

OTA 一季报综述：新兴市场高速增长，欧美地区成长放缓

休闲服务

核心内容：

发达市场稳健，Booking、Expedia 增长放缓

欧美市场发展相对成熟，整体增速较低。Booking、Expedia 两大 OTA 巨头在 2019Q1 的 GMV 分别为 254.1、294.09 亿美元，增速分别为 1.6%、8%；营收分别为 28.37、26.09 亿美元，增速分别为 -3.11%、4.03%。

携程受益于新兴市场，成长潜力较大

携程受益于“海外扩张”及“国内下沉”战略，规模正在快速提升。2019 年 Q1，携程的 MAU 达到 2.1 亿，环比增长 5%，实现营收 82 亿元，同比增长 21.29%。国际业务占比已经提升至 35%，预计增速不低于 30%；低星酒店间夜量增速达到 60%，较 2018 年的 50%再次提速。

国内新业态发展良好，成长性强于传统 OTA

当国内在线旅游市场中，同程艺龙及美团点评等业态依托流量优势，表现出强于传统 OTA 企业的成长能力。2019 年 Q1，同程艺龙整体及美团点评在线旅游业务(含到店)的 GMV 分别达到 359、464 亿元，增速分别为 23.8%、15.1%；收入端分别实现 17.83、44.92 亿元，同比分别增长 17.5%、43.16%。

各方抢滩低线城市市场，渠道下沉战略取得成效

截止 2018 年 H1，在在线酒店市场，三线及以下城市用户规模已经超过一、二线城市之和，且在新增用户中，三线及以下城市占比超过 70%。国内 OTA 加码布局低线城市旅游市场：1) 携程、途牛采用线下门店布局低线城市市场；2) 同程艺龙、美团点评则通过线上流量方式加速获客。

布局新媒体，内容端有望成下一流量入口

内容端影响出行决策以及行程后的社交行为，因此，优质的内容不仅将成为 OTA 的增量流量获得渠道，还能提升 OTA 平台的月活跃用户数量水平。携程在 2018 年末上线“旅拍”、同程艺龙与马蜂窝合作切入内容社交领域。

投资建议：OTA 市场向龙头集中趋势明显，看好作为国内 OTA 第一的携程以及具备良好成长性的新业态代表同程艺龙及美团。

风险提示：行业竞争加剧；宏观经济波动风险；汇率波动风险；上游供应商议价能力提升。

维持

买入

贺燕青

heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

18511588701

执业证书编号：S1440519010001

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

执业证书编号：S1440518100010

发布日期：2019 年 05 月 31 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、三大 OTA 巨头 PK：携程略超预期，Booking、Expedia 增速放缓	3
（一）Booking、Expedia 经营稳健，扩张瓶颈出现	3
1、GMV 及营收增速放缓，住宿业务占比较大	3
2、营销支出占比高，盈利能力有所提升	5
（二）携程成长优势凸显，盈利水平有望提升	6
1、扩张向好，保持高速增长	6
2、净利同比大幅增加	7
二、国内 OTA 企业 PK：新业态成长性强，集中布局非一线城市	10
（一）提升转化率，发挥低成本流量优势	10
1、流量转换红利期，收入快速提升	10
2、盈利能力提升，强化竞争优势	11
（二）挖掘非一线城市市场，探索增量空间	12
三、投资建议及风险提示	13

图目录

图 1： 两大巨头 GMV 增速放缓	3
图 2： 两大巨头营收增速放缓	3
图 3： Booking 批发模式 GMV 增速处较高水平	4
图 4： 批发业务收入增速超过代理业务	4
图 5： Expedia 住宿收入占比达 66%（亿美元）	5
图 6： Booking 间夜量增速达 10.3%（百万间）	5
图 7： Booking.com 贡献主要营收（亿美元）	5
图 8： Booking 的营销支出高	6
图 9： Expedia 销售及营销支出高	6
图 10： Booking 净利润同比提升 26%	6
图 11： Expedia 净亏损收窄	6
图 12： 携程营收增长 21.29%	7
图 13： 携程交通业务占比最高	7
图 14： 跟团游及商旅业务增速较高	7
图 15： 携程的毛利率处于较高水平	8
图 16： 携程的各项开支提升（亿元）	8
图 17： 携程费用水平控制较好	9
图 18： 携程净利率水平提升	9
图 19： 国内在线旅游市场份额（2017）	10
图 20： 国内在线旅游市场份额（2018）	10
图 21： 同程艺龙的用户快速增长（亿）	11
图 22： 同程艺龙的用户增量主要来自于腾讯平台	11

图 23: 美团平台用户规模高速提升	11
图 24: 美团用户交易频率较高	11
图 25: 同程艺龙盈利能力提升	12
图 26: 同程艺龙的开支费率水平控制较好	12
图 27: 低线城市用户规模庞大	12
图 28: 在线酒店市场新增用户主要来自低线城市	12

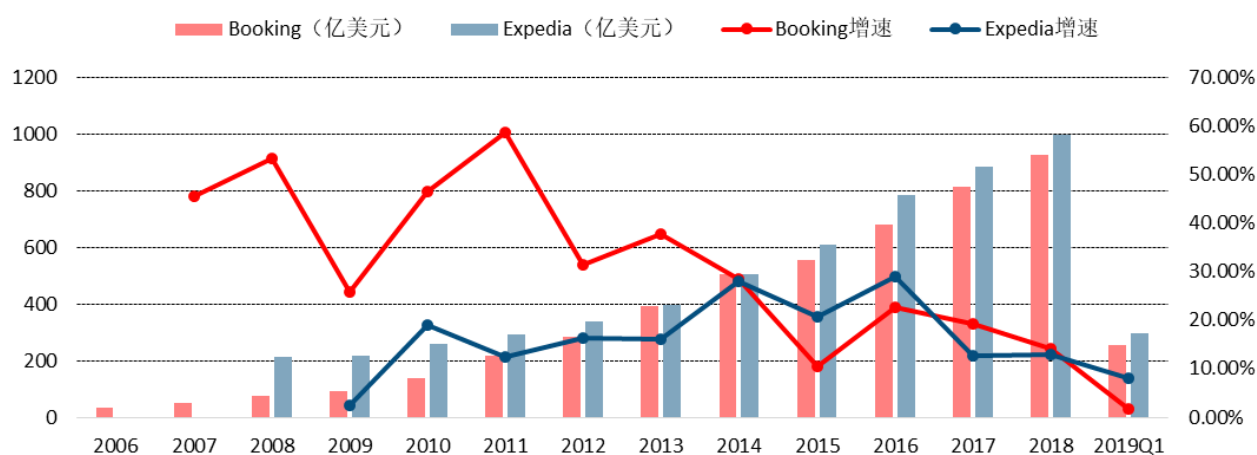
一、三大 OTA 巨头 PK：携程略超预期，Booking、Expedia 增速放缓

