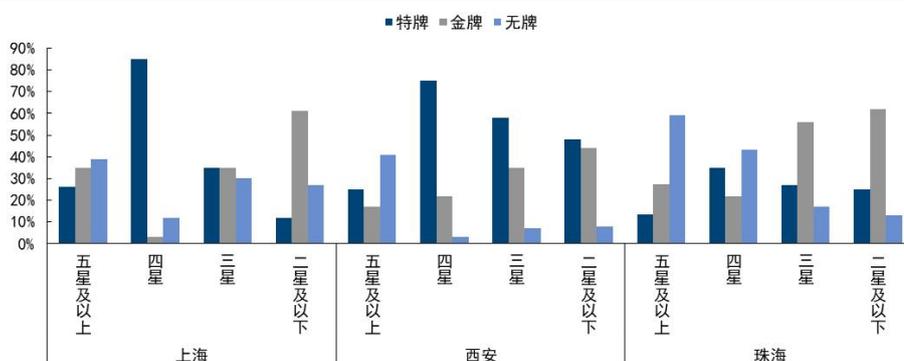


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

不同定位护城河有别，由此带来竞争格局分化，但目前均趋于稳定。

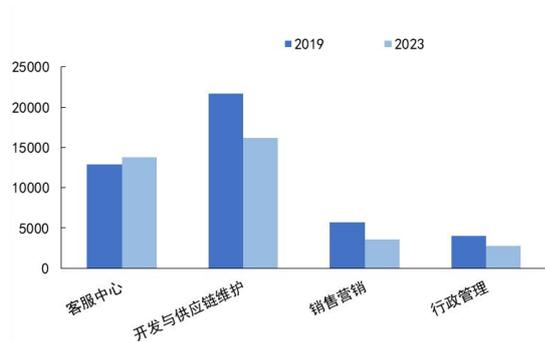
- 平台借助优质服务与产品深度绑定中高端用户与酒店，竞争格局良好。中高端酒店本身有相对完整的价格体系，对于自身品牌价值的维护意识更高；同时酒店注重平台的实际导流能力及对接售后能力，相应要求平台具备中高端流量，同时配备更优质专业的供应链开发团队与客户服务团队。即中高端酒店与中高端客群本质上均更追求品质服务，佣金/价格敏感度相对更低，因此已经积累中高端流量基因的平台借力双边效应有望发挥更显著的先发优势。（简言之，中高端流量转化高→提高上游议价能力，库存分配多、旺季间夜数占优、价格更倾斜→愿意在平台上更多曝光、佣金率更高→巩固用户粘性）。参考下图，我们选取在携程 APP 上抽样三个城市不同星级的前 100 家酒店统计挂牌与无牌酒店，考虑挂牌酒店本身对平台在库存与价格上更有倾斜，可看出携程平台三四星酒店资源优势突出。

图36: 携程平台在中高星级酒店优势突出 (不同城市、不同等级酒店选取前 100 家中的挂牌情况)



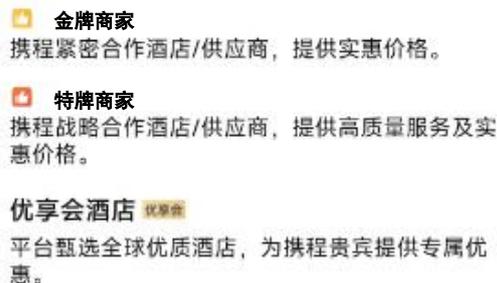
资料来源: 携程 APP, 国信证券经济研究所整理

图37: 携程客服与开发人员数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: 携程挂牌酒店标识



资料来源: 携程 APP, 国信证券经济研究所整理

- **平台重视产品性价比吸引大众用户, 今年以来竞争已趋于理性。**对于性价比用户, 平台以高补贴推动获客与转化, 美团从 0 到 1 布局酒旅业务, 借助本地生活高频流量赋能、地推铁军战斗力以及更性价比的佣金策略, 酒店间夜量实现后来居上, 主要在本地消费场景和中低星级酒店占优, 目前预计其平均房价不足 200 元。同程深耕微信生态, 以火车票、汽车票等交通业务引流, “千人千面” 给予用户更灵活精准的补贴返券, 成功在低线城市获取份额。此前中低星酒店净佣金率相对更低, 但今年二季度以来出于平衡增长与利润率角度, 部分平台调整酒店佣金率政策或对 C 端补贴更趋精细化, 且短视频平台轻资产打法相对难以撼动现有竞争格局, 存量玩家竞争已进入理性阶段。

总体而言, 本小节重点分析平台流量特点, OTA 休闲流量占优, 中高端与大众消费客群的出行频次与价格敏感度分化, 对应 OTA 获客渠道、侧重的竞争力与生意模式也不同。定位中高端的平台以优质产品与服务绑定用户与高星级酒店, 巩固护城河; 定位大众消费的平台以高频业务或者高流量渠道引流, 重视性价比策略, 规模流量及适配的佣金政策吸引中低星酒店入驻, 目前也逐步达到理性竞争阶段。

表4: OTA 平台流量与供应特点总结

	定位	中高端出行	大众出行
需求	消费场景	商旅出差、长线旅游、出境游、周边游	本地消费、周边旅游、出差
	出行消费特点	重视品质效率与服务, 价格不敏感, 品牌粘性	看重价格, 粘性不强
	酒店选择	高端、中高端、中端	经济型、中端
	出行方式	飞机、高铁、自驾	高铁、自驾、汽车
供给	代表人群	中高端商务人士、中高端家庭、中高端退休老人	小镇青年、年轻白领、学生
	平台供应特点	中高端酒店资源绑定 重服务 (提供自营人工客服) 强调会员增值权益、突出性价比	中低星酒店与本地场景供给充足 重视高效履约效率 突出性价比
	流量渠道	APP	APP 生态导流、第三方小程序
	当前获客成本	APP 较高	第三方生态、内部转化渠道低, APP 较高
	代表平台	携程	美团、同程、去哪儿

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

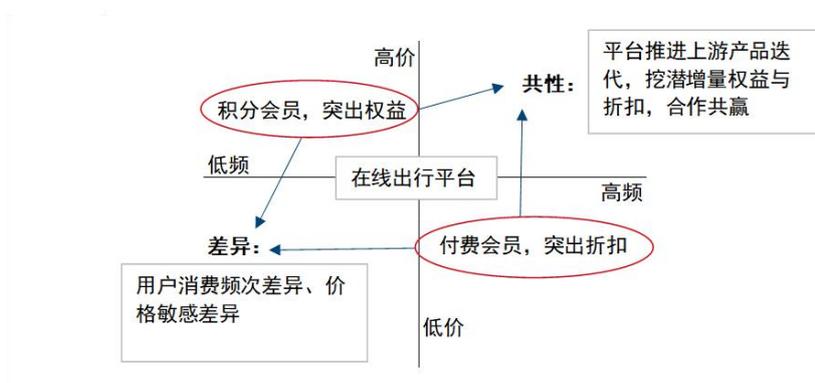
在用户规模趋于常态化增长、国内居民旅游习惯变迁的背景下, 对存量流量的精细化运营、开拓新增量是平台进阶的重要支撑, 接下来我们将从会员体系、产品与内容升级、拓展国际市场三个角度重点分析。

进阶一：会员思维强化，中高端增附加权益，大众消费重性价比

1999 年积分会员模式伴随 OTA 创建而兴起，2017-2019 年付费会员逐步发展。目前积分会员体系与付费会员体系并行，逐步精细化运营。平台过往依赖大而全的产品服务汇聚流量，积分会员实质性意义不大。但伴随用户规模增速放缓、以及酒店集团对于中央预订渠道的建设动能提升，平台对会员精细化运营更为重视。

不同平台主要用户群体消费定位有差异，平台会员运营的侧重点不同。基于前文总结，我们认为对于以中高端客群为核心的携程，更重视为高等级积分会员提供渐趋完善的 VIP 增值服务，同步扩大适用酒店范围；对于以性价比中高频本地业务为主的美团，则侧重通过神会员等打通，实现到店到家等业务打通，侧重平台生态的性价比。同时，以上平台的权益或折扣均系平台联合上游酒店或商家共同承担，侧面体现平台的议价能力。

图39：在线出行平台的会员思路侧重点差异

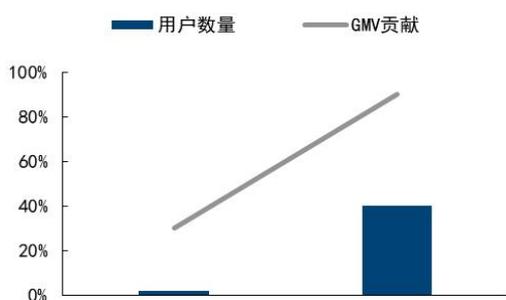


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

携程：中高端会员体系精细化分层维护，逐步突出 VIP 增值服务。出行消费二八分化显著。结合跟踪，携程平台花费前 40% 的用户贡献近 9 成 GMV，这部分用户旅游出行花费比较稳定，构成业务基本盘。2024Q2-Q3 在国内酒店、出境机票价格同比均下滑的情况下，平台用户人均花费同比仍然实现持平，用户粘性优异。

携程现有会员体系分为积分会员与付费会员：公司于创立之初就搭建了用户积分奖励计划，流量红利见顶后公司愈发重视对存量用户的精细化分层运营。**付费会员更多是现有体系的补充。**携程从 2017 年陆续上线“超级会员”、“超级旅享家”，双线并行，目前已精简为一个“积分分”体系，满足平台用户多元需求。

图40：携程前百分比用户的 GMV 贡献



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

图41：携程会员奖励计划应计负债变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

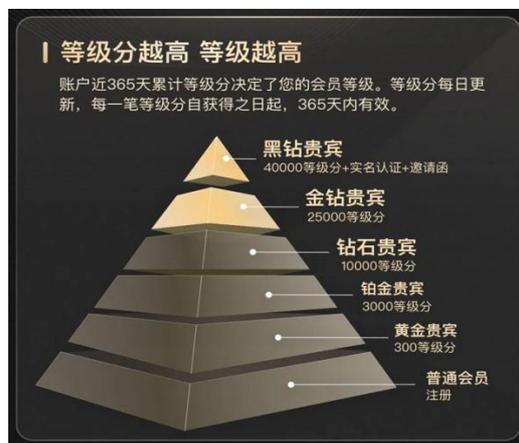
核心看积分会员：1) 携程积分会员体系等级更细分，天花板设置更高。携程现有积分等级分别在 2020-2021 年在原有等级基础上先后增设“黑钻”、“金钻”，拓宽高频用户升级天花板，从而把相对稀缺的专属特权发挥最大化。

图42: 携程黑钻会员权益及专属管家服务



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

图43: 携程会员等级计划



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

2) **近两年平台一站式出行生态权益打通，用户感知度更强。**依托一站式服务供给，携程平台会员权益包含加倍积分、酒店折扣与增值服务、出行增值服务、生活服务与其他等覆盖全生态的权益，目前基本已经打通，如表 8 所示。**2023 年，公司会员奖励计划应计负债超过 10 亿，较疫前翻倍；**同时会员权益实际兑换也开始提升，估算近一年来会员积分等权益兑换占销售费用比重从 2-3%逐步增至约 10%，**会员权益价值用户感知度提升，**有望对会员活跃度和忠诚度产生积极影响。

3) **平台的酒店权益类别向品牌集团靠近，优享会范围逐步扩大。**对于酒店权益而言，目前携程设置的“价格折扣、延迟退房、免费取消、免费早餐、房型升级、行政酒廊等已经基本接近酒店集团会员权益类别。同时，携程会员权益目前适用的酒店范围在逐步扩大，2018 年上线“优享会”提供价格折扣等增值服务，**参与酒店从 2019 年 5 万家提升至目前已超过 20 余万家。**

表5: 携程优享会酒店抽样一览（不同城市&等级酒店选取界面前 100 家酒店中的优享会参与情况）

	优享会酒店占比	优享会品牌酒店占比	集团与品牌类别	
上海	五星及以上	37%	49%	洲际（洲际、华邑、皇冠假日）、雅高（铂尔曼）、亚朵（亚朵 s）、君亭（pagoda）、锦江（暕阁）等
	四星	43%	47%	亚朵（亚朵、亚朵 x、轻居）、君亭（君亭）、首旅（万信）、丽呈（同派）、艺龙科技（艺龙、美豪）、尚美（兰鸥）等
	三星	43%	16%	锦江（维也纳国际、白玉兰）、格林（格美）、丽呈（丽呈）、艺龙科技（艺选）等
	二星及以下	48%	0%	-
西安	五星及以上	37%	41%	洲际（皇冠假日）、雅高（索菲特、美居、诺富特）、凯悦（君悦）、锦江（锦江国际）、首旅（建国饭店）、艺龙科技、雅诗阁等
	四星	63%	49%	万豪（万枫）、洲际（智选假日）、华住（漫心、桔子水晶）、锦江（原拓、麗枫）、丽呈（丽呈）、艺龙科技（美丽豪致）、尚美、格林、东呈、丽呈、艺龙科技等
	三星	69%	3%	锦江（麗枫、潮漫）
	二星及以下	65%	5%	首旅（云酒店）
珠海	五星及以上	9%	0%	-
	四星	32%	32%	万豪（万枫）、洲际（智选假日）、温德姆（温德姆）、华住（美仑）、丽呈（丽呈）、艺龙科技（美丽豪致）等
	三星	57%	11%	锦江（喆啡、麗枫）、格林（格美）等
	二星及以下	85%	1%	艺龙科技（艺龙瑞阁）等

