

OTA（在线旅游）行业

知识分子红利驱动行业繁荣，竞争格局变数仍存

商业模式：我国 OTA 企业以代理抽佣为主。OTA 是在线旅游中介，为消费者提供了便利、为商家提供了客源，具备长期投资价值。其收入来源以代理抽佣为主、批发赚差价为辅，代理模式对消费者和商家更友好。其经营支出中营销费用占比最大，自营的呼叫中心提供了经营杠杆。

市场空间：我国 OTA 行业 17 年可变现 GMV 超 8000 亿、总佣金约 400 亿。酒店/交通/其他子领域 GMV 分别为 1556/5139/1347 亿，变现率分别为 8%-15%/2%-5%/5%-10%，对应佣金收入比例约 4:4:2。

长期驱动力：知识分子红利驱动，长期成长空间仍大。OTA 行业总佣金与知识分子数量及人均可支配收入正相关。我国高等教育扩容，预计 27 年 31-60 岁大学毕业生存量达 1.1 亿（17 年为 0.46 亿）。我国人均 GDP 增长，预计 27 年有望翻倍（若年增 6.5%）。行业总佣金有望从 17 年 400 亿增至 27 年 1500 亿以上，增长空间大于欧美（预计增速：中国 350%VS 欧美 60%）。

竞争格局：携程系先发垄断，飞猪、美团快速崛起。携程系（携程+去哪儿）、飞猪、美团总市占率分别为 51.9%、21%、6%，酒店市场市占率分别 55.6%、7%、21%；交通市场市占率分别 59.6%、18%、2%。

重点公司分析：携程资源优势突出，同程艺龙发力腾讯小程序，飞猪背靠阿里生态圈，美团深耕低线城市。细分市场各异，各参与者错位竞争。携程具备商旅客户及酒店资源优势，向海外市场及低线城市扩张，目前综合实力最强。同程艺龙背靠大股东腾讯，发力小程序并转型 ITA。飞猪背靠阿里生态圈，以平台化模式深耕 85 后用户。美团点评拥有低成本交叉获客的优势，抓住了本地住宿需求，得以在低线城市快速扩张，未来赶超携程潜力最大。

海外龙头对标：BOOKING 卡位欧洲市场，借助酒店代理业务快速扩张版图。

1、酒店是变现率最高（15%-20%）子领域。公司酒店预订间夜量 05-17 年 GAGR40%，总市值 05-18 年 GAGR42%。2、酒店越分散，OTA 盈利空间越大。酒店 CR10 西欧/中国/美国分别为 22%/31%/57%，因此欧洲 OTA 盈利空间最大，公司 80% 的营收均来自欧洲。3、代理模式更容易占领市场。以代理为主的 BOOKING 较 EXPEDIA 增速更快、变现率更高，05-17 年 GMV 复合增速是 Expedia 的 2 倍以上，05-18 年变现率较 Expedia 高出 3.7 个点。

投资建议：给予我国 OTA 行业增持评级。建议重点关注携程网、美团点评、同程艺龙。我国知识分子红利驱动行业长期繁荣，未来仍有翻三倍的空间，但竞争格局并未稳定，建议关注垄断优势明显的携程网、处于快速上升期的美团点评、小程序第一股同程艺龙，同时跟踪行业下半场格局变化。

风险提示：宏观经济波动的风险、旅游业供给中断的影响、OTA 行业竞争加剧的影响、商业模式不友好使企业形象变差并加剧客户流失的风险。

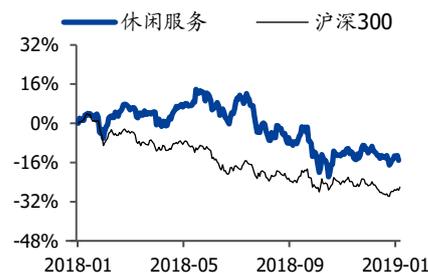
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	净利润（亿元）				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
CTRP.O	携程网	-	21.42	17.06	34.09	57.29	50.57	63.51	31.77	18.91
03690	美团点评-W	买入	-28.53	-128.15	-63.60	84.49	-	-	-	24.59
00780	同程艺龙	-	6.86	9.70	7.95	8.99	29.49	20.84	25.43	22.49

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：携程网和同程艺龙采用 Wind 一致预期，假设同程艺龙 2017 年即合并

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 何富丽

邮箱：hefuli@gszq.com

相关研究

- 1、《2019 年社服行业策略报告：估值之锚分化，专注长期价值》2019-01-05
- 2、《美团点评：诠释 O2O 巨头的伟大之路》2018-09-02



内容目录

一、OTA 商业模式：代理抽佣为入，营销引流为出	5
1、收入来源：以代理抽佣为主，批发赚差价为辅	5
2、经营支出：营销占比最大，呼叫中心提供经营杠杆	9
二、OTA 市场空间：知识分子红利驱动，长期空间仍大	12
1、市场空间：OTA 可变现 GMV 超 8000 亿，未来 5 年仍有翻倍空间	12
2、长期驱动力：供给端受益基础设施扩充，需求端享受知识分子红利	15
三、OTA 竞争格局：携程一家独大，美团有望破局	18
1、竞争格局：携程系先发垄断，飞猪、美团快速崛起	18
2、未来竞争重点：低线化、年轻化、本地化、多样化	21
四、海外龙头对标：欧洲酒店代理商 BOOKING 的崛起	24
1、商业模式：采取代理模式快速扩张版图	26
2、细分子领域：专注变现率最高的酒店代理	28
3、全球市场布局：卡位 OTA 的沃土—欧洲市场	30
五、重点公司分析：携程、同程艺龙、飞猪、美团点评	31
1、携程：第一大综合类 OTA，“走出去”与“沉下去”并举	31
2、同程艺龙：背靠大股东腾讯，发力小程序+转型 ITA	34
3、飞猪：背靠阿里生态圈，以平台化模式深耕 85 后用户	35
4、美团点评：交叉获客降低成本，深耕低线城市本地需求	37
六、投资建议	39
七、风险提示	40