（一）Booking、Expedia 经营稳健，扩张瓶颈出现

1、GMV 及营收增速放缓，住宿业务占比较大

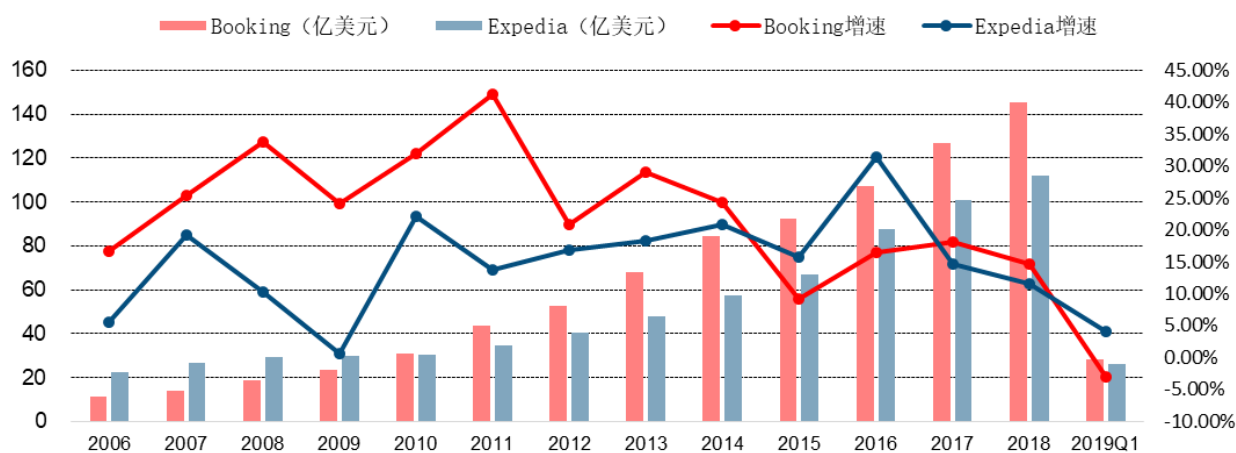
Booking、Expedia 两大 OTA 巨头依托于欧美市场发展，但伴随行业发展到相对成熟阶段，整体的增速开始放缓。Booking、Expedia 在 2019Q1 的 GMV 分别为 254.1、294.09 亿美元，增速分别为 1.6%、8%。同时，收入端增速在 2019 年 Q1 也呈放缓趋势，Booking、Expedia 分别实现营收 28.37、26.09 亿美元，增速分别为-3.11%、4.03%。

图 1：两大巨头 GMV 增速放缓



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

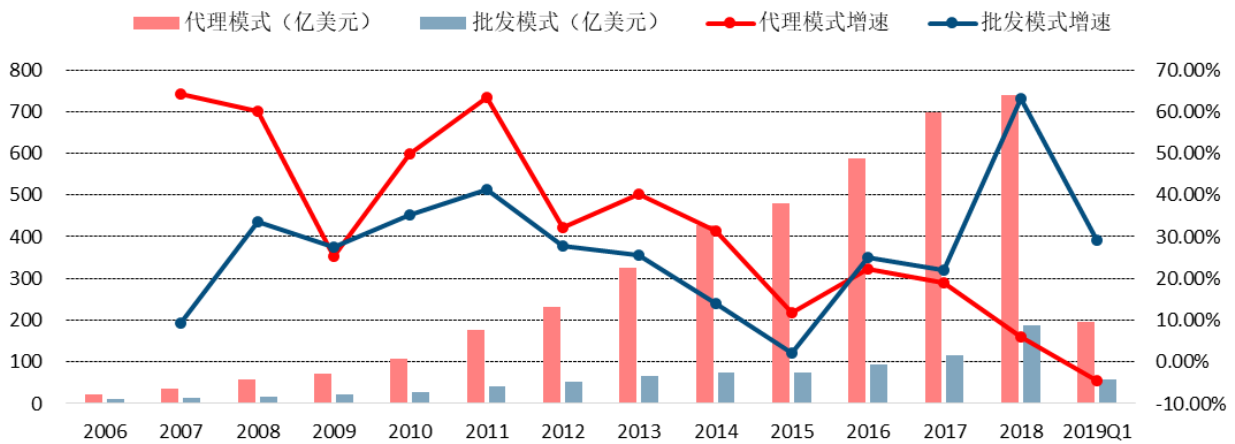
图 2：两大巨头营收增速放缓



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

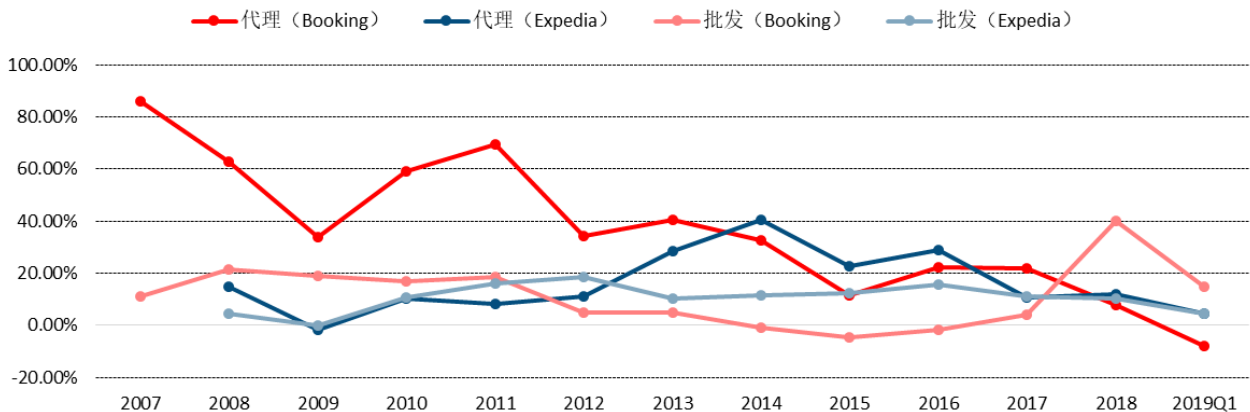
代理业务占比下降，批发业务增长较快。从 GMV 指标来看，Booking 的批发模式 (+29.3%) 增长情况好于代理模式 (-4.4%)；从收入来看，Booking、Expedia 批发业务增速分别为 14.64%、4.35%，而代理业务增速则分别为-7.76%、4.26%。