资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理 注：此处列举的品牌仅指有门店参与、不代表品牌所有情况

携程：强化会员权益迭代，巩固酒店与用户双边粘性。近两年携程平台流量议价权凸显，但其流量进阶并非直接提高对商户的佣金率，而是争取更多酒店增值服务和会员权益。其中对于参与平台会员权益的酒店，平台可以在用户浏览界面中给予显著标识及流量倾斜。考虑平台积分会员已经是经过筛选后达到一定门槛的用户，因此酒店以权益让渡获取优质流量可作为一种选择。伴随参与平台会员体系的酒店规模增加及平台积分权益丰富，若最终平台会员体系能够覆盖大部分酒店，考虑品牌粘性不高的休闲旅游用户更希望享受多种住宿体验，则平台对中高端用户的吸引力也将进一步放大。此外相比于单一酒店集团而言，平台多元业务也让消费者相对更易实现保级升级。

图44：携程与亚朵会员价格自动匹配（携程铂金会员为例）



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

图45：携程与洲际、雅高会员体系合作



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

酒店提供携程平台会员额外增值权益有利有弊，目前单体酒店参与为主，连锁集团仅部分参与。我们认为品牌权益让渡平台是一把双刃剑，短期可能为酒店带来更多流量但长期可能对酒店品牌形成自有流量复购粘性或有影响（后有详细分析）。我们抽样调查上海、西安、珠海三个城市优享会情况，优享会酒店在前100个酒店中占比约30%以上，其中更多系单体酒店，国内外连锁集团酒店目前仅部分品牌与部分门店参与，与区域特点、品牌宣传需求相挂钩。其中国际五星酒店中，万豪相对强势，但洲际于2020年与携程就旗舰店、会员卡打通等达成战略合作协议，相比于其他国际酒店集团在优享会上的参与度也更高；国内携程与亚朵会员等级自动匹配，预计核心与亚朵目前仍处于积极门店扩张和新客增长期，故阶段与携程合作更加紧密，以便更好带动新客户，这与其发展阶段相关。但亚朵铂金等以上会员用户权益仍然有自身的特色。

美团：本地生活流量的打通与深度挖潜，会员体系侧重性价比。美团作为本地生活流量平台，前期以学校、医院等本地住宿细分空白市场为起点逐步做大中低星级酒店市场。用户消费本身相对传统异地出行的OTA更为高频，价格敏感度也更高，其核心诉求在于价格占优。对于中高频业务来说，折扣型付费会员是个有力提频的工具，美团的会员体系设计是与其消费频次最高的外卖业务做基础进行设计，今年7月将神会员从外卖会员扩展至包括酒旅在内的全渠道。消费者购买多款不同红包数量的省钱包，可不同程度膨胀使用，会员内部体系打通进一步发挥以高频带动低频的效果。总体看，在性价比导向下，客单价相对承压，在新获客成本较难系统化降低下，生态链打通，**提频促复购是核心。**

图46: 美团会员体系变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

性价比核心来自商户与平台让利, 平台通过效率优化实现用户与商家的共赢。美团新神会员体系包括基础池和膨胀池, 商户端需要承担相应的成本。据《光子星球》, 基础池商家要承担 3 元的费用, 膨胀池商家按照商家立减后 100 元到 300 元以上不同价格分为四个区间, 商家成本在 5 元到 25 元不等。鉴于此, 对商户而言, 其是否愿意参与神会员体系核心在于投入产出是否可匹配, 即增量流量是否可覆盖其增量成本。对平台而言, 核心在于发动足够多的商家, 带动多元的套餐与 SKU, 才能让神会员体系更具吸引力。因此, 今年以来美团组织架构从垂直到破壁融合, 让流量转换更有效率, 为商户端在不利环境下也能相对创造更多价值, 故商户愿意参与其活动并更支付一定的流量付费, 进而形成自身性价比的飞轮。

图47: 美团会员体系变化

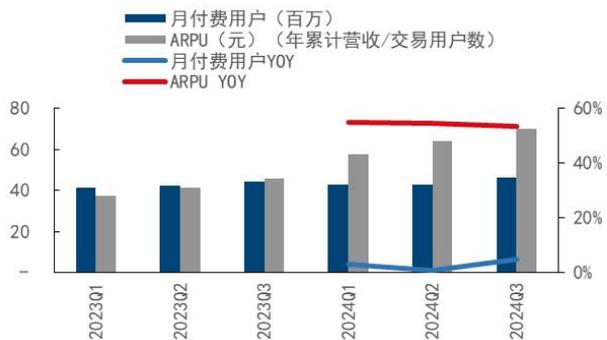
会员体系核心	品质	物流配送体系	即时物流、生鲜物流配送对自营有一定要求, 其他物流配送体系较发达	
		平台基础设施建设	供应链	生鲜等需要自营或供应链深度介入, 快驴等为平台商户提供供应链支持
		可实现、有规模效率的品质要求	品控体系	有系统化、可执行、兼顾效率的品控标准和体系, 但并非绝对对品质要求 (大众客户为主)
			客服与评价体系	大众评评价体系支持, 兼顾一定的客服体系支持
价格	商户让利			
	平台让利	短期平台或商户都可能为了阶段诉求以价换量, 但可持续性性价比仍然来自平台、消费者、商户三方利益的均衡——规模效率下单均投入产出可匹配, 生态链下综合收益可匹配!		
	产业链效率提升			

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

同程: 重视提升微信生态用户价值, 黑鲸会员计划持续推广。同程独占微信的“火车票机票+酒店”入口, 深耕微信小程序, 充分享受微信带来的低成本流量红利, 尤其在下沉市场, 微信能够触达上亿用户, 助力同程下沉发力。目前公司对微信生态的投放重点从此前的新客获取转变为专注于提升用户价值与购买频率: 一方面, 微信流量仍然贡献基本盘, 公司通过将更多优惠券资源分配至交叉销售环节以提升老用户购买频次, 进而改善补贴效率。2024Q3 末单用户 12 个月累计购买频率 8.1 次/+15.9%, 每位用户平均收入 (ARPU) 同比增长 53.2%; Q3 平台佣金率 (收入/GMV) 同比提升 2.2pct, 主要系住宿板块净佣金率同环比均提升贡献。2018 年平台在传统

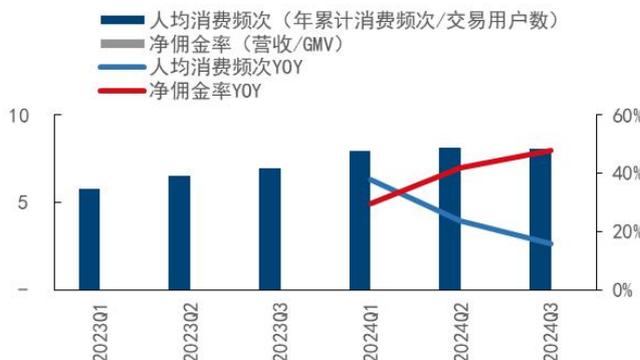
积分模式上推出付费会员，也能在一定程度上提升消费频次和用户粘性。Q3 末平台黑鲸会员累计 7800 万，环比 Q2 增长 16.7%，其 ARPU 值为普通会员 2.7 倍以上。

图48: 同程月付费用户与 ARPU 值变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 同程人均消费频次与净佣金率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表6: OTA 付费会员体系对比

	付费会员	定价	权益	等级
携程	积分分	原价 148, 折后 128/年	5 项特权: 积分多赚特权、积分多抵特权、酒店 85 折特权、 不回本包赔特权 以及超值生活特权。	无
同程	黑鲸会员	149/年, 折后 99/年, 联名卡 168-228/年不等	22 项权益	不同等级分和续费时长享受不同价值黑鲸会员权益
美团	神会员		与外卖、到店餐综打通, 部分酒店可膨胀立减	
飞猪	省钱卡	淘宝 88VIP 免费领取, 购买渠道暂时下线	三大权益: 券包、大牌商家好礼、50%额外里程加速会员升级	无

资料来源: 官方 APP, 国信证券经济研究所整理

相对而言，目前海外 OTA 会员体系相对精简。海外 OTA 平台大多仅保留 3-4 层会员级别，同时升级一般简单按照一定时间内间夜数/订单数。不同于国内等级分一般计算为实际消费额 x 系数，其中系数设置参照订单对实际收入贡献程度。海外 OTA 权益主要聚焦在酒店与积分相关，其中 Booking 全球共 39 万家酒店参与会员优惠折扣；国内会员有交通、生活服务等多重权益，例如候车或候机贵宾室、机场安检快速通道、接送机、抢票加速等。具体对比如下表所示。

表7: OTA 平台积分会员权益对比

	等级分类	标识	升级规则	权益
携程	普通、白银、黄金、铂金、钻石、金钻、黑钻	等价卡+图案勋章	等级分, 按照个人账户近 12 个月内订单消费情况等综合计算, 酒店 x50%、机票 x20%, 火车票附加产品支付额 x50%、汽车票 x5%、度假 x15%、机+酒 x20%	黑钻贵宾: 等级分 ≥40000, 收到升级邀请 金钻贵宾: 等级分 ≥20000 钻石贵宾: 等级分 ≥10000 铂金贵宾: 等级分 ≥2000 黄金贵宾: 等级分 ≥300 白银贵宾: 等级分 0~299, 近一年有成交订单 普通会员: 注册用户
同程	普通、银卡、金卡、白金卡	等级卡	等级分, 个人账户近 12 个月内订单消费情况等综合计算, 酒店 x40%、机票 x20%, 火车票 x10%、汽车票 x10%、度假 x10%	白金卡会员: 等级分 ≥1500 金卡会员: 等级分 ≥500 银卡会员: 等级分 ≥100 普卡会员: 注册用户
美团	普通、白银、黄金、铂金、钻石	等级卡	累计成长值达到升级门槛, 且 1 年内新增成长值符合晋级条件, 酒店实际消费 x100%向上取整, 阶段赠送钻石会员体验	钻石贵宾: 累计成长值 5500, 新增成长值 5500 铂金贵宾: 累计成长值 1500, 新增成长值 1500 黄金贵宾: 累计成长值 300, 新增成长值 300 白银贵宾: 完成 1 笔酒店订单 普通会员: 注册用户
飞猪	F1-F6	等级卡	定级里程, 酒店实付 x50%、机票 x10%、火车票 x5%、度假 x50%、用车 x50%	F6: 定级里程 50000, 可受邀升级 F5: 定级里程 10000, 可受邀升级 F4: 定级里程 3000, 可受邀升级 F3: 定级里程 500

				F2: 定级历程 50 F1: 注册会员
Trip.com	银级、金级、白金级、钻石级	等级卡	过去 12 个月实际订单次数	钻石级: 有效期内完成 8 次预定 白金级: 有效期内完成 3 次预定 金级: 有效期内完成 1 次预定 银级: 注册用户
booking	Genius1-3	文字徽章	2 年内完成订单次数	Genius3: 2 年内完成 15 笔 Genius2: 2 年内完成 5 笔 Genius1: 注册
agoda	Member、Silver、Gold、Platinum	logo 徽章	2 年内完成订单次数	Platinum: 近 2 年 10 笔订单 Gold: 近 2 年 5 笔订单 Silver: 近 2 年 2 笔订单 Member: 注册用户
expedia	Blue、Silver、Gold	等级卡	1 个日历年内行程项目数, 1 个行程项目最低消费需达到 200 港元方可累积	Gold: 1 个日历年中累计 25 个行程 Silver: 1 个日历年中累计 10 个行程 Blue: 注册用户

