

OTA 系列之一：产业空间广阔，模式百花齐放

OTA 发展潜力大，在线渗透率提升打开长期成长空间

OTA (Online Travel Agency) 是当前旅游产业链中游渠道环节，市场空间广阔。随着互联网的普及推动在线旅游的发展，2017 年，我国在线旅游的渗透率为 13.3%，对比国外的 40%，我国的在线旅游市场仍有极大的提升空间。

大旅游业催生丰富业态，OTA 产业链庞大

下游：消费需求向好，OTA 主营 to C 业务，旅游产业整体景气度向上为 OTA 业务发展提供基础；**中游：**GDS 等分销渠道为 OTA 业务提供支持，但 GDS 在航司直销提升趋势下开始拓展业务链，逐渐与 OTA 平行发展；**上游：**旅游核心资源中，国内外航司的代理佣金率均在降低，接近 0，大幅压缩代理商的利润空间，但其流量入口的价值较大，酒店业务的盈利模式较为丰富，单体酒店本身对 OTA 依赖较大，已经成为各方布局重点。

“代理+批发”模式成就 OTA 巨头，代理比重提升

OTA 主要的盈利模式是“代理+批发”结合，其中，代理以抽佣为主、批发以赚差价为主。国际上主流 OTA 巨头 (Booking、Expedia、携程) 均采用“代理+批发”模式。尽管在线住宿业务在发展初期以批发模式为主，但在后期扩张时，伴随消费习惯养成及信用体系完善，OTA 的代理模式比重提升。

广告业务一般是对 OTA 主业的补充，由于非标属性，整体规模相对较小，主要分为按展示付费的 CPM、按点击付费的 CPC、按销售付费的 CPS 三种，全球广告业务为主营的上市 OTA 仅猫途鹰，但其在面临增长瓶颈后，也在探索开拓新业务。

新模式涌现，冲击传统 OTA

阿里背景的飞猪采用类似淘宝的平台模式，通过自身的技术、数据、平台为商家赋能，为航司、酒店等平台入驻商家提供更高效且低成本的营销方式。

美团的 O2O 模式全场景延伸，以低成本扩张、高频消费流量构筑“护城河”。借助美团和大众点评所积累的流量优势，美团在住宿预订领域已经位居国内前三位。

投资建议：把握龙头规模效应，布局新业态

看好我国 OTA 行业的成长性。从业务模式来看，在 OTA 的代理模式 (无存货风险) 发展趋势下，龙头的规模效应能够带来更大的盈利空间。**携程：**“海外扩张”及“低线城市下沉”有望助力公司高速发展。同时，在行业内涌现的新业态也正处于高速扩张时期。**同程艺龙：**向 ITA 发展转型，借助“社交+旅游”模式快速扩张；**美团：**酒旅业务享有低成本交叉导流优势，预订量后来居上。

休闲服务

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

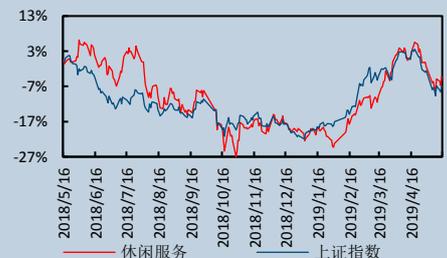
chenyucong@csc.com.cn

18688866096

执业证书编号：S1440518100010

发布日期：2019 年 05 月 21 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、OTA 不断发展，产业格局逐步完善.....	1
（一）线下到线上，OTA 崛起.....	1
（二）产业链下游：消费需求推动行业高速增长.....	4
（三）产业链中游：OTA 起源于 GDS，位于 GDS 下游.....	5
1、50 多年不断发展，呈现三足鼎立格局.....	5
2、GDS 专注 to B 业务，不断探索新领域.....	7
（四）产业链上游：航司进入“0 代理费”时代，酒店盈利价值凸显.....	8
1、资源掌握能力强，航司代理佣金下降.....	9
2、连锁酒店打造直销渠道，单体酒店对 OTA 依赖大.....	11
二、传统 OTA：代理模式助力国际龙头崛起.....	15
（一）“代理+批发”为主流模式.....	16
1、国内龙头：携程规模第一，海外市场稳步扩张.....	16
2、国内其他 OTA：同程艺龙转向 ITA，途牛持续减亏.....	19
3、国际巨头：代理模式显威，Booking 后来居上.....	24
4、以批发为主，Expedia 多元化发展.....	27
（二）广告模式走营销路线.....	29
1、老牌点评网站猫途鹰：从机票比价到散客拼团，扩展市场至行业最细节.....	29
2、马蜂窝：UGC 机制下，打造内容核心竞争力.....	31
3、穷游：旅行新方式，探索内容变现模式.....	33
三、新模式：冲击传统 OTA，飞猪、美团形成有力竞争.....	35
（一）飞猪：为商家赋能，在线旅游生态 OTM.....	35
1、升级版 OTA 打造旅游 IP.....	35
2、三层架构赋能，阿里付诸 S2B 实践.....	35
3、多箭齐发，飞猪发力 OTM.....	36
4、OTA-OTP-OTM 的演变.....	37
5、叫板 OTA，飞猪的差异化之路.....	38
（二）美团：综合生活服务 O2O，跨界切入酒旅业务.....	40
1、凭团购起家，转型 O2O 全场景延伸.....	40
2、低成本扩张、高频消费筑“护城河”.....	40
3、流量托底，酒旅配套进军大旅游.....	42
四、投资建议：把握龙头规模效应，布局新业态.....	44

图目录

图 1：萌芽期 OTA 发展历程.....	1
图 2：起步发展期 OTA 发展历程.....	2
图 3：全球前十家 OTA 的收入（亿美元）.....	3
图 4：全球前十家 OTA 的收入分布.....	3

图 5: 在线旅游产业链	3
图 6: 全球入境游人次保持增长 (亿)	4
图 7: 全球国际旅游收入保持增长	4
图 8: 美国互联网普及率保持增长	4
图 9: 中国互联网普及率保持增长	4
图 10: 中国在线旅游市场规模快速增长	5
图 11: 中国在线旅游市场渗透率快速增长	5
图 12: 2015 年三家 GDS 市场份额	6
图 13: 2018 年三家公司 GDS 预订量 (亿次)	6
图 14: 2018 年三家公司 GDS 收入 (亿美元)	6
图 15: Sabre 业务已经覆盖在线旅游各个方面	7
图 16: GDS 上下游	7
图 17: GDS 付款模式	8
图 18: 2018 年 Amadus 非航空产品预订量比例小于 10%	8
图 19: 2018 年 Sabre 非航空产品预订量为 11.9%	8
图 20: 国内在线旅游市场以机票交易为主	9
图 21: 在线机票交易规模保持提升	9
图 22: 机票在在线旅游市场占比下降	9
图 23: 机票分销渠道	10
图 24: 2014-2016 国内三大航空佣金率持续降低	10
图 25: 2010 年美国在线机票直销占比达 61%	10
图 26: 2015 年全球前 50 个酒店市场的收入来源	12
图 27: 酒店的销售渠道分析	12
图 28: 国内在线酒店交易规模持续提升	13
图 29: 连锁酒店主要依赖直销渠道	13
图 30: Expedia 批发模式占营收的 53.02% (2018)	13
图 31: Expedia 主要收入来自于住宿业务	13
图 32: 艺龙买断间夜成本在收入中占比达 20% 以上	14
图 33: 艺龙买断间夜销量占比低	14
图 34: 大型 OTA 企业的广告收入占比低 (2018)	14
图 35: 猫途鹰酒店业务收入占比下降	14
图 36: OTA 盈利模式	15
图 37: 携程业务模式	17
图 38: 携程投资收购历程	17
图 39: 携程打造完整产业链	18
图 40: 2018 年携程营收达到 310 亿元	18
图 41: 交通票务是携程收入主要来源	18
图 42: 携程产品开发及销售费用占比较大	19
图 43: 携程净利率水平提升	19
图 44: 同程艺龙实现“强强联手”	19
图 45: 腾讯平台流量占比持续提升	20

图 46: 腾讯平台的付费用户转化率提升	20
图 47: 同程艺龙成本费用中营销比重较大	20
图 48: 买断间夜成本在营收中占比为 3.58%.....	20
图 49: 同程艺龙发展“社交+旅游”模式.....	21
图 50: 途牛发展历程及重大事件	22
图 51: 途牛商业模式及业务分类	22
图 52: 途牛毛利保持稳定	23
图 53: 途牛打包游收入占比	23
图 54: 自 2016 年来运营成本大幅缩减	23
图 55: 途牛持续减亏	23
图 56: 途牛线下自营门店	24
图 57: 牛人专线卖点	24
图 58: Booking 的发展之路	25
图 59: Priceline 旗下六大品牌	25
图 60: Priceline 开创“Name Your Own Price”模式.....	25
图 61: 欧洲连锁酒店分布集中度较高	26
图 62: 欧洲酒店连锁化率低于美国（2018 年）	26
图 63: Booking 营收达 145.27 亿美元（2018）	26
图 64: Booking.com 在营收中占比达 76.37%（亿美元）	26
图 65: Booking 代理模式占 GMV 近 80%（亿美元）	27
图 66: Booking 收入以代理业务为主	27
图 67: Expedia 发展历程.....	27
图 68: Expedia 旗下品牌.....	28
图 69: Expedia 的 GMV 持续增长（亿美元）	28
图 70: Expedia 营收达到 112.23 亿美元（2018）	28
图 71: Expedia 批发业务在营收中占比超 50%.....	29
图 72: Expedia 整体佣金率有所下降.....	29
图 73: 猫途鹰营收增长稳健	30
图 74: 猫途鹰广告收入占比高	30
图 75: 猫途鹰新亚洲运营框架	30
图 76: 马蜂窝的 UGC 模式.....	32
图 77: 马蜂窝攻略预定	32
图 78: 马蜂窝商业模式流程	32
图 79: 穷游网商业模式	33
图 80: OTM 赋能的三层架构模型	35
图 81: 大数据整合加工过程	35
图 82: 旅客一站式服务的场景应用（航司为例）	36
图 83: 飞猪在线旅游生态 OTM	37
图 84: 酒店全场景消费体验	37
图 85: 旅游商业模式的演进	38
图 86: 飞猪双十一交易额逐年上涨	39

图 87: 飞猪每月 APP 活跃用户数持续上升	39
图 88: 中国出境游客年龄段占比	39
图 89: 飞猪使用人群年龄段	39
图 90: 美团点评几大业务板块布局成型	40
图 91: 平台马太效应显著	41
图 92: 生活服务平台涵盖业务细分领域多	41
图 93: 生活服务平台多方位赋能	41
图 94: 美团在在线住宿市场仅次于携程系	42
图 95: 美团酒店间夜量增加	43
图 96: 美团 APP 月活跃用户频率高	43
图 97: 美团酒店开始合作高端品牌	43
图 98: 美团酒旅战略以 OTA 发展为突破口	43

表目录

表 1: 外国航空佣金率下调	11
表 2: 主要 OTA 模式	16
表 3: 同程艺龙佣金率	21
表 4: 境外主要旅游预定平台资格	31
表 5: 三种模式的区别	38

一、OTA 不断发展，产业格局逐步完善

（一）线下到线上，OTA 崛起

OTA（Online Travel Agency）是当前旅游产业链中游环节，为下游消费者提供优质产品及服务。从国际演变来看，OTA 发展可以分为三个阶段：

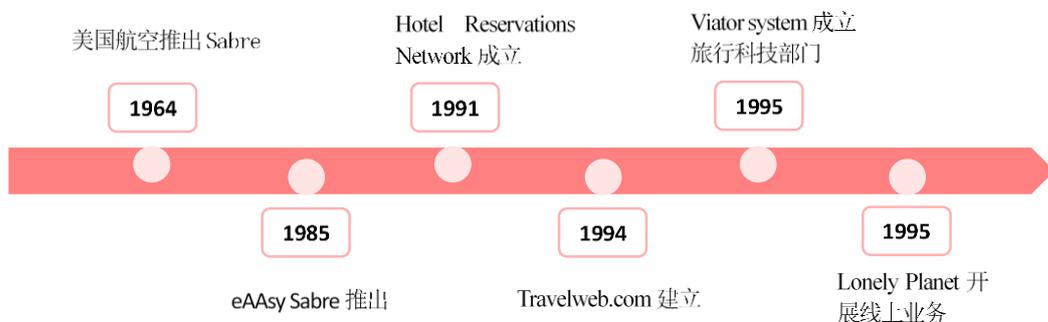
1) 萌芽期（1950—1995 年）

在线旅游渠道和平台的技术基础发源于现代航空业。1952 年，Ferranti Canada 为环加拿大航空公司开发了世界上首个计算机预订系统，命名为“ReserVec”。此后，美国航空公司借鉴 ReserVec 的成功，与 IBM 合作投资开发自己的计算机预订系统——于两年后推出 Sabre 系统。在此基础上，其他航空公司也纷纷开发自己的计算机预订平台，从 20 世纪 60 年代开始，Deltamatic、DATAS、Apollo、PARS、Amadeus 等系统纷纷诞生并开始投入使用，这些计算机预订系统的重点服务对象是旅行社。在旅游业及信息技术发展下，于 1985 年，Sabre 发明了一种直接面向消费者的预订系统“eAAsy Sabre”，消费者可以跨过旅行社，直接通过该系统进行机票、酒店和车票的在线预订。

早期批发商模式被酒店方偏好。1991 年，Hotel Reservations Network 成立，消费者可以通过电话进行酒店预订。该公司首先采用收取佣金的方式，由于大多数酒店不愿意支付佣金，公司随后发明了批发商模式。在该模式下，公司以净利价格支付给酒店，而以毛利价格出售给消费者。消费者预付款，公司可以赚取毛利和净利价格之间的价差。

众多在线旅游网站诞生，为 OTA 的萌芽奠定基础。1994 年，世界上第一个酒店综合名单网站 Travelweb.com 建立，不久之后，该网站推出了直接预定服务。一年后，Viator 系统公司（即 Viator.com）成立专门的旅行科技部门，加码以互联网提供目的地旅行的预订服务。同时，世界主流旅游出版社 Lonely Planet 积极利用互联网发展线上业务，该业务的成功激励其他旅游出版社纷纷从事线上业务。

图 1：萌芽期 OTA 发展历程

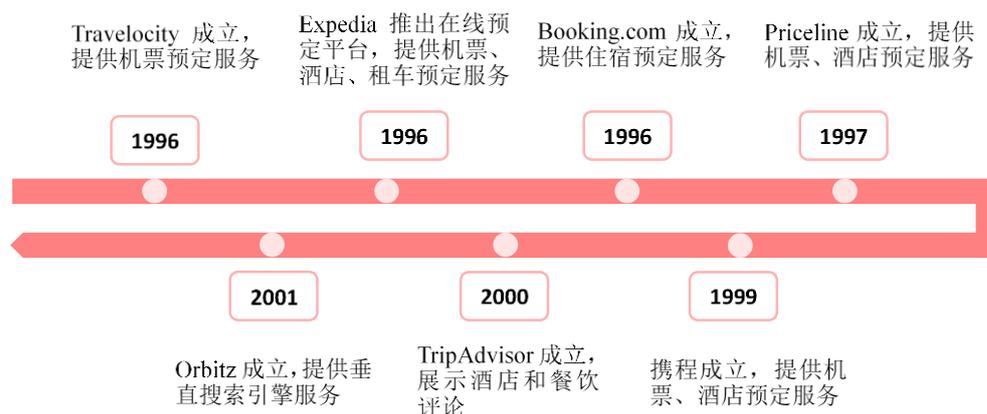


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2) 起步发展期（1996 年—2001 年）

全球范围内大量 OTA 纷纷成立。1996 年，微软创办 Expedia，提供机票、酒店和租车服务的在线预订。Expedia 的成立使众多模仿者纷纷进入 OTA 市场，在全球范围内掀起了 OTA 的创业与投资潮流。1997 年 Priceline 创立，并于 1998 年以“Name Your Own Price”模式向全球用户提供酒店、机票、租车、旅游打包产品等在线预订服务。此后，携程网、TripAdvisor、Orbitz 等著名 OTA 网站也相继在 1999-2001 年间建立。

图 2：起步发展期 OTA 发展历程



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

3) 整合集成期（2002 年—至今）

OTA 巨头借助资本力量以并购形式扩张。OTA 业务高度同质化使得并购扩张成为重要的提升市占率方式，国际上主流的 OTA 通过一次次并购扩大自身业务边界、完善产业链，成就龙头地位。Priceline 在 2005 和 2007 年收购的 Booking.com 和 Agoda 是其海外扩张的主要动作，尤其是 Booking.com 成为其长期增长的动力。此后又收购了 KAYAK、Rentalcars.com 和 OpenTable，向不同业务领域扩张。Expedia 也通过收购 Travelocity、Orbitz 等众多公司快速扩张。国内的携程网与去哪儿网于 2015 年合并，合并后机酒业务市占率超过 50%，旅游度假业务市占率达到 25%。

目前 OTA 市场的总体格局三足鼎立。线上 OTA 马太效应和规模优势明显，通过公司间的并购，已经形成少数龙头把握市场的竞争格局。目前国外的 Priceline、Expedia 以及国内的携程占主导地位。2017 年，在全球前的十家 OTA 中，Priceline 实现收入 126.8 亿，占比 39.9%；Expedia 实现收入 100.6 亿，占比 31.6%；携程实现收入 41 亿，占比 12.9%。

图 3：全球前十家 OTA 的收入（亿美元）

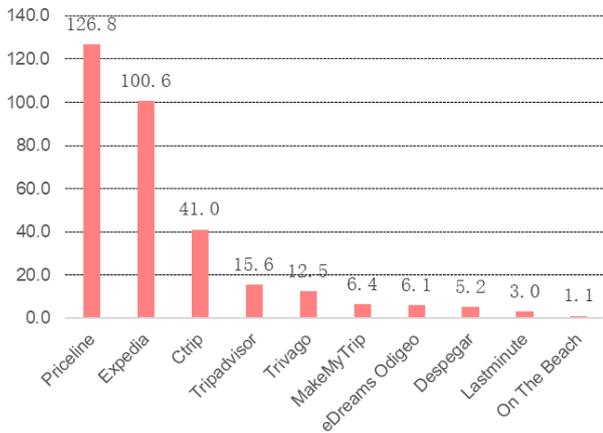
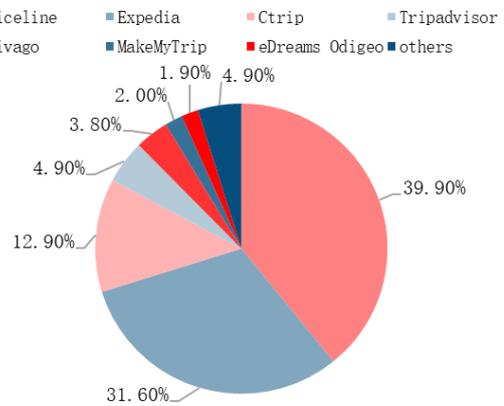


图 4：全球前十家 OTA 的收入分布

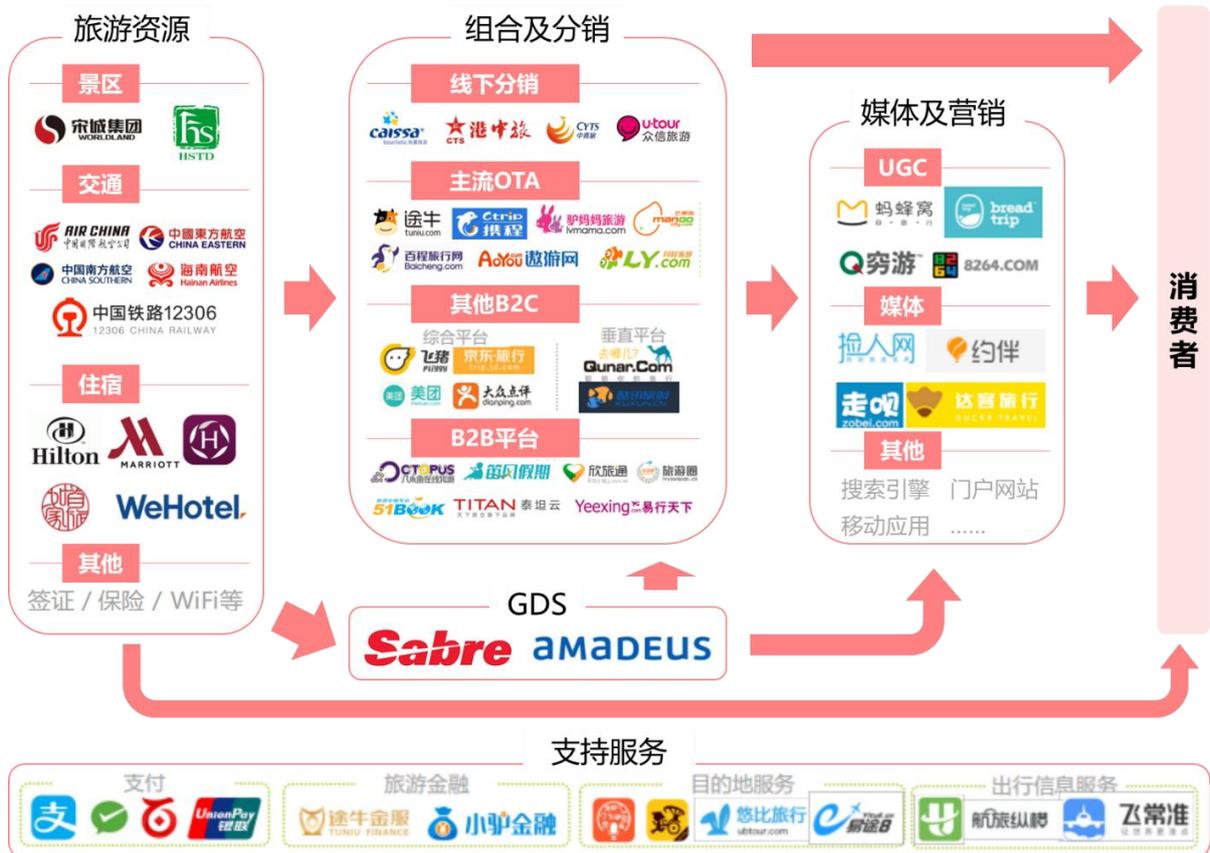


资料来源: statista, 中信建投证券研究发展部

资料来源: Medium, 中信建投证券研究发展部

经过多年发展，OTA 已形成复杂的产业链。OTA 在在线旅游产业链中处中游地位，上游对接丰富的旅游资源（为消费者提供旅游产品及服务），下游面对广大的消费群体（为旅游资源方导入客流），旅游资源的丰富度以及消费者需求的多样性决定了 OTA 行业业务范围广、市场规模大、商业模式日新月异的特点。