图表目录

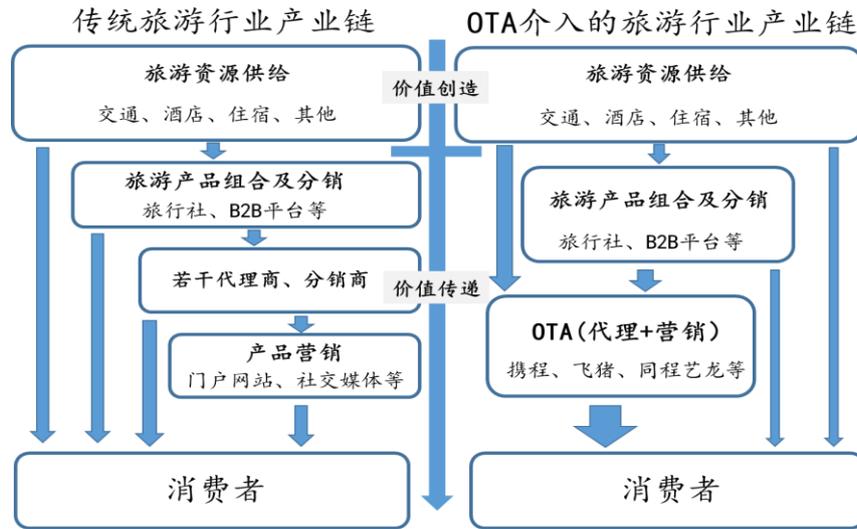
图表 1: OTA 介入前后的旅游产业链	5
图表 2: 百度在 OTA 领域的行动	5
图表 3: OTA 收入来源	6
图表 4: OTA 代理商业模式：商家收款	6
图表 5: OTA 批发商业模式：OTA 收款	7
图表 6: Booking 各模式收入占比	7
图表 7: Expedia 各模式营收占比	7
图表 8: 我国 OTA 采购及付款模式（以酒店业为例）	8
图表 9: 各平台“返现产品”占比	9
图表 10: 各平台“返现产品”返现的幅度（上海地区部分酒店抽样测试）	9
图表 11: Booking 费用率拆解（全部经营开支均计入费用 没有计入成本项）	9
图表 12: 携程成本费用率拆解（全部经营开支分别计入费用和成本项）	10
图表 13: 携程历年广告费用及广告费率	11
图表 14: 携程历年非广告销售费用率	11
图表 15: BOOKING 与携程历年经营利润率对比	11
图表 16: 2013-2017 年在线旅游市场复合增长 40%	12
图表 17: 2013-2017 年 OTA 旅游市场复合增长 40%	12
图表 18: 各国在线旅游渗透率	12
图表 19: 我国历年在线旅游渗透率	12
图表 20: 2017 年我国旅游市场 GMV 分布全景图	13
图表 21: 酒店预订市场分布	13

图表 22: 交通票务市场分布.....	13
图表 23: 机票预订 OTA 占在线渠道的 80%.....	14
图表 24: 火车票预订 OTA 占在线渠道的 37%.....	14
图表 25: 2017-2022E OTA 旅游市场仍有翻倍空间 (亿元)	14
图表 26: 我国 OTA 市场的增长驱动力.....	15
图表 27: 1971-2017 年中国、美国、欧盟大学毕业生存量 (万)	15
图表 28: 2007-2027E 中国 31-60 岁大学毕业生存量 (本专科毕业生)	16
图表 29: 2007-2027E 欧美 31-60 岁大学毕业生存量 (欧盟本专硕博毕业生、美国本专科毕业生)	16
图表 30: 不同国家和地区人均 GDP 水平 (美元)	17
图表 31: 各大 OTA 营收对比 (亿人民币)	17
图表 32: 中国 OTA 空间推算.....	17
图表 33: 欧盟和美国 OTA 空间推算.....	17
图表 34: 我国 OTA 市场份额 (GMV 口径)	18
图表 35: 我国 OTA 阵营划分.....	18
图表 36: 我国 OTA 细分市场份 (GMV 口径)	19
图表 37: OTA 机票代理市场格局.....	20
图表 38: 机票代理佣金率.....	20
图表 39: OTA 酒店预订竞争格局.....	20
图表 40: 携程、去哪儿及同程艺龙成立“赫程国际”共享酒店库存.....	21
图表 41: 在线酒店预订用户群体分城市层级划分	21
图表 42: 不同级别城市 18Q2 在线酒店预订月均 MAU 数量.....	21
图表 43: 在线酒店预订用户群体分年龄层级划分	22
图表 44: 在线酒店预订本异地区域划分.....	22
图表 45: 不同级别城市在线酒店预订本异地区域划分.....	22
图表 46: 美团与携程单客酒店盈利预测.....	23
图表 47: 美团与携程新客的导流来源.....	24
图表 48: 2006-2018 年 BOOKING 与 EXPEDIA 市值 (亿美元)	25
图表 49: 2005-2018Q1-3 年 BOOKING 与 EXPEDIA 业绩 (亿美元)	25
图表 50: 公司旗下六大品牌.....	25
图表 51: 公司全球化的投资并购.....	26
图表 52: 公司主要商业模式	27
图表 53: Booking 集团 GMV.....	27
图表 54: Expedia 集团 GMV.....	27
图表 55: Booking 集团佣金率.....	28
图表 56: Expedia 集团佣金率.....	28
图表 57: 欧美航司纷纷下调佣金率.....	28
图表 58: BOOKING 05-17 年酒店预订间夜量复合增长 40%	29
图表 59: EXPEDIA 05-17 年酒店预订间夜量复合增长 20%.....	29
图表 60: 2005-2017 年 Booking 和 Expedia 集团覆盖酒店数量 (万)	29
图表 61: 目前 Booking 不同住宿类型数量	29
图表 62: 2005-2017 年美国 and 欧洲在线旅游渗透率.....	30
图表 63: 2005-2017 年 Booking 和 Expedia 集团国际营收占比	30
图表 64: 2018 年不同国家和地区住宿行业集中度.....	30
图表 65: 2018 年西欧旅游媒介市场竞争格局	30
图表 66: 携程大事记.....	31
图表 67: 携程产业布局范围.....	32