资料来源: 官方 APP, 国信证券经济研究所整理

表8: OTA 平台酒店权益汇总

公司	等级	价格折扣	延迟退房	房型升级	免费早餐	免费取消	行政酒廊	提前入住	欢迎水果	酒店买贵赔	客服优享
携程	黑钻	优享会酒店 85 折起	无限次	无限次	无限次	无限次	8 次				专属客服管家
	金钻	85 折起	无限次	无限次	无限次	无限次	4 次				/
	钻石	85 折起	4 次	4 次	4 次	4 次	/				/
	铂金	9 折起	2 次	2 次	2 次	2 次	/				/
	黄金	9 折起	1 次	1 次	1 次	1 次	/				/
	白银	95 折起	1 次	/	/	1 次	/				/
	普通	/	/	/	/	/	/				/
美团	Lv5 钻石	优美会 8.5 折起	无限份	4 份	2 份	无忧取消		4 份	4 份		
	Lv4 铂金	9 折起	1 份	2 份	1 份	/		2 份	2 份		
	Lv3 黄金	9 折起	1 份	1 份	/	/		1 份	1 份		
	Lv2 白银	9.5 折起	/	/	/	/		/	/		
	Lv1 普通	/	/	/	/	/		/	/		
同程	白金卡	优享会酒店 85 折起	4 次	4 次	4 次	4 次		√	√		
	金卡	9 折起	2 次	2 次	2 次	2 次		√	√		
	银卡	9 折起	1 次	1 次	1 次	1 次		√	√		
	普卡	/	/	/	/	/		√	√		
飞猪	F6	积分购 8 次/年; 优住会酒店 85 折起; 国际酒店会员价 7 折起	不限次	不限次	不限次					2 次	
	F5	6 次/年; 85 折起; √	5 次	5 次	5 次					2 次	
	F4	4 次/年; 85 折起; √	3 次	3 次	3 次					2 次	
	F3	2 次/年; 9 折起; √	2 次	2 次	2 次					2 次	
	F2	/; 9 折起; √	2 次	/	/					2 次	
	F1	/; 95 折起; √	/	/	/					/	
Trip.com	钻石级	高达 8 折									
	白金级	高达 85 折									
	金级	高达 9 折									
	银级	高达 95 折									
Booking	Genius 3 级	部分 10%-20% 优惠		√	√						√
	Genius 2 级	10%-15%		√	√						/
	Genius 1 级	10%		/	/						/
Agoda	Platinum	7.5 折			√						
	Gold	8.8 折, 部分 18% 折价			/						
	Silver	8.8 折			/						

资料来源: 官方 APP, 国信证券经济研究所整理 注: 以上权益大多为特定住宿提供, 具体需结合不同平台酒店供给协议情况, 动态调整

总结来看, 在互联网新流量增速放缓背景下, 促进既有流量内部留存与转化成为关键, 而这也成为打造优质会员体系的要义, 关乎平台、用户、品牌的多方共赢, 不同定位的平台需要精准定位 (优质服务 or 性价比) 去设计相对应的会员体系。

进阶二：大数据捕捉需求变迁，持续提升会员转化效能

OTA 从交易平台到“内容+交易”产业链融合。OTA 流量基因偏交易型，过往交易之前、交易完之后的流量留存不足，近两年对用户消费心理的深度把握逐步演变为旅游平台之间的竞争重要要素，从交易型流量向垂直内容拓展成为趋势。一方面，旅游供需更趋个性化、多元化、碎片化，OTA 平台需求洞察、供应链资源整合以及信息匹配效率的作用进一步显现。在流量进入常态化增长期，通过搭建内容场景，加强用户互动与粘性，以期形成用户的内化增长。基于此 OTA 平台积极顺应趋势通过直播、榜单等模式加强用户互动，借助大数据分析把握区域热点并与产业链合作及时迭代更新产品与内容，进一步强化服务优势。

平台加码内容战略，加强用户互动。携程 2020 年 10 月提出“深耕国内”战略，包含深耕内容、深耕产品、深耕质量、深耕供应链四大维度，进一步巩固直播、榜单等内容方向；2021 年 3 月发布“旅游营销枢纽”战略，以一个星球号为载体，聚合流量、内容、商品三大核心板块。此后同步迭代更新内容榜单，以平均 500 万次的运算和人工校验提升推荐可靠性；2023 年携程口碑榜为商家贡献 23% 流量和近 10% GMV。美团 2023 年 4 月开启首场外卖官方直播，陆续推出主打到家的神抢手、主打到店的爆团团两个 IP，并延伸至美团酒旅等构成直播矩阵。携程、美团均以“官方直播+商家自播”的模式运行，不同于短视频平台内容与达人为核心的路线，交易平台的核心在于围绕商家和货的资源给到用户更低的价格，由此带来新增量。

图50: 携程内容推广



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图51: 携程 APP 改版（左为改变前，右为改版后）



资料来源: 携程 APP, 国信证券经济研究所整理

细分客群、区域热点、淡旺季营销更灵活、并及时顺应趋势迭代产品。线上 OTA 平台拥有较强的消费者洞察以及供应链资源整合能力，有望及时顺应各地热点在淡旺季推出交通、住宿、当地旅游产品组合，或直接与当地文旅局合作打造专属 IP，并以较高信息推送效率触达相关用户。一方面把握细分人群，比如携程针对 50 岁以上银发人群推出老友会，借助高品质一站式度假产品+传统旅游淡季的专享价格，提振细分需求。2023 年携程平台上银发人群（50 岁及以上）下单用户数较 2019 年增长 9 成，增速超其他年龄段用户。另一方面敏锐捕捉区域热点，除了热门区域外（继与新疆文旅厅三年战略合作后，今年 8 月携程再次与地方政府签

署战略合作框架协议，拟共同培育新疆文旅项目），积极赋能其他小众目的地供应链搭建。此外，今年双十一携程联合近百家旅游商家合力补贴，同时上线“先囤后付”功能，进一步降低用户消费决策的门槛，以提升商家淡季商品利用率。

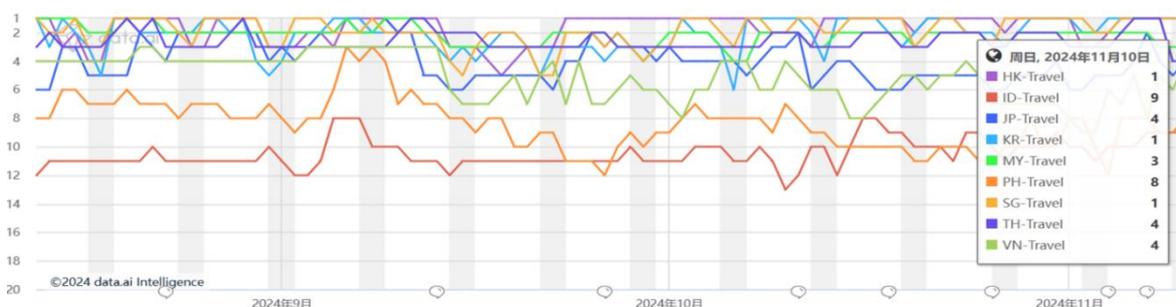
总体而言，OTA 龙头借助用户消费决策大数据，通过更加精细化差异化运营、更高频的流量互动捕捉需求变化趋势，并及时向供应链反馈，从而有助于在流量新常态时期提升匹配效率，挖潜内生增量。

进阶三：开拓新市场，复制商业范式，从国内走向海外

OTA 平台除了前述对自身优势的进一步强化（提升匹配效率），以及对不足的改善（完善会员权益、延伸服务内容）等内生增长的挖潜之外，向海外拓展扩张成为贡献新动能的重要方向。

携程集团较早出海探索，已经初具成效。携程的国际化战略，最早可追溯到 2009 年，期初主要是为国内居民出境游搭建海外资源；2016 年国内格局相对稳定后通过接连收购加大国际扩张步伐；携程集团于 2019 年明确提出“G2”战略，即高品质与全球化。经历 2020-2022 年三年行业低谷及 2023 年国内业务的强势修复，2024 年起公司管理层目标未来 3-5 年内各业务线全面领先，成为亚洲最领先的在线旅行平台，以及全球最领先的在线交通票务平台。携程海外平台 Trip.com 作为国际版“携程”发展，已经成为公司战略重心。目前平台在全球 39 个国家和地区设有 48 个站点，提供 24 种语言、接受 29 种当地货币交易（以亚洲市场为主）。根据 data.ai 应用排行榜，平台在中国香港、新加坡等地已经跃居行业首位。我们认为公司基于供应链延伸、用户出行服务延长，沿国内游、出境游、纯海外、入境游打通行业闭环，未来有望发挥强大协同效应。

图52: Trip.com 应用在海外市场排名情况



资料来源: data.ai, 国信证券经济研究所整理

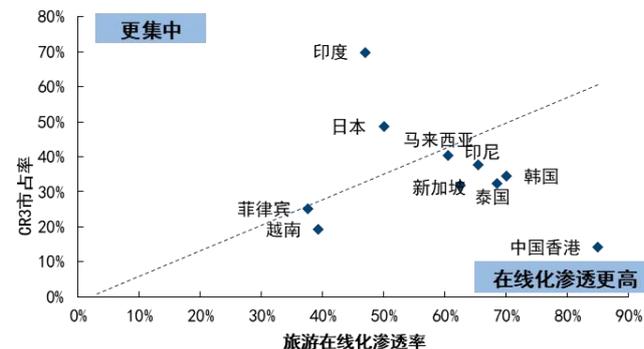
不同区域在线化渗透率不同，东南亚仍有线下转线上机遇。亚洲海外（除去中国境内）在线旅游行业规模量级超千亿美元（近万亿人民币）。不同市场用户预订习惯、语言文化差异较大，需要结合本地化运营；比如东南亚地区在线化渗透率仍处于提升阶段，trip 进入有望分享在线化提升的红利。

图53: 亚洲在线旅游预订规模



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图54: 亚洲各区域在线旅游渗透率及龙头集中度



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

对于在线化渗透比较高的国家或地区, Trip 发挥用自身用户运营与服务优势。**优势一: 本地化人工客服。**海外客服中心 7*24 小时在线服务也赋能服务品质的提升, 及时的在线客服反馈对比其他国际玩家更胜一筹 (通过邮箱答复、智能客服外另需收费等)。**优势二: 一站式 APP 交叉销售。**目前既有第三方预定平台玩家多以酒店业务为主, 公司沿袭国内一站式 APP 推广, 后期有望留存更高粘性高转化的用户池, Trip 界面设置“机+酒”选项, 联合购买享受更大优惠力度。携程在海外扩张的过程中采取交通端先行引流, 减少直面竞争; 酒店端则采取相对性价比战略。此外, Trip 提供积分可抵扣订单金额的方式, 让利消费者, 高等级会员用户获得额外奖励。**优势三: 内容营销较海外平台相对超前, 助力匹配效率提升。**

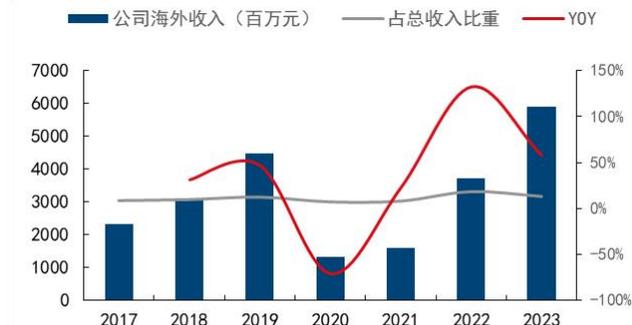
此外, 我国入境游前景广阔, Trip.com 有望成为受益者与推动者。国内入境游占 GDP 比重较世界平均情况仍有提升空间, 去年以来对外免签范围进一步扩大、入境体验和便利性进一步优化, Trip 凭借携程平台国内完备的一站式供给资源与本地化优质服务, 有望直接受益并推动周边国家用户入境游增量。2024Q2 入境游业务占 Trip.com 收入比重超 25%, 较 2019 年约 10% 左右显著提升。

图55: 携程集团主营业务



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图56: 携程集团海外业务收入及占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

美团外卖 Keeta 加速出海, 出行链进展值得跟踪。1) 美团外卖最早布局香港, 根据最新的数据, KeeTa 在香港的外卖市场中的订单量已经达到了 44%, 超越了 Foodpanda 和 Deliveroo, 成为香港第一大外卖平台; 2) 2024 年 9 月 9 日, 美团外卖海外版 Keeta 在沙特阿尔卡吉低调上线, 10 月 9 日, Keeta 在沙特首都利雅

得上线，提供了首单半价以及免配送费的优惠，加速沙特等跨区域布局。美团外卖出海第二站选择沙特，与其系中东最大的经济体，且对外资企业政策扶持较多或相关（东南亚相对竞争激烈）。总体来看，美团出海寻找新的增长点，但更偏谨慎布局，在摸索的过程中积累经验 and 培养体系，同时也控制短期投入，稳扎稳打，其后续其他出海等延伸也值得跟踪。

同程逐步拓展出境游业务。同程疫前已经有部分近途出境游业务，伴随出境航班运力的恢复，2023年12月公司将线下旅行社同程旅业并入上市公司报表内，进一步巩固出境游布局。同时，从去年下半年开始在平台端提升对出境游业务的投放，目前处于低基数快速扩张中（2024Q2 国际机票票量/国际间夜量增长超 160%/近 140%），虽然短期对利润略有扰动，但后续伴随规模扩张和精细化运营有望逐步改善，且中线参考携程，出境游业务盈利能力仍值得期待。总体而言，同程从服务国内客群国内业务逐步增加服务国内用户出境游业务，将消费场景延伸至海外，为平台增长注入新增量。