图 3：Booking 批发模式 GMV 增速处较高水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：批发业务收入增速超过代理业务



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

住宿业务增长较快。按业务类型划分，Expedia 的住宿收入在 2019 年 Q1 同比提升 7%，在总营收中占比达到 66.12%，较上年同期提升 1.84pp。其他业务方面，机票收入提升 3%，占比达 9.51%；广告及营销收入同比下降 6%，在总收入中占比达到 10.12%。Booking 方面，销售的酒店间夜量达到 2.17 亿，同比提升 10.3%，同时，租车天数下降 1.3%，机票数增长 4.4%。

图 5: Expedia 住宿收入占比达 66% (亿美元)

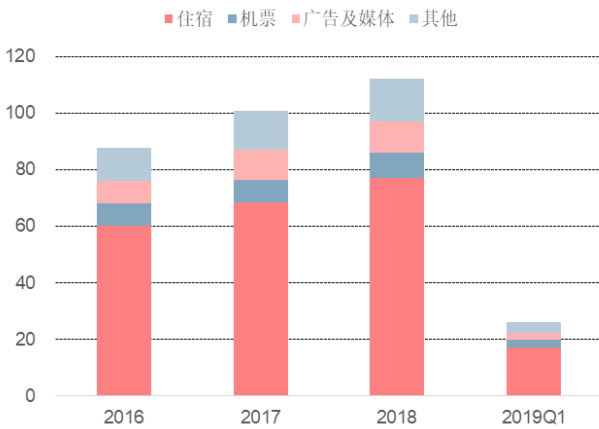
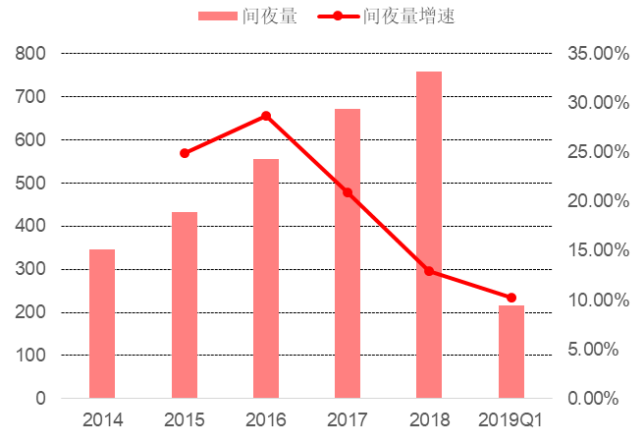


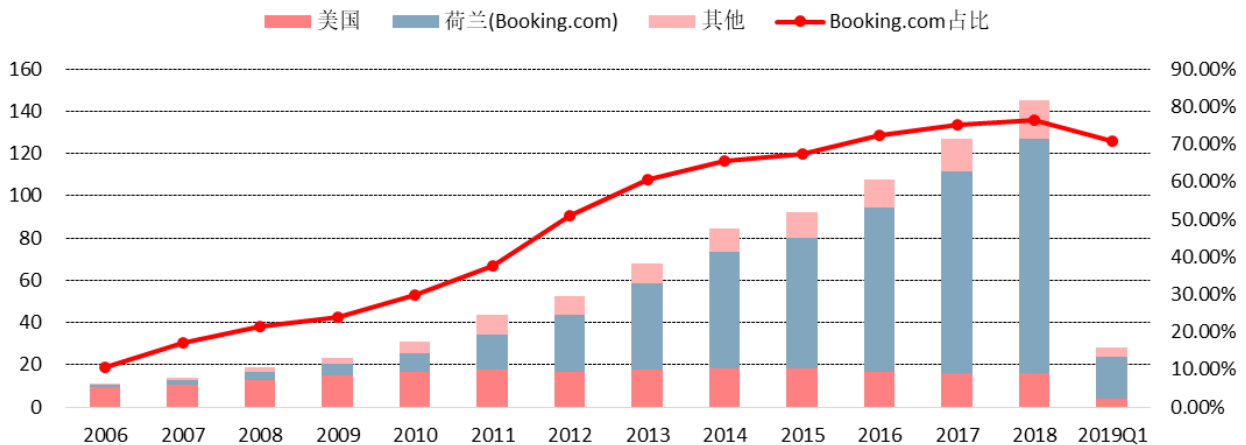
图 6: Booking 间夜量增速达 10.3% (百万间)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

从区域表现来看, Booking 有 70% 以上营收来自于 Booking.com, 美国本土业务占比仅为 13.39%。在 2019 年 Q1, Booking.com 实现的营收下降 5.56%, 其他国际业务增长 6.1%, 美国本土业务营收与上年同期持平。

图 7: Booking.com 贡献主要营收 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

2、营销支出占比高, 盈利能力有所提升

运营支出小幅增长, 营销支出占比最高。2019 年 Q1, Booking 整体的运营支出达到 22.81 亿美元, 同比提升 3.78%。对 Booking 而言, 营销支出占比最高, 达 11.93 亿美元, 费率水平为 42.05%。其中, 绩效营销支出为 10.3 亿美元, 品牌营销为 1.63 亿美元。Expedia 运营支出达 27.4 亿美元, 同比提升 2.51%, 其中, 销售及营销支出达到 15.35 亿美元, 费率水平为 58.83%。

图 8: Booking 的营销支出高

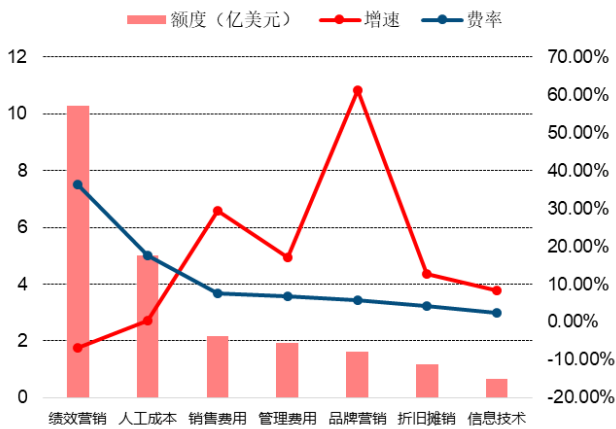
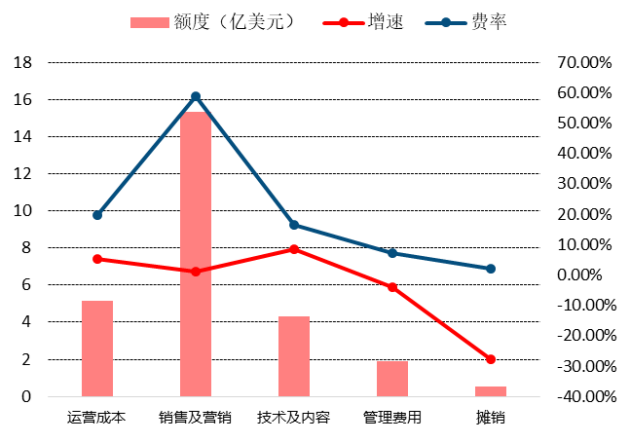