图 5：在线旅游产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

(二) 产业链下游：消费需求推动行业高速增长

旅游需求旺盛，在线旅游蓬勃发展。从人次来看，全球入境游人次从1995年的5.2亿增长到2017年的13.4亿，增长将近2倍。从收入来看，国际旅游收入从1995年的4,849亿美元增长到2017年的15,260亿美元。在线旅游的下游是需求机票和酒店等旅游产品的消费者，伴随着消费升级，旅游产业整体景气度向上，在线旅游市场规模有望持续提升。

图6：全球入境游人次保持增长（亿）

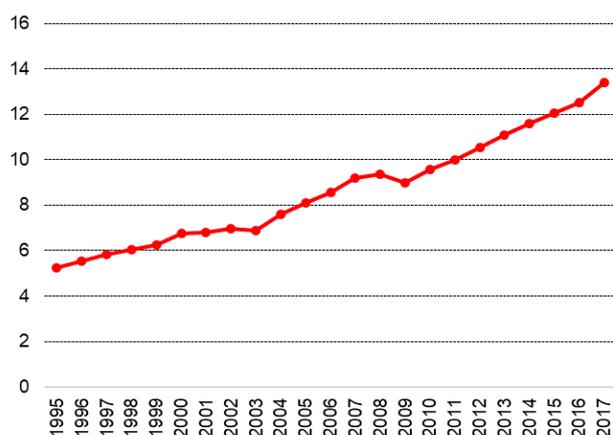


图7：全球国际旅游收入保持增长



资料来源：世界银行，中信建投证券研究发展部

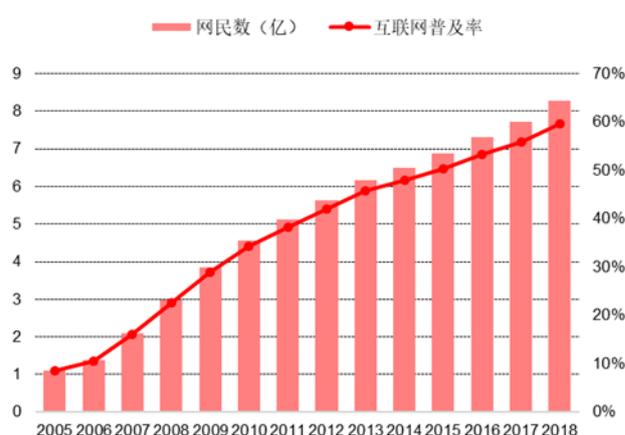
互联网的普及奠定在线旅游的发展基础。从美国来看，互联网普及率从2000年的43.1%增长到2016年的88.5%，增长约为2倍。从中国来看，互联网普及率从2005年的8.5%增长到2018年的59.6%，增长超过6倍。互联网的普及促进线上旅游的发展。相比于美国，我国的互联网普及率较低，因此旅游产业在线化率的提升空间更为广阔。

图8：美国互联网普及率保持增长



资料来源：internetlivestats，中信建投证券研究发展部

图9：中国互联网普及率保持增长



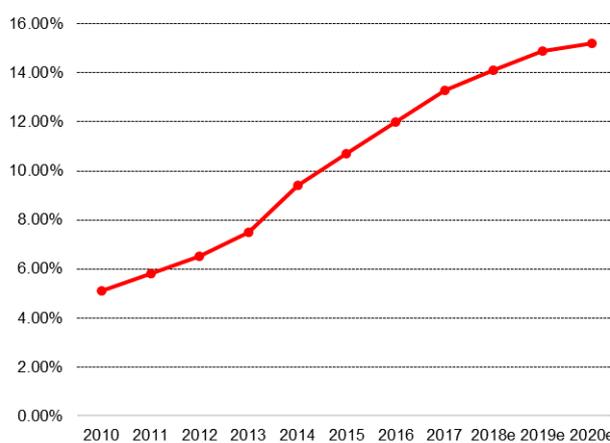
资料来源：cnnic，中信建投证券研究发展部

在线旅游市场规模和渗透率持续提升。2009年，中国在线旅游市场交易规模为617.6亿元，渗透率为4.8%；至2017年，交易规模已经提升至7,384.1亿元，渗透率为13.3%，8年内交易规模GAGR高达36.36%。目前国外在线旅游市场的渗透率约为40%。因此，我国的在线旅游市场仍有极大的提升空间。

图 10：中国在线旅游市场规模快速增长



图 11：中国在线旅游市场渗透率快速增长



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

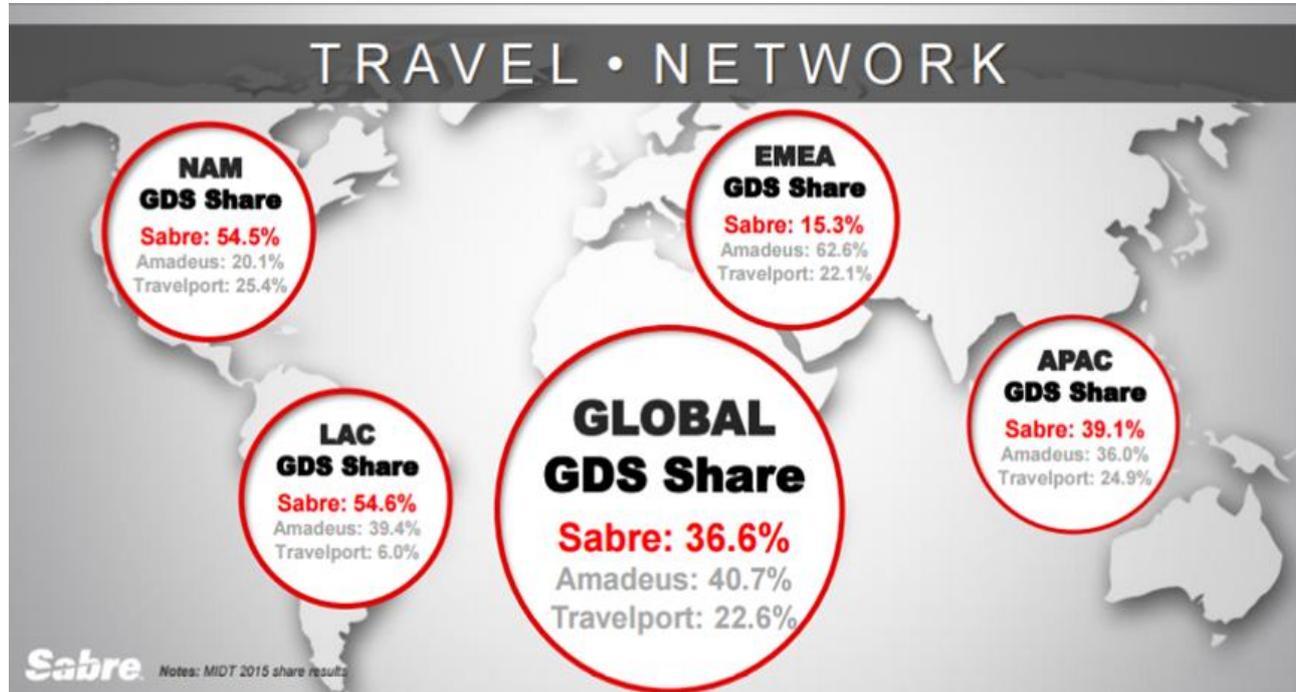
（三）产业链中游：OTA 起源于 GDS，位于 GDS 下游

1、50 多年不断发展，呈现三足鼎立格局

GDS 最早于 1964 年由美国航空推出。自上世纪 50 年代起，随着第二次世界大战的结束，航空旅游人次快速增长，美国的航空公司也面临着及时处理旅客机票预定的挑战。当时，游客需要亲自到机场或预定办公室处预定机票，或通过电话预定，这之后航空公司代理再把乘客名单登记在纸上。这种预定方式效率低且出错率高，导致航班过多预定或预定不足，不仅给旅客带来麻烦，也给航空公司带来昂贵的成本。为了解决该问题，美航和 IBM 决定在改进存货管理系统上进行合作，开发出可以创建并管理航空座位预定并能够让在各地的代理商通过电子方式实时获取数据的系统，半自动商业存储环境（Sabre）系统由此诞生。在代替 30% 的服务人员后，Sabre 大大降低了美航的成本。1976 年，美航开始用 Sabre 系统终端去吸引旅游代理商，根据美航的报告，前 200 家安装了 Sabre 系统的代理商，每年从旅客身上增加的收入就达到了 2010 万美元，投资回报率达到 500%，这促使越来越多的代理商安装了 Sabre 系统。Sabre 系统的成功激励更多航司参与，加紧推出各自类似的系统：联合航空推出了 APOLLO、TWA 航空推出了 PARS、DELTA 航空推出了 DAASII、东部航空推出了 SYSTEM ONE。此后，GDS 经历了激烈的竞争和并购。

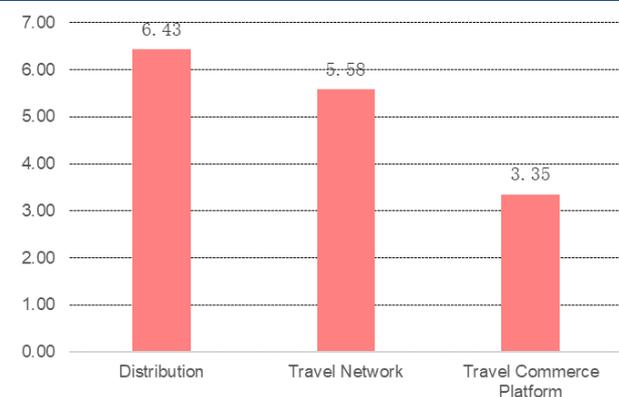
GDS 四巨头——国外“三足鼎立”，中国“一家独大”的竞争格局形成。目前国外三家主要的 GDS 公司分别是 Sabre, Amadeus 和 Travelport，这三家公司的 GDS 业务（Sabre 的 Travel Network、Amadeus 的 Distribution 以及 Travelport 的 Travel Commerce Platform）在各自总营收中占比分别为 73%、61%、96%。2015 年时，三家 GDS 公司在全球市场份额分别为 40.7%、36.6% 和 22.6%。至 2018 年，三家公司 GDS 业务的预定量分别为 6.43/5.58/3.35 亿次，收入分别为 36.41/28.06/24.54 亿美元。中国大陆地区的 GDS 为 TravelSky，自成立就在国内处于垄断地位。

图 12： 2015 年三家 GDS 市场份额



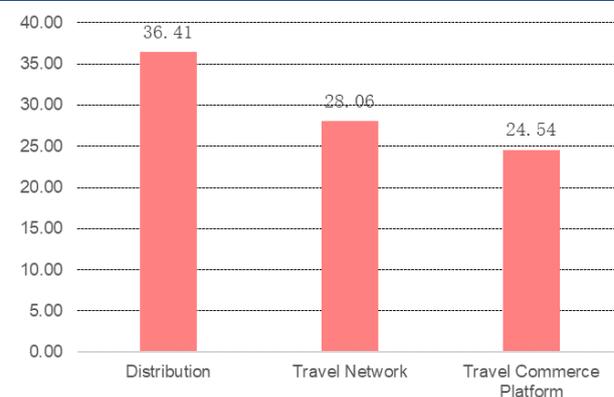
资料来源： Sabre Presentation: November 10, 2016, 中信建投证券研究发展部

图 13： 2018 年三家公司 GDS 预订量（亿次）



资料来源： 公司公告, 中信建投证券研究发展部

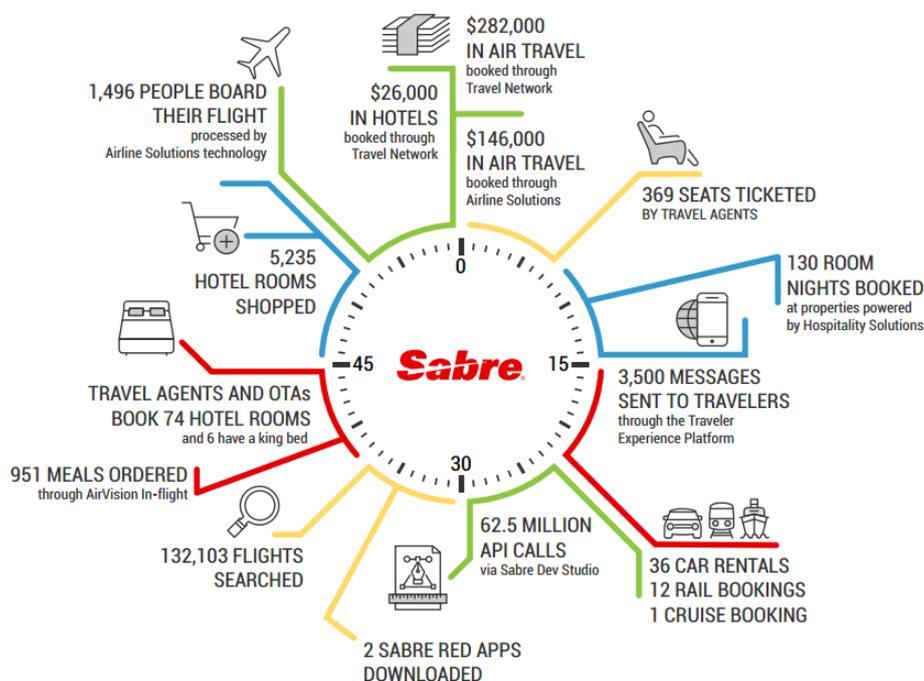
图 14： 2018 年三家公司 GDS 收入（亿美元）



资料来源： 公司公告, 中信建投证券研究发展部

GDS 的业务范围从诞生初期的航空逐渐扩大到整个旅游业。GDS 成立初期，业务只涵盖航空运输业，而目前 GDS 已经发展成为服务于整个旅游业的产业，旅馆、租车、旅游公司、铁路公司等也纷纷加入到 GDS 中。以 Sabre 为例，2014 年它的上游包括 400 家航空公司，125,000 家酒店，30 家汽车租赁品牌，50 家陆运公司，16 家航运公司和 200 家旅行社，业务边界不断扩大。

图 15: Sabre 业务已经覆盖在线旅游各个方面

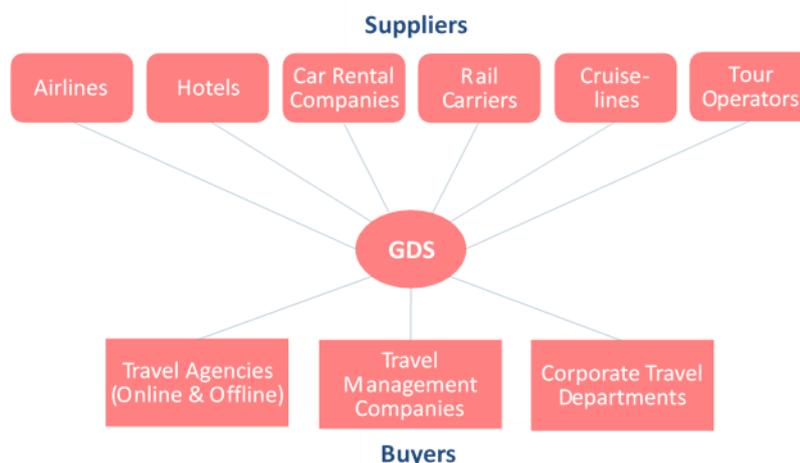


资料来源: 公司官网, 中信建投证券研究发展部

2、GDS 专注 to B 业务, 不断探索新领域

GDS 上游为旅游产品供应商, 下游为 OTA 等旅游代理商。GDS 的上游包括航空公司、酒店、租车公司等旅游产品供应商, 下游为旅行社(线上/线下)、公司等客户。旅行社和公司可以通过 GDS 获得供应商提供的相关旅游产品的库存、价格、特征等实时信息。与 OTA 不同在于, GDS 主要从事 to B 的业务, 服务于公司型客户, 不直接服务于消费者, 而 OTA 则主要从事 to C 业务。

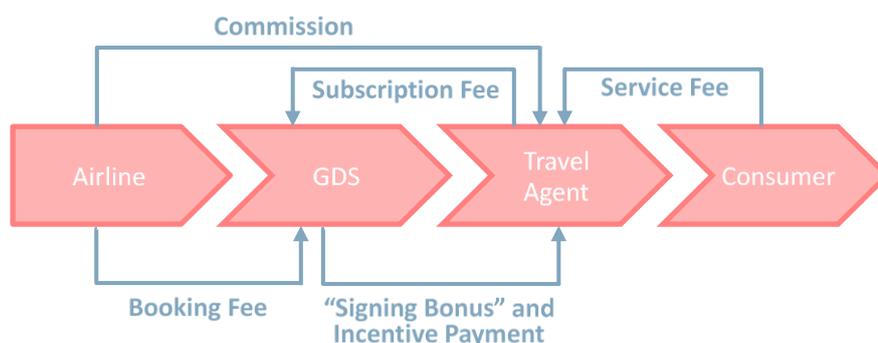
图 16: GDS 上下游



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

OTA 虽然处于 GDS 的下游，但目前航空公司、酒店可以跨过 GDS 与 OTA 等旅游代理商直接联系，使 OTA 成为与 GDS 平行的一条分销渠道。

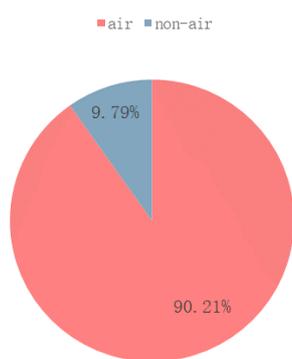
图 17：GDS 付款模式



资料来源：Distribution at American Airlines，中信建投证券研究发展部

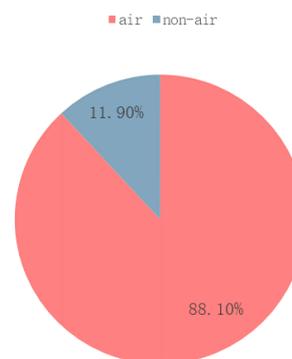
GDS 正不断尝试新领域发展。旅游产品供应商直销、与 OTA 直连等绕过 GDS 的新分销方式的出现对 GDS 构成了一定的威胁，促使 GDS 不断探索新的业务：1) 在运营好传统航空业务的同时将触角伸向酒店、铁路、汽车租赁、邮轮公司等扩大产品线。2018 年，Amadeus 和 Sabre 分别有 9.79%/11.90%的预订量来自非航空产品；2) 围绕航空公司、酒店等行业需求开发一揽子 IT 解决方案，实现战略同盟的局面；3) 加大与互联网企业的合作，加速涉足互联网领域，加快从“供应商—GDS—旅行社—消费者”向“供应商—GDS—Internet—消费者”的转变；4) 向客户提供更加丰富和定制化的数据，从而满足消费者特定的需求和偏好。

图 18：2018 年 Amadus 非航空产品预订量比例小于 10%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 19：2018 年 Sabre 非航空产品预订量为 11.9%