图表 68: 携程历年营收情况 (去哪儿 16 年并表)	32
图表 69: 携程一站式的旅行解决方案	32
图表 70: 携程海外业务平台	33
图表 71: 携程旗下线下门店扩张进度	33
图表 72: 携程旗下线下门店获客来源	33
图表 73: 携程资源覆盖范围	33
图表 74: 携程月活用户数量	33
图表 75: 同程艺龙大事记	34
图表 76: 同程艺龙资源互补	34
图表 77: 同程艺龙规模效应	34
图表 78: 2017-2018Q3 同程艺龙月活用户分布(万)	35
图表 79: 2018H1 各大 OTA 月活用户分布 (万)	35
图表 80: 同程艺龙从 OTA 向 ITA (Intelligence Travel Assistant) 的转型升级	35
图表 81: 飞猪大事记	36
图表 82: 阿里对飞猪的生态支持	36
图表 83: 飞猪双 11 的战绩	36
图表 84: 飞猪实行的淘宝平台模式	37
图表 85: 2016 年飞猪用户的年龄分布	37
图表 86: 美团酒旅大事记	37
图表 87: 美团酒店业务的“开源节流”经营模式	38
图表 88: 美团酒店获客来源	38
图表 89: 新美大业务生态圈	38
图表 90: 美团酒店交易金额及间夜量	39
图表 91: 美团酒店佣金收入及变现率	39
图表 92: 可比上市公司估值	40

一、OTA 商业模式：代理抽佣为入，营销引流为出

图表 1: OTA 介入前后的旅游产业链



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在线旅行社 (OTA) 是销售线下旅游服务的中介，行业具备“低频次、高单价”的特点。OTA 企业为消费者提供了便利，为商家提供了客源，提升了产业链整体运营效率，因此具备长期投资价值。OTA 企业解决了消费者预订机票、酒店或者旅游门票分散耗时以及信息不对称的痛点，为使用者提供了比价、预订、在线支付等一站式服务，同时满足了商家提升上座率或入住率的需求。OTA 企业优化了顾客使用体验、降低了商家单独揽客成本，提升了预订环节的整体效率，完善了旅游产业的价值传递流程。

图表 2: 百度在 OTA 领域的行动

时间	事件	影响
2011 年 4 月	百度旅游正式上线	尝试自营 OTA 业务
2011 年 6 月	投资去哪儿 3.06 亿美元，成为其第一大机构股东	对 OTA 平台进行投资
2015 年 11 月	与携程达成股权置换交易，百度取得携程 25% 投票权	再度对 OTA 平台进行投资
2016 年 5 月	百度旅游入驻百度糯米，将打造一站式旅游服务平台	共建本地生活+旅游的生态系统
2016 年 11 月	百度糯米停止自签酒店，改为完全接入携程和去哪儿的酒店	百度糯米停止自营 OTA 业务
2017 年 7 月	百度旅游问题频出，退票无人处理、行程无法定制	百度旅游停止自营 OTA 业务
2018 年 6 月	百度旅游停止更新游记，正式下线	百度自营 OTA 业务没有取得成功

资料来源：环球旅讯，国盛证券研究所

线下旅游服务本身具有非标属性，互联网巨头难以单凭 C 端的流量优势整合 OTA 领域。这解释了为什么世界上 OTA 领域的整合者都来自于行业内部，而非跨行业的流量巨头。百度曾经尝试自营 OTA 业务，最终未能成功，转而通过投资入股支持携程和去哪儿。这说明在 OTA 领域，相较于 C 端的巨额初始流量，B 端的酒店与航空资源及 C 端通过消费体验沉淀下来的用户粘性更为重要。B 端商家资源的积累及 C 端用户粘性的培养都需要时间，因此，先发优势在这一领域尤为重要。

1、收入来源：以代理抽佣为主，批发赚差价为辅

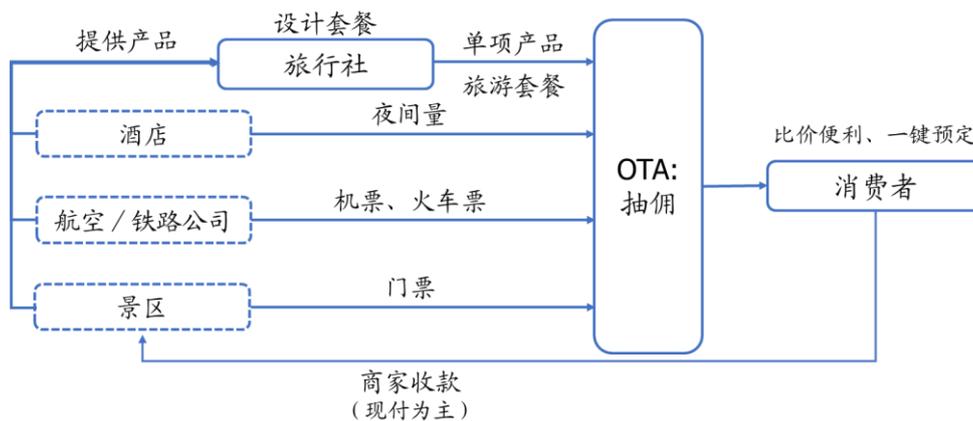
图表3: OTA收入来源



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

OTA的收入来源主要有三类: 代理模式(Agency)、批发模式(Merchant)和广告模式。大部分OTA企业以代理模式为主要盈利模式。1.代理模式, 即OTA为供应商(酒店、航空公司)/代理商(旅行社)销售产品, 并按照销售额一定比例抽取佣金。2.批发模式, OTA以批发价格向供应商采购产品, 然后加价卖给用户, 从而赚取差价。3.广告模式, 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CPM(按展示付费)、CPC(按点击付费)、CPS(按销售付费)。OTA企业可选择的盈利模式并不唯一, 一般OTA企业可以选择一种模式为主或多种模式组合的盈利模式。