图 9: Expedia 销售及营销支出高



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

利润端表现较上年同期有所提升。2019 年 Q1, Booking 的净利润达到 7.65 亿美元, 同比增长 26.03%, 净利率水平为 26.97%, 较上年同期提升 5.3pp。Expedia 亏损 1 亿美元, 较上年同期亏损额度收窄 33%。

图 10: Booking 净利润同比提升 26%

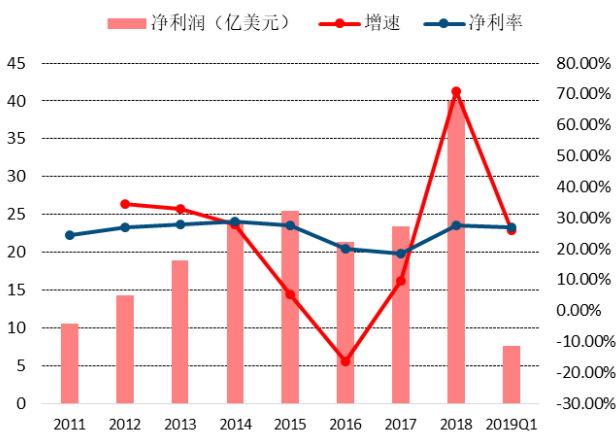
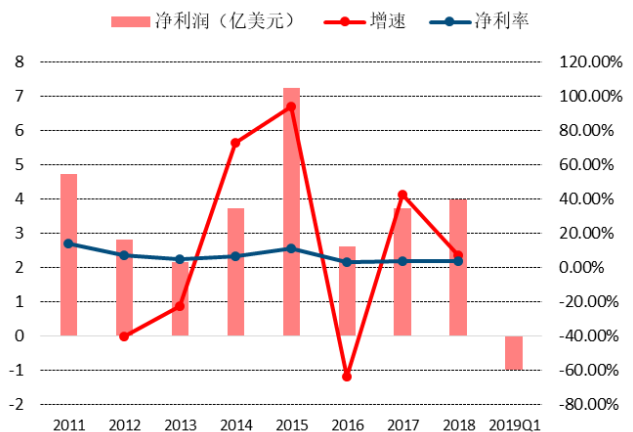


图 11: Expedia 净亏损收窄



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

(二) 携程成长优势凸显, 盈利水平有望提升

1、扩张向好, 保持高速增长

携程的营收增长达到指引上限。2019 年 Q1, 携程的 MAU 达到 2.1 亿, 环比增长 5% (2018 年末为 2 亿), 营收达到 82 亿元, 同比增长 21.29%, 优于 Booking 及 Expedia, 为此前指引区间的上限。分业务来看, 携程交通、住宿业务占比最高, 为 41.04%、36.94%, 但增速较其他业务低, 分别为 16.14%、21.39%; 携程的跟团游、商旅及广告等其他业务占比相对小, 分别为 12.79%、2.91%、6.33%, 但均保持较高增长水平, 同比增速分别为 25.3%、32.22%、37.14%。

图 12： 携程营收增长 21.29%

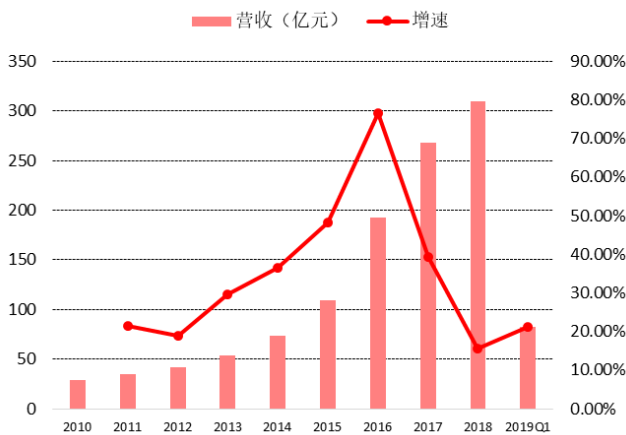
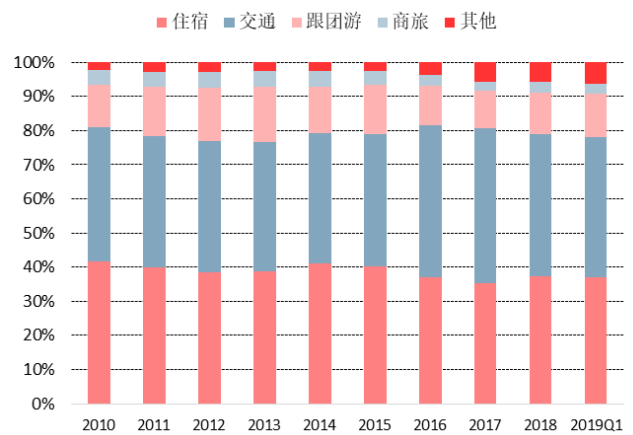