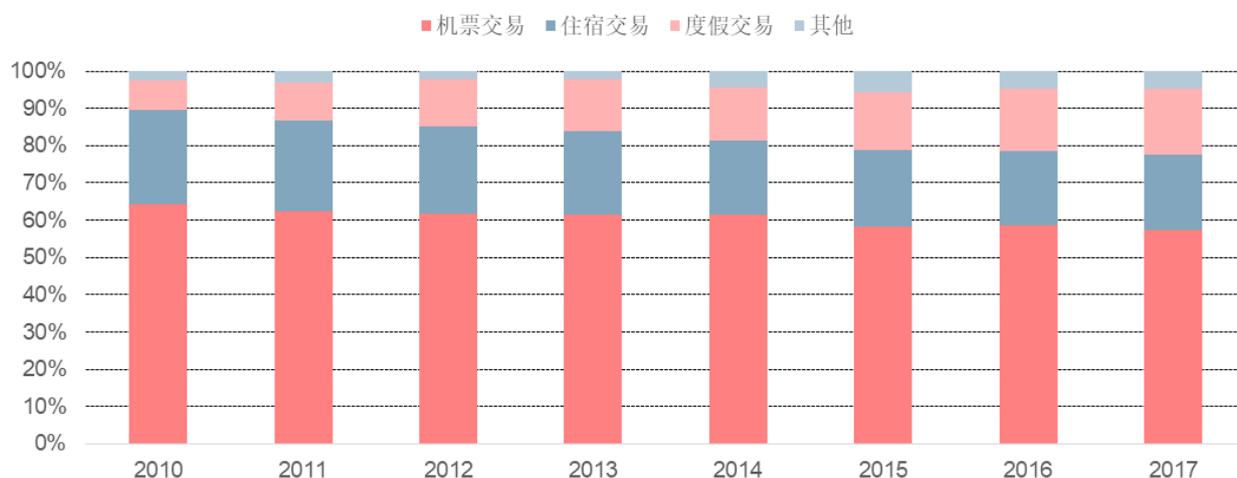


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（四）产业链上游：航司进入“0 代理费”时代，酒店盈利价值凸显

OTA 主要的销售产品包括旅游景点、交通、住宿、其他服务等。以交易额计，在线机票预订在整体 OTA 中占比最高，达 57.5%。在线住宿预订的交易规模其次，为 20.1%。由于交通领域的航司与中国铁路对资源的掌握力强，一般交通采用代理模式（包机等情况占比极少）；住宿业务由于资源方分散度高，是代理与批发模式并存的局面。

图 20：国内在线旅游市场以机票交易为主



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

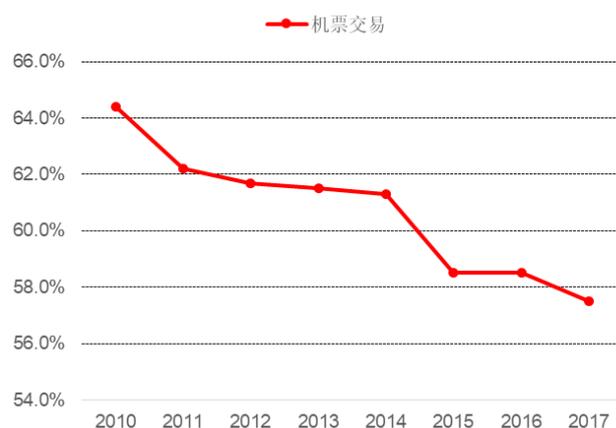
1、资源掌握能力强，航司代理佣金下降

在国内的在线旅游市场中，机票业务占据半数以上。预计在 2018 年，中国在线机票交易规模将达 5,969.1 亿元，增长率为 24.1%。当前中国在线机票市场增长速度趋缓，占比也呈下降趋势，主要原因是高铁网络不断完善，消费者出行方式的选择更为多元化。

图 21：在线机票交易规模保持提升



图 22：机票在在线旅游市场占比下降

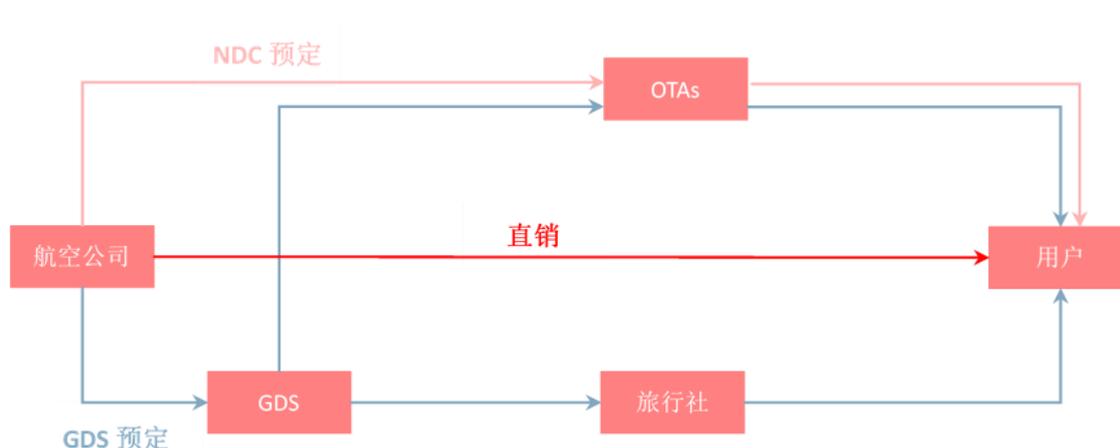


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

航空公司对 GDS 的不满催生了 NDC，渠道走向多元化。一直以来，航空公司主要有两条分销渠道。一是直销，即消费者通过航空公司自己的电商平台或呼叫中心等渠道直接从航空公司订票。二是以 GDS 为中心的预定，即消费者从 OTA 或旅行社订票，OTA 或旅行社通过 GDS 获得航班信息。以 GDS 为中心的预定方式引起了航空公司的不满：1) 航空公司不仅要向旅游代理商支付佣金，还要向 GDS 支付服务费；2) 由于 GDS 是在互联网出现之前被开发出来，其使用的信息准则偏早期，不能充分描述航空公司提供的服务；3) GDS 拥有大部分乘客的信息，却不与航空公司分享。以上弊端促使航空公司绕开 GDS，寻找新的分销方式，如直销和 NDC。

2015年，IATA（International Air Transport Association）提出了一项以XML为基础的数据传输准则NDC（New Distribution Capability），它使航空公司可以绕开GDS与OTA和旅行社直接联系。NDC模式在全球航空业得到了广泛共识，目前已经有148家航空公司、OTA和技术提供商通过了NDC认证。

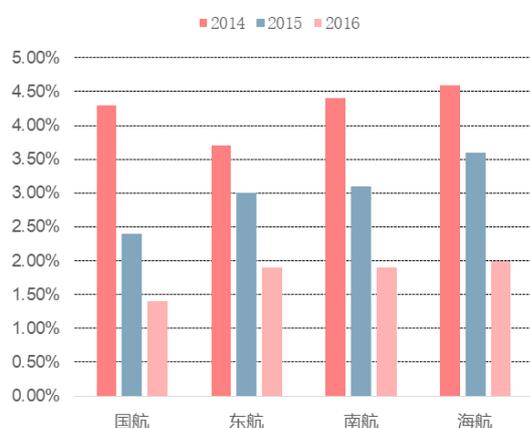
图 23： 机票分销渠道



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

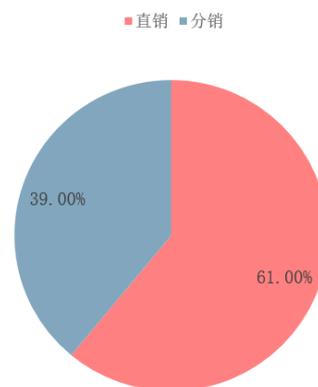
自2016年起，国内机票佣金率下降，批发商及OTA盈利空间收窄。2010年前，国内机票业务中，代理占比高达90%。2015年，国资委要求三大国有航司“将直销比例提高至50%”、“代理费要在2014年的基础上下降50%”。至2016年6月，民航6号文件正式宣布代理费改为“按航段定额支付”（按照航段5元、10元、15元、20元、25元支付直扣定额手续费），并且叫停了前后返佣金，结束了“前返+后返”的代理费模式。政策改变下，国内的机票代理业务受到巨大冲击，国内三大航司不断提升直销比例，且代理费率同步降低。根据国航披露，2014-2017年间，直销比例由26%提至50.9%，代理费/营收由4.2%降低到1.5%。至2017年，三大航空公司机票代理费在三年里下降63亿元，直销业务的发展促使航司的营收及利润同时受益。但是对于各机票代理商，提直降代意味着其业务空间不断收缩。

图 24： 2014-2016 国内三大航空佣金率持续降低



资料来源：iUserTracker，中信建投证券研究发展部

图 25： 2010 年美国在线机票直销占比达 61%



资料来源：PhoCusWright，中信建投证券研究发展部

佣金率降低、直销占比提升与国际发展趋势一致。国外航空公司早已进入“零佣金”时代，直销业务占比持续提升。2010年前，国外多家航司的代理费已经接近0，其直销比例也提升至50%以上。至2010年，美国的航空公司机票直销的比例已达61%，代理商只占39%。全球来看，英国航空公司（British Airways PLC）、德国汉莎航空公司（Deutsche Lufthansa AG）、法国航空公司（Air France）等知名外航的直销份额也达到了50%的水平。

表 1： 外国航空佣金率下调

时间	航空公司	佣金率
2001年	Northwest&KLM	5%--0%
2002年	Delta Airlines	0%
2008年	Singapore Airlines	5%--0%
2008年	Qatar Airlines	5%--0%
2008年	United Airline	5%--0%
2008年	India Airlines	5%--3%
2008年	Etiihad Airways (for UK)	9%--1%
2009年	British Airway	7%--0%
2010年	Luf thansa Airlines	3%--1%
2010年	AirCanada	5%--3%
2010年	Japan Airlines	7%--3%

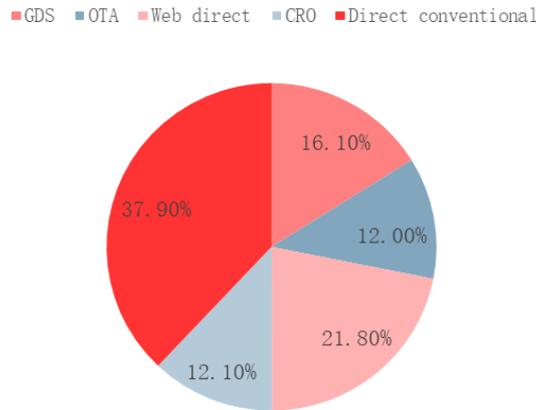
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

航司代理费及模式的变化倒逼 OTA 加速发展非机票业务，机票业务为其他业务交叉导流。在旅游的出行场景中，交通（机票、火车票等）代表行程的开始及结束，作为首要环节，机票仍是当前主要的流量入口之一。因此，尽管航司代理佣金率水平降低，在 OTA 业务中，机票业务的比例仍处于较高水平。同时，在销售机票时提供附加服务项目成为 OTA 另一收入来源，尤其是搭售保险。保险公司对自带流量的大 OTA 平台依赖度较高，使得保险的返佣比例也相对较高，在代理费收入受到影响时，保险（航意险、延误险等）也成为 OTA 的业务方向之一。

2、连锁酒店打造直销渠道，单体酒店对 OTA 依赖大

酒店：对分销渠道依赖较大。酒店主要有四种分销渠道，即 GDS、OTA、直销（Conventional 和 Web）和 CRO（Central Reservation System）。根据 TravelClick 对来自全球前 50 个酒店市场的调查数据显示，2015 年，酒店的收入来源中，来自 GDS 和 OTA 的收入分别占总收入的 16.1% 和 12.1%。GDS 的收入超过 OTA 是因为全球前 50 个酒店市场主要为城市市场，商务旅行客户更多，他们更倾向于通过 GDS 预定酒店。而 OTA 对于在偏远地区的单体酒店更加重要，占到它们总预定量的 70%-80%。

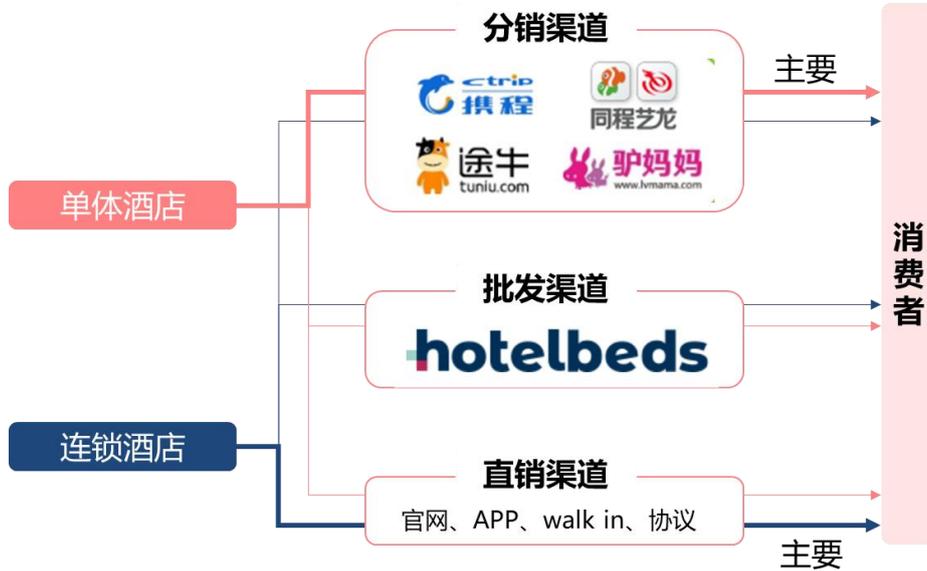
图 26： 2015 年全球前 50 个酒店市场的收入来源



资料来源: TravelClick Demand 360, 中信建投证券研究发展部

国内在线酒店交易市场规模增速超过交通业务。2018 年, 预计中国在线住宿市场交易规模将达 2,230 亿元, 增长率为 22.57%, 占整体在线旅游市场份额约 20%。对 OTA 而言, 酒店由于分散度高, 议价水平弱于航司, 因此, 酒店业务对 OTA 而言是重要的盈利渠道。

图 27： 酒店的销售渠道分析



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

对连锁酒店而言, 主要致力于搭建会员体系、发展直销业务。国内酒店龙头中, 华住酒店和首旅如家酒店的直销占比分别达到 87%、80%, 自身会员体系已经建立完成, 对 OTA 的依赖度减少。

单体酒店相对与连锁酒店更依赖 OTA 分销渠道。根据盈蝶咨询数据, 2017 年, 全国连锁酒店客房的市场规模大致为 320 万间, 全国住宿业客房总规模约 1677 万间。依此推算, 连锁酒店占据整个住宿业市场 20% 左右, 即单体酒店的比例高达 80%, 是国内住宿市场的主流。根据 STR 统计, 截至 2016 年, 美国酒店连锁化率高达

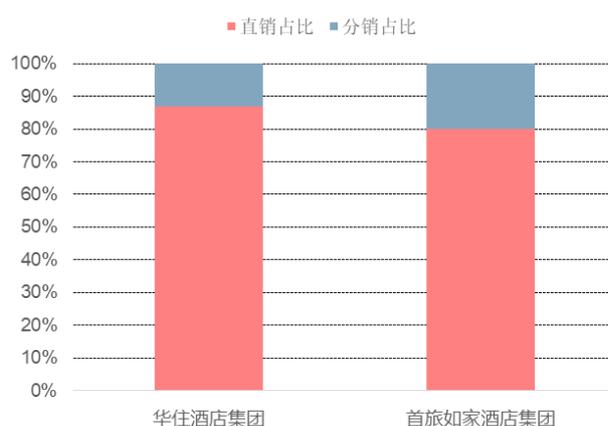
70%，因此，国内酒店市场对 OTA 而言发展潜力极大。

图 28：国内在线酒店交易规模持续提升



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 29：连锁酒店主要依赖直销渠道

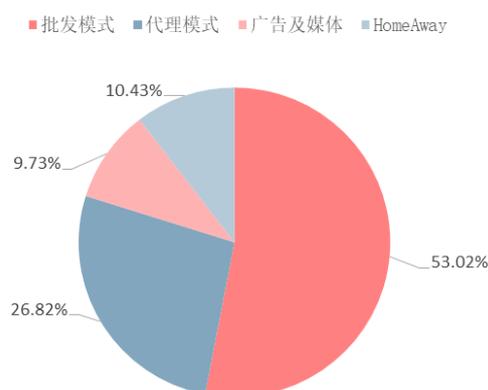


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

当前 OTA 在酒店业务中主要采用代理模式，批发模式、广告模式相对较少。国内外 OTA 在酒店业务方面均以代理为主，主要是由于 OTA 主要选择在旅游旺季等高峰期采用批发模式，对酒店方而言意愿并不强，因此酒店业务仍以代理模式为主。

国内外批发模式略有不同，国内 OTA 的批发模式承担相应的存货风险。国外的典型批发模式 OTA 是 Expedia，对 Expedia 而言，主要收入来自于住宿业务，且在模式上以批发业务为主（在营收中占比超过 50%），但 Expedia 并不承担存货风险——Expedia 跟酒店供应方签订批发协议时约定自己没有房间的控制权，仅有房价及房间的“可用”信息，确认的收入会扣除付给供应商的部分。但国内的 OTA 承担存货风险，根据艺龙的数据，在与携程共享库存前，艺龙单独的买断间夜成本在销售成本中占比达 65.6%（2017 年），在营收中占比超过 20%，但在整体销量中占比较低。

图 30：Expedia 批发模式占营收的 53.02%（2018）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 31：Expedia 主要收入来自于住宿业务

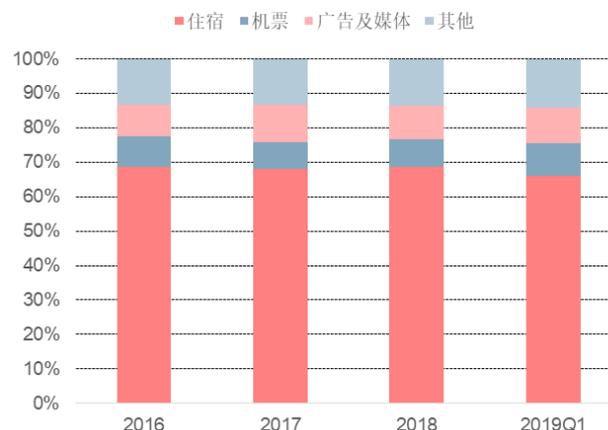


图 32：艺龙买断间夜成本在收入中占比达 20%以上

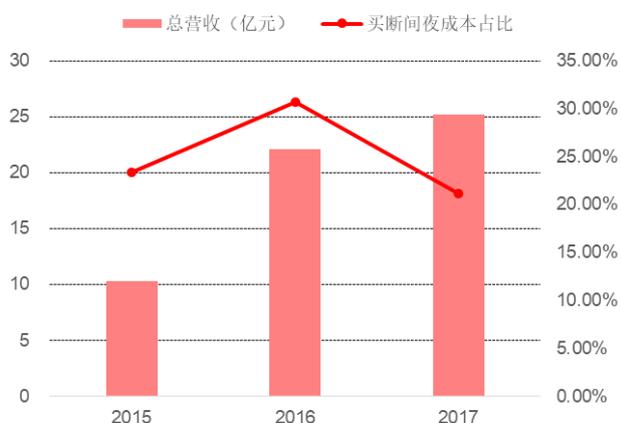
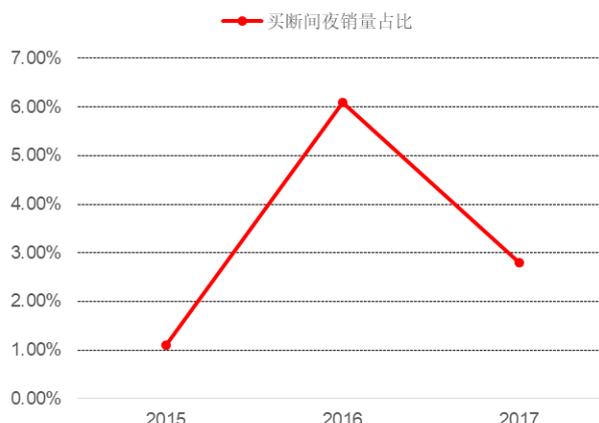


图 33：艺龙买断间夜销量占比低



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

OTA 在酒店业务上的盈利来源还有广告收入，但体量较小。广告收入在整体 OTA 市场中规模有限，在大型 OTA 中，广告收入不到 10%。主营广告收入的企业相对较少，以 TripAdvisor（猫途鹰）为成功代表。但从其酒店的收入占比来看，猫途鹰在酒店方面的业务也在降低，不断加入新业务。

图 34：大型 OTA 企业的广告收入占比低（2018）

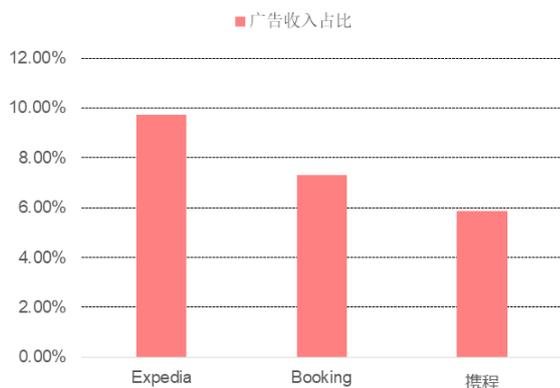
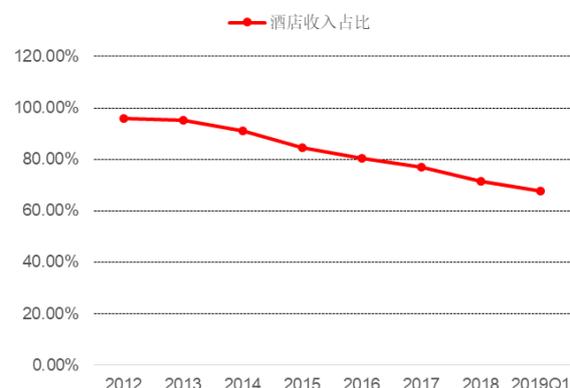