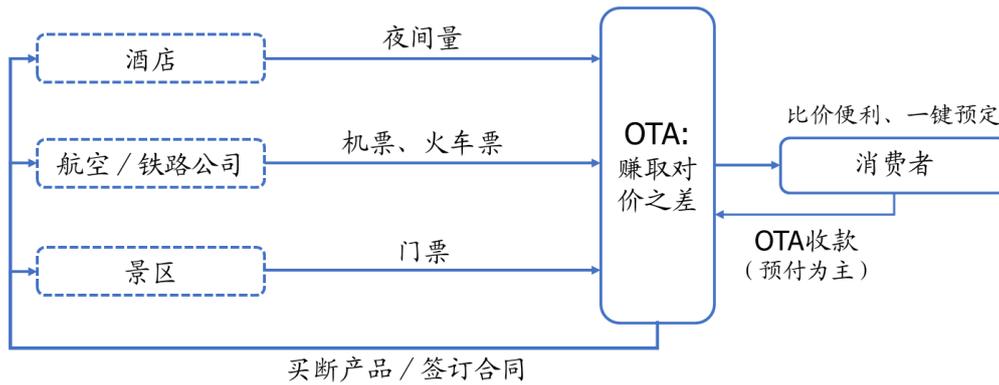
图表4: OTA代理商业模式: 商家收款



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

代理模式下, OTA作为平台连接了消费者与供应商, 帮助商家销售旅游单项或套餐产品, 按比例抽取佣金。佣金由商家提供, 但是最终仍然会转嫁到顾客身上。这一模式下OTA的参与度不高, 实际交易由商家和消费者进行。由于航空公司话语权强, 机票预订广泛采用代理模式, 酒店及其他预订则代理与批发模式兼有, 但代理模式居多。

图表 5: OTA 批发商业模式: OTA 收款

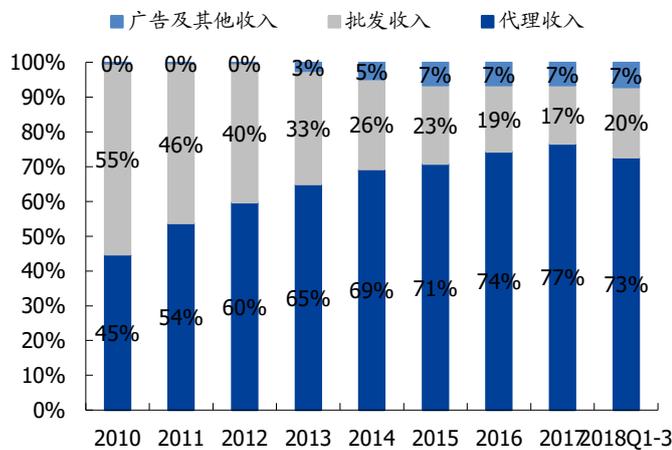


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

批发模式下, OTA 先行买断部分服务(如机票/酒店/旅行产品等), 再加价卖给消费者, 从中赚取差价, 较代理抽佣的回报率更高、风险也更高。这一模式下 OTA 的参与度很高, 实际交易由 OTA 和消费者进行。OTA 提前买断存货并承担经营风险, 消费者预付零售价款给 OTA, OTA 在用户完成服务后将批发价款给商家, 这一过程中 OTA 既赚取价差收入还占用用户资金, 一举两得、回报率更高。但由于存货风险更高, 一旦需求不达预期则可能产生亏损。

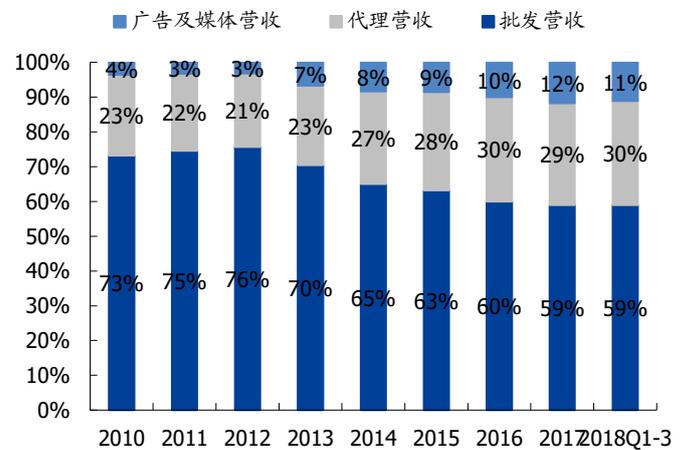
广告模式针对揽客需求大的商家, OTA 为他们提供营销的平台, 目前广告收入占比最小。客源压力大的航司、酒店、旅行社为了吸引更多有效客户, 会选择在 OTA 网站或者移动平台上做广告, OTA 多以效果收取广告费用, 赚得广告收入。目前 OTA 的广告收入占比最小, 随着平台价值增强, 其广告收入占比也有望提升。