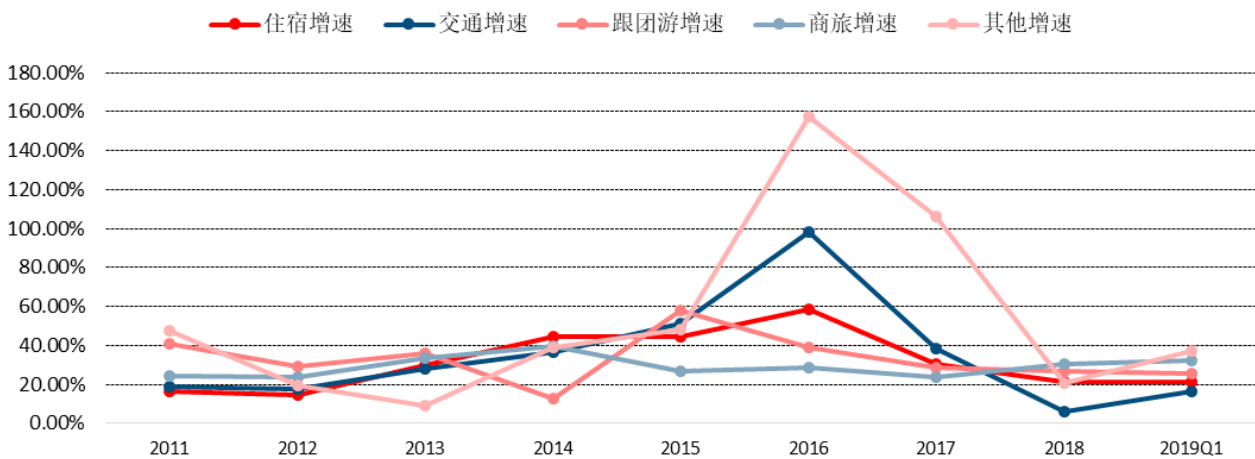
图 13： 携程交通业务占比最高



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

携程的“海外扩张”及“国内下沉”战略取得成效。携程收入端的高增长得益于扩张战略：1) 海外业务方面，携程目前已经有 35% 的收入来自于国际业务，国际酒店及机票的增速是同期出境游人数增速的 2 倍以上，参考 Q1 国际航线客运量增速 16.7%，预计国际业务增速超过 30%，同时，天巡的直接预订业务收入实现大幅增长，同比增速达到 250% 以上；2) 国内下沉方面，低星级酒店间夜量增速达到 60%，较 2018 年的 50% 再次提速，考虑到携程目前低线城市的覆盖度仍低于 10%，具有较大的可扩张空间。

图 14： 跟团游及商旅业务增速较高

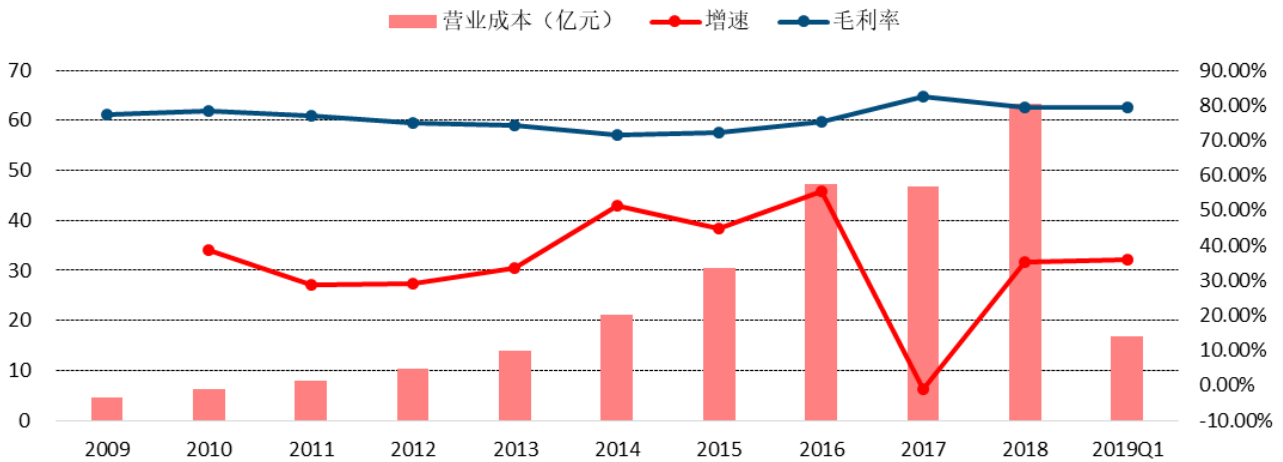


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2、净利同比大幅增加

携程自身成本费用管控能力较强，是国内少数能够实现盈利的 OTA 之一。伴随携程收入端持续增长，携程本身的开支也在增加。以成本端来看，2019 年 Q1 携程的成本达到 16.89 亿元，增速达 35.77%。携程的毛利率水平达到 79.40%，与 Expedia 毛利率水平（80.34%）接近。