图 35：猫途鹰酒店业务收入占比下降



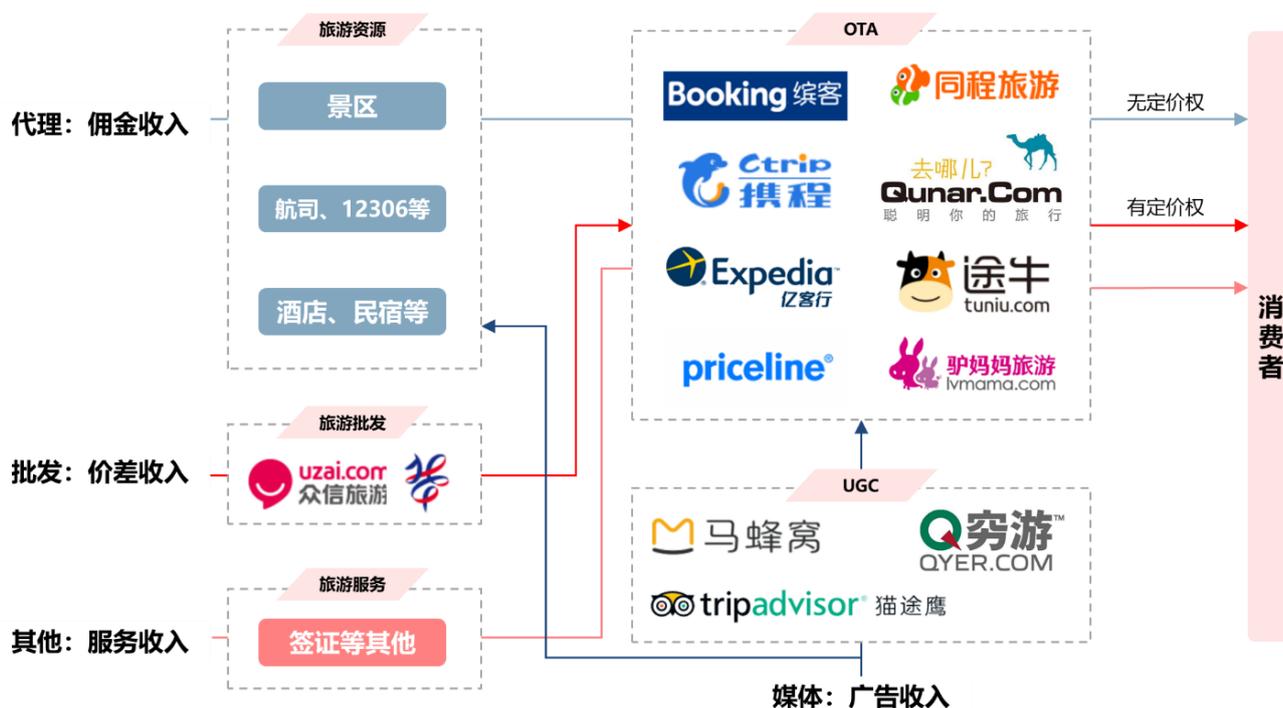
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

二、传统 OTA：代理模式助力国际龙头崛起

业态走向多元化，新的 OTA 模式不断涌现。除了以 Booking、携程为代表的代理商模式，以 Expedia 为代表的批发商模式和以 Tripadvisor 为代表的广告模式等传统模式外，新的 OTA 模式也不断涌现，美团于 2010 年成立并通过 O2O 模式切入酒旅业务，飞猪于 2014 年成立并采用 OTM（Online Travel Marketplace）模式布局在线旅游业务。

按模式划分：复杂的生态决定 OTA 收入呈多元化发展，主要收入来自代理佣金、批发价差、广告收入、服务费等。OTA 主要的盈利模式是“代理+批发”结合，其中，代理以抽佣为主、批发以赚差价为主。在销售旅游产品的同时，OTA 也会提供各类旅行活动中必须/可选的服务项目（签证、保险等），尽管规模相对较小，但盈利能力较强。伴随服务及社交需求提升，媒体模式也在 OTA 市场中占据一定比例，也诞生了一部分 UGC（User Generated Content）型的在线平台。

图 36：OTA 盈利模式



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

表 2：主要 OTA 模式

商业模式	特点	代表企业
<i>传统模式</i>		
代理商模式	OTA 充当中介，为消费者和旅游产品供应商提供交易服务，并收取一定比例的佣金。	Booking、携程
批发商模式	OTA 以批发价格从供应商处购入旅游产品，再以更高价格出售给消费者，赚取差价。	Expedia
广告模式	通过旅游点评和游记攻略等信息产生流量，并利用聚众效应进行内容展销和广告植入以获得收入。	Tripadvisor
<i>新模式</i>		
OTM	旅游产品供应商可以直接接触顾客，并基于庞大的数据库和强大的大数据应用能力进行精准营销。	飞猪
O2O	消费者在线上购买产品并支付费用，再凭各种形式的凭据去线下的服务供应商处完成消费。	美团

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

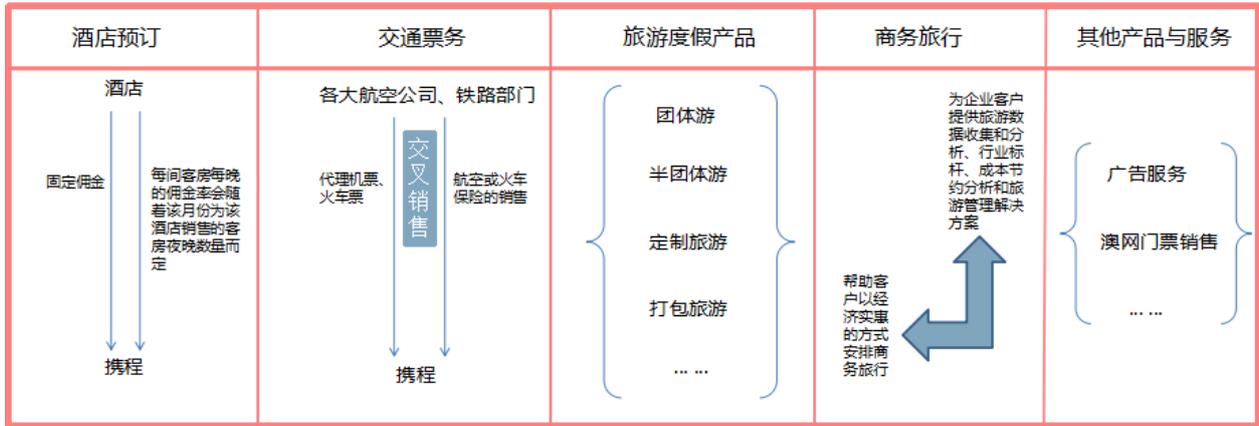
当前国际主要的 OTA 巨头基本采用“代理+批发”模式，且多以代理为主。代理模式下，OTA 在每次交易中抽取佣金作为收入，特点在于单笔交易收入低、利润率高、无存货风险。批发模式下，OTA 与住宿、交通供应商合作，以固定的配额和价格买断相关产品，再加价在自己平台上进行销售，特点在于单笔收入高、重议价能力、资源掌握强、有存货风险。

（一）“代理+批发”为主流模式

1、国内龙头：携程规模第一，海外市场稳步扩张

携程全称携程旅行网，是中国领先的住宿预订、交通票务、旅游度假和商旅管理服务提供商。携程通过移动应用、在线网站以及 24 小时客服中心为休闲和商务旅客提供综合旅行信息和高效预订服务。自成立以来，携程发展迅速，已与国内外 130 多万家酒店、中国各大航空公司和 300 多家国际航空公司建立良好的合作关系，成为中国最大的酒店住宿整合商和机票分销代理商。至 2018 年，携程的 GMV（不含天巡）已经达到 7250 亿元人民币（即 1050 亿美元）。

图 37： 携程业务模式

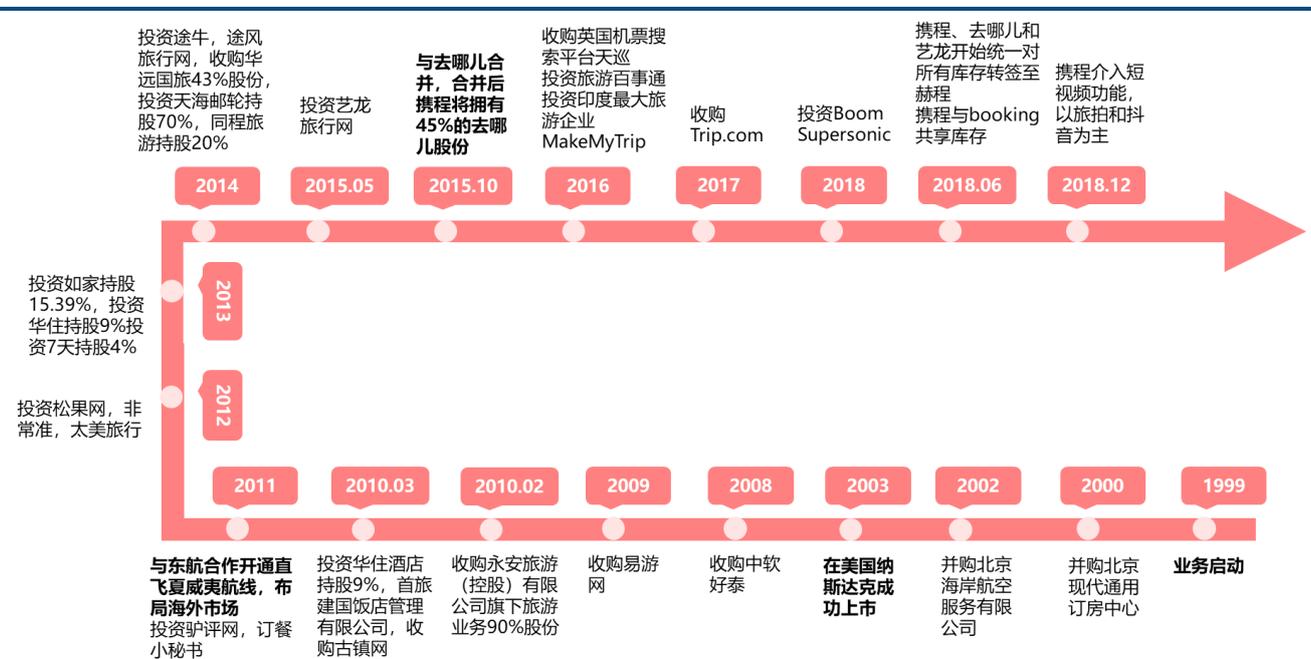


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

携程不断进行战略投资和收购，打造完整产业链。为提升在中国市场的领先地位、减少价格恶性竞争、提供一站式服务，携程自成立以来一直关注互补类相关业务的投资机会，主动把握投资机遇，目标成为大中华市场的主要旅游服务供应商。

1) 与去哪儿合并，投资同程、艺龙，占据国内 OTA 市场“半壁江山”。2015 年 10 月 26 日，携程收购去哪儿——百度将去哪儿的股票置换为携程增发的普通股，标志着携程正式成为国内 OTA 龙头，市场份额稳居国内第一。

图 38： 携程投资收购历程

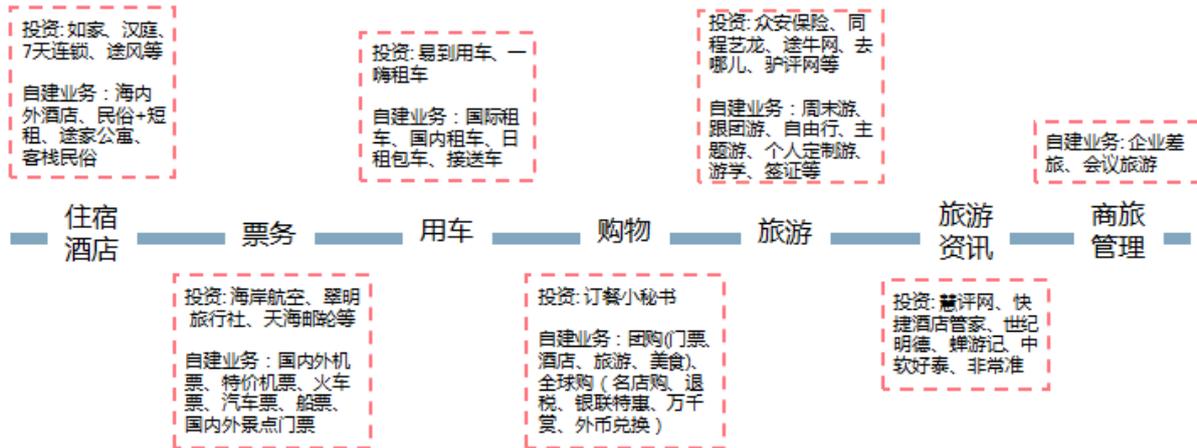


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

2) 投资产业链上下游，配合战略加速扩张。携程一直重视对旅游产业链上下游的投资，从上游资源端到相关支持服务均有布局。携程的投资策略坚持聚焦旅游产业、配合自身战略方向、优选成长性行业的龙头标的。

通过资本运作与自建手段，携程目前已经打造出较完善的产业链及配套服务，配合扩张战略发挥较强的协同作用。

图 39： 携程打造完整产业链



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

携程收入持续增长，交通票务占营收主要部分。2010 至 2018 年，携程收入从 29.81 增至 309.65 亿元，CAGR 高达 34.56%，其中 2016 年携程收入大幅提升，增速达 76.61%，主要是由于合并了去哪儿的收入。分业务来看，携程的交通票务收入和酒店预订收入增长较快，自 2016 年起，交通票务收入超过酒店预订收入，成为携程主要收入来源。

图 40： 2018 年携程营收达到 310 亿元

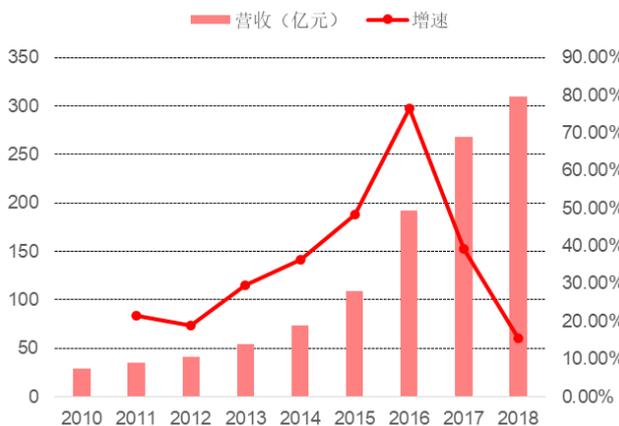
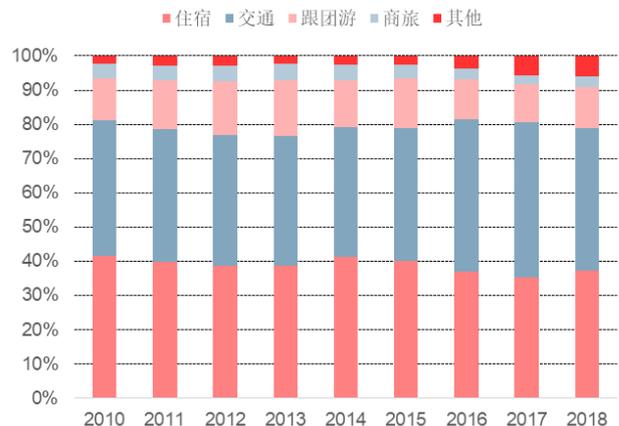


图 41： 交通票务是携程收入主要来源



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

携程以代理模式为主，批发为辅，产品开发及销售费用是主要支出项目。携程的批发规模较小，营业成本在总成本费用中的占比由 34%（2010 年）降至 22%（2018 年）。在代理模式下，OTA 对自身平台系统的开发及升级维护、高获客成本使得产品开发及销售费用占比持续提升，至 2018 年，携程的产品开发及销售费用在总成本费用中占比达到 34%/34%，费率水平为 31%/31%。携程净利率在 2018 年时为 18%，最高时超过 40%（2010 年），主要在于代理模式的利润率水平相对较高，但由于 OTA 竞争较为激烈，获客成本、人工成本等均有所提

升，影响了携程近几年的盈利表现。但在合并去哪儿网后，盈利水平已经逐渐回升。

图 42： 携程产品开发及销售费用占比较大

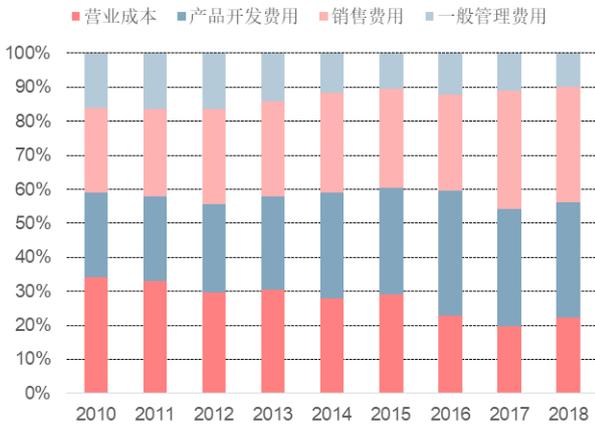
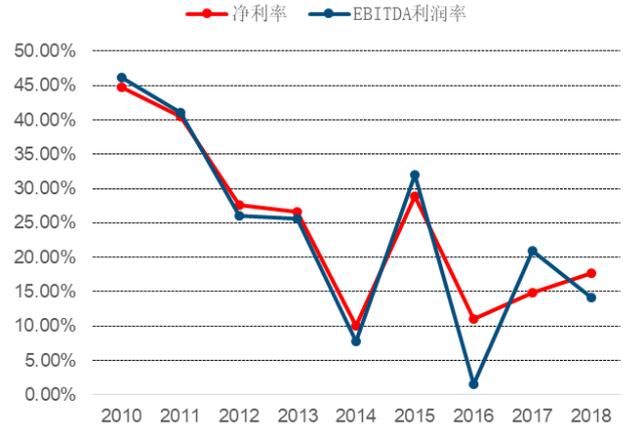


图 43： 携程净利率水平提升



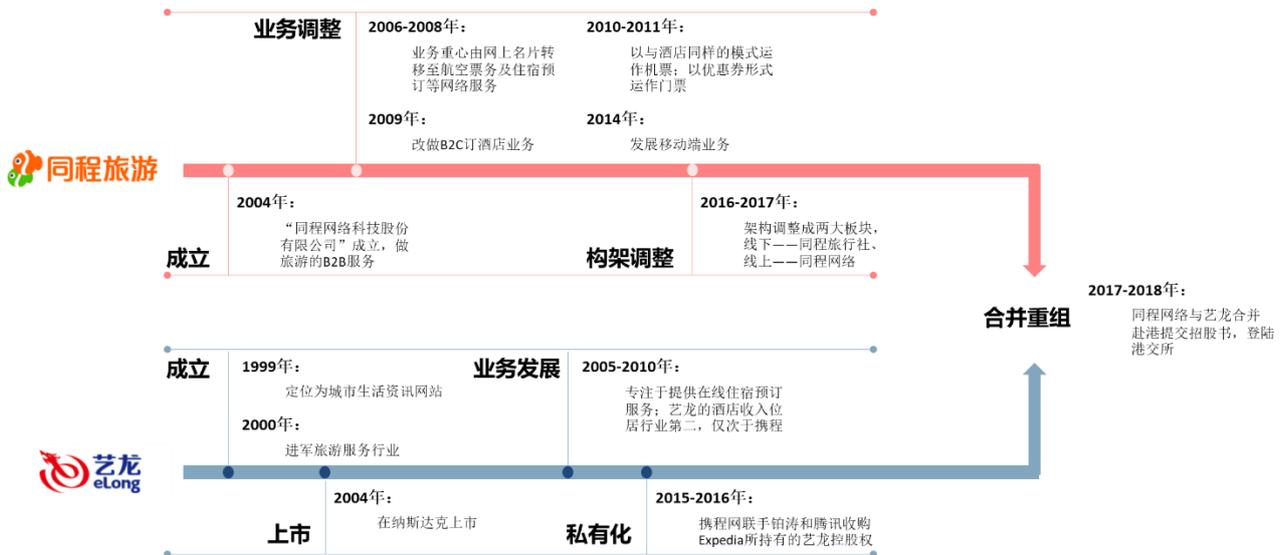
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