图表 6: Booking 各模式收入占比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所
注: 18 年以前, 除 NYOP 外, 其他形式的批发模式均以净收入计; 18 年以后, 任何形式的批发模式均以净收入计

图表 7: Expedia 各模式营收占比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所
注: 批发模式均以净收入计

国际 OTA 巨头中 **BOOKING** 以代理模式为主, **EXPIDIA** 以批发模式为主。BOOKING 集团 18Q1-3 代理/批发/广告及其他模式营收分别占比 73%/20%/7%, 商业模式以代理为主。Expedia 集团 18Q1-3 代理/批发/广告及其他模式净营收分别占比 30%/59%/11%, 商业模式以批发为主。代理和批发模式各有优劣, 如何选择取决于企业战略及业务规划。

国际 OTA 平台以代理模式为主流 (或者说代理模式下 OTA 平台体量更大)。代理模式对消费者更友好 (收费更少、便利性更强), 在 OTA 市场的拓展阶段占据了明显优势。批发模式难以成为主流或有三点原因: 第一, 机票业务透明程度越来越高, 加价销售的空间缩窄。而且加价销售不方便出具等额的行程单用作报销。第二, 全额包产包销之下,

酒店服务水平也难以维持。无论服务如何收益都已锁定，酒店缺少提升服务水平的动力。第三，OTA负责收款的条件下，客户需要提前预付，但未见产品前客户的付款意愿不强。酒店业分散化程度较高、信息不对等程度较大，客户不愿意到店前付款。

18年前三季度，BOOKING批发模式占比有上升趋势，主要是其议价能力增强的原因。未来商业模式的最终形态取决于OTA的垄断程度，垄断增强可带动批发模式占比提升。随着OTA经营性垄断程度的提升，预计批发模式有望占比提升，OTA将获得更多预付款（来自消费者）及更高的利润率（来自价差收入），作为旅游中介的介入度进一步提升。

图表8：我国OTA采购及付款模式（以酒店业为例）

上游采购模式	特点	优劣
直采 (eg.携程 80%)	OTA与酒店直接签订协议，无论是佣金还是底价模式，酒店通过OTA系统进行价量状态的管理。	OTA资源掌控力强、服务相对可控，一般佣金变现率高（并不必然承担存货风险）；但对规模化获客能力要求高
代理 (eg.携程 20%)	OTA通过代理商渠道拿下酒店房源，主要由代理商负责酒店价量情况的管理。	OTA资源掌控力弱、服务参与度低，一般佣金变现率低（不需承担存货风险）；但对规模化获客能力要求不高
下游付款模式	特点	优劣
预付 (eg.携程 55%)	消费者预订时与OTA先行结算，退房后OTA与酒店再行结算，OTA赚取佣金或价差。	客户跑单率低，OTA还可占用客户资金；但为吸引客预付，需要给予客户一定折扣
现付 (eg.携程 45%)	消费者到店后退房前与酒店结算，之后酒店再向OTA返佣，OTA仅负责预订功能。	客户跑单率高，OTA服务控制力弱；所以现付房价一般更高，以弥补跑单风险

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

国内OTA龙头以代理抽佣的商业模式为主，具体到上游采购和下游付款模式，又分为直采与代理、预付与现付。OTA很大程度上取代了传统分销商，因此直接采购占据主导，消费者选择具备多样性，因此预付和现付基本占比各半。虽然直采和预付占比都不低，但实际上需要OTA批发买断并承担存货风险的情况很少。携程仅在旅游旺季才实行有限的批发业务（针对旅游套餐），同程艺龙的买断价差收入也在缩减。

上游采购产品根据其不同来源，可分为“直采”与“代理”。直采是从供应商直接采购、没有中间商赚差价，这是目前OTA最主要的采购形式。对运营能力要求较强的旅游套餐及极少部分的旅游单品（存在旅行社包销拿房的情况），OTA会实行二次代理。携程系的大部分酒店产品都是直采模式（80%），甚至部分二次代理是直采模式的马甲。

下游付款形式根据其不同时点，可分为“预付”与“现付”。预付是用户预订时即向OTA付款，供应商履行服务后OTA才向供应商付款，其好处是跑单率低、OTA还可占用用户资金。针对决策更谨慎的用户及需自行结算的酒店，OTA采取现付形式。携程、艺龙从13年前后发力预付产品，截至目前携程系超一半酒店产品都是预付模式（55%），其中，直采方式中约45%采取预付、55%采取现付，代理方式几乎100%都是预付（中间渠道多，现付不容易管控）。

图表 9: 各平台“返现产品”占比

		携程	去哪儿	同程	艺龙
一线综合	返现酒店数量	768	1077	20316	21644
	可定酒店数量	20827	27441	28246	28270
	返现产品比例	3.69%	3.92%	71.93%	76.56%
二线综合	返现酒店数量	849	1343	52290	56463
	可定酒店数量	59617	78938	67634	67899
	返现产品比例	1.42%	1.70%	77.31%	83.16%

资料来源: 各平台官网, 国盛证券研究所

图表 10: 各平台“返现产品”返现的幅度(上海地区部分酒店抽样测试)