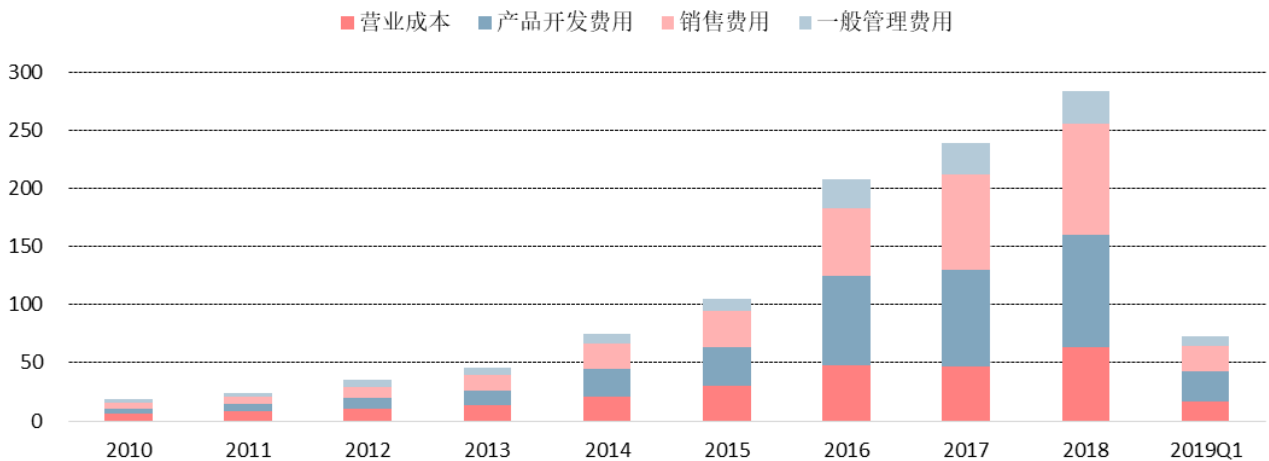
图 15: 携程的毛利率处于较高水平



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

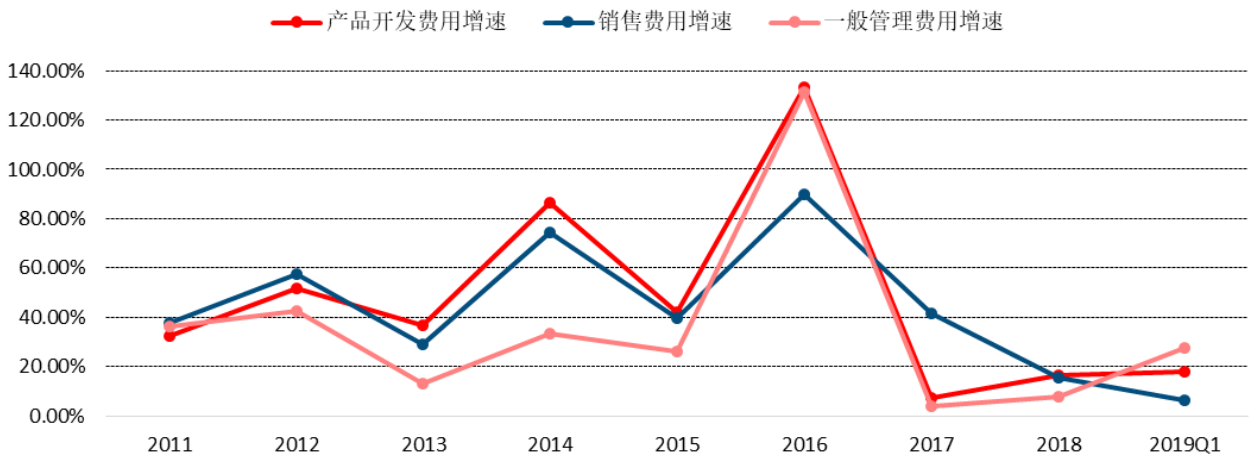
携程费用端占比高, 但控制较好。在费用开支中, 产品开发及销售费用占比较高, 费率分别为 31.13%、27.19%, 同比增速分别为 17.78%、6.26%。同 Booking、Expedia 比较, 携程的产品开发费率较高, 但在营销费率方面, 携程最低。从费用项目增长情况来看, 携程在收入增长过程中对费用管控较好, 费用的增速低于收入端, 有助于提升自身的盈利水平。

图 16: 携程的各项开支提升 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

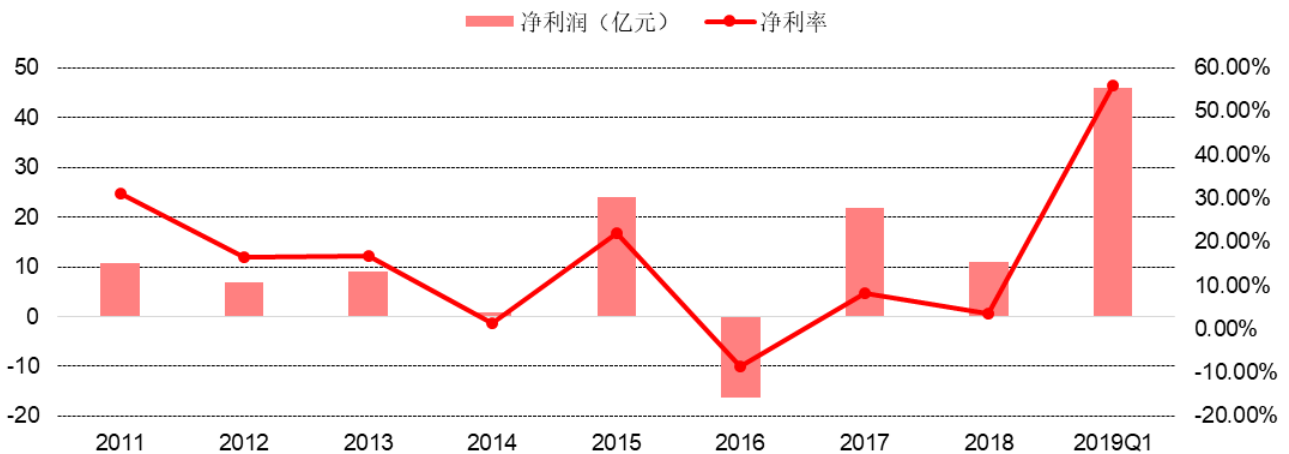
图 17： 携程费用水平控制较好



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

携程利润端实现高增长，盈利能力进一步提升。2019 年 Q1，携程的营业利润达到 8.85 亿元，同比增长 50%。在其他收益影响下，携程 Q1 的净利润水平同比大幅增长，达到 45.87 亿元，同比增长 339.37%，净利率提升至 55.94%。

图 18： 携程净利率水平提升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

整体来看，携程作为新兴市场 OTA 龙头代表，在扩张方面表现出较大优势，成长性指标好于国际成熟市场 OTA 龙头（Booking、Expedia）。但由于自身的投资策略等因素，整体的盈利指标波动较大，但携程本身的成本费用管控能力能够保证自身的盈利能力实现长期提升。

二、国内 OTA 企业 PK：新业态成长性强，集中布局非一线城市

行业规模效应明显，国内 OTA 市场份额集中度提升。根据易观智库统计，国内 OTA 龙头的市场份额呈提升趋势，携程在 2018 年内市场份额提升 0.2pp 至 53.1%（携程品牌 36.6%；去哪儿品牌 16.5%），同程艺龙、途牛、美团点评的市场份额也分别提升 0.8、0.2、0.7pp。

图 19：国内在线旅游市场份额（2017）

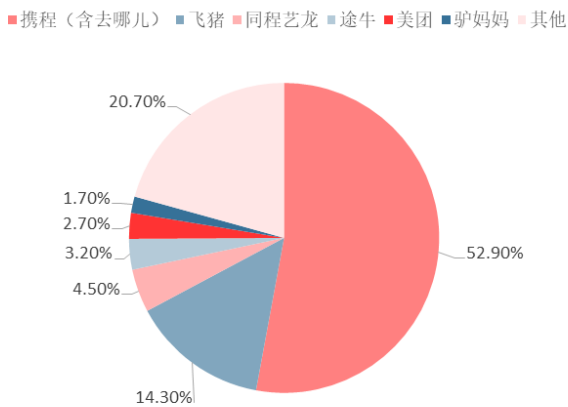
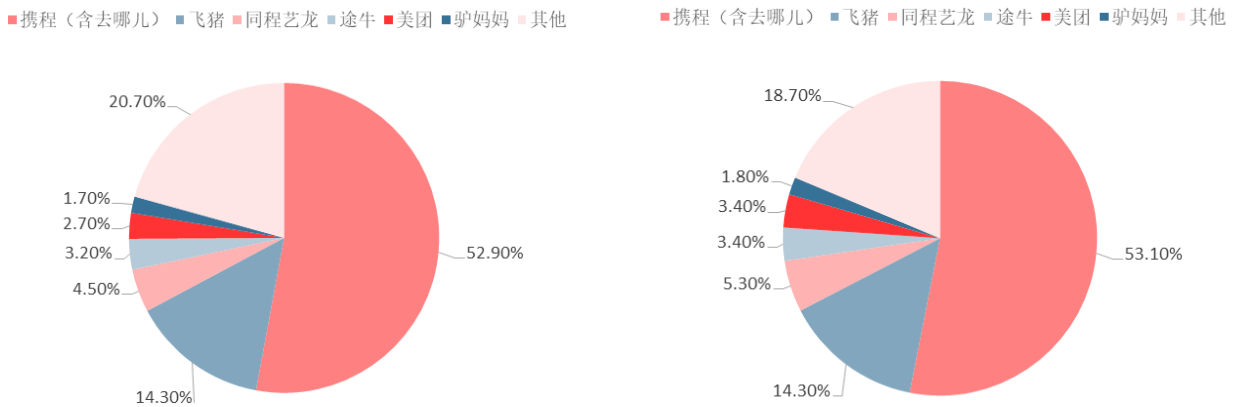