小结：精准定位，深耕会员盘子，挖潜消费变迁与拓展新市场

总体而言，今年以来互联网与旅游预订用户规模进入常态化增长阶段，OTA 平台如何在既有流量基础上实现更好的用户留存、转化与多远增长成为发展取胜关键。

1、从泛积分会员模式，到逐步精细化运营，拓展增值服务或提高生态性价比，促进留存。不同平台主要用户群体消费定位有差异，平台会员运营的侧重点不同。以中高端客群为核心的携程，更重视为核心会员提供渐趋完善的 VIP 增值服务，同步扩大适用酒店范围；对于以性价比中高频本地业务为主的美团，则侧重通过神会员等打通，实现到店到家等整合，侧重平台生态的性价比。同时，以上平台的权益或折扣均系平台联合上游酒店或商家共同承担，侧面体现平台的议价能力。

2、从纯交易平台到“内容+交易”产业链融合，促进转化。过往 OTA 流量基因偏交易型，交易之前、交易完之后的流量留存不足，近两年从从交易型流量向垂直内容拓展成为趋势。一方面，旅游供需更趋个性化、多元化、碎片化，OTA 平台需求洞察、供应链资源整合以及信息匹配效率的作用进一步显现。在流量进入常态化增长期，通过搭建内容场景，加强用户互动与粘性，以期形成用户的内化增长。

3、龙头从服务国内用户向服务亚洲用户乃至全球用户扩张，促进增长。亚洲海外市场空间较大，尚未出现高集中度龙头。不同市场在线化渗透率发展阶段不同，部分市场仍有红利可挖潜，其他市场则需要借助国内 OTA 龙头相比于海外的一站式 APP、本地化人工客服、内容转化效率等优势去拓展增量市场。

图57：平台流量总结



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

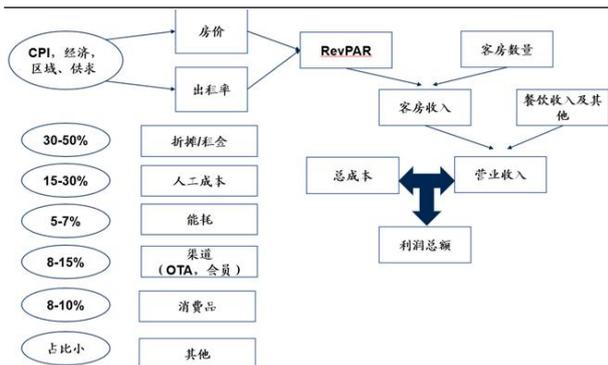
品牌升级：强会员体系开辟私域流量新高地

在分析出行平台流量后，考虑酒店业务对出行平台盈利贡献突出，我们下文重点聚焦酒店住宿业务，探究出行链供给方品牌流量的价值内核：**从公域流量到私域流量，从用户贡献到管理溢价，再到品牌会员流量的全方位变现**。其中，区别于传统酒店会员注册或入住即会员，我们认为真正优秀的会员体系需要更聚焦消费者行为习惯和偏好变化，实现会员权益和积分体系的有效设计、多元打通并持续进化，配合“强产品力+差异化服务+强管理”等，进而“增粘性，促复购”，构筑强品牌会员流量体系。

酒店：高经营杠杆下“客流为王”，自有流量成就“飞轮效应”

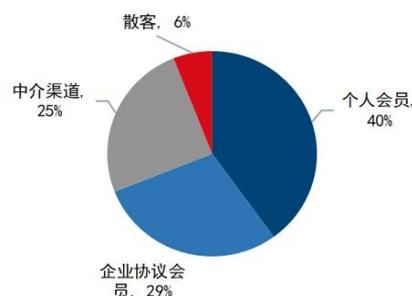
酒店：高经营杠杆特点下，客流为王。单体酒店运营方面，酒店租金&折摊等固定成本较高，高经营杠杆，对收入（本质即流量*人均消费）敏感度较高。如下图，对于直营酒店，租金和折摊带来的刚性成本可能达到收入 40-50%+，加上其他成本费用固定成本占比可达 70%+。参考迈点网数据，2023 年国内外 21 家酒店集团营业收入同比平均增长 35%、净利润同比平均增 1.3 倍。鉴于此，**酒店运营客流为王**，愿意为其消费流量（酒店品牌方或在线旅游平台方）支付相对较高的溢价。

图58: 酒店单体运营模型：固定成本较高，高运营杠杆



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图59: 2021 年锦江酒店流量分布



资料来源：环球旅讯、Mermaid，国信证券经济研究所整理

酒店运营流量来自直销和分销两个渠道。直销渠道主要包括品牌官方渠道推送的个人和企业会员以及酒店周边协议会员、Walk in 散客等，系品牌核心自有流量，相对低成本，复购率和持续性相对较高（华住有效会员可 1 年贡献 6 个间夜），但需要沉淀积累有效运营；**分销渠道**主要来自线上 OTA、旅行社等，可快速获取流量，但成本相对不低（佣金率 10-15%+，深度捆绑还需额外费用），如下表。

表9: 酒店直销和分销渠道优劣势比较

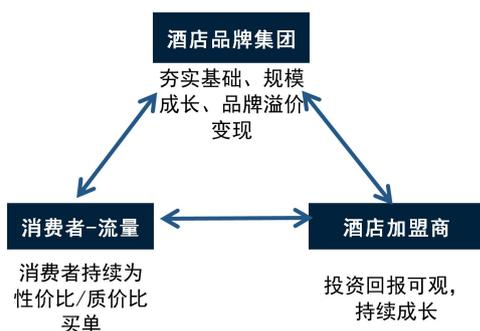
渠道	特点	说明
分销渠道	快速见效	通过与 OTA（在线旅行社）和旅行社的合作，酒店可以迅速获取确定性公域流量。
	成本较高	酒店需要按房价支付 10-15%+ 的佣金，此外还可能有广告等流量支持费用。
	沉淀率较低	在酒店的服务流程中，由于部分预订服务由第三方中介完成，如果酒店缺乏体系化的产品和服务支持，则难以完全形成自身品牌认知，用户沉淀复购率通常较低。
直销渠道	低获客成本	通过培养会员体系或依赖酒店运营者的线下获客形成私域流量，获客成本较低。
	强化品牌全方位认知沉淀会员	通过全方位服务提升客户体验，酒店可以增强品牌认知，将客户沉淀为私域流量，即构筑自身运营的会员体系
	相对高复购率	有效的会员体系能显著提高客户的复购率。

资料来源：环球旅讯，公司官网，《华住十五年》，国信证券经济研究所整理

在酒店运营“客流为王”背景下，流量主导方通常掌握话语权！因此，虽然单体

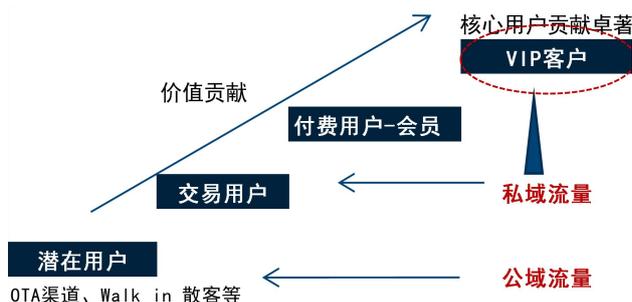
酒店或中小区域连锁酒店可以持续依赖 OTA 等第三方流量维系生存，但对头部的酒店品牌而言，其运营必须直销和分销兼顾，并通过在消费者形成良好的品牌认知，通过构筑自有流量体系（会员体系+中央预订系统等）并精细化运营，实现酒店盈利模型的持续迭代升级，从而推动“加盟商、消费者、酒店品牌”三方共赢的“飞轮效应”，其中品牌自有流量（从公域流量的消费者转换为酒店私域流量）正是上述“飞轮效应”逻辑的核心基石。近几年，华住和亚朵官方自有渠道占其所有间夜贡献的6成以上，占据主导，自有流量的强议价权持续助力规模扩张和盈利成长（强品牌会员流量下更多加盟商认可和会员流量变现持续增长）。

图60: 从门店获客到品牌流量到流量变现：三方共赢飞轮



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

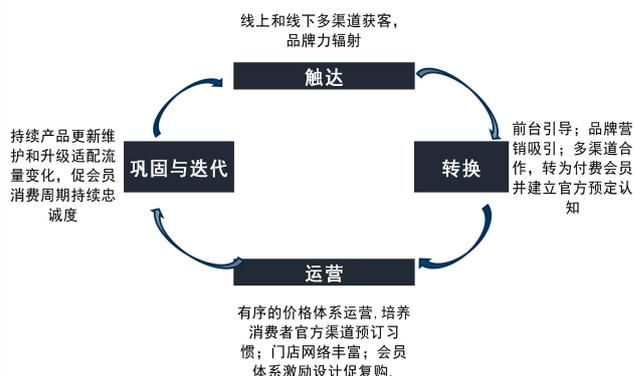
图61: 酒店品牌流量的形成：公域流量到私域流量



资料来源：环球旅讯，人人都是产品经理，36kr，国信证券经济研究所整理

具体来看，酒店运营者首先打造线上和线下全场景获客渠道，再依托产品、服务、管理运营的体系化支持，推动其“交易用户——会员（付费用户）——VIP用户”逐层递进。具体来看，酒店从“门店获客”到形成“品牌流量”，主要通过“触达-转换-运营-巩固与迭代”等多个环节形成正发展循环，通过持续产品更迭和系统更新，培养和强化消费者品牌认知，并使产品升级与消费者需求升级相匹配，推动消费者全周期消费忠诚度，并进一步实现品牌流量的有效裂变。

图62: 从门店获客到私域流量：触达、转换、运营与裂变迭代



资料来源：环球旅讯，人人都是产品经理，36kr，国信证券经济研究所整理

品牌会员流量的底层逻辑：中低端价格敏感，中高端追求质价比

不同消费定位的酒店消费者画像不同：中低端酒店对应的消费者更加价格敏感，推崇价格最优策略；而中高端酒店消费者兼顾服务体验，更偏质价比。因此，酒店在自有流量打造和深耕的商业逻辑中侧重点大为不同。

图63：酒店品牌流量：中低端酒店侧重官网价格最优，中高端则侧重“质价比”优势

	消费者需求	门店运营/加盟商需求	品牌流量运营重点
经济型	<ul style="list-style-type: none"> 核心极高性价比，价格为先 基础睡眠&早餐产品服务 门店网络广 	<ul style="list-style-type: none"> 产品设计&运营注重极简高效，成本最优，数字化支持，投资回报率高 	<ul style="list-style-type: none"> 管控酒店品牌价格体系——核心会员 官网渠道价格最优 管理系统和技术支持管控，区域价格体系统筹等
中档	<ul style="list-style-type: none"> 高性价比 睡得好，早餐尚可 门店网络有效覆盖 	<ul style="list-style-type: none"> 产品设计兼顾舒适和成本较低，数字化支持运营高效，投资回报率可观 	<ul style="list-style-type: none"> 管控酒店品牌价格体系——核心会员 官网渠道价格最优 管理系统和技术支持管控，区域价格体系统筹等
中高端	<ul style="list-style-type: none"> 质价比 睡眠&早餐&服务体验好 门店网络有效覆盖 	<ul style="list-style-type: none"> 1、注重经营效率与用户体验平衡；2、品牌产品+服务带来差异化溢价，数字化支持，投资回报率在更高投入上也能较可观。 	<ul style="list-style-type: none"> 核心会员官方渠道预订可享“产品+增值服务”后综合价格最优。资深会员权益较具吸引力
高奢	<ul style="list-style-type: none"> 品牌价值与产品服务配套等体验为先 目前兼顾价格定位相对理性 门店总体规模尚可，休闲重特色差异 	<ul style="list-style-type: none"> 特色产品设计+增值服务等，打造产品溢价；早期关注品牌带来的物业价值升值等，相对轻运营；2、地产热后，相对更重视总体投入产品平衡。 	<ul style="list-style-type: none"> 核心会员官方渠道预订可享“产品+多种增值服务”后综合价格最优。资深会员权益较具较强吸引力。

资料来源：环球旅讯、澎湃网，国信证券经济研究所整理

中低定位的酒店，价格逻辑主导，故核心在于投资成本最优和价格体系管控。中低端酒店，消费者核心关注性价比，价格优先，会员流量的忠诚建立在足够的门店网络选择和相应的性价比持续匹配基础上。因此，对于中低星级酒店，酒店品牌核心追求：1、酒店单店模型极简高效，成本最优；2、价格体系的管控，**确保官网价格最优成为酒店龙头建立自身会员流量和培养官方预订习惯的核心。**不过，由于中低端市场的酒店竞争激烈，消费客群对酒店价格高度敏感，其在建立自有会员体系过程中的价格管控能力非常重要。酒店加盟商基于自身利益对协议客户、前台现付客户以及与OTA的违规私连等场景中都可能与官方平台会员价格背离的状况。**打造自有流量体系，其背后考验酒店品牌的全场景运营能力。**