品牌	携程	去哪儿	艺龙
中位数	8.02%	5.02%	3.62%

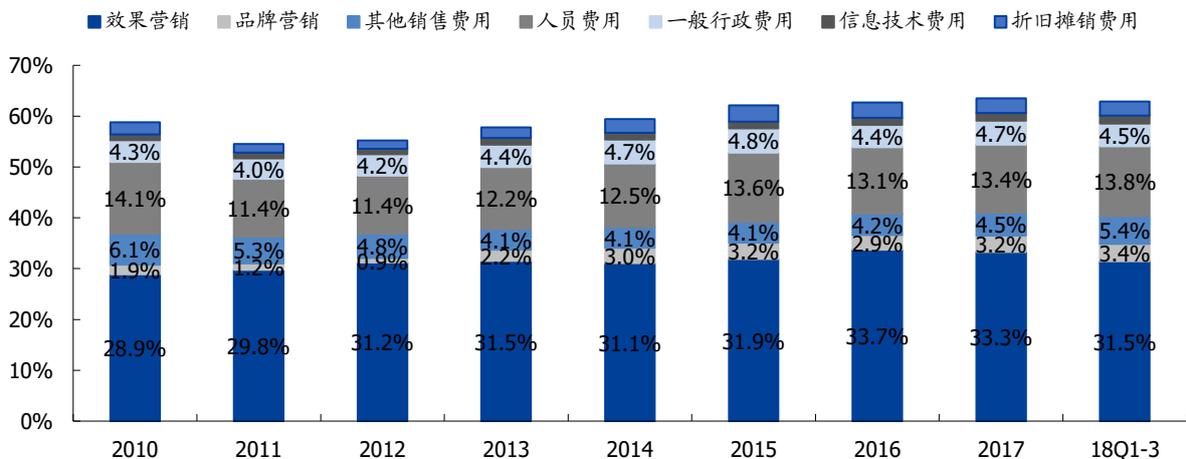
资料来源: 各平台官网, 国盛证券研究所

国内 OTA 龙头过去还纷纷使用返现红包获客, 目前携程和去哪儿已很少使用这种方式。返现方式即在客人到店入住后, 以现金或红包的形式对其进行奖励。这种模式使出行者、OTA、酒店三方获利, 而承担报销费用的公司受损。这种价值观有瑕疵的商业模式终将随着社会进步而逐步淡去。价格战时期携程、艺龙和去哪儿广泛采用返现模式抢占份额, 随着格局稳定、话语权增强, 携程和去哪儿明显缩减了返现产品比例, 根据爬虫数据, 目前其返现产品在一、二线城市占比不到 4% 和 2%, 但返现幅度较高。相反, 同程艺龙仍大幅采用返现模式, 虽然返现幅度不高, 但有助于促进其深耕的长尾客户的二次消费。

2、经营支出: 营销占比最大, 呼叫中心提供经营杠杆

OTA 平台的核心收入来自于充当 C 端游客与 B 端商家的中介, 故其最大头的支出流向 C 端营销引流及服务支持、B 端资源拓展及日常维护, 国内外 OTA 巨头无不投入于此。不同的是, 国内外 OTA 市场竞争格局的差异, 直接影响了费用率的走势。

图表 11: Booking 费用率拆解(全部经营开支均计入费用 没有计入成本项)

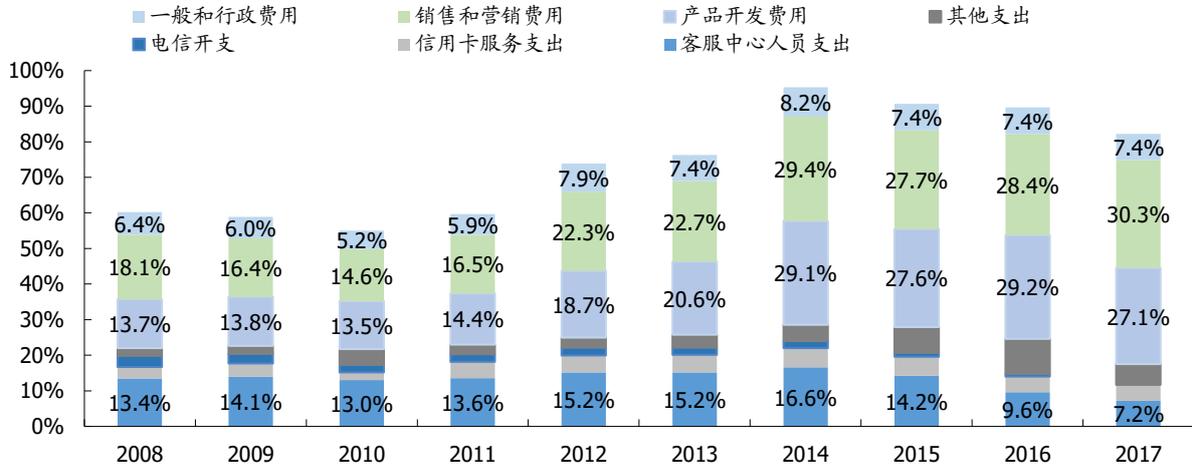


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所
注: BOOKING 费用率调整为费用占净收入即佣金水平

BOOKING 最主要的支出是营销和销售费用, 2010-18Q1-3 这一费用率从 37% 缓增至 40%, 营销和销售费用率较为平稳主要得益于竞争格局相对稳定。其中, 效果营销

费率 31.5%，主要是搜索引擎关键字购买和元搜索网站推荐购买；品牌营销费率 3.4%，主要是提升品牌知名度的电视和其他在线广告；其他销售费率 5.4%，主要包括信用卡处理费、第三方呼叫中心和内容翻译网站服务费、其他促销费等。此外，人员及管理费用率稳定在约 18%，总经营费用率稳定在 60%左右，整体费用率均处于稳定可控水平。

图表 12: 携程成本费用率拆解 (全部经营开支分别计入费用和成本项)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所
注: 携程成本费用率为成本费用占净收入即佣金水平