图 20：国内在线旅游市场份额（2018）



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

（一）提升转化率，发挥低成本流量优势

当前国内在线旅游市场中，同程艺龙及美团点评是新业务模式代表，均表现出较强的成长能力。同程艺龙和美团点评酒旅业务相较传统 OTA 模式的主要优势在于低成本流量：1）同程艺龙依靠腾讯平台导流，微信及 QQ 上的社交流量活跃度高且用户规模庞大；2）美团点评的酒旅流量来自自身的平台，而餐饮业务为平台带来高频流量。

1、流量转换红利期，收入快速提升

腾讯平台流量导入后，同程艺龙受益明显，其月活跃用户规模已经接近携程（2.1 亿）。2019 年 Q1，同程艺龙的月活跃用户已经达到 1.99 亿，月付费用户达 2310 万，同比分别增长 22.0%、36.7%。其中，来自腾讯平台的月活跃用户为 1.73 亿，在月活跃用户中的占比达到 86.85%，较 2018 年提升 6.51pp。同时，同程艺龙整体的付费用户转化率保持提升，至 2019 年 Q1，其转化率已经达到 11.59%，较 2018 年提升 0.16pp。尽管同程艺龙通过“社交+旅游”获得的月活跃流量转换率较携程低（约 67.5%），但在这种模式下，品牌的影响力能够以较低的代价快速提升，在低线城市“跑马圈地”中取得优势。

图 21： 同程艺龙的用户快速增长（亿）

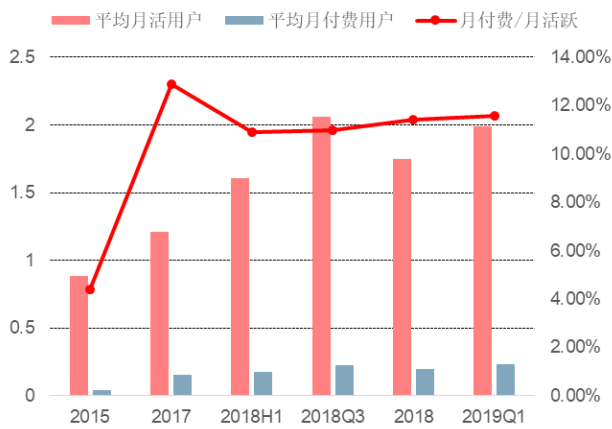
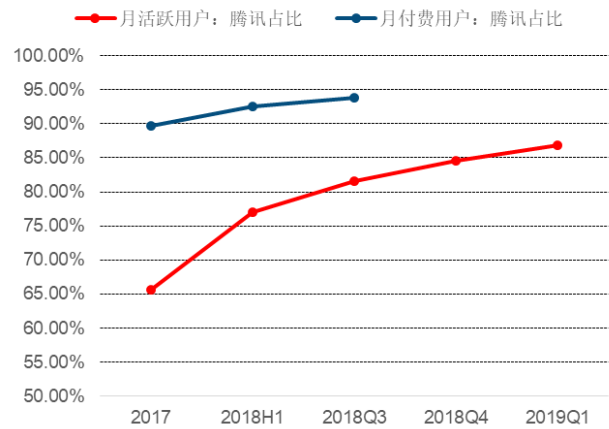


图 22： 同程艺龙的用户增量主要来自于腾讯平台



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

美团的外卖业务为平台带来大量高频流量，各业务线的交叉导流促使酒旅业务快速扩张。2019 年 Q1，美团平台的用户数规模已经达到 4.11 亿（+26.4%），且都是高频交易用户，平均每位交易用户每年发送 24.8 笔交易（+23.8%）。

图 23： 美团平台用户规模高速提升

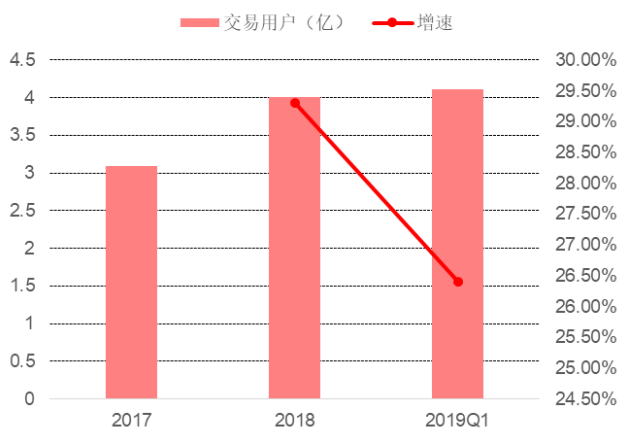
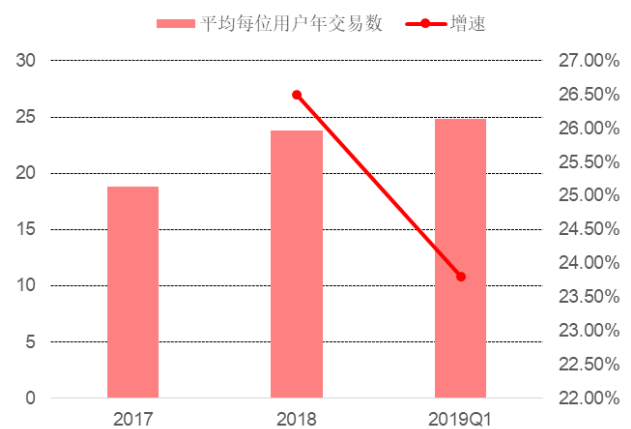


图 24： 美团用户交易频率较高



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

在流量支持下，同程艺龙及美团点评酒旅业务实现快速增长。2019 年 Q1，同程艺龙整体及美团点评在线旅游业务（含到店）的 GMV 分别达到 359、464 亿元，增速分别为 23.8%、15.1%；收入端分别实现 17.83、44.92 亿元，同比分别增长 17.5%、43.16%。