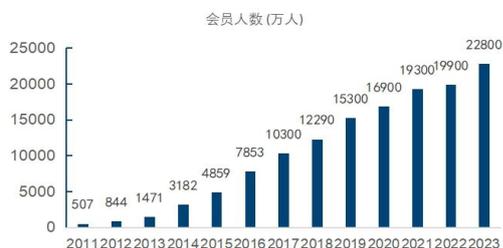
中高定位的酒店，侧重产品力与增值服务锚定核心客群，打造官方渠道“质价比”最优为核心。对于中高端定位的酒店，消费者相对更重质价比，酒店运营者也会综合更注重产品与服务体验，并在配套设施等上进行一定的理性投入，通过增值服务实现产品溢价，在更高投资规模上追求良好的投资回报效率。其中，越高端定位的酒店，增值服务差异越大，故酒店品牌可以通过官方渠道更多差异化服务权益附加（通过不同渠道预订所享受的服务差异，会员权益的有效设计等），提高品牌与OTA博弈中议价权，进而有效提升官方渠道自有流量占比。**结合前文分析，出行消费尤其中高端出行消费“二八”特征明显，中高端酒店自有流量贡献也具有显著“二八”特征，强化对中高端会员的消费粘性和复购习惯的培养，并确保核心会员官方渠道产品价格和附加权益最优，成为其发展的重中之重。**

华住：互联网思维开创本土酒店腾飞之路，品牌势能居高不下

华住的与众不同：用互联网流量思维运营酒店品牌，打造强品牌会员生态系统！

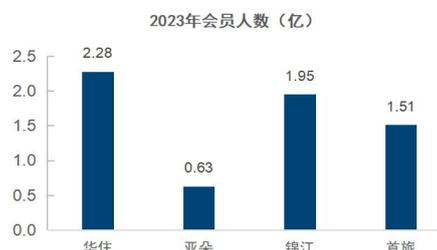
会员流量先发积累，总会员规模和有效会员均居行业第一，构造强品牌会员生态。华住的创始人季琦本系携程、如家的联合创始人，较早用互联网思维理解酒店品牌生意核心，在酒店规模扩张很早意识到会员流量的关键作用，发展中聚焦“品牌、流量、技术”三战略，在发展中最早引入“会员流量+数字化布局”（2005年首家汉庭开业即探索会员体系，2010年引入汉庭会并通过重金打造相关系统），在品牌会员流量大数据的积累方面奠定了先发优势。目前来看，经过多年会员体系沉淀和积累，公司总会员规模和有效会员数据均居国内酒店行业 TOP1，其中2023年会员规模达2.3亿，居国内酒店龙头 NO.1，2011-2023年 CAGR 为 37%，持续高增长，同时月活跃会员数数倍于同行，彰显品牌流量的高质量。

图64：华住会员规模增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图65：酒店龙头 2023 年底会员规模情况对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

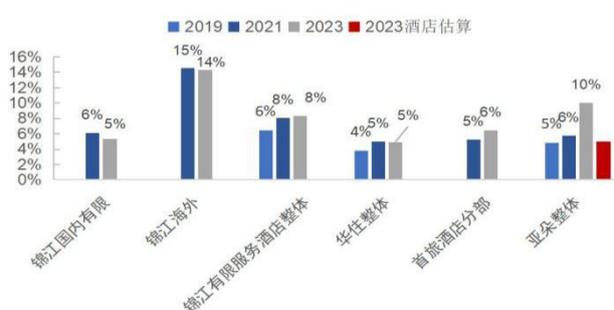
强会员流量思维运营下，公司高中央预订占比带来更优的品牌盈利能力：高中央预订 CRS 收费率、低销售费率！华住会员体系特点如下：1) 分级权益和积分设计，提高复购的全方位激励，并持续迭代；2) 门店考核到位确保推广；3) 多渠道和品牌营销共同拓展用户；4) 与加盟商建立了良好会员相关权益分摊模式，并较早统一流量变现收费并实行。如下图，华住中央预订占比超 60%，在各大酒店龙头中官方渠道预订相对领先。自有流量占优变现力强：1、中央预订收费率较高：华住 CRS 收费为实际房价的 8%（加盟商当月流水的 3.5%封顶），相对高于亚朵、锦江等，其 2023 年中央预订收入等合计 26.28 亿元，占其加盟收入的 1/3，是其核心盈利来源之一；2、销售费率更低，2019 年销售费率仅 4%，在行业中也遥遥领先（2020 年后增加主要有海外影响，但剔除后估算国内仍然较低）。

图66：2024 年 3 月酒店官方渠道微信小程序月活用户情况



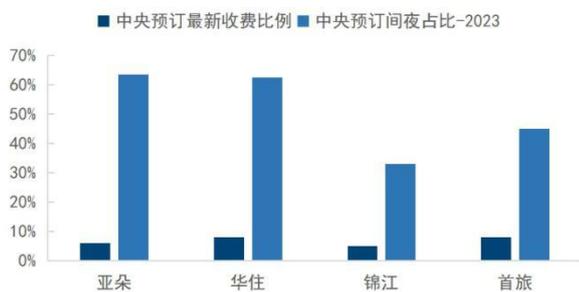
资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图67：各酒店集团销售费率



资料来源：公司官网及公告，国信证券经济研究所整理 注：1、亚朵销售费率含零售业务，剔除后估算酒店销售费率在 5%左右。

图68: 各酒店集团中央预订间夜贡献及收费比例



资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理 注: 1、亚朵不同阶段的酒店中央预订收费比例为 4-6%, 锦江 2019 年后新签酒店收费 5%, 早期签约门店不收或者很低。

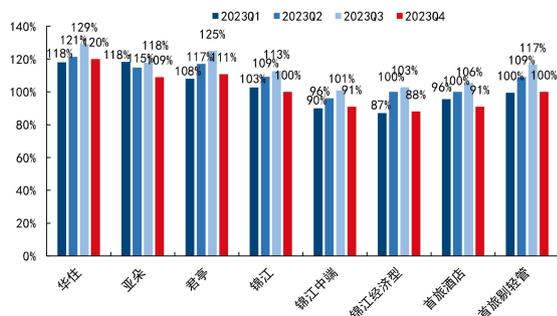
图69: 部分酒店龙头中央预定收入对比情况



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理 注: 华住 2023 年含海外 CRS 收入, 锦江 2019 年部分中央预订收入未完全计入, wehotel 旗下。

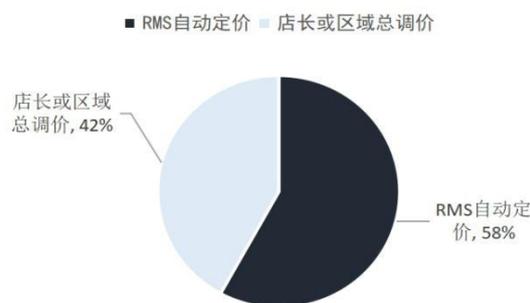
强会员生态催生强管理能力——从 CRS (中央预订系统) 到 RMS (酒店收益管理系统): 依托庞大和高效的自有流量华住全面提升收益管理能力。华住通过其 CRS 系统多年酒店定价相关大数据积累, 进而搭建属于自身的 RMS 系统进行酒店房价预测 (而非仅依赖店长个人判断), 酒店定价及收益管理能力的全方位提升。因此, 酒店龙头可以在行业旺季有效快速提价, 在需求欠佳时赚取更多的流量, 其综合 REVPAR 表现领先行业。据环球旅讯报道, 华住 RMS 可以根据周围 3 公里的大数据自动调整房价, 减轻了酒店经理的工作量, 其 2019Q4 其华住运营超过 18 个月的酒店中, 约 58% 的价格调整是由其 RMS 自动完成的, 近几年预计进一步提升。

图70: 2023 年酒店龙头 REVPAR 恢复: 华住明显领先



资料来源: 公司官网, wind, 国信证券经济研究所整理

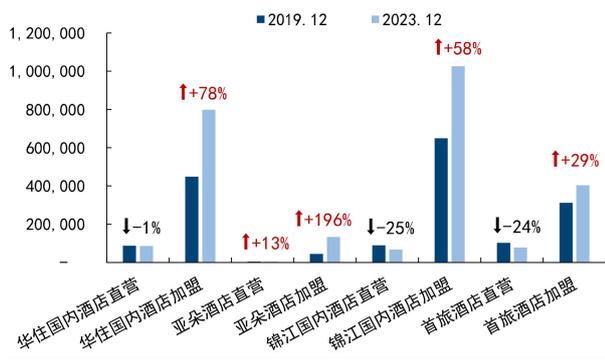
图71: 华住 2019 年 RMS 系统定价占总间夜的 58%



资料来源: 公司官网, 环球旅讯, 国信证券经济研究所整理

酒店品牌自有高水平的流量逻辑进一步推动加盟扩张的高速前进 (加盟商复购及示范效应下更多的加盟商加盟)。结合前文和下图, 华住近几年持续保持较快规模扩张, 2023 年其加盟客房量较 2019 年底增长 78%, 在酒店龙头中仅次于亚朵 (基数较低, 品牌发展阶段不同), 领先其他龙头; 今年中报后上修其全年开店指引, 也进一步证明其会员流量优势带来的“双赢”。

图72: 酒店龙头规模扩张: 华住加盟店 2023 较 2019 增 78%



资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

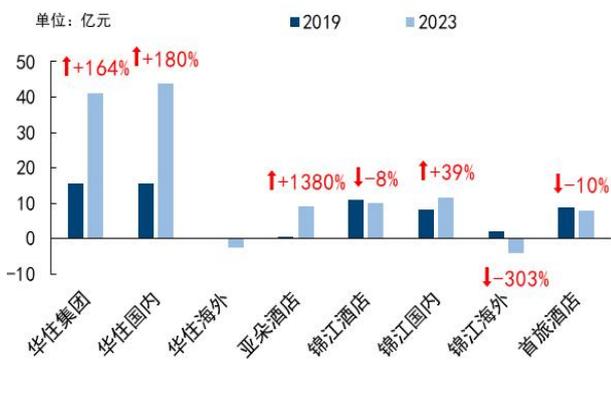
图73: 部分酒店龙头净利率对比



资料来源: 公司官网, 环球旅讯, 国信证券经济研究所整理

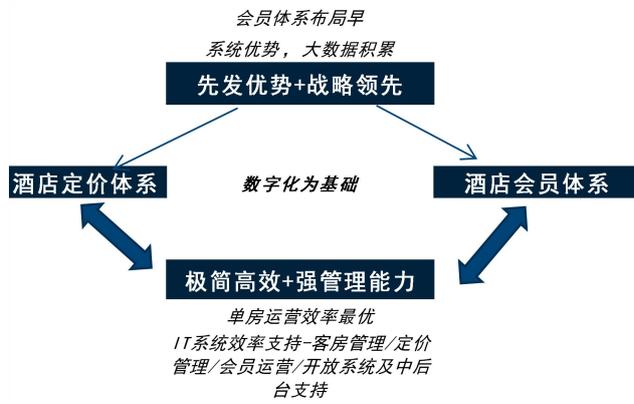
综合看, 华住基于强大的 IT 数字化体系, 依托品牌自有流量的深度挖掘和运营, 本质上对传统酒店业运营和盈利模式进行了卓越的升级和迭代, 通过极简高效运营、产品迭代升级等助力成长, 形成“会员流量-精细化运营-快速扩张-更多的会员流量”的飞轮效应, 实现持续较高增长和高盈利能力。如图, 2023 年华住国内酒店收入在较高的规模基数下, 仍然较 2019 年恢复 156%, 仅次于亚朵 (品牌成长阶段略不同), 高于锦江和首旅; 其主业净利润恢复也明显领先, 国内主业经调整业绩较 2019 年增长 180%, 综合表现突出。今年上半年, 公司国内经调整业务净利率达 24%, 较去年同期的 20% 左右进一步提升, 在行业也处于较领先水平 (仅次于部分加盟店占比极高的酒店集团)。

图74: 酒店龙头 2023VS2019 经调整业绩恢复增长情况



资料来源: 公司官网及公告等, 国信证券经济研究所整理

图75: 华住酒店品牌会员流量正循环生态体系



资料来源: 公司官网及公告, 环球旅讯, 国信证券经济研究所整理

亚朵: 会员流量逻辑后起典范, 中高端品牌本土最佳践行者

亚朵立足中高端酒店定位, 差异化服务体验提升品牌势能。在其过往发展中通过各种 IP 品牌合作等方式提升品牌知名度, 最核心仍是通过更高的单房投入标准和更好的服务体验, 满足中高端消费者需求, 并以此不断筛选出愿意支付一定溢价 (支持门店更高的硬件投入和人房比配置), 追求更好的入住服务体验 (早餐等更丰富, 门店人员服务更多, 体验更好) 的核心客户。同时, 通过 IP 合作和差异化服务, 亚朵的客群相对年轻, 2023 年, 亚朵酒店 25% 的客户为 30 岁以下、46% 的客户为 30 至 40 岁之间。