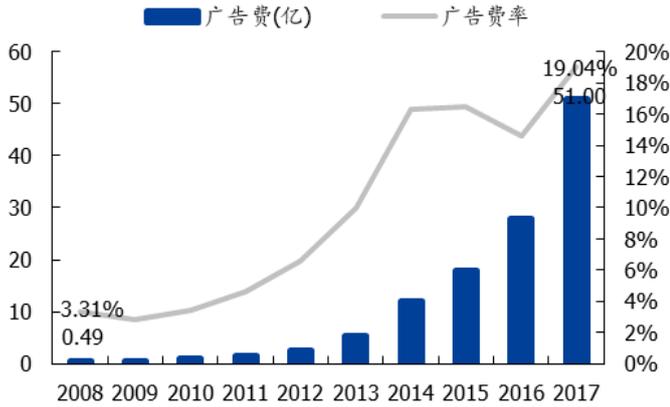
携程最主要的支出是销售营销费、产品开发费和呼叫中心成本，销售营销和产品开发费用率提升主要是由于市场竞争较为激烈，呼叫中心成本率下降主要是规模效应的显现。15年收购去哪儿竞争格局改善，销售营销和产品开发费率降至 27.7%和 27.6%，但随着美团等对手的威胁加大，17年销售营销费用率上升至 30.3%。呼叫中心属重资产投入，随着规模效应显现，16-17年其成本率降至 9.6%、7.2%。此外，一般行政费用稳定在约 7%，17年及 18Q1-3 总经营成本+费用率在 82%左右，长期目标是降低到 80%以下。

产品开发费用主要用于 B 端商户的开发维护以及技术投入等，预计未来费用率仍维持。由于商户天生逐利，所以 B 端的开发难度会伴随产品的丰富而增加，开发成本也会伴随收入的增加而提升。我们判断产品开发费用率长期将维持稳定。

销售和营销费用主要用于 C 端获客和促销，主要包括 C 端 APP 的下载引流和品牌广告。长期来看，销售费用率有望伴随用户粘性的增强而下降。美团闯入导致竞争格局生变，三季报业绩不及预期而且四季度盈利展望低于预期，实际上跟广告费用增加有较大关系。我们判断格局稳定后销售营销费用率将逐步下行。

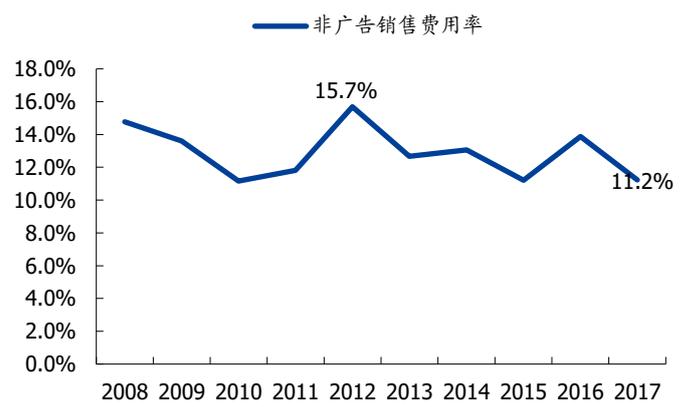
呼叫中心主要为用户提供在线预订及咨询服务，其成本率逐年下降，提供主要经营杠杆。国内呼叫中心规模化操作逐渐成熟，其成本率逐年下降，从 14 年 16.6%下降 9.4pct 至 17 年 7.2%，18Q1-3 的上升则主要由于 1)新开设了几个国际呼叫中心；2)经济下行后，取消预订的单量上升导致呼叫中心的开支上升。我们判断未来规模效应将进一步发挥作用。

图表 13: 携程历年广告费用及广告费率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 携程历年非广告销售费用率



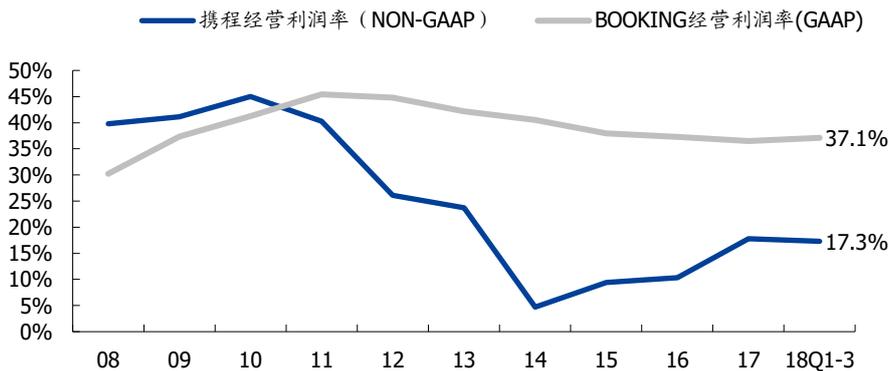
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

广告费用率变化与竞争格局变化紧密相关, 受市场竞争加剧影响, 携程的广告投入增多。随着 OTA 市场竞争日益激烈, 携程广告费用率日益上涨, 从 08 年 3.3% 上升 15.7pct 至 17 年 19.0%。16 年携程与去哪儿合并后竞争格局得到优化, 其广告费用率降至 14.6%; 17 年携程广告费用率的快速上升主要是由于美团、飞猪崛起, 用户争夺加剧、获客成本飙升。我们预计未来伴随着竞争格局的逐步稳定, 广告投入力度有望缓慢降低。

营销引流投入的高成本使 OTA 企业纷纷拥抱搜索网站或社交平台, 携程及去哪儿获百度入股、同程艺龙获腾讯入股, 后进入者飞猪和美团旅行则获得各自生态平台的流量导入。随着流量壁垒加大, 缺乏资金实力及流量支持的其余进入者将越来越难占据一席之地。

非广告销售费主要用于人员开支和促销花费, 其费用率稳中有降, 也体现经营杠杆效应。剔除广告费以后的销售费用率稳中有降, 从 12 年 15.7% 下降 4.5pct 至 17 年 11.2%, 体现出经营性杠杆效应。我们判断竞争格局对其影响程度弱于广告, 费率仍有下降空间。

图表 15: BOOKING 与携程历年经营利润率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: BOOKING 经营利润率调整为经营利润占净收入即佣金水平