2、盈利能力提升，强化竞争优势

借由流量优势，同程艺龙及美团点评的盈利能力在持续提升，超过传统 OTA 的水平：1) 同程艺龙的经调整净利润 4.48 亿元，考虑到其 2018 年 Q1 的利润里存在 1.18 亿元税项抵免，经调整净利润的增速达到 52%，利润率由 2018 年的 18.73% 提升至 25.15%；2) 美团点评整体的经调整 EBITDA 首次扭亏为盈，达 4.59 亿元。

图 25： 同程艺龙盈利能力提升

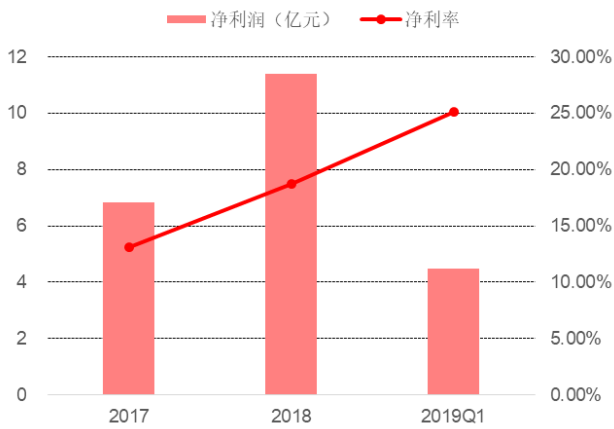
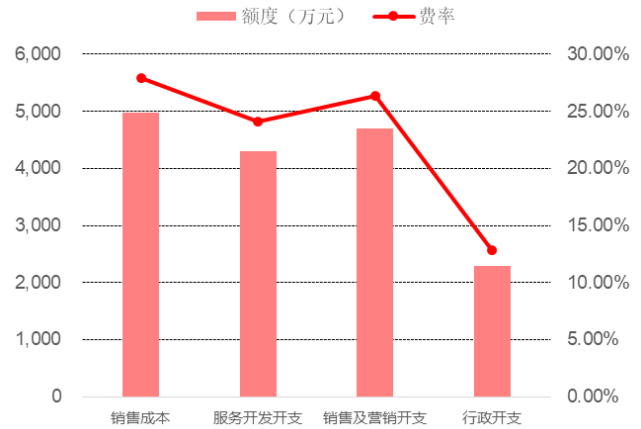


图 26： 同程艺龙的开支费率水平控制较好



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2019 年 Q1，同程艺龙的服务开发费率/销售费率/行政费率分别为 24.1%/26.34%/12.8%，较上年同期下降 3.62/9.13/43.2pp。从各项开支费率水平对比，同程艺龙的开发及营销支出费率较携程低，同时，2019 年 Q1，同程艺龙的员工期权费用在总收入中占比达 16.2%，大幅抬升了费率水平。

（二）挖掘非一线城市市场，探索增量空间

低线城市旅游市场成为价值洼地。从国内人口分布来看，低线城市沉淀着庞大的消费群体，且在一线城市房价、生活成本上升背景下，低线城市的消费空间已经具备优势。根据 Trustdata 披露，截止 2018 年 H1，在线酒店市场，三线及以下城市用户规模已经超过一、二线城市之和，且在新增用户中，三线及以下城市占比超过 70%。

图 27： 低线城市用户规模庞大

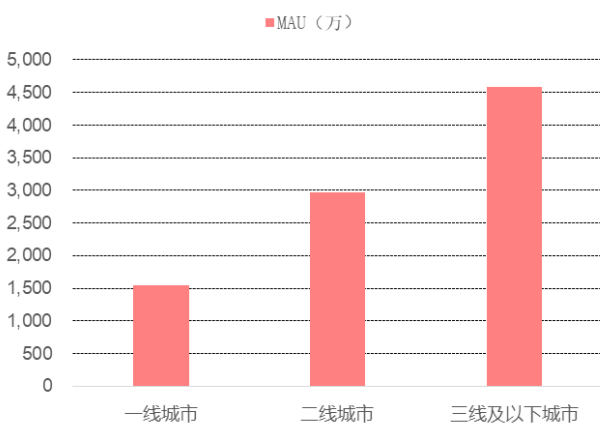
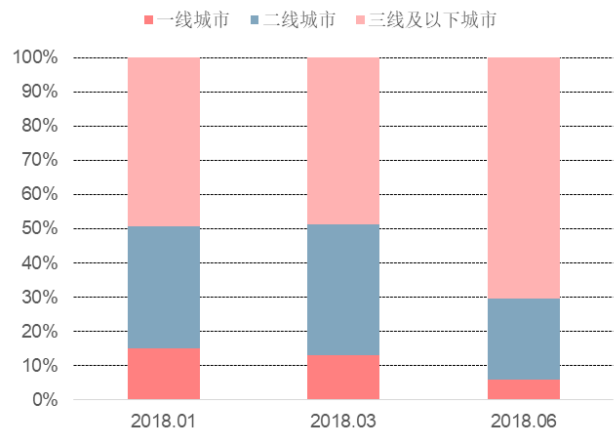


图 28： 在线酒店市场新增用户主要来自低线城市



资料来源：Trustdata，中信建投证券研究发展部

国内 OTA 加码布局低线城市旅游市场。携程、途牛采用线下门店布局低线城市市场，至 2019Q1，携程、途牛的门店数分别为 7000+、530 家。根据携程 Q1 财报，携程销售的低星酒店间夜量增速达到 60%，线下门店交易额也实现三位数增长。同程艺龙、美团点评则通过线上流量方式加速获客，同程艺龙的注册用户有 85.5% 来自非一线城市，且新增微信支付用户有 61.5% 来自三线及以下城市。

在新媒体下打造优质内容，增加流量渠道及用户粘性。旅游内容是刺激出行需求的有效方式，各 OTA 在布局整个在线旅游产业链时，已经开始在内容端发力。携程在 2018 年末上线“旅拍”，开始做内容社交；同程艺龙与马蜂窝在 2019 年 5 月 20 日宣布合作，以微信生态为基础，打造从内容 UGC 到一站式出行平台的闭环模式。内容端不仅将成为 OTA 的增量流量获得渠道，由于社交属性，还能提升 OTA 平台的月活跃用户数量水平。

三、投资建议及风险提示

市场份额向龙头集中，持续看好我国 OTA 行业的成长性。国内 OTA 龙头携程：“海外扩张”及“国内下沉”两大战略为公司发展贡献主要增量，正在收购 MakeMyTrip，海外业务版图有望快速提升；新业态中同程艺龙及美团点评借由自身优势正值快速扩张期。

风险提示：行业竞争加剧；宏观经济波动风险；汇率波动风险；上游供应商议价能力提升。

分析师介绍

贺燕青：中信建投研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

李铁生：中信建投研究发展部社会服务行业联席首席分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

陈如练 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859