2、国内其他 OTA：同程艺龙转向 ITA，途牛持续减亏

(1) 同程艺龙：借“小程序”突围，从 OTA 到 ITA

业务互补，协同发展。同为在线旅游 OTA，同程网络与艺龙均在各自的优势项目上较为突出，而在对方强势的领域又涉入较少，因此业务之间具备很强的互补性。合并后，同程艺龙已经成为用户旅游需求一站式服务的平台，在国内 OTA 市场上位居第三。

图 44： 同程艺龙实现“强强联手”



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

股东支持构建“护城河”：腾讯带来低成本流量，携程共享酒店库存。1) 腾讯给予的流量支持带来用户提升。根据协议，同程艺龙在 2021 年 7 月 31 日之前拥有腾讯流量入口的独家运营权——在微信与 QQ 移动支付

界面“钱包”内的“火车票机票”及“酒店”入口。截止 2018 年末，腾讯平台带来的月活跃用户数占比已经达到 80.3%（较上年同期提升 14.7pct），月付费用户占比超过 90%；2）与携程的竞合关系带来盈利能力提升。在供应链等方面，同程艺龙与携程展开深化合作。尤其在酒店业务方面，携程旗下的赫程作为库存中心，向携程、艺龙、去哪儿三方提供酒店库存。至 2019 年 Q1，同程艺龙自身买断间夜规模大幅下降，其买断间夜部分的销售在总间夜销售量中的占比由 2017 年的 2.8%降至 0.3%。

图 45： 腾讯平台流量占比持续提升

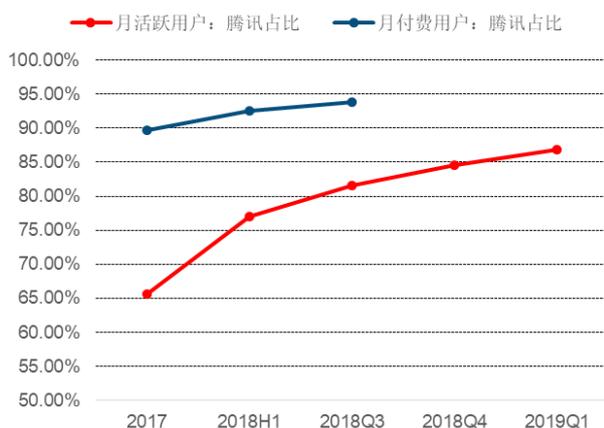
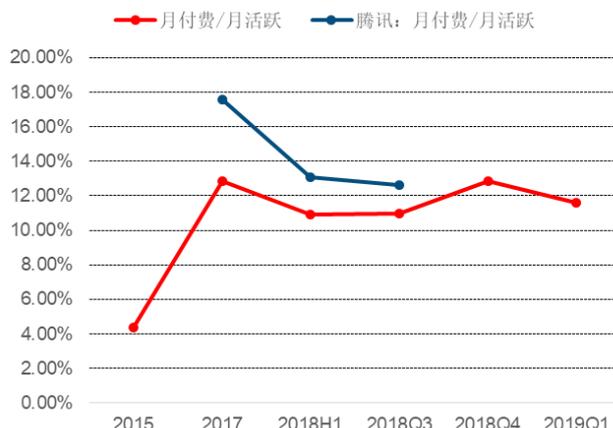


图 46： 腾讯平台的付费用户转化率提升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

同程艺龙以代理模式为主，批发业务在携程共享酒店库存的背景下占比降低。合并前，艺龙的买断间夜成本在总营收中占比达到 21.16%，合并后，由于与携程共享酒店库存，其成本占比降至 3.58%，扣除交通收入影响后，占比也降至 10.27%。

图 47： 同程艺龙成本费用中营销比重较大

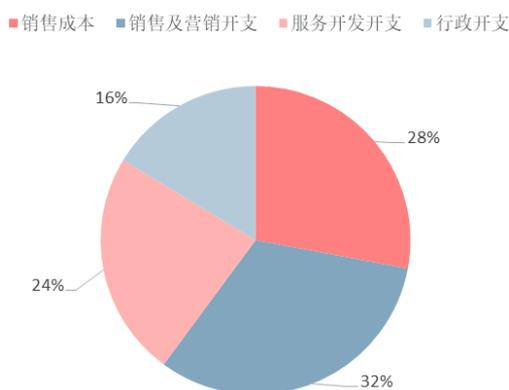
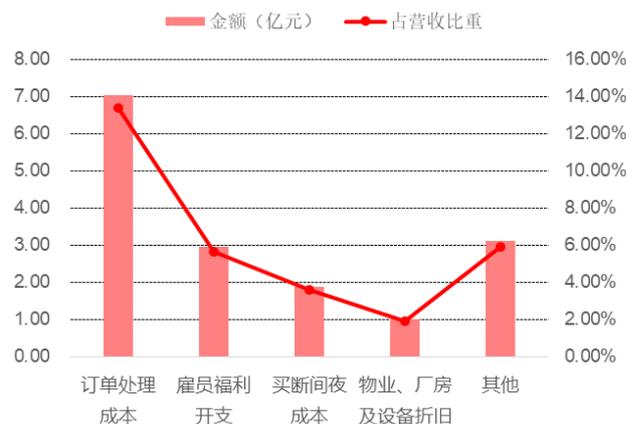


图 48： 买断间夜成本在营收中占比为 3.58%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

业务方面，同程艺龙交通贡献主要增量，佣金率水平实现提升。同程艺龙在 2018 年加速扩张，GMV 达到 1315 亿元（为携程的 18%），同比增长 28.5%，整体佣金率约 4.6%。参考 2017 年公司的佣金率，交通及住宿分别为 3.16%、11.04%，通过测算可以看出，同程艺龙 2018 年交通及住宿两部分业务的实际佣金率均取得了一定提升。从业务结构来看，同程艺龙交通业务增长高于住宿业务。2019 年 Q1，同程艺龙的交通业务营收达 12.59 亿元，占总营收的 70.6%，其占比较 2018 年度的 61.5%再次提升，表明交通业务实现高速增长。

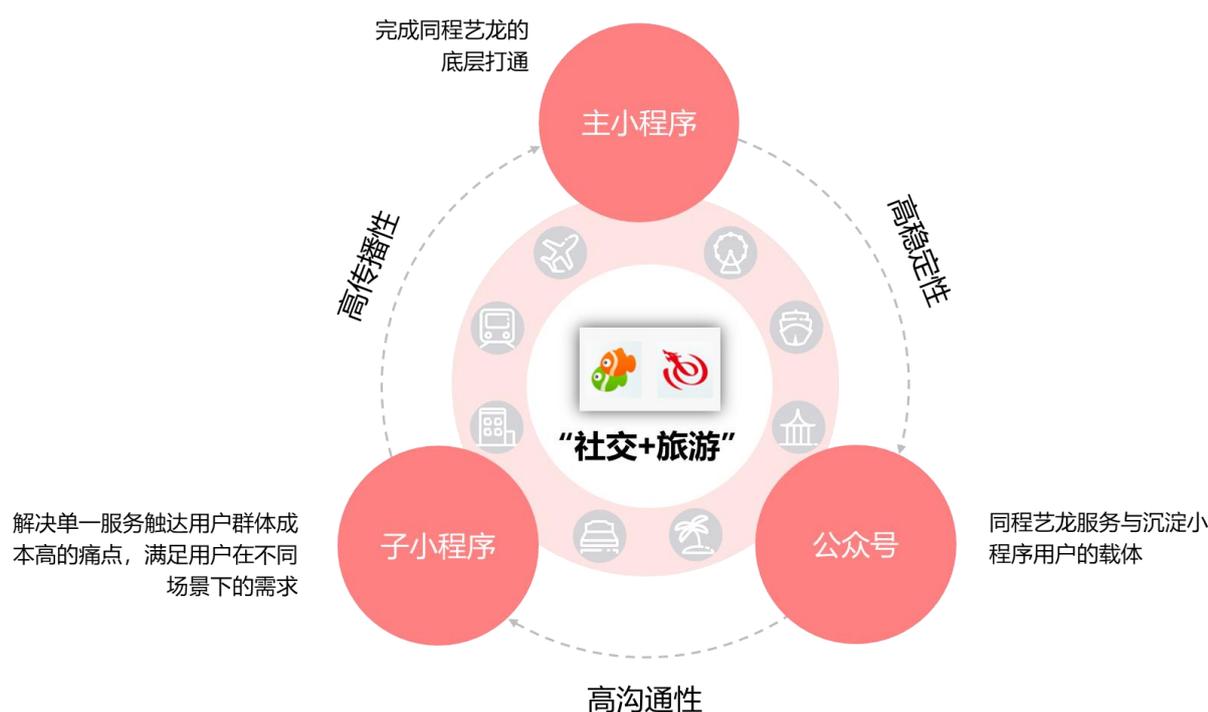
表 3： 同程艺龙佣金率

		2015	2016	2017
交通	同程	2.70%	2.80%	3.20%
	艺龙	2.40%	3.50%	3.00%
住宿	同程	7.80%	6.00%	5.70%
	艺龙	5.00%	8.90%	8.90%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

转型 ITA，探索 OTA 发展新模式。OTA 目前正在探索发展新生业态模式，同程艺龙借助腾讯的“社交”属性开始发展“社交+旅游”的 ITA 模式（Intelligent Travel Assistant），即定位为“智能出行管家”。从 OTA 到 ITA 最大的突破在于技术升级——由数字化、科技化到智能化转变。同程艺龙通过“技术+服务”持续优化用户的出行体验，通过微信分享等社交玩法打造用户从预订到行程结束后的闭环，以实现用户粘性的提升，当前的用户留存率已经达到 67%。

图 49： 同程艺龙发展“社交+旅游”模式



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

(2) 途牛：途牛新阶段，迎来盈利拐点

途牛是一家旅游线路和自助一站式旅游服务提供商，为消费者提供由北京、上海、广州、深圳等 64 个城市出发的旅游产品预订服务，并提供相应的后续服务和保障。途牛旅游于 2006 年在南京成立，于 2014 年纳斯达克上市。途牛在在线旅游市场中主营休闲度假游，自 2015 年 Q4 以来，一直位居中国在线休闲旅游市场份额第一。

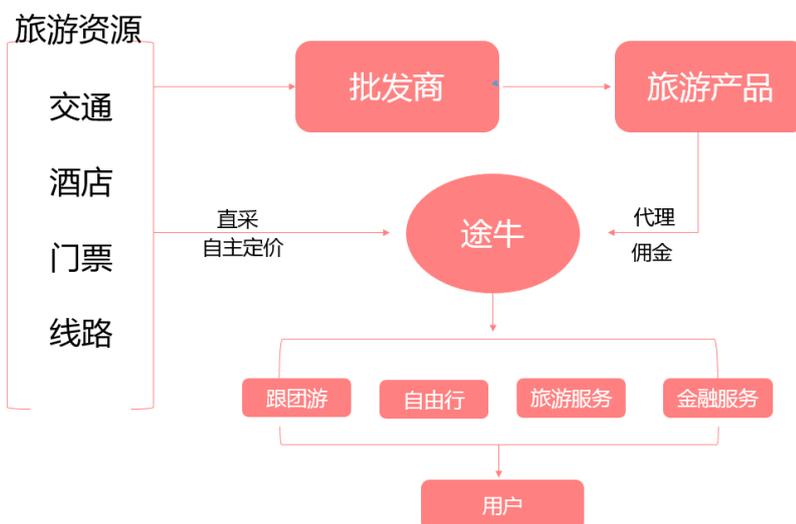
图 50：途牛发展历程及重大事件



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

途牛产品来源目前分为两部分包括代理和直采。代理模式通过途牛对上游批发商提供的产品进行筛选、设计，然后打包成自己的产品（即旅游路线），通过自营模式进行线上销售以赚取佣金。直采模式通过目的地直采然后规划成旅游线路，自主定价在平台销售。产品主要包括：跟团游、自助游、定制服务和景点门票。下游分销渠道目前主要以线上为主，目前正在大力拓展线下，另外还有会员、企业、银行及运营商、B2B、电商等渠道。

图 51：途牛商业模式及业务分类



资料来源：中信建投证券研究发展部

途牛通过提高产品质量和缩减开支逐步减亏，亏损从 2017 年度的 7.7 亿元减少到 2018 年度的 1.99 亿元。从 2018 年度的数据来看，公司净收入达 22.40 亿元，小幅增长 2.19%，其主要收入增长是来自于打包游，增长 15.2%。在 2018 年内，途牛逐渐减少了在品牌上的无效投放，并对线上、线下与服务体系等方面做了升级改造。因此一定程度上缩减了开支，销售与市场营销、运营开支、研发成本均实现降低：销售与市场营销费用为 7.78

亿元，同比下降 13%；研发成本为 3.15 亿元，同比下降 41.75%；运营开支为 4.87 亿元，同比下降 23.6%。

图 52：途牛毛利保持稳定

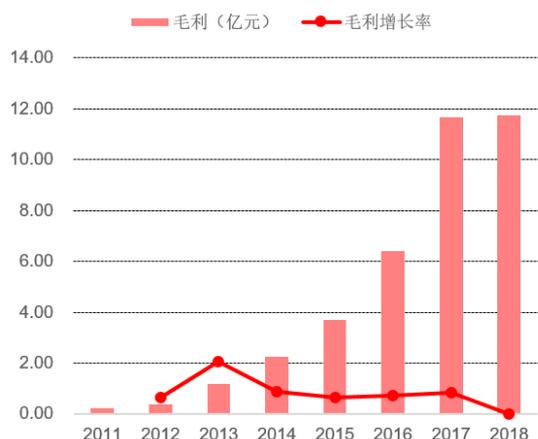
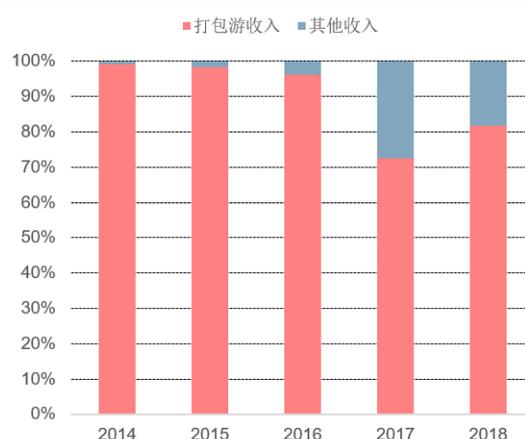


图 53：途牛打包游收入占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 54：自 2016 年来运营成本大幅缩减

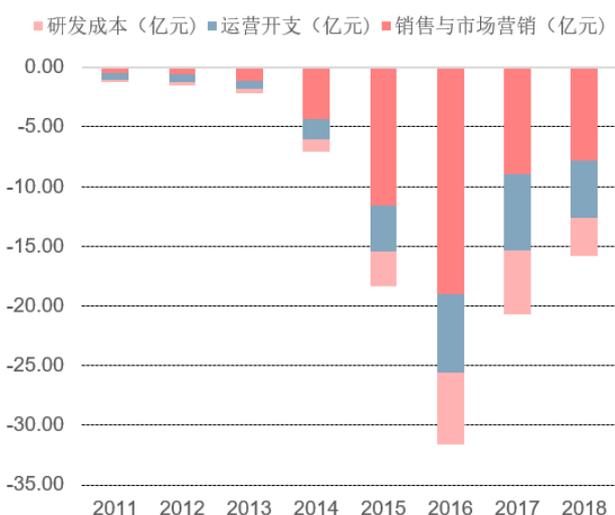
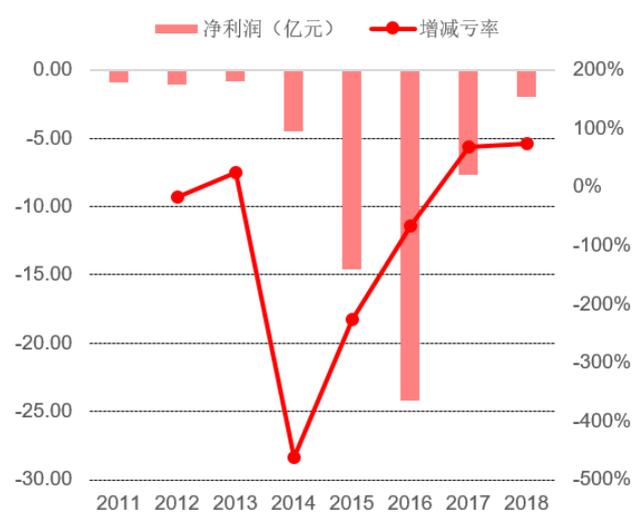


图 55：途牛持续减亏



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

途牛在旅游产品同质化市场上打造特色竞品。途牛主营业务打包游中收入占比最大的是跟团游（含半自助游），其线路包括周边短线游、国内长线、出境游。由于当前跟团游在出境旅游当中受众较多，途牛深耕出境游市场，同时通过领先的技术能力及商业模式提供特色定制游服务。在品牌上，途牛一直致力于度假品牌的打造，尤其是通过自身的直采打造的“牛人专线”——聚焦高品质跟团游产品，其高性价比高且真实好评满意度高达 96%。

图 56：途牛线下自营门店



图 57：牛人专线卖点



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

与其他 OTA 不同的是，途牛专注于旅游线路，其产品结构和盈利模式相对更为单一。目前旅游市场中交通及住宿在交易规模中占据较大比例，途牛虽然拥有直采和代理模式，但是由于线上流量不足，自主定价后的利润空间不大。在困局下，途牛通过多种手段强化自身竞争实力：

1) 开展线下自营店模式，主要解决线上流量短缺问题，同时自营店也可以更好的把控产品质量以及客户服务体验。线下门店为途牛扩大的获客渠道，截至 2018 年 12 月 31 日，途牛已经拥有 509 家自营门市，其中，仅 2018 年内就新增 345 家自营门市。

2) 消费升级趋势下，客户服务质量以及配套服务等备受用户关注。为全面保障用户出行体验，途牛通过“牛跟班”群聊、专属会员顾问、7*24 小时专业客服等多重方式为用户提供帮助。其中，途牛已形成“全、快、多、专、保”五大优势的客户服务体系，针对航班改签、接送机更换、在线值机等等常见问题，能做到 97% 的电话可在 3 秒内接听、100% 的在线咨询会在 30 秒内被响应、99% 电话在 30 分钟内回呼、98% 的售后诉求可在 2 日内解决等。

3) 途牛全球化布局通过不断增设新的海外目的地服务中心，可以满足消费者对于旅游的不同需求，并为消费者提供更全面的目的地服务和保障。途牛将自营目的地的服务网络作为提升客户体验的方式，目的地服务中心有助于促进途牛继续高速发展，进一步扩大市场份额。此外，途牛在其 2018 春季产品发布会正式对外发布“全球合伙人招募计划”，实现多维度全面拓展目的地服务网络。

4) 途牛推出贵宾室服务、机场餐券、接送机服务、购物折扣券（免税店）等增值服务。途牛于 2018 年 11 月面向所有会员推出的途牛黑卡，囊括全年旅游保险、全品类额外 1% 优惠以及缤纷礼券等丰富权益，使用户出行更为便捷，用户体验更佳，有助于提升用户的粘性。

3、国际巨头：代理模式显威，Booking 后来居上

Booking Holdings Inc.（曾用名：Priceline.com Incorporated）是当前全球市值最大的 OTA 公司，于 1997 年在美国创立。在创立之初，Booking（原 Priceline）以独创的“Name Your Own Price”模式快速获得用户群体和行业影响力以切入在线旅游市场，有了一个良好的发展起点，而奠定 Booking 国际巨头地位的关键在于其通过投资收购措施开始的国际扩张。

图 58: Booking 的发展之路



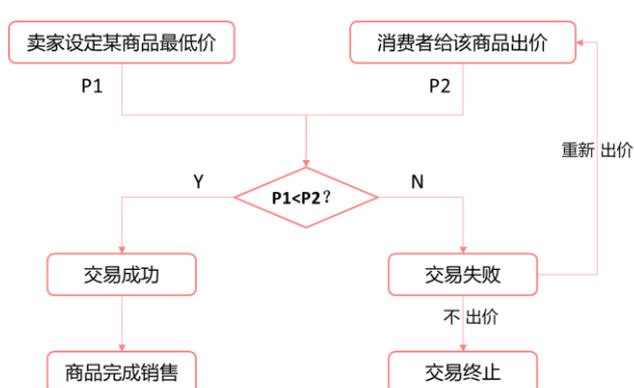
资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

资本运作助力 Booking 业务快速扩张, 六大子品牌各具特色。Booking (原 Priceline) 最初提出“Name Your Own Price”模式 (客户反向定价), 并注册专利。但这种定价模式受众有限——对价格敏感型客户 (25 岁以下青年及 60 岁以上价格敏感人群), 而商旅客户中消费特点及需求呈多元化表现, 因此公司的战略布局需要更丰富的业态模式进行支持, 在策略上, Booking 选择了“广撒网”、“精品化”的收购投资形式, 目前旗下拥有 Booking.com、Priceline.com、Kayak、Agoda、RentalCars.com、OpenTable 等六大主要子品牌。