会员规模随门店扩张快速成长, 中央预订率已超 6 成。亚朵作为行业后起之秀,

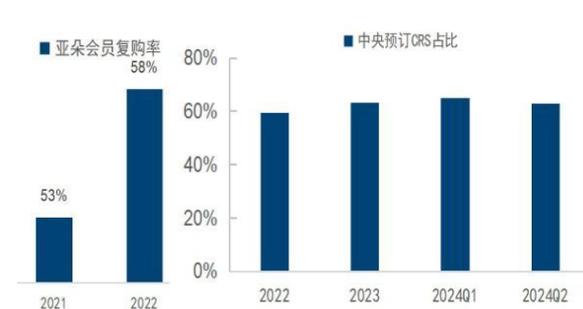
近几年会员规模也伴随门店扩张快速成长。如图所示，从2021年到2023年，亚朵在营门店从745家提升至1210家，CAGR为27.4%（且其中有疫情扰动影响）；2024年中期在营酒店增加至1412家；同时会员规模从2021年底的3000万左右提升至2023年底的6300万左右，CAGR为44.9%，2024Q3未进一步增加至8300万，同比增长高达54%。同时，结合前文，尽管亚朵会员规模目前仅为锦江、首旅的30-40%，但其微信小程序活跃用户达230万+，高于锦江和首旅，说明其有效会员规模可观，会员质量较高。与此同时，亚朵的中央预订率从2022年的接近6成左右提升至2023年63%，作为后起之秀与行业龙头华住处类似水平，难能可贵。

图76: 亚朵门店客房及会员规模增长情况



资料来源: 环球旅讯、公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

图77: 亚朵会员复购率及中央预订率变化



资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

会员体系持续升级：住宿与零售的会员权益持续打通。2022年亚朵升级全新会员体系——ACARD体系，在原有酒店场景的权益外，延伸出包括出行、阅读、运动、饮食、艺术等多个生活场景的权益；2024Q3，公司进一步实现了亚朵酒店和亚朵星球多平台会员体系与积分权益的互联互通，推动住宿与零售业务的双向协同。

表10: 亚朵 Acard 会员体系

分类	房价优惠	预订保留	早餐	延迟退房	住宿权益			零售及其他权益
					房型升级	夜宵	住宿其他	
普卡	9.2折	至晚上7点						
银卡	8.8折	至晚上7点	无	延迟券(每张可延迟2小时): 8张/年				房费消费的1.5%赠券
金卡	8.8折	至晚上8点	16张/年	延迟券: 16张/年				房费消费的2.5%赠券
铂金	8.5折	至晚上9点	80张/年	延迟券: 120张/年	旋风升房券40张/年	免费2份	房间定制1次/1年, 专属拖鞋1张(满21减20元)	会员专享券每月券 房费消费的3.5%赠券
黑金	8.5折	至晚上9点	90张/年	延迟券: 130张/年	旋风升房券: 50张/年	免费2份	房间定制10次/1年, 专属拖鞋券50张/年; 满赠券等; 会议室无忧, 专属管家	房费消费的5%赠券

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

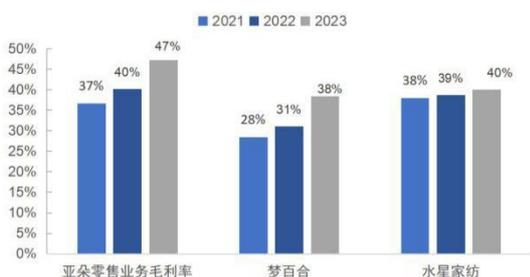
金卡及以上核心客户估算贡献其个人会员中近8成间夜销售。结合前文分析，中高端出行消费者出行频率和收入贡献相对可观。亚朵消费也具有类似特点，结合我们的跟踪估算，其金卡及以上用户占整个个人会员估算或不到10%，但贡献其所有个人会员间夜数估算近8成，核心会员复购和忠诚度极高，彰显会员高质量。

快速成长期，更积极与OTA合作共赢发展，重视引流之后的留存。由于公司目前处于门店快速成长期，因此，公司在拓展自身品牌流量同时，也积极利用其他第三方渠道获客。2023年其OTA占比在20%-30%，虽相对高于同期部分成熟酒店龙

头，但因其产品和服务整体支持到位，其沉淀的有效会员规模也持续较快增长。2021年，公司会员留存率（上1年度至少预订1次会员比例）为21.7%（同比增加+2.3pct），会员复购率为52.8%，2022年已经达到58.3%（同增+5.5pct）。

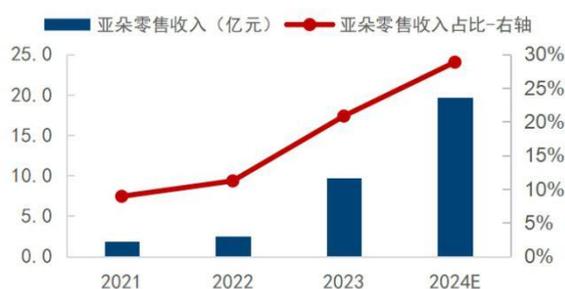
中高端品牌定位下，公司积极探索零售等第二增长曲线。立足中高端品牌定位，亚朵零售产品持续获得品牌赋能，毛利率高于其他可比家纺类公司毛利率，2023年达47%。同时，其零售定位深睡系列，与住宿主业呼应，相关收入较快增长。而零售业务扩张也为其住宿会员流量成长及多元变现提供了有利的补充。2023年，公司零售收入较2022年增长388%，达9.7亿元，占公司收入比例达到21%；2024年我们预计有望进一步翻倍增长接近20亿元，估算贡献公司收入接近3成，从而有望构造公司第二增长曲线，打造本土酒店品牌流量多元创新的新范式。

图78：亚朵零售业务毛利率相对可观



资料来源：wind、公司官网及公告，国信证券经济研究所整理

图79：亚朵零售业务收入持续高速增长



资料来源：公司官网及公告等，国信证券经济研究所整理

综合来看，亚朵定位中高端，通过差异化品牌定位和增值服务等，提升品牌流量溢价，核心客户贡献尤其卓著，目前正系品牌势能强化，门店规模和品牌流量快速扩张期，同时零售逐步构筑第二增长曲线，实现中高端品牌溢价的多元变现。

国际借鉴之万豪：最强酒店品牌流量，联名信用卡等多元创收

万豪国际：高奢定位，会员规模庞大且伴随并购整合持续扩大流量池。万豪系全球最大的酒店龙头，以高端和奢华酒店为主，截至2023年底，万豪国际在全球范围内拥有近8,800家酒店，超过159.7万间客房，遍布139个国家和地区。万豪会员体系几经并购整合不断扩容，具体分级如下表所示。合并后的会员体系可以为客户提供更多优惠，实现规模效应，降低获客成本。2019年，万豪会员量达到1.2亿人；而2024年6月底，万豪会员数量已超过2.1亿，较2019年增长超70%，且基本为优质的中高端客户，并通过不断多元合作拓展推动优质会员持续增长。

表11：万豪会员体系分类

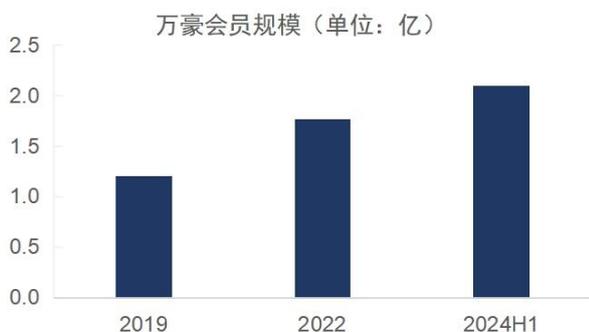
会员等级	获得条件	积分奖励	延迟退房	房间升级	迎宾赠礼	行政酒廊	套房升级	其他福利
普通会员	无需条件	无额外奖励	无	无	无	无	无	免费客房内互联网接入、会员专享房价
银卡会员	每年10-24晚	额外10%积分	视酒店情况	无	无	无	无	免费延迟退房
金卡会员	每年25-49晚	额外25%积分	至下午2点 优先升级(非套房)	250-500积分	无	无	无	增强型互联网接入
白金卡会员	每年50-74晚	额外50%积分	至下午4点	标准套房	免费早餐或当地礼品	有	有	行政酒廊待遇
钛金会员	每年75-99晚	额外75%积分	48小时预订保证	最佳可用客房	免费早餐或当地礼品	有	升级套房	额外年度礼品
大使会员	每年100晚且 \$23,000 消费	额外100%积分	至下午4点	免Resort Fee	免费早餐或当地礼品	有	免升级费	提前入住、专人服务、Your24福利

资料来源：公司官网及公告，国信证券经济研究所整理

万豪全球会员贡献超6成，北美贡献超7成，会员流量贡献卓著。2019年，万豪

全球会员间夜数贡献达 52%，较 2018 年提升 250bp，其中在北美的贡献达到 58%，较 2018 年提升 320bp。2023 年，万豪会员贡献占比达到 61%，其中北美达到 68%，较 2019 年进一步提升约 9 个 pct。2024Q2，万豪会员全球间夜贡献进一步提升到 65%，北美达到 71%，再创新高。

图80: 万豪会员规模变化



资料来源: 环球旅讯, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图81: 万豪会员预订贡献占比变化



资料来源: 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

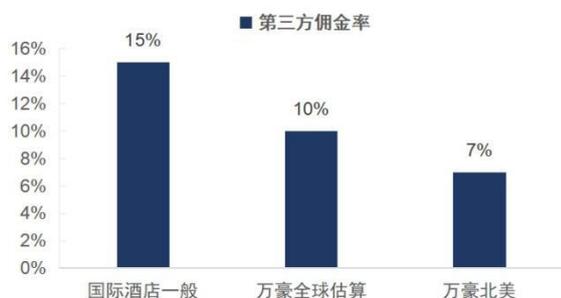
规则设计确保官方渠道优势, 官方渠道占比贡献占比超 7 成。万豪会员升级所需要有效入住需要通过官网预定才可以计入, 通过第三方预定无法累积; 万豪要求确保其官方渠道核心会员预订价格最优 (如非最优消费者可申诉并获得额外激励)。结合界面新闻等报道, 从 2024 年起, 白金卡及以上会员只有通过万豪旅享家官网、小程序, 以及飞猪上的“万豪国际集团旗舰店”预订的订单才可以享受会员待遇, 其他大部分 OTA 订单都不再能享受该待遇, 进一步强化去会员官方渠道预订的优势 (万豪全球更早的采用了类似的政策要求)。鉴于此, 2023 年, 万豪直销渠道占比达到 76% 左右, OTA 占比仅 11% 左右。同时, 万豪积极强化数字平台建设 2022 年的手机 App 用户同比增长 32%, 通过 App 预订的间夜量增幅为 27%, 推动该板块的收入攀升 41%。2023 年, 万豪自有 APP 预订贡献较 2022 年增长 22%。

并且, 强品牌自有流量贡献下, 万豪具有与第三方合作中的较强话语权, 佣金率全球处于极低水平。2022-2023 年, 万豪旗下 OTA 分销渠道预订占比仅为 11-12%, 占比相对较低, 与疫情前基本相当; 与之相应的, 万豪线上直销渠道预订在 2023 年较疫情前提高了 6pct, 整体提高了 1pct。鉴于此, 万豪在与第三方渠道议价中掌握核心话语权。2018 年 1 月, 万豪率先宣布自该年度 3 月 31 日起, 万豪国际酒店集团将北美地区酒店的第三方中介预订佣金从 10% 下调至 7%, 全球其他地方保持为 10% (但如没有达标的第三方中介, 则佣金率为 8%)。考虑国际酒店一般 15%+ 的佣金率水平, 万豪等国际龙头佣金率明显低于全球酒店预订的平均佣金率水平, 且其自身可强势调整, 可见其对第三方中介的议价能力。

高端酒店定位和会员规模可观下, 万豪品牌流量价值可以借此多元变现, 信用卡收入即其中之一, 更好地降低经济周期波动对其经营业绩的影响。依托万豪会员体系对高质量消费者的聚集效应, 公司据此通过与摩根大通、美国运通等合作伙伴发行联名信用卡, 并获得: 1、品牌授权费用 (一次性固定费用); 2、信用卡福利兑换的免费住宿天数、会员积分等持续收费。截止 2023 年, 万豪在全球 11 个国家发行了 31 个信用卡计划, 全球信用卡消费额增长 11%; 其信用卡收入估算约 5-6 亿美元, 同比增长 10%+。这不仅在疫情期间成为其重要的抗风险能力支持, 在正常情况下也成为推动其非房收入 (non-RevPAR 相关) 的较快增长的核心驱动 (发卡等持续增加)。2021 年, 万豪非 RevPAR 收入中的 2/3 来自信用卡相关收费贡献, 较 2019 年增长 4%; 2023 年, 万豪非 RevPAR 收入达 8.32 亿美元, 其中

