

携程、腾讯被迫出售同程股份？

新的备案文件显示，携程在同程的长期持股比例维持多年不变后，最近略有下降。



本周一份相当低调的港交所公告显示，领先的在线旅行社携程集团 (TCOM.US; 9961.HK) 持有竞争对手——同程旅行控股有限公司 (0780.HK) 的占股比例稍微减少。该公告几乎没有在香港引起任何关注。文件显示，此次占股比例减少规模极小，使携程在同程的持股比例从之前的 26.14% 降至 25.99%。公告发布后，同程在香港的股票基本上波澜不惊。

事实上，携程似乎并未真地出售同程的股份，因为在公告发布前后，

它的实际持股看起来没有差别。据一名知情人士后来解释说，减持是由于向员工配股而增发同程股份，导致携程占股比例遭到稀释。

但在当前环境下，中国市场监管机构正在向大型互联网公司施压，要求它们剥离在其他公司的持股，该公告可能仍然意味着，携程可能面临压力，出售它在这家竞争对手的部分或全部股份。同时，港交所备案文件显示，另一家互联网巨头腾讯(0700.HK)也出现了类似的减持，持股比例从之前的 22.93%降至 2020 年下半年的 21.98%。上述知情人士称，腾讯的减持也是由于类似的稀释所致。

这个特殊的故事背后有相当丰富的历史，很好地反映了中国互联网在过去 10 年的发展。它表明，那段时间里，互联网巨头交叉持股的现象层出不穷，其中许多在本质上是反竞争的。这就解释了为什么中国的市场监管机构正试图斩断其中的许多联系，以便给市场注入更多竞争，同时削弱互联网巨头的影响力。

腾讯和中国市值最大的互联网公司、电子商务巨头阿里巴巴 (BABA.US; 9988.HK) 在过去两年都受到反垄断行动的影响，包括因为过去的反竞争行为而被处以巨额罚款。迄今为止，携程尚未遭到类似的罚款，尽管它是最早参与此类反竞争行为的公司之一，它收购了同程和去哪儿等竞争对手的大量股份，使它们无法进行有效竞争。

因此，或许携程终于意识到，如果市场监管机构最终决定对其采取行动，自己可能面临怎样的风险，并准备提早行动，以免遭到巨额罚款，或者被责令出售在同程的全部股份。这可能会给同程带来潜在的麻烦，因为它的业务严重依赖携程和腾讯。

在分析同程的未来之前，让我们简单回顾一下历史，看看当前的格局是如何发展而来的。中国的在线旅游市场曾是一个充满活力、竞争激烈的领域，携程是最早的参与者之一。其他参与者包括艺龙、同程、途牛(TOUR.US)和去哪儿，以及阿里巴巴旗下的飞猪。

但大约八年前，情况开始发生改变。当时，携程于 2014 年首先投资了艺龙，随后于 2015 年投资同程。它还于 2015 年投资了去哪儿。在两年时间里，携程通过这些投资实际上收买了三个主要的竞争对手。

同程艺龙合并

在携程进行了一系列投资之后，去哪儿网后来从纽约退市，目前它仍然相当活跃。在携程和腾讯的推动下，同程和艺龙在 2017 年合并。同程 2020 年 3 月的一份介绍显示，这笔交易使腾讯和携程成为合并后的公司最大的两个股东，分别持有 22.39%和 21.84%的股份。合并后的公司于 2018 年 11 月在香港进行了 IPO。

同程一举成为中国第二大在线旅行社，仅次于携程。它的最新市值为 47 亿美元，不到携程 170 亿美元市值的三分之一。就业务大小来说，基本也是这个比例，携程和同程在去年录得的收入分别为 200 亿元和 75 亿元。

这对携程和同程来说，似乎都是好事，因为这两家排名靠前的公司可以相互合作，不需要担心彼此之间的竞争。但显然，市场监管机构可能不喜欢这种亲密关系。

同程去年的财务状况看起来其实相当不错，尤其是与携程相比。这是因为同程专注于国内市场，在 2020 年经历了疫情第一年的冲击后，去年表现相当不错。相比之下，携程的目标是成为中国第一家全球旅行社，现在其相当大一部分收入来自全球市场，而该市场去年仍受困于疫情的影响。

今年上半年，随着许多国家重新开放国际旅游，情况发生了一些变化。与此同时，由于传染性极强的新冠病毒奥密克戎变异株的广泛爆发和随后的严格控制措施，中国走向了相反的方向。

根据 8 月份发布的最新财报，同程今年前六个月的收入下降 19% 至 30 亿元，亏损 3,800 万元。但我们或许可以假设放缓是暂时的，一旦中国放松对新冠疫情的限制，情况就会恢复到更健康的状态。

这让我们又回到了同程与两大股东可能离婚的话题上。对消费者来说，这可能是好事，因为他们将从更多的竞争中受益，但对同程来说，就是另外一回事了。这是因为该公司高度依赖这两大股东。腾讯去年第三季度的业绩显示，同程 79.6% 的流量来自腾讯微信小程序。与此同时，同程还从携程获得酒店和机票预订服务。

携程和同程目前的远期市盈率都相对较高，分别为 23 倍和 21 倍，这可能是因为在中国规模庞大的旅游市场，作为两个头部企业，它们之间保持着密切关系。比较起来，途牛作为为数不多的国内竞争对手，它的远期市盈率只有 8 倍，就连全球巨头 Expedia(EXPE.US)也只有 12 倍。不过，如果同程受到携程、腾讯或者两者的冷遇，它的高估值恐怕会变得不堪一击，在目前的环境下，这是很有可能发生的事情。