图 59: Priceline 旗下六大品牌



图 60: Priceline 开创“Name Your Own Price”模式



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

与 Expedia 错位竞争, Booking 最先布局海外市场, 全球化成为其“OTA 第一股”的地位。同在美国诞生, Booking (原 Priceline) 成立时间晚于 Expedia, 尽管在 NYOP 模式支持下, 公司实现了颠覆性发展。但从市场潜在空间来看, 对 OTA 依赖较大的是单体酒店, 而美国的酒店连锁化率较高, 因此这方面的市场极为有限。相对应的是欧洲亚洲等市场, 酒店规模庞大而连锁化率低, 存在更大的发展空间。收购 Booking.com、Agoda.com 成为公司国际化的转折点: 1) Booking.com 主打欧洲酒店市场, 而欧洲酒店多为单体酒店, 2015 时, Booking

在欧洲在线旅游酒店预订市场的份额已经达到 60%；2) Agoda.com 是亚太地区核心酒店预订服务提供商，亚太地区作为新兴市场集中区域具有较大的成长性，是集团国际化战略重要一环。

图 61： 欧洲连锁酒店分布集中度较高

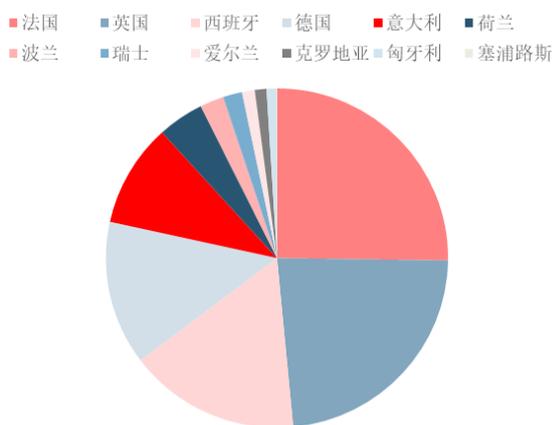
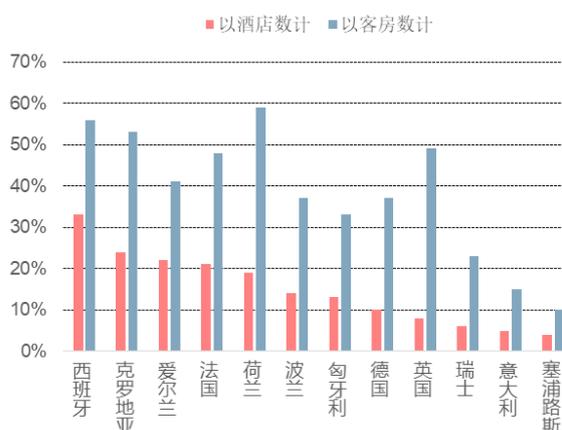


图 62： 欧洲酒店连锁化率低于美国（2018 年）



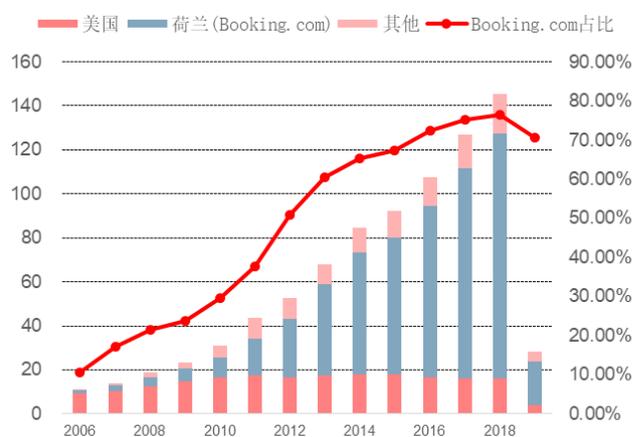
资料来源：浩华国际，中信建投证券研究发展部

在持续扩张下，国际化成为营收增长的主要来源。Booking（原 Priceline）的营收在 2018 年时达到 145.27 亿美元，其中，Booking.com 贡献达到 76.37%，而在 2006 年时，其占比仅 10.52%，业务结构的大幅调整是公司由 Priceline 改名为 Booking Holdings Inc.的主要原因。

图 63： Booking 营收达 145.27 亿美元（2018）



图 64： Booking.com 在营收中占比达 76.37%（亿美元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

Booking 的业务扩张以代理模式为主，在营收中占比持续提升。2018 年时，Booking 的 GMV 已经达到 927.31 亿美元，2006-2018 年间的 CAGR 达到 32%，代理业务的交易规模在其中的占比由 65.72% 提升至 79.71%。以营收计，Booking 的代理业务在营收中占比为由 19.05%（2016）提升至 77.82%（2018）。

图 65: Booking 代理模式占 GMV 近 80% (亿美元)

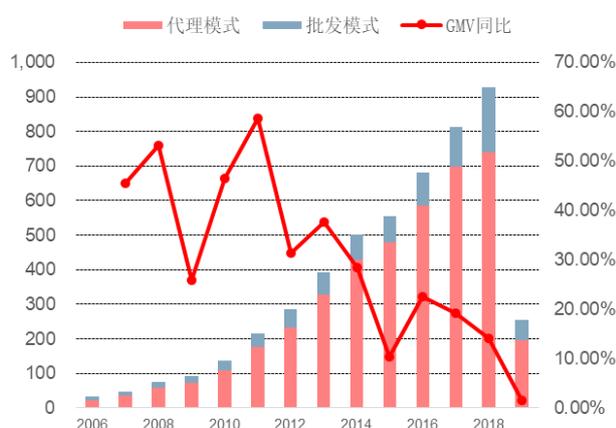
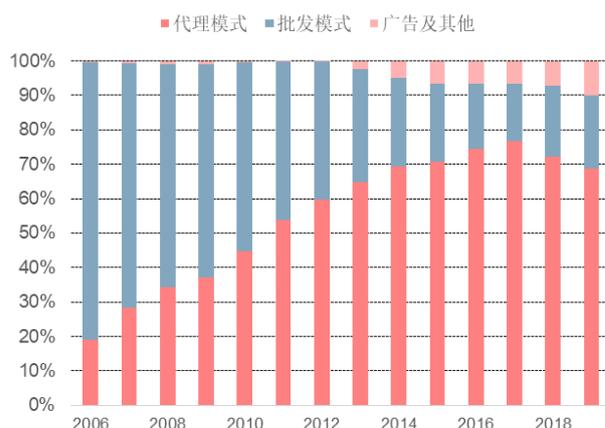


图 66: Booking 收入以代理业务为主



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

4、以批发为主, Expedia 多元化发展

最早诞生的 OTA 巨头, Expedia 深耕美国本土市场。Expedia 诞生于 1996 年, 起源于微软推出的为旅游者提供在线查询和预订旅游产品的一个网站——Expedia.com, 其公司成立在三年之后, 同时登陆纳斯达克。2002, Expedia 被 IAC 收购并私有化, 直到 2005 年重新从 IAC 业务中拆分, 同时 Expedia.com 与 Hotels.com、Hotwire、TripAdvisor 一起打包上市。随后, 在 2011 年, Expedia 分拆 TripAdvisor 等旅游媒体业务, 以代码“TRIP”在纳斯达克上市, Expedia 体内则留存住宿、交通以及其他度假旅游产品等相关业务。

图 67: Expedia 发展历程



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

多品牌、多元化是发展 Expedia 的扩张策略。通过资本运作, Expedia 已经拥有包括 Travelocity、Orbitz、Hotels.com、Hotels.com 和 Hotwire 等在内的 20 个品牌, 分布在全球主流地区、涉及在线旅游整条产业链。

图 68: Expedia 旗下品牌



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

Expedia 在 OTA 中规模处于全球领先水平。2018 年时, Expedia 的 GMV 达到 997.27 亿美元, 其中, 核心 OTA 业务 GMV 为 803.2 亿美元, 占比达 80.54%。Expedia 的 GMV 增速慢于 Booking, 但 GMV 规模水平更高, 近 10 年的 CAGR 达到 16.71%。

图 69: Expedia 的 GMV 持续增长 (亿美元)

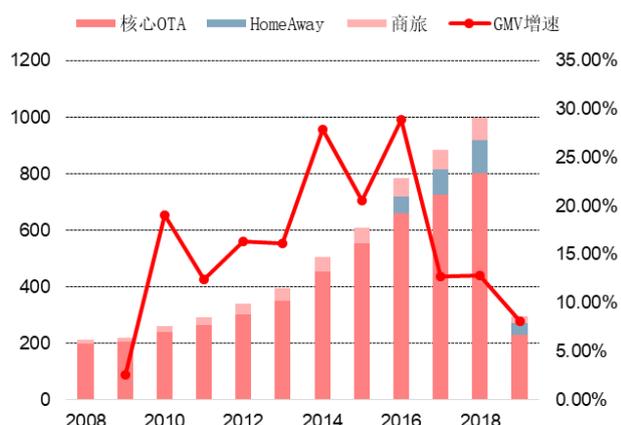
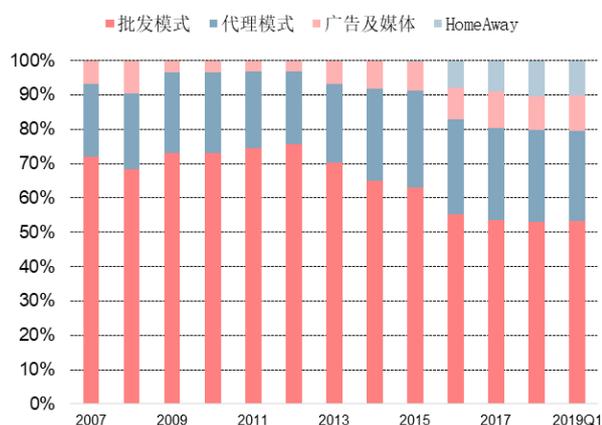
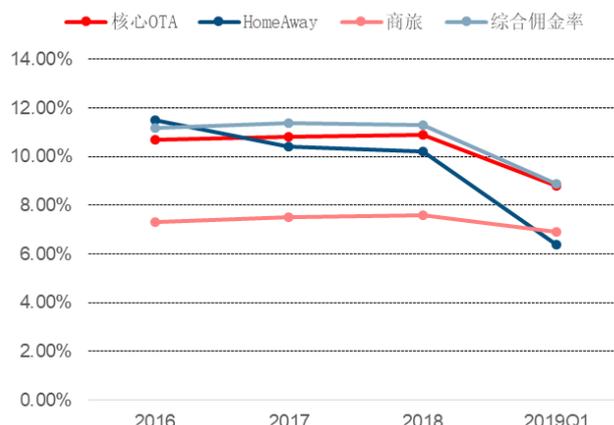


图 70: Expedia 营收达到 112.23 亿美元 (2018)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

Expedia 是当前少有的以批发模式为主的 OTA 巨头，但其批发占比在持续降低。2018 年，Expedia 总营收已经达到 112.23 亿美元，其业务结构逐渐在向代理倾斜。2007-2019 年 Q1 间，批发业务占比由 71.86% 降至 53.35%，代理业务占比则由 21.28% 提升至 26.29%。

图 71: Expedia 批发业务在营收中占比超 50%

图 72: Expedia 整体佣金率有所下降


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

(二) 广告模式走营销路线

广告型 OTA 为供应商提供展示广告服务并收取广告费用，按收费标准的不同又可细分为按展示付费的 CPM、按点击付费的 CPC、按销售付费的 CPS 三种。针对揽客需求大的商家，OTA 为他们提供营销的平台。模式通过内容、社交分享等聚集大量的流量，成为在线旅游市场的信息分析和共享入口，进而形成聚集效应。该效应下利用广告展示、内容植入等方式形成旅游服务企业品牌或服务的宣传推广，因而以广告收入为盈利手段之一。广告业务客户的主要客户是航司、酒店、旅行社，广告业务一般在 OTA 中占比较小，但国内外也出现多家以广告收入为主的企业。

1、老牌点评网站猫途鹰：从机票比价到散客拼团，扩展市场至行业最细节

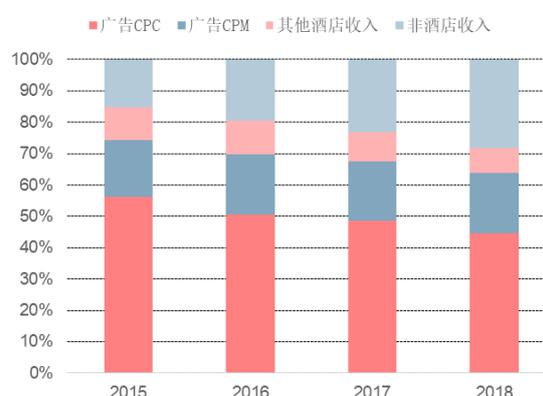
(1) 转型之路：首家旅行线上点评网站，现今业务遍布行业

首家旅行点评网站，多年来稳健发展。2000 年互联网元年，考菲尔创立了猫途鹰网，其本意是将纸质旅行手册内容转至线上供用户浏览并收取费用。考菲尔在每篇文章下方加入了一个按钮，用户通过此按钮可以增加自己对文章提到景点或项目的实际体验，使得猫途鹰成为第一家代友点评与经验分享功能的旅行相关网站。随着互联网产业快速崛起、旅游需求增长，猫途鹰发展迅速，由最初的卖旅游手册、分享经验发展到全球规模最大的旅游点评网站。由于猫途鹰最初是作为分享网站上线的，在发展的过程中积累到大量的纯粹热爱旅行的用户。近几年，猫途鹰的收入端增长开始趋缓。2018 年，猫途鹰实现营收 16.15 亿美元 (+3.79%)、净利润 1.13 亿美元。2019 年 Q1，实现收入 3.76 亿美元 (-0.53%)，与上年同期基本持平。

图 73：猫途鹰营收增长稳健



图 74：猫途鹰广告收入占比高

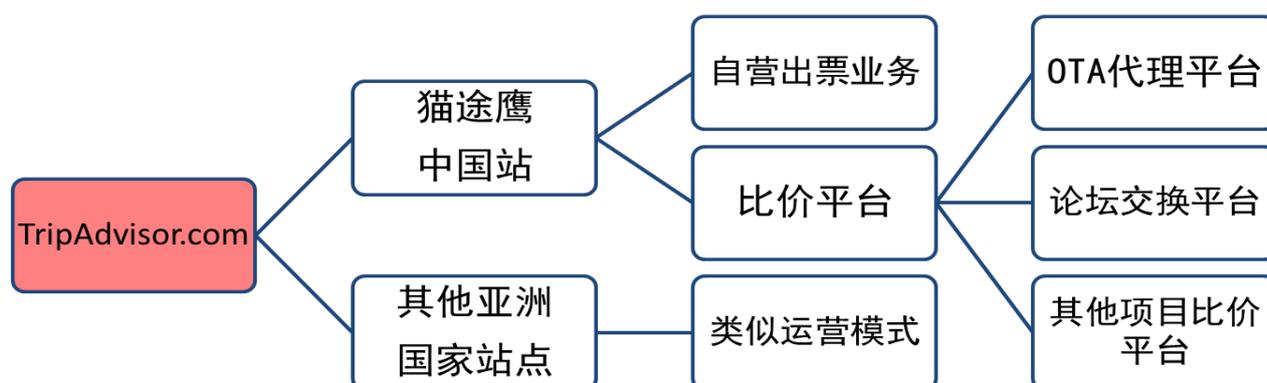


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

海量产品适应不同消费群体，广告收入占比过半。不同于最初的盈利模式，猫途鹰如今提供三项主要服务：个人消费者业务、代理商销售业务和其他业务。个人业务方面，猫途鹰提供从计划旅行到购买机票，参与散客拼团，甚至投注当地彩票的全过程服务。类似于其他旅行相关网站，猫途鹰也提供代理商销售服务，从大型 OTA 到小型派对策划，无论规模大小均可方便快捷在猫途鹰上线自己的产品。2018 年，猫途鹰 63.78% 收入来自其广告业务，且大部分为点击收入（CPC 模式）。猫途鹰作为目前全球规模第一的在线旅行点评网站，其展示广告位可以将相关产品广告精准投放至正在查看特定旅行项目的潜在消费者；这一优势使猫途鹰能够获取大量的广告投放收入。其他业务例如平台收入和新成立的邮轮比价收入亦为公司的发展做出了贡献，非酒店收入占比持续提升。

发力亚洲市场，猫途鹰深挖全球潜在游客。亚洲作为欧美传统自由行目的地，平均每年吸引 32% 的欧美自由行游客前往。猫途鹰在 2015 年重新布局亚洲旅游板块，其主要方法包括：1) 直接与旅游产品供应商签订合同以改变欧美对亚洲旅游市场不规范的固有观点；2) 将传统散客拼团模式进一步提升为 3-5 客一导游的小团模式，使游客能够更深入体会当地文化。

图 75：猫途鹰新亚洲运营框架



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

(2) 占领更大市场：从航司直销途径，到线上旅行社

旅游出行市场巨大，猫途鹰深耕数据量化。自 2008 年与 Expedia 分家后，猫途鹰开始运营自己的线上预定平台。不同于一般的比价网站，猫途鹰自身庞大的用户点评数据库能够满足数据工程师对航班及酒店的量化分析。猫途鹰在设立预定平台部门后，成交量逐年提升。

在特定国家进行航空客票预定服务，完全合规并非易事。经过猫途鹰的公关与运作，其预定平台现在是 IATA（国际航空运输业协会）一级出票代理平台。并且其预定平台还拿下了包括中国民用航空局在内的多国代理资格。猫途鹰完善的代理认证资格，使其在合规层面具有一定的优势。

表 4： 境外主要旅游预定平台资格

网站	IATA	CAAC	SATA	EASA	ASECNA	CASA
收入	一级	一级	一级	一级	一级	一级
成本和费用	一级	一级	一级	一级	二级	一级
运营收入	一级	无	无	一级	二级	一级
净利润	一级	无	一级	二级	无	一级
基础 EPS	不适用	无	二级	不适用	不适用	一级

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

目标远大，多业态并行发展。作为猫途鹰的老东家，Expedia 提供了包括航空、酒店、主题乐园及邮轮在内的一系列旅行服务。但在过去的几年，猫途鹰除了基本的酒旅业务之外，也在努力向酒店内搜索和即时预订转型，推出散客拼团的形式吸引更多的游客参与。除此之外，猫途鹰在线上持续发布榜单、报告等研究成果，在朋友圈、调性相符的 App 以及其他社交平台做广告推广，致力于打造成为出境游的大众点评。

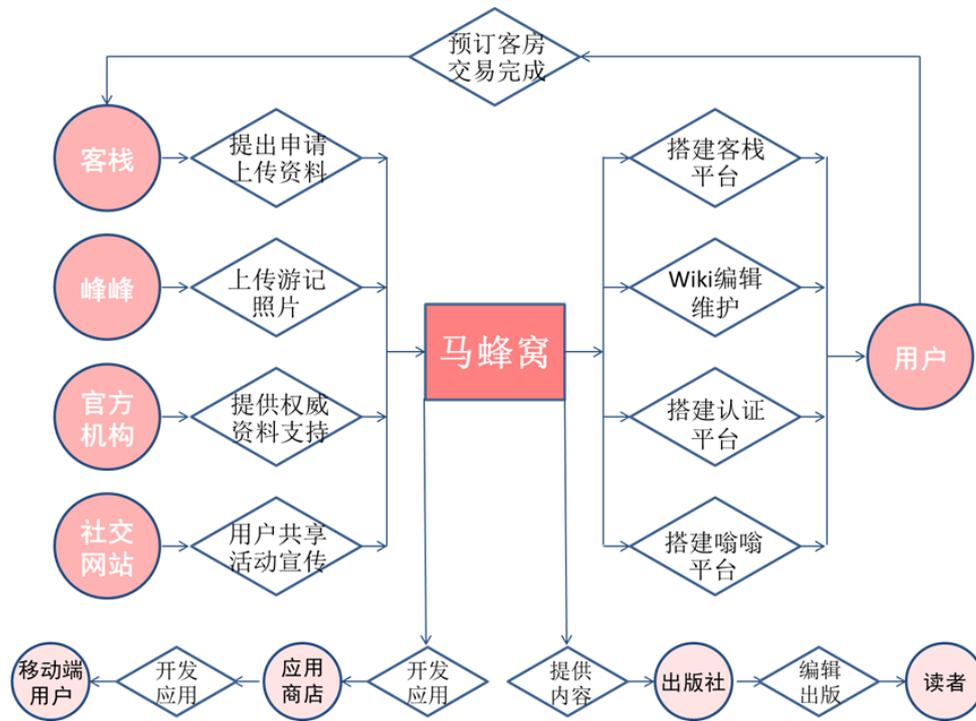
2、马蜂窝：UGC 机制下，打造内容核心竞争力

作为 UGC 型平台，马蜂窝的核心优势在于“内容+交易”。马蜂窝通过打造优质的旅游攻略、游记，助力广大用户在行前制定旅游计划。马蜂窝通过“旅游大数据”，不仅能帮助自由行用户制定出行计划，还可以让用户在站内购买机票、酒店、景点、餐厅、游轮以及当地游产品，并确保用户在任何时间地点都能获得同步的信息，这种一体化的服务形式为马蜂窝聚集大量线上流量，奠定其广告模式的发展基础。