核心增长来自信用卡收入增加的 5500 万美元。并且，由于信用卡相关收入利润率非常高（后端基本不需要其他投入），高 EBITDA 率有望推动公司整体利润率提升。目前公司 EBITDA 中信用卡收益贡献估算有望达 10%+。

图82: 万豪会员第三方佣金率



资料来源：环球旅讯，公司官网，国信证券经济研究所整理

图83: 万豪信用卡收入估算变化



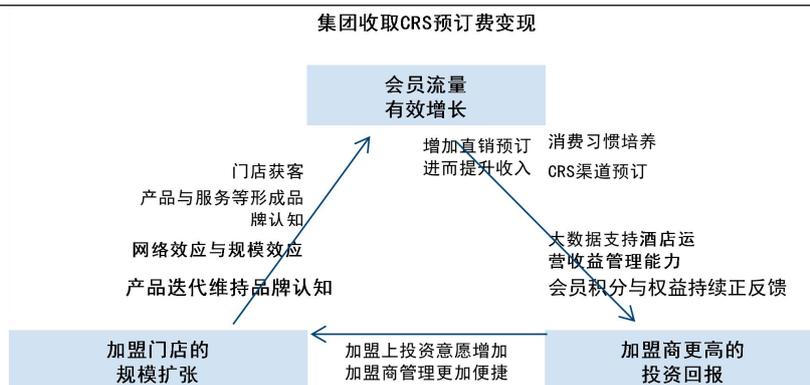
资料来源：公司官网及公告、投资者公开交流转录稿等，国信证券经济研究所整理

综合来看，万豪类似酒店中的顶流，定位高奢，品牌享溢价，且依托优良的品牌经营和持续并购整合，成为全球酒店行业绝对霸主，强品牌+强规模下带来强大的议价能力，实现自身品牌收益最大化，并可通过信用卡授权等多元创收增利。

小结：强产品力支持下“流量-回报-规模”构筑龙头成长飞轮

综合看，对酒店集团，品牌会员流量的飞轮效应是其规模发展的基石。依托强产品和强管理，构筑“会员流量的有效增长——更好的投资回报——门店持续规模扩张”是连锁品牌理想的正循环格局，华住和亚朵等系本土实践的佼佼者。

图84: 酒店品牌会员流量共赢增长的飞轮效应



资料来源：环球旅讯、公司官网及公告等，国信证券经济研究所整理

酒店品牌流量的维系与进阶：“强产品、强流量、强运营、高回报”正循环。酒店品牌运营核心需要产品常更常新保持生命力，并顺应流量的需求变化或扩容进行产品矩阵的丰富，从而强化品牌会员流量忠诚度和持续复购转化。但这需要能对加盟商带来良好投资回报为支撑。

强产品：从消费者角度，保持门店产品总体的常更常新方可强化品牌流量粘性。酒店产品更新改造节奏直接影响品牌生命周期。立足当下，酒店行业进入存量时

代，新供给仍持续有增加，市场竞争日趋激烈。由于国内酒店门店日常运营维护差异较大，酒店门店产品的更新改造节奏，装修周期情况，直接影响消费者入住体验，进而影响消费者对品牌的认知。通过不同阶段推出同品牌不同版本的升级产品或小更新改造，以同等或更少的装修投入，带来更好的硬件设施和消费者体验，从而持续保证产品顺应消费者需求变化，保持产品生命力。如下图所示，华住作为国内酒店优秀龙头，其核心的汉庭、全季持续升级。如下图所示，近几年，其汉庭产品 1.0 占比已经从 2020 年的 29% 降至 2023 年的 4%；而汉庭 2.7 及以上产品占比从 2020 年的 34% 提升至 2023 年的 71%，同时全季 4.0 以上版本占比也从 2020 年的 30% 提升至 2024 年 6 月底的 71%，主力产品更新及时产品力市场领先，持续顺应会员需求，保持会员对其品牌体系的忠诚度，提升品牌整体流量粘性和复购意愿。与之相反，若品牌若整体门店平均装修周期较长，消费者持续消费转换的意愿可能降低，会员流量忠诚度不高，可能面临一定的老化的风险。

图85：“强产品、强运营、强流量、高回报”正循环



资料来源：36kr，环球旅讯，公司官网，国信证券经济研究所整理

图86：华住：汉庭和全季持续更新迭代保持生命力



资料来源：公司官网及公告等，国信证券经济研究所整理

产品矩阵丰富与迭代：扩大品牌流量辐射范围或顺应品牌会员流量升级变化，打造品牌流量持久忠诚度。 1) 从经济型到中端产品升级：比如华住从汉庭到全季的拓展，核心在于顺应部分会员需求变化和物业租金提升的背景，以更高的物业投入及产品服务标准满足消费升级的，实现消费者、加盟商和酒店集团三方新共赢；2) 从单一品牌到多个核心品牌，从中高端到中端，如从亚朵到轻居，核心在于满足更广泛的消费者需求，吸引可能支付力相对没有那么高，但更加年轻更具活力具有持续挖潜能力的消费者，在持续扩张中寻找差异化产品定位的品牌模型。

但对加盟商而言，产品持续升级意味着额外投入！故对加盟商而言，强产品与高回报可能相对矛盾。从理性投资的角度，加盟商最终关注的是投资周期较短，投资回报率较高。如果需要让加盟商在一定期限重新投资更新，核心需要带给其足够好的投资回报。尤其随着国内酒店行业投资日益成熟理性，加盟商也要综合平衡整体经营周期投资与回报。

高回报要求强运营支撑。鉴于此，要提高加盟商回报，带动再投资热情，倒逼酒店集团有持续强运营的能力：1、能抓住每个价格&收益管理的机会，缩短投资期——强 PMS 系统支持；2、强供应链和产品设计能力，单房硬件投资更可控更有的放矢；3、单房人工及其他成本可控——成本优化能力较强。

因此，品牌力的维系与进阶，关键在于“强产品、强流量、强运营、高回报”正循环，以推动“流量-回报-规模”持续飞轮效应。

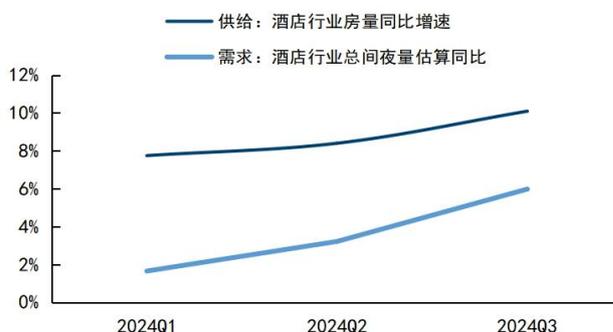
双方博弈支点：流量背后的会员聚合力

新常态：短期供大于求背景下，单位门店引流压力上升

2024 年以来酒店行业供给增长大于需求，单位门店引流压力上升。结合前文和酒店之家数据初步估算，今年前三季度，国内酒店行业房量供给增长（8-10%）快于出行间夜需求（酒店间夜量初步估算增 2-6%）增长，单个酒店之间流量竞争相对更趋激烈，此时谁掌握流量即掌握话语权！鉴于此，单个酒店运营方无论对预订平台外部流量亦或加盟品牌自有流量需求迫切性进一步提升。

但聚焦平台方和品牌方，其商业模式不同，与消费者的触点差异，平台流量和品牌流量各有千秋。并且，由于出行客源结构变化，品牌产品力迭代和流量运营分化，其会员流量赋能的表现也相对分化，新常态下平台与品牌竞合呈现新趋势。

图87：今年以来酒店行业供给增长快于需求

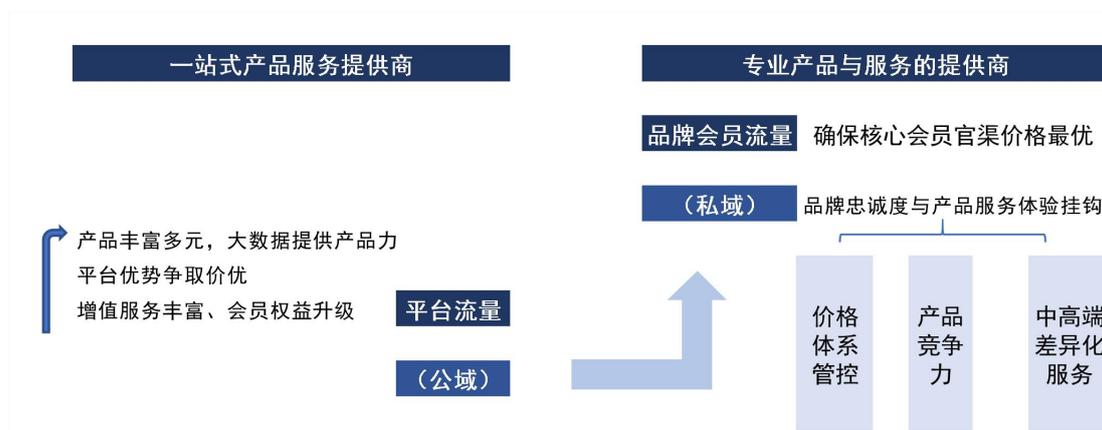


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理估算

平台流量优势：1) 出行一站式产品提供，辐射群体较为广泛，休闲客流尤其占优；2) 可结合大数据分析，基于庞大的供应链体系灵活动态调整自身产品配置并针对客户特点进行有效推广；3) 诸如携程先发优势所积累自有 APP 低成本流量或同程微信合作相对低成本获客均为其异地流量有效转化提供了盈利基础；4) **平台优势不断优化，不断争取价格优势+增值服务，提高平台流量的消费体验；**5) 近两年商旅需求相对较弱，休闲需求相对较强，而休闲出行更重多元化一站式出行消费场景，带来 OTA 头部平台依托线上预订渗透持续提升和自身规模优势基础上的聚流能力有所强化。**据旅游垂直网站 Skift 报道显示，截至 2023 年 6 月，亚太所有高星酒店预订中有 47%是间接预订，高于两年前的 43%。**

品牌会员优势：作为产品&服务的最终提供方，酒店品牌集团产品&服务优势越显著，则流量粘性越突出。其中，酒店要巩固和强化自身品牌会员体系，首先在于价格体系的管控，确保官方渠道高级别会员价格最优；同时，根据会员消费的频次给予更多差异化增值服务支持，包括免费酒店住宿兑换等福利，进一步推动其会员粘性。过往来看，相对休闲客户多元性需求，商旅客户更易形成品牌忠诚度。

图88: 平台与酒店品牌会员流量各有拥趸



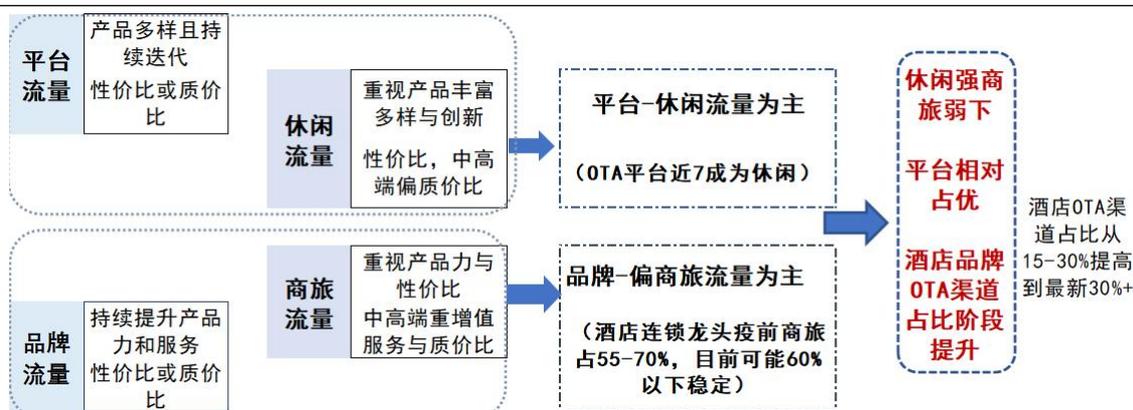
资料来源: 环球旅讯、36kr, 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

新动态: 休闲强商旅弱, 平台流量价值提升, 竞合情况更趋复杂

目前休闲强商旅弱背景下, 平台流量阶段占优。结合前文, 休闲流量重产品丰富性、新颖性等, 与 OTA 平台的优势吻合 (平台上产品迭代和更新有大数据和商业模式优势), 故平台以休闲流量为主, 携程等平台休闲流量占比估算近 7 成; 商旅流量更偏产品力与性价比, 以及增值服务体验, 品牌会员权益体系的设计对其具有较大吸引力, 故酒店连锁龙头此前往往以商旅流量为主, 此前商旅占比可达 55-60%。但由于近两年休闲需求强劲, 而商旅需求受宏观经济大盘影响相对疲软, 故平台流量相对优势更突出。

鉴于此, 酒店品牌连锁龙头 OTA 占比也阶段提升。疫情前, 酒店龙头 OTA 贡献占比一般 15-30% (不同公司分化); 今年 Q2Q3, 部分酒店集团其 OTA 阶段占比达 30-35% 的占比, 提升明显, 从而也阶段带来其营销费用的提升。

图89: 流量属性分化, 休闲强商旅弱时平台流量相对占优



资料来源: 环球旅讯、36kr, 公司官网及公告, 国信证券经济研究所整理

品牌商业进阶: 线上线下全渠道展客, 不断提升会员获得感

在目前线上渗透持续提升的时代, 酒店运营核心在于线上线下全场景多渠道流量拓展和运营: 与多个不同 OTA 平台灵活差异化合作, 但同时积极拓展企业商旅和

其他周边线下获客，并积极推动新获客户向品牌有效会员的转换。

图90: 酒店线上线下全场景流量运营与品牌会员转化

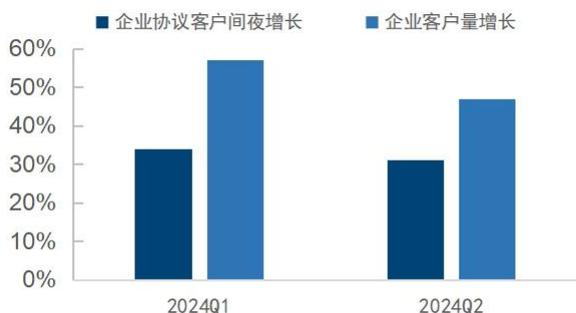


资料来源：环球旅讯、36kr，公司官网及公告，国信证券经济研究所整理

在线上全景运营方面：借助集团力量和区域统筹，结合各线上平台特色，有的放矢进行战略合作。1、与不同在线旅游平台的合作，价格体系的协调和管控（佣金率、房量切分、价格体系维护等核心要素）；2、结合旅游淡旺季变化，以及不同线上平台特点（携程/美团/同程与抖音/小红书/飞猪等）针对性品宣推广组合拳，并与地方文旅积极合作等；3、沉淀在线旅游用户预订大数据，并与自有渠道预订数据协同，强化大数据分析，针对性提升会员权益体系，持续提升产品力和服务，推动官网/小程序等加大存量会员互动转换，以促进流量转换与复购。

在线下全场景运营方面：1、面对商旅流量整体疲软和 OTA 占比提升的挑战，酒店品牌目前通过积极拓展企业协议客户，提高企业协议客户占比，以部分抵消商旅流量承压带来的不利影响。从华住来看，2024Q1 和 2024Q2，华住 B2B 企业协议客户销售间夜，同增各 34%/31%，企业客户各同增 57%/47%。从亚朵来看，今年 Q2，公司企业协议销售间夜占比为 19.3%，较去年同期进一步提升，也在不断强化自身多元获客尤其商旅获客能力。2、，以区域为中心，积极线下周边或区域获客仍然是重要的获客方式，但需要区域有效组织协同，并在考核层面进行相应调整，以推动相关人员的积极性，等等。

图91: 华住加大企业协议用户拓展



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图92: 亚朵: 企业协议销售间夜占比持续提升



资料来源: 公司官网及公告等, 国信证券经济研究所整理

进一步分析, 酒店品牌能持续提升品牌流量, **核心在于持续提高会员获得感: 1、价格管理体系的打通; 2、会员增值服务差异化。**信息传播高效快速下, 对酒店品牌流量运营提出了更高要求。对具体酒店集团而言, 酒店之间引流的PK, 产品、服务及运营的综合较量仍为关键, 并在面临在线旅游平台流量竞合共赢中, 更需要精细化运营。

图93: 不同定位酒店品牌会员流量的核心支持



资料来源: 环球旅讯, 36kr, 国信证券经济研究所整理

提升酒店品牌流量的对于中低端酒店: 价格管控系核心, 确保官方渠道价格最优 考验酒店集团品牌管理能力。中低端酒店, 其消费者多价格敏感, 故核心就在于品牌价格体系管控, 确保其官方渠道价格最优。但实际经营中, 由于酒店集团旗下门店可能存在直连和私连兼有的情况(私连即单个门店直接链接OTA), 同一区域不同门店背后可能不同的利益主体, 都希望自身流量最优, 加之OTA的补贴活动, 因此可能存在OTA价格比官网价格更优的情况。鉴于此, 酒店集团核心在于强管控(背后需要强大的技术、系统和管理支持, 自有官方渠道会员预订支持), 在结合自身门店产品实际情况合理定价, 区域统筹, 同时尽量控制私连等情况, 确保其官网价格相对最优。尤其是, 考虑出行消费二八分化的特点, 关键确保其核心会员(类似金卡或以上级别会员)综合可比价格最优, 从而才能持续巩固品牌会员体系, 促进品牌流量发展。

对中高端、高端酒店集团：价格体系管控+增值服务差异系核心，会员体系持续进化。中高端酒店消费者，其相对更追求质价比，并非简单单一价格最优，而是希望能享受与价格匹配的产品&服务（免费早餐、延迟退房、房型升级等等）。这个过程中，酒店一是要提供有一定特色的产品和服务，除了官方渠道价格体系相对最优外，核心确保会员需要通过官方渠道预订方可获得更多增值服务，并通过会员权益的持续进化强化会员获得感，从而拓宽其品牌会员流量。但这个本质上也要求自有流量支持充分，使其有足够的议价权。当然不同阶段侧重也会不同，在发展初期相对也会依赖各种第三方外部渠道等，在会员增值服务官方渠道和第三方渠道中差异化平衡。

平台商业进阶：增强流量内部转化和消费粘性，稳步开拓海外

平台流量层面：侧重多元渠道广泛覆盖与渗透，聚焦产品&服务持续丰富且综合价优，并依托大数据不断更新迭代平台生态体系。结合前文分析，从流量高速增长红利期到存量流量深耕精细化运营期，OTA 龙头结合自身全产业链优势，推进既有流量综合转化，稳步开拓海外蓝海增量，推动强者恒强。

增强综合服务优势：从纯交易平台到“内容+交易”产业链融合，丰富产品和平台互动以促转化，并借此多元合作变现。1、顺应旅游需求更趋个性化、多元化、碎片化，OTA 平台通过搭建内容场景，进一步与时俱进丰富平台多元化产品供给，加强用户互动与粘性，以期形成用户的内化增长。2、聚焦出行消费中不同用户特点进行差异化分层服务，如中高端客户重履约服务体验，强客服团队配合；年轻客群性价比偏好，淡季促转换；银发人群的出游等等，利用自身信息流的优势，通过更加精细化差异化运营，更高频的流量互动，更精准的营销推广，提升有效流量转换和贡献。3、携程利用其流量和大数据优势，作为文旅宣传平台，积极与地方政府合作，同时也积极配合走出去，拓展入境游等流量。在这个过程中，携程可提升自身广告收益，并可进一步增强平台内容和产品的多元性，强化流量粘性。

图94：平台商业进阶

平台流量进阶	强优势	从纯交易平台到“内容+交易”产业链融合，丰富产品和平台互动，强化平台匹配效率 捕捉细分消费趋势，千人千面营销 与时俱进迭代推新产品 强化与区域合作，赋能上游供应链
	补短板	结合平台流量特点，拓增值服务，强生态链性价比，提升流量粘性。 中高端定位：优化会员体系、提升增值服务、与强品牌合作 大众定位：提升平台履约效率，打造极致性价比
	拓海外	消费客群从国内延伸至海外，场景从国内延伸至出境 从国内用户延伸至海外用户 从国内游场景延伸至出境游

资料来源：环球旅讯，36kr，国信证券经济研究所整理

提升会员留存与转化：结合平台流量特点，拓增值服务，强生态链性价比，提升会员留存与转化。不同平台消费定位差异，流量属性不同。**携程：**中高端用户系基本盘（前40%的用户贡献近9成GMV），侧重提高产品增值服务与质价比；并对VIP用户赋能类酒店会员权益体系：一是不断依托其平台流量议价优势，通过酒店方提供更多增值服务（携程平台可提供增值服务的优享会酒店从2019年的5万家增至目前的超20多万家），提升质价比，扩大对整体流量吸引力；二是不断升级会员体系，提升中高端用户会员权益（2023年计提会员奖励较2019年翻倍），缩小平台会员权益与酒店品牌会员权益，提高平台会员价值感知（近一年其会员积分等权益兑换占销售费用的比例从2-3%提升至约10%），进而进一步提升平台会员复

购粘性；**美团**：聚焦大众本地消费，以“神会员”打通到家和到店会员权益，提高平台生态链性价比，加速其本地消费流量转换，尤其高频的外卖等流量向相对低频的到店酒旅等业务转化。**同程**：聚焦微信生态等用户复购和 ARPU 值提升，截至 2024Q3，其近 1 年用户购买频率+15.9%，ARPU+53.2%。2、**大数据捕捉需求变迁，提会员转化效能**。3、**拓海外增量**。携程出海典范，打造“国内外、出入境”消费闭环；同程延伸出境游场景；美团布局沙特等。

稳步拓展海外蓝海增量：国内用户常态化增长，平台加速海外探索。携程出海典范，打造“国内、出境、海外、入境”出游闭环，国内外流量+国内外供应链协同共振；同程延伸出境游场景；美团尝试沙特等布局。

投资建议：得会员者得天下，各自奋进均可为

立足当下，供给丰富多元，消费更趋理性。用户追求质价比的背后，本质要求流量更高效的触达和供应链更高效运营并保持品牌持续迭代，产品力和流量聚合能力优秀的平台龙头和品牌龙头均在发力，会员粘性是可观测的核心竞争力关键指标。

无论平台还是品牌，其商业的进阶，本质都是将公域流量转为私域流量，从随机的消费者变成忠诚的会员，增加各自的商业价值，**得会员者得天下**。

从流量到会员，平台和品牌竞合博弈，我们认为平台和品牌的优质公司均有机会胜出。本质而言，平台和品牌各具竞争特色，从欧美来看，既孕育出目前市值万亿以上的在线旅游龙头 Booking，也诞生了市值 5000 亿+的万豪国际酒店集团，国际龙头的优异表现即为证明！

立足国内，展望未来，我们一是持续看好目前平台流量领先增长，赢家优势下持续进阶的 OTA 平台龙头，如**携程集团-S**（国内外一站式出行平台，中高端流量优势且持续进阶）、**美团-W**（本地生活全产业链平台，神会员流量打通运营效率提升）、**同程旅行**（下沉市场一站式出行平台）等；二是精选酒店品牌流量龙头，结合其品牌周期、会员流量和管理效能等，首选**华住集团-S**、**亚朵**等，同时对中长线投资者，可跟踪后期周期复苏和商旅需求配置首旅酒店、锦江酒店、君亭酒店等。

风险提示

- 1、宏观经济持续下行等系统性风险；
- 2、行业竞争持续加剧，竞争格局变化，价格战等风险；
- 3、品牌管理不当，带来声誉风险；品牌更新迭代不及时，导致品牌老化风险；
- 4、如果平台技术更新或模式更迭等不及预期，如未来有效跟进 AI 等技术升级和模式及时优化调整，若新的商业模式出现，龙头降维打击，也可能导致平台流量粘性产生新的变化；
- 5、管理改善和效率提升、国企改革等低于预期。

表12: 可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值		EPS				PE				投资评级
		2024-11-22	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
9961.HK	携程集团-S	3,181	19.1	25.4	28.8	33.5	24	18	16	14	优于大市	
3690.HK	美团	9,466	3.7	6.1	8.1	9.4	42	25	19	17	优于大市	
0780.HK	同程旅行	393	1.0	1.2	1.5	1.7	17	14	12	10	优于大市	
1179.HK	华住集团-S	817	1.3	1.3	1.5	1.7	20	19	17	15	优于大市	
ATAT.O	亚朵	252	6.5	6.6	8.8	9.9	28	28	21	19	无评级	
600258.SH	首旅酒店	155	0.7	0.7	0.8	1.0	20	19	17	15	优于大市	
600754.SH	锦江酒店	275	0.9	1.1	1.2	1.5	27	23	21	17	优于大市	
301073.SZ	君亭酒店	42	0.3	0.2	0.3	0.5	86	143	69	48	优于大市	
BKNG.O	Booking	1,713	152	183	210	245	34	28	25	21	无评级	
ABNB.O	Airbnb	871	8.4	4.1	4.8	5.4	16	34	28	25	无评级	
EXPE.O	Expedia	237	9.7	11.8	14.1	17.2	19	16	13	11	无评级	
MAR.O	万豪国际	790	10.0	9.3	10.6	12.0	28	31	27	24	无评级	

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：①EPS 均为经调整后口径；②Booking、Airbnb、Expedia、万豪国际单位均为美元，其余为人民币。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032