(1) UGC 模式运营，提供个性化旅游选择

马蜂窝的攻略引擎和 UGC 的机制是公司核心竞争力。至今，马蜂窝的平台上能够提供全球 60,000 个旅游目的地的交通、酒店、景点、餐饮、购物、用车、当地玩乐等信息+产品预订服务。尤其在当前个性化旅游成为潮流，对年轻消费者而言，马蜂窝所提供的海量内容能够为他们提供各类旅游路线参考选择。同时，经过大量的用户自主分享，马蜂窝平台上的信息内容不断丰富和完善，优势、口碑双双加强。

图 76：马蜂窝的 UGC 模式



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

(2) 攻略分享，撮合交易实现双赢

马蜂窝的商业模式：一是将消费决策与在线旅游代理商连接起来，从而收取佣金；二是为旅游机构提供品牌宣传的平台。马蜂窝向用户提供内容丰富的免费旅游攻略，在获得流量后向旅游机构提供宣传的平台收取相关费用，包括广告和佣金：1) 品牌广告，国际性的旅游机构像航空公司、国家级的旅游局，或者是景区做品牌的推广和营销；2) 来自于 OTA 的合作伙伴的佣金，马蜂窝通过自身的 AI 及大数据算法将个性化旅游信息与来自全球各地的旅游产品供应商连接，使得平台也能与商家实现良好合作，并从中盈利。

图 77：马蜂窝攻略预定



图 78：马蜂窝商业模式流程



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

3、穷游：旅行新方式，探索内容变现模式

穷游品牌的网站主要面向以学生、背包客、工薪阶层为代表的穷游人群进行宣传。穷游以价格作为广告策略最重要的一部分，通过多个方面进行“穷游”的低价宣传，并加以广大穷游爱好者的攻略宣传实施广告策略。穷游 app 会及时更新国家免签以及落地签的政策，及时告知旅游者适合选择相同类型的在签证在不同国家或者同一国家不同时间的签证可以更加优惠。

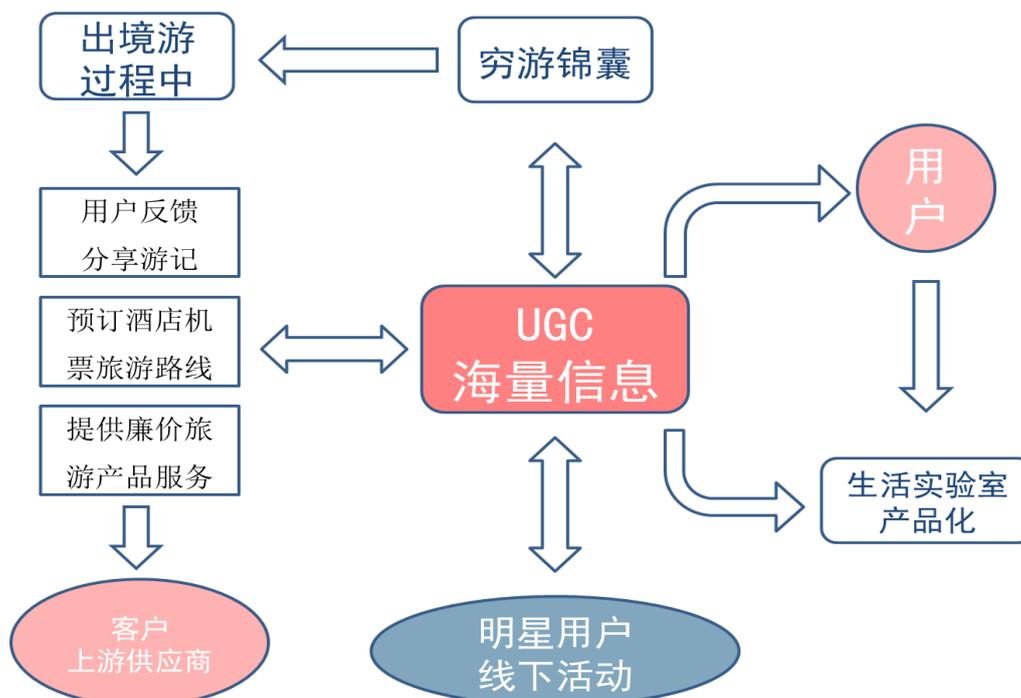
(1) 从社区到社群，穷游的商业价值

UGC（用户产生内容）方式产生高质量旅游攻略。穷游吸引喜欢穷游用户，并保持用户活跃度。穷游的难度在于用最少的钱旅游最多的内容，因此详尽的攻略是穷游中最重要的部分之一。穷游的闭环打造有助于优质内容生产及提高用户粘性：用户在行前通过穷游上获取旅游攻略或旅游资讯，在行程结束后又回到穷游分享新的攻略或游记。

穷游的用户基本都有出境游需求，无论是个体用户价值还是群体用户属性，都是目前社区形态里消费价值较高的群体，而这也是穷游核心的价值所在。

穷游以折扣方式获取商业效应。对于用户来说，穷游通过团体和量的优势，为自由行用户提供优惠的机票、住宿、签证、租车等自由行周边的服务产品；对商家来说，穷游通过自身获取的旅游资讯以及庞大的流量对接，为商家提供广告和推荐服务。在跟团游方面，穷游网可以对组团的旅行社进行宣传，将旅行团的尾单通过穷游 app 进行宣传，既保证了旅行团的人员充足又符合穷游 app 本身低价的策略，到达新的城市后，也可以选择穷游 app 中低价一日游的选项找到攻略。

图 79：穷游网商业模式



资料来源：《UGC 型旅游网站商业模式研究》，中信建投证券研究发展部

（2）旅游攻略+经历分享，社区服务获得盈利

穷游网利用社区吸引用户体验产品和服务，后期再回社区进行交流分享，从而促成新的购买。

酒店、机票的预订佣金：这是网站主要收入来源，不仅提供预订服务，目前还新增了保险、代办签证、租车等服务，多元化的服务内容为公司带来了流量的增加。酒店预订无需再平台预付费，用户入住客房后向酒店支付房费，由酒店向网站返回一定的佣金。预订机票则是按照预定量向航空公司收取一定比例佣金。**旅游路线预订差价和提成收入。**穷游网以平台优势和世界各地旅行社合作，制定特色线路，主要是“机+酒”自由行线路，过程中赚取差价。

穷游自主产品的销售收入：主要服务与产品提及了“生活实验室”，包括服饰纪念品周边等，这其中有自主原创也有和世界潮牌设计师合作的产品，凭借其时尚前卫的个性化商品吸引了不少年轻用户群体，同时为网站带来了一定收益。

广告收入：用户资源太吸引了不少旅游品牌广告公司，但为了用户体验网站首页没有出现太多广告栏目。因而广告公司竞争极强，为此给公司带来了高额的广告费收入。除此之外，还有一些线下开展活动的相关收入。

三、新模式：冲击传统 OTA，飞猪、美团形成有力竞争

（一）飞猪：为商家赋能，在线旅游生态 OTM

1、升级版 OTA 打造旅游 IP

OTM (Online Travel Marketplace, 在线旅游生态), 可以理解为 OTP (Online Travel Platform, 在线旅游平台) 的 PLUS 版本, 是对 OTA 的升级。

OTM 是通过搭建开放平台系统, 依靠强大的技术支持、精准的客户数据分析来提供精准的定制应用, 为航司、酒店等入驻商家赋能, 最终实现商家产品服务与个人消费、金融支付、信用体系等一起构筑完整的在线旅游生态。该模式旨在实现商家触达更多用户的愿望, 商家则可以根据自己的优势在平台上做销售、营销和服务, 与消费者展开更积极、频度更高的交互, 提供个性化差异化的服务。

OTM 盈利模式即平台模式, 类似淘宝商城提供卖家和买家交易的场所, 一端是各大商家都入住这座商城做生意 (B 端), 另一端就是客户前来这座线上商城购物 (C 端)。而平台就通过收取租金、交易服务费、大数据分析服务等来向 B 端获取收益, 但向 C 端免费。交易越活跃, 平台收入就越多。

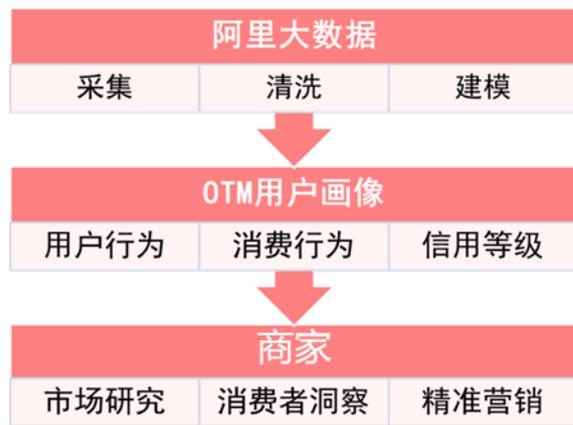
2、三层架构赋能，阿里付诸 S2B 实践

飞猪的 OTM 是阿里在旅游行业的一次 S2B 商业模式实践。S2B (Supply chain platform To Business, 服务于企业的供应链平台), 通过 S 端的网络协同和商业智能实现对 B 端赋能, 帮助 B 端合作伙伴在客户服务和营销方面提供场景化的支持, 同时降低运营成本。而本身带着互联网企业强大基因的飞猪, 借助阿里巴巴的旅游生态, 实现 OTM 对入驻商家 (航司、酒店等) 的赋能。

图 80： OTM 赋能的三层架构模型



图 81： 大数据整合加工过程

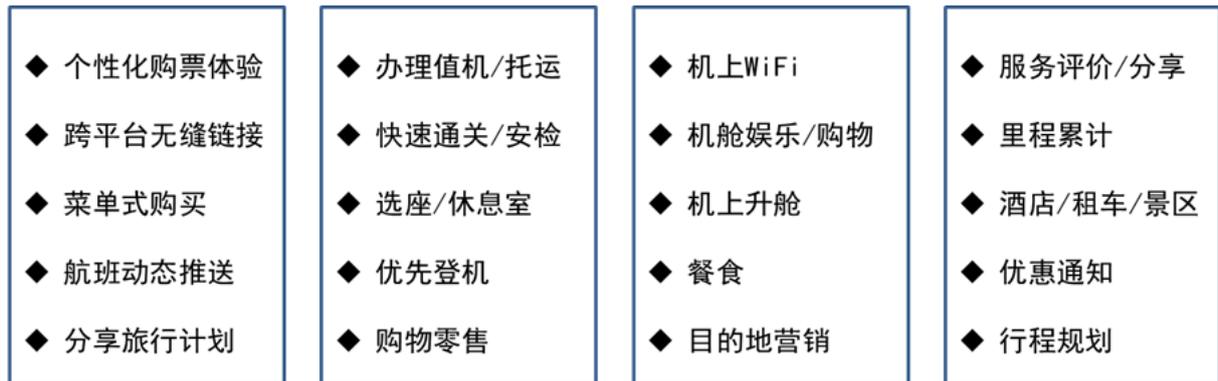


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

大数据整合与加工：阿里的大数据分析技术可以做到，通过数据处理构建多维度 OTM 用户画像，从而向商家提供有效的资源整合解决方案。此外，在 OTM 模式下，还可以实现根据不同的使用场景进行定制化的数据加工，向商家提供有力的用户信息数据支持。**SaaS (Software-as-a-Service) 软件即服务平台：**OTM 可以为

商家提供 SaaS 服务，甚至根据商家的具体需求定制个性化的应用及解决方案，做到实现灵活配置、快速上线和高效响应。对于中小商家而言，不仅能够节省 IT 设施和应用开发成本，也能通过 OTM 的资源共享和合作伙伴挖掘更多的商业机会。**场景应用：**在技术支持下，OTM 对商家能够实现多场景应用的赋能，尤其在双方进入深入合作后，彼此对业务的了解进一步深化，再通过技术实现精准营销和为旅客提供一站式服务等方面实现场景应用。

图 82：旅客一站式服务的场景应用（航司为例）



机票场景

机场场景

机舱场景

目的地场景

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

从 B2C 到 C2B 再到 S2B，从 OTA 到 OTP 再到 OTM，标志着我国的传统的互联网供应链模式在当前信息技术成熟发展下逐步向网络协同的商业智能模式升级发展。飞猪开放数据和平台，基于自身优势资源打造旅游生态，为航司、酒店等平台入驻商家提供更高效且低成本的营销方式。

3、多箭齐发，飞猪发力 OTM

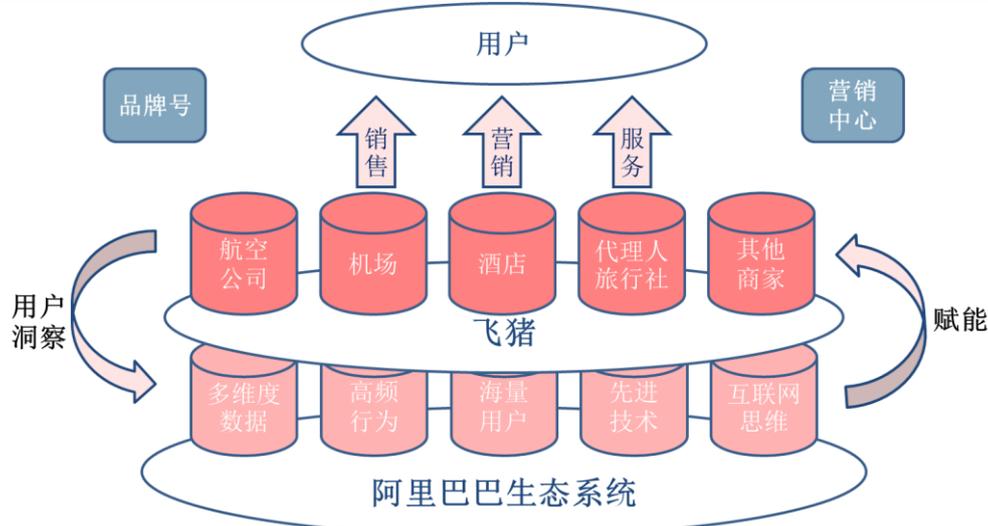
飞猪平台允许商家开设旗舰店，包括：1) 国内航空公司和境外航空公司；2) 喜达屋、洲际、万豪、雅诗阁等国际酒店集团；3) 提供门票的迪士尼、默林等景点或演艺；4) 提供度假线路的旅行社等。

飞猪推出三大举措赋能商家。品牌号：飞猪的品牌号在功能上类似于微信公众账号，以类似“淘宝”的模式为商家打造在阿里巴巴生态下的垂直生态，再结合阿里技术及大数据等方面的优势，助力商家开拓挖掘更多的创新业务和赢利方向。**营销中心：**让传统旅游从业人员直接进驻阿里能够带来双重的提升，一方面能够解决销售效率问题，另一方面，能够培养、加强企业的互联网思维，助力企业的营销模式创新发展。**旅游学院：**新旅游学院采用线上线下相结合的培训体系，同时辅以实战演练，完成考核即可获颁能力证书。针对大交通、酒店、度假三大方向，将平台工具、规则和玩法更好的帮助阿里集团的合作伙伴了解、学习，赋能合作企业人才梯队升级。这三大举措强化了飞猪在线旅游从交易商品到增值服务转型的差异化发展之路。

对酒店商家，飞猪更推出“未来酒店 2.0”，打造全场景信用消费。不仅包含此前 1.0 时代应用的“信用住”，即芝麻分达到 600 分的用户先入住后付款，无需担保零押金，离店时也无需排队，只需把门卡放到前台，系统会自动从用户的支付宝账户里扣除房费。飞猪在未来酒店 2.0 中推出了“在线 VR 选房、自助 Ci(Check-in)、智能门锁及提前在线预约水单发票”等四大服务，同时向平台商家推出了智慧酒店云，该模块包括消费者信用体

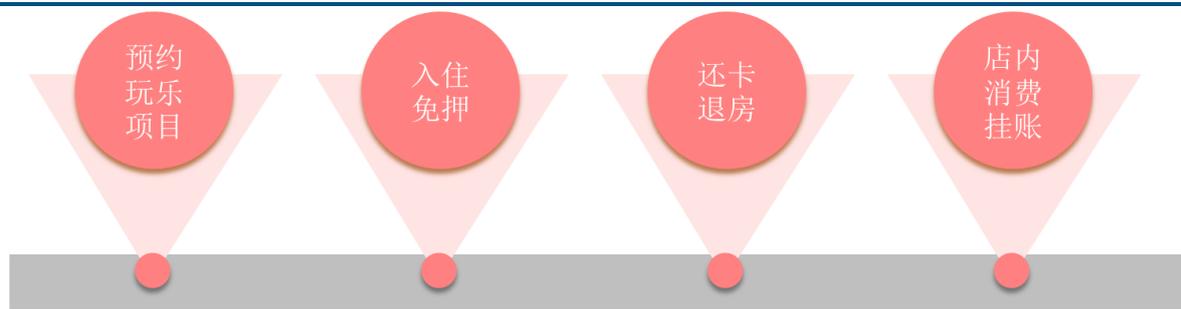
系、行情预测、支付结算、酒店营销、收益管理等，方便商家选择及管理。

图 83：飞猪在线旅游生态 OTM



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图 84：酒店全场景消费体验



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

4、OTA-OTP-OTM 的演变

互联网时代的到来使得旅游服务搜索和交易环节迈入“在线化”时代，并首先出现 META 即搜索比价模式。进而出现的 OTA 集成交易模式早期比较传统的在线旅游形态，采用采购+运营模式，从酒店和航司获取佣金收入。国外以 Priceline、Expedia 等为代表，国内则是携程为龙头。

OTP 模式强调开放平台业务运作，较 OTA 概念更多了互联网基因和流量思维，契合当前互联网时代的消费习惯，在此模式下，平台邀请航司、酒店、授权第三方代理等旅游上游资源端商家入驻，支持商家独立运营自己官方旗舰店，通过大量的商家入驻形成流量聚集效应，最终实现流量变现，平台则会根据交易量的百分比进行抽成，获得佣金。

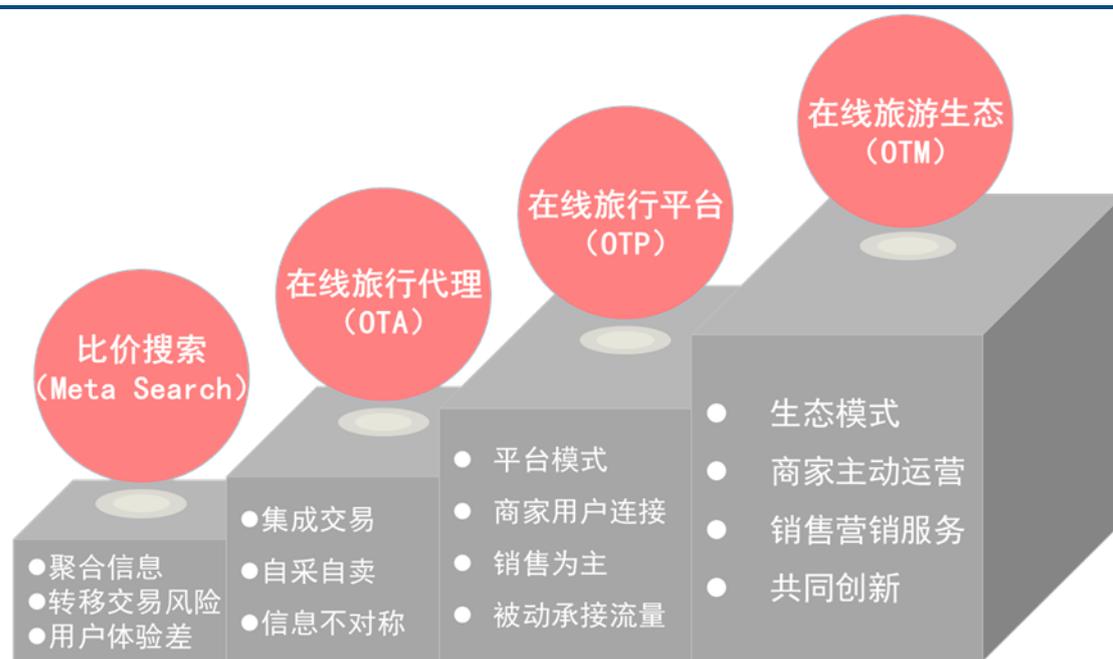
OTM 是 OTP 的升级版，强调生态体系构建，较互联网平台模式更加注重线上及线下的互联互通，飞猪通过线下营销+线上品牌号，为航空、旅游公司等商家探索出新的业务模式。

表 5： 三种模式的区别

模式	OTA	OTP	OTM
角色	中介	商场	生态体系
模式	采购+运营	货架式售卖	交互式营销
作用	集成交易	提供平台	平台赋能
收入来源	佣金和手续费	交易量比例抽成	租金、佣金服务费等

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图 85： 旅游商业模式的演进



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

5、叫板 OTA，飞猪的差异化之路

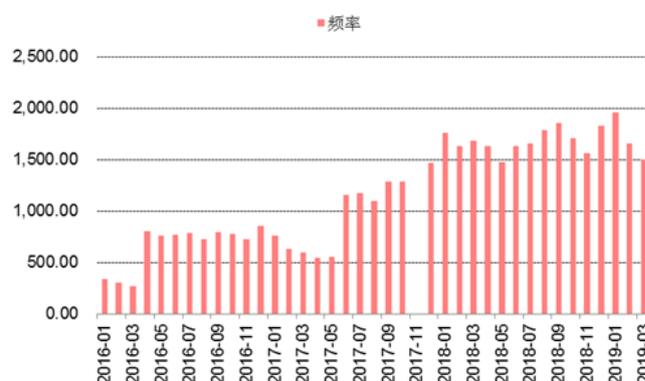
(1) 背靠阿里，飞猪与生俱来的强大基因

1) 多维度消费场景建立起用户规模优势。飞猪最大的优势是阿里拥有超 5 亿的海量用户，可以涵盖个人及家庭消费场景、金融支付场景、度假场景、B2B 场景等全维度场景。多维度场景也为阿里带来了更多元的大数据，包括消费者的购买、出行、阅读行为等，让用户画像更立体精准，对于航企的销售来讲也能更加的精准和个性化。

图 86： 飞猪双十一交易额逐年上涨



图 87： 飞猪每月 APP 活跃用户数持续上升



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2) 互联网技术强大支撑后台运营。在阿里的生态体系下，飞猪能够为低频消费的旅游产品提供更多的高频展示入口，比如淘宝、天猫、支付宝等，来触达消费者。阿里云、蚂蚁金服风控等技术也是一般 OTA 所不具备的。

3) 借助天猫双十一网营销模式创造佳绩。“双十一”的交易量从 2009 年 5000 万做到 2017 年的 2135 亿，电商的营销模式助力飞猪业务快速提升。

(2) 年轻消费群体，个性化旅游定制

据统计，出境游中 80 后是主力军，80 年代以后出生的人占整个旅游人数的 61.2%，年轻消费群体以及一些有着年轻消费理念的消费者更倾向于个性定制化的出游。OTM 为商家提供的平台使商家直接触达消费者，掌握消费者资料，即可根据消费者需求偏好制定相应的产品服务。

图 88： 中国出境游客年龄段占比

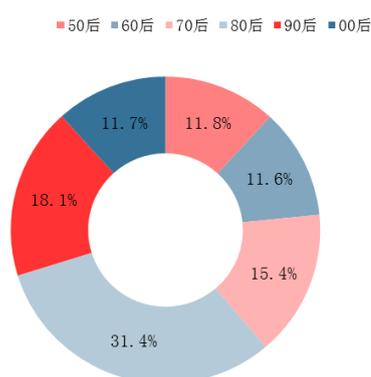
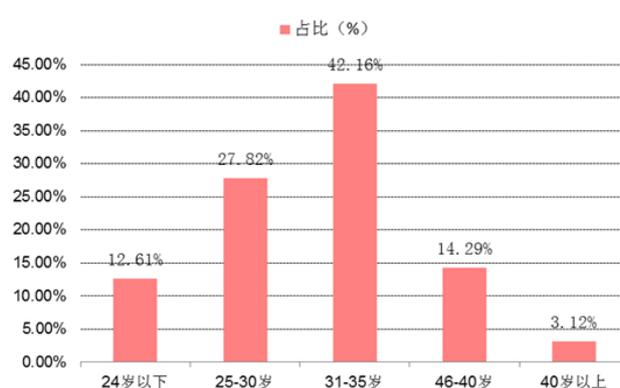


图 89： 飞猪使用人群年龄段



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

飞猪旅行的用户年龄段人群占比最大的是 31-35 岁，其次是 25-30 岁，35 岁以下的年轻人占比达到 82.59%。这群年轻人代表了至少 10 年的主力消费人群，因而飞猪选择以年轻人出境游市场作为突破口，着力于满足年轻人对于出境旅游的个性化差异化需求，解决他们在出境旅游过程中存在的痛点，实现旅游产业升级。

（二）美团：综合生活服务 O2O，跨界切入酒旅业务

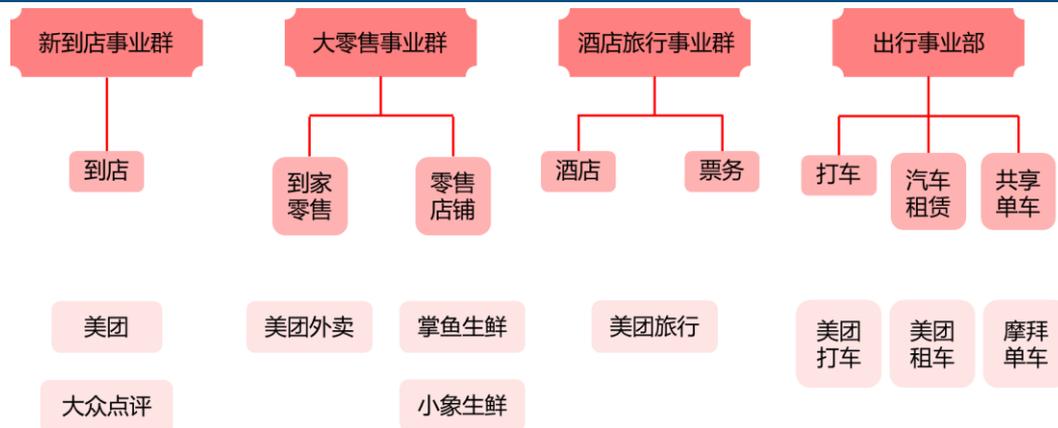
1、凭团购起家，转型 O2O 全场景延伸

O2O 模式（Online to Offline，即离线商务模式），是指线上营销、线上购买或预订（预约）线下的商品及服务，实现线上揽客聚集流量。在具体操作上，O2O 平台通过打折（返点、发红包）、提供信息、服务预订等方式，把线下商店的可销售商品及服务的信息推送给线上的用户并在线上进行交易，从而实现线上流量转换为线下客户的目的。

O2O 服务包括团购、外卖、酒店旅游、出行等诸多领域，整体的全场景化和相互联系日渐紧密。美团点评已形成新到店事业群、大零售事业群、酒店旅行事业群、出行事业部四大业务管理板块，旗下包含的细分领域分类较多，主要业务的载体为线上 APP 中的子功能或线下的实体店。最初凭借团购网站起家，战略定位也是基于此，并且在团购领域取得了成功，但团购的模式本质上还是由于移动互联网快速发展所带来的商户与消费者间的资源整合机会，随着移动互联网从 2010 年左右迅速爆发到如今几乎饱和，团购模式也逐渐被淡化。

美团和大众点评合并后，团购行业开始向 O2O 概念转型，“去团购化”趋势明显。整合资源能力的大幅提升，使得 O2O 巨头得以全方位、多品类的覆盖生活服务各个领域，打造线上线下的资源协同全新生态。

图 90：美团点评几大业务板块布局成型

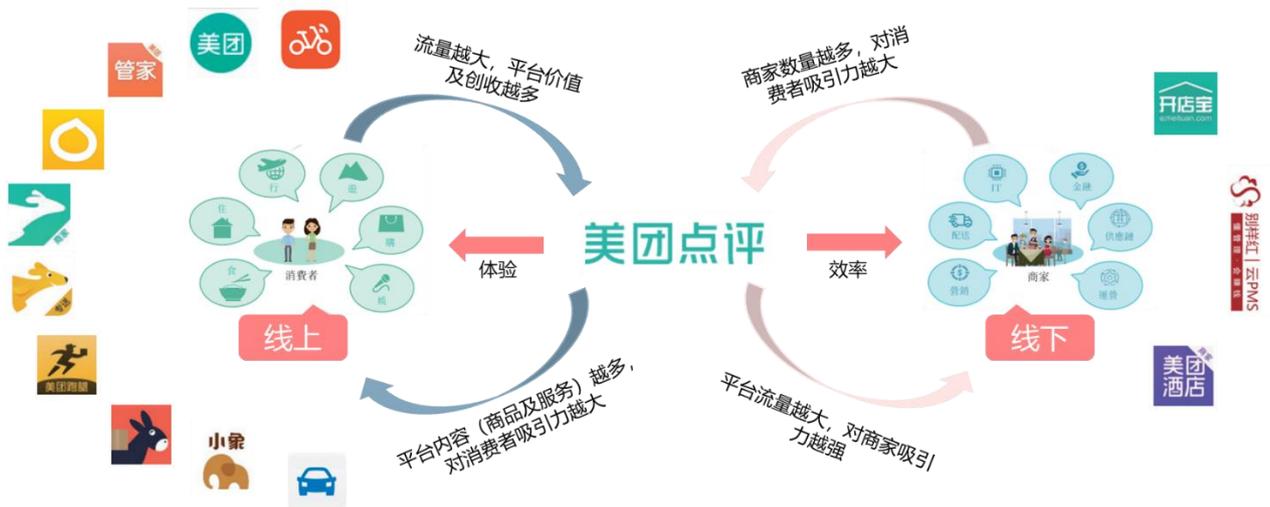


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

2、低成本扩张、高频消费筑“护城河”

团购业务积累用户流量，优势深度嵌入生活服务。目前，美团点评的生活服务类到家业务还包括家政服务、搬家、维修、洗衣、美甲等细分品类，未来有望涵盖更多生活领域，通过到店、外卖等业务所积攒的流量优势将深度嵌入到生活服务产品当中，助转型和业务扩张顺利过渡。而美团点评新增加的生活服务在原有流量和资源优势下迅速占有市场，又会进一步扩大流量和规模优势，形成马太效应。

图 91： 平台马太效应显著



资料来源：网络，中信建投证券研究发展部

由于前期在上游积累的商家资源和下游积累的用户资源，美团的团购业务和外卖业务均受益于马太效应，新业务扩张成本低，但用户规模提升后，平台和商家议价能力增强，从而收取更多佣金。此外美团的地推模式提高其在低线城市市占率，并且业务协同降低分摊成本。

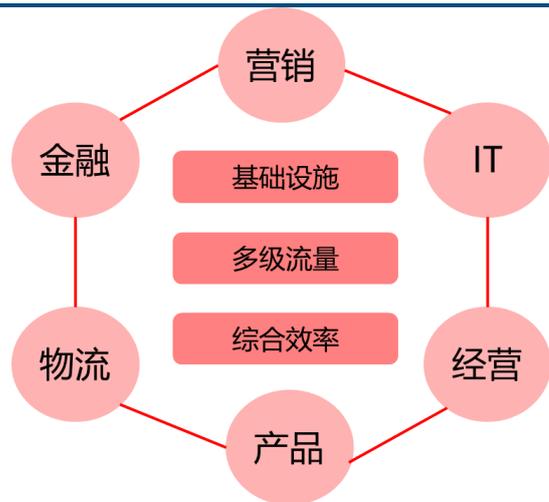
T 型战略高频交易带动低频消费，美团全方位覆盖生活。整合资源能力的大幅提升，使得 O2O 巨头得以全方位、多品类的覆盖生活服务各个领域，打造线上线下的资源协同全新生态。在继续发展团购业务的同时，向外卖、电影、KTV、酒旅等细分行业拓展，逐步发展成为全场景的本地生活服务平台。

图 92： 生活服务平台涵盖业务细分领域多



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图 93： 生活服务平台多方位赋能



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

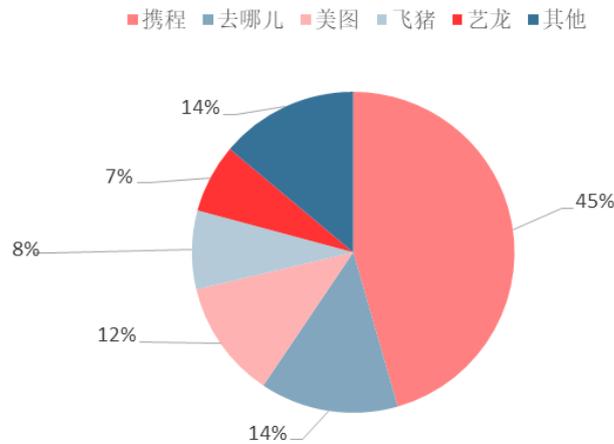
3、流量托底，酒旅配套进军大旅游

美团点评的酒店及旅游业务主要通过美团和美团旅行的 APP 为载体，总体服务上与传统 OTA 的“机+酒”以及旅游产品预订服务相似。但由于拥有美团和大众点评所积累的流量优势，保证其在进军酒店和旅行市场时具备一定竞争力。

美团利用流量优势打造 OTA 平台。美团的大旅游产品将直接与 OTA 巨头，收购了艺龙和去哪儿的携程竞争。美团在 2016 年下半年凭借低端团购酒店的优势和高端酒店品牌相结合打入了线上 OTA 市场，并将酒店产品由中低端逐渐扩展到其他品类。在竞争模式上，携程更加倾向于佣金模式，通过连接高品质产品和购买力强的中高端人群掌控定价权；而美团更倾向平台模式，力图将前期积累的流量优势和点评社交模式扩展到酒店和旅游业务。在目前携程已成为行业内绝对霸主的情况下，美团旅行所采取的策略较为灵活，首先力求在携程统治的 OTA 行业中生存并站稳脚跟，并通过如低价策略、高端策略，集聚闲散资源、丰富产品呈现形式和接入渠道等方式逐步寻求扩大市占率。

美团寻求将本地场景复制为旅游目的地场景。目前，美团在住宿预订领域占据前三位，仅次于携程系，而美团在线旅游业务总体影响力尚欠缺，一方面由于 OTA 市场集中度已较高，另一方面，美团如何将本地场景的消费和生活服务对接到目的地消费上去，是其能否发挥自身优势获取旅行产品优势的关键。

图 94：美团在在线住宿市场仅次于携程系



资料来源：中商产业研究院，中信建投证券研究发展部

以团购优势切入三四线城市，获增量红利。由于美团酒旅业务扩张适逢 OTA 价格战如火如荼，公司采取不同打法，另辟蹊径，用自身优势的团购为核心，切入三四线增量市场，集聚 OTA 竞争当中的闲散势力，快速增强自身实力，在行业内立足脚跟。

美团与 Booking 旗下 Agoda.com 进行合作，共享酒店库存，丰富酒店资源，加码高星酒店。据统计，2016 年，美团旅行高星酒店覆盖超 15000 家，通过美团和大众点评消费高星酒店用户超 1000 万人次，每月新用户增长占比 60%，年轻群体占比大幅提高，30 岁以下占比 59%。2018 年 8 月，单月入住间夜数超过 2000 万，而 4 月这一数据为 1700 万。线上酒店每卖出 3 个间夜就有 1 个来自美团旅行。暑期美团旅行国内景点门票交易额突破 37 亿。机票、火车票业务自上线截至 9 月初交易额也突破了 100 亿，服务人次超过 2000 万。

美团的酒店战略为初始时不在传统的 OTA 市场饱和和资源中挣扎，而是以团购优势带动低端酒店、切入较少争夺的高端酒店双管齐下，迎合青年群体消费习惯和随着消费升级崛起的休闲度假趋势；同时公司通过自有民宿品牌“榛果民宿”进军民宿领域，提前布局酒店领域下一个风口。

图 95： 美团酒店间夜量增加

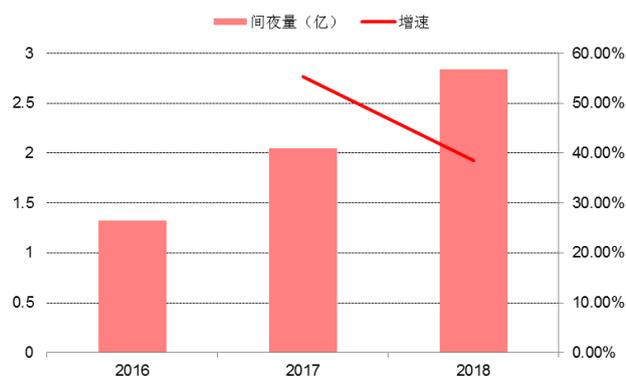


图 96： 美团 APP 月活跃用户频率高



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

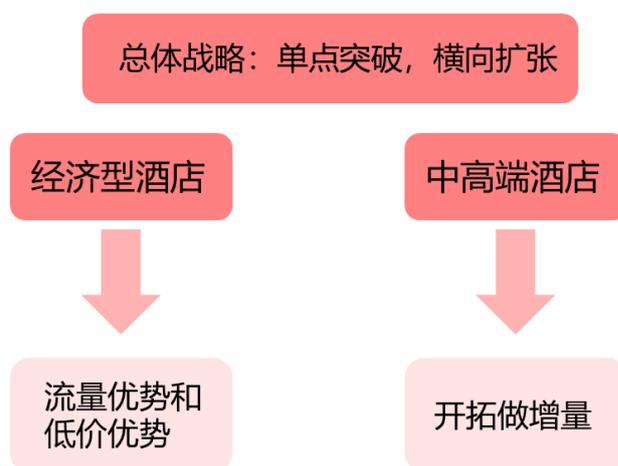
美团旅行快速打入 OTA 市场，仍面临激烈竞争。与其他 OTA 相比，美团旅行在扩张模式上采取“二三四线托底+打通高星酒店”的“三明治”产品模式，一方面抢夺竞争尚不激烈的市场份额，另一方面，也符合高端消费和中低端消费双重需求。另外，在 OTA 市场竞争中，美团以自身较为熟悉的酒店住宿类产品为切入口，充分发挥对接酒店商家的资源和经验优势。未来美团将重点打造出境游、度假游等旅游产品，但由于 OTA 市场集中度已较高，除携程外前几家公司份额争夺激烈，美团作为后入者在该市场发展仍面临巨大挑战。

图 97： 美团酒店开始合作高端品牌



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图 98： 美团酒旅战略以 OTA 发展为突破口



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

从盈利模式对比上，美团旅行主要侧重平台类收益模式，即主要借助流量优势，赚取广告费、服务等，与传统 OTA 平台大量依靠佣金收益的方式区别较大。从短期发展来说，有利于美团在 OTA 市场快速扩张，站稳脚跟。未来预计美团仍将利用自身与其他 OTA 平台不同的综合性平台优势，吸引更多商家和产品进入，若整合成功，或在 OTA 市场中市占率排名进一步靠前。

四、投资建议：把握龙头规模效应，布局新业态

从发展历程来看，OTA 的扩张伴随大量资本运作，“大吃小”的行业并购奠定各 OTA 巨头的地位。在当前，全球已经形成几大巨头并立的局面，在未来竞争中，资本运作的影响较之前逐渐减少，主要依赖各大 OTA 自身的经营与扩张。

OTA 产业链庞大，上游资源端与 OTA 进入博弈阶段。上游即是旅游的核心资源，目前交易规模最大的是交通及住宿两大板块。交通方面，由于航司等资源方掌控力强，国内外航司的代理佣金率均呈现下降趋势，国外的部分航空公司在部分线路上已经实现 0 代理费，大幅压缩代理商的利润空间，但其存在较大的流量入口价值；住宿方面，酒店行业资源分散度相对较高，全球酒店连锁化率分别不均，而单体酒店本身对 OTA 依赖较大，已经成为各方布局重点。同时，酒店业务的盈利渠道相对丰富，代理、批发、广告等收入对 OTA 意义重大，是其收入的主要来源之一。

“代理+批发”模式是当前 OTA 巨头普遍采取的模式，且各大 OTA 的代理业务比重在提升。国际上主流 OTA 巨头（Booking、Expedia、携程）均采用“代理+批发”结合的盈利模式。对酒店而言，批发业务优点在于确定性更高，但价格上会有损失；对 OTA 而言，批发意味着更大的盈利空间（高于代理佣金），但一定程度上需要承担风险。

广告业务是衍生业务，一般是对 OTA 主业的补充。尽管整体规模相对较小，但也诞生了像猫途鹰这样的龙头公司。广告业务由于内容免费的形式在线上拥有庞大的流量，但由于当前的变现渠道有限，猫途鹰本身也在拓展其他业务，增厚业绩。

除传统 OTA 之间的竞争外，对当前在线旅游市场影响及冲击较大的来自于跨界的竞争对手。阿里背景的飞猪采用类似淘宝的平台模式，通过自身的技术、数据、平台为商家赋能，为航司、酒店等平台入驻商家提供更高效且低成本的营销方式。美团的 O2O 模式全场景延伸，以低成本扩张、高频消费构筑“护城河”。借助美团和大众点评所积累的流量优势，美团在住宿预订领域已经位居国内前三位。

投资建议：坚定看好我国 OTA 行业的成长性，龙头的优势在规模效应下有望放大。尽管当前 OTA 市场竞争格局较为激烈，但龙头的地位相对更为稳固，能够实现长期的稳健发展。**携程：**已经奠定国内 OTA 第一的地位，未来“海外扩张”及“低线城市下沉”战略为公司发展贡献主要增量。同时，在行业内涌现的新业态在竞争上各具优势，正值快速上升阶段。**同程艺龙：**向 ITA 发展转型，智能化手段提升用户满意度并增强用户粘性，借助“社交+旅游”模式快速扩张；**美团：**生活 O2O 模式聚集高频消费流量，促使其酒旅业务享有低成本交叉导流优势，获客成本远低于其他传统 OTA，酒店预订间夜量实现后来居上，目前正在积极布局高星级酒店市场。

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 zhaopian@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