统计口径的差异使 BOOKING 与携程的支出细项难以进行逐项对比, 但大致来看, 双方相同之处是营销费用均为占比最大的费用项, 不同之处在于 BOOKING 的呼叫中心服务采取外包形式, 费用占比较小, 而携程的呼叫中心服务采取自营模式, 成本开支较大, 未来杠杆效应将会愈发明显。从总体上看, 双方差别在于 BOOKING 较携程利润率更高。

竞争格局影响费率及利润率水平, BOOKING 利润率高且稳定, 携程利润率低且波动大。

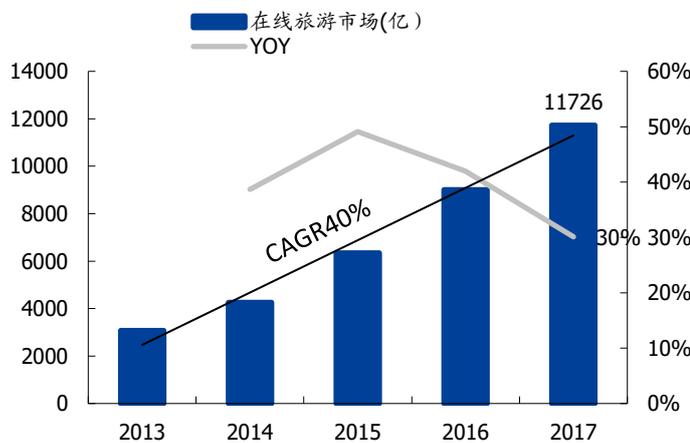
BOOKING 过去 5-6 年成本费用率 60%左右、经营利润率 40%左右,市场成熟格局稳定,利润率也相对稳定。携程经营利润率 10 年达到高点 45%,之后的 11-14 年逐年下跌至 4.7%,主要是由于行业价格战激烈、竞争格局恶化。随着收购去哪儿及参股艺龙、行业竞争格局改善,15-18Q1-3 年其经营利润率逐年回升至 17.3%,短期内对手美团、飞猪威胁仍在,公司必须全力迎战,才有望实现 NON-GAAP 经营利润率达 20%的长期目标。

二、OTA 市场空间：知识分子红利驱动，长期空间仍大

1、市场空间：OTA 可变现 GMV 超 8000 亿，未来 5 年仍有翻倍空间

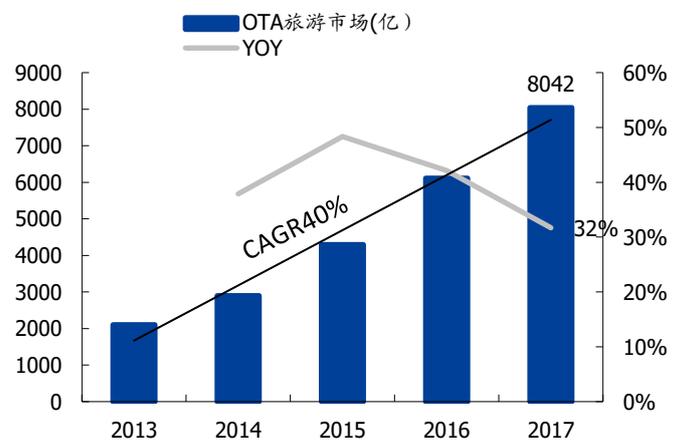
旅游市场按销售业态可分为线上（OTA、机酒产品的在线直销）与线下（传统旅行社、机酒产品代理商）。在线旅游市场按业务类型可分为大交通、住宿、景区、旅游套餐及其他（签证、保险、跨境 WIFI 等服务）。OTA 行业是在线旅游行业中占比最大的，囊括了除在线直销平台之外的所有在线旅游业务。

图表 16: 2013-2017 年在线旅游市场复合增长 40%



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

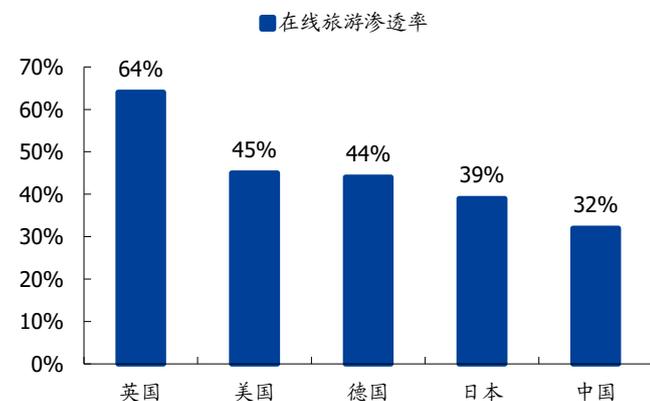
图表 17: 2013-2017 年 OTA 旅游市场复合增长 40%



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

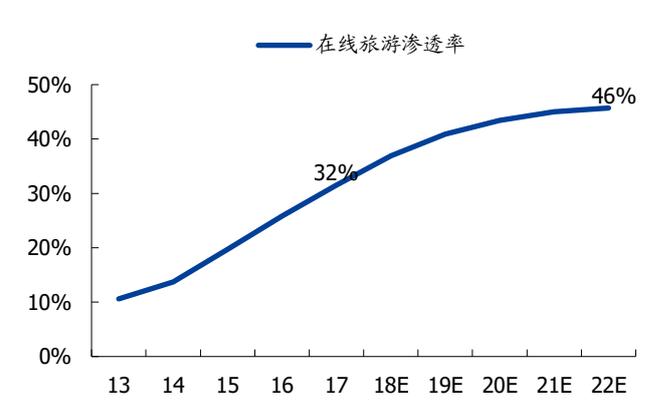
2013-2017 年我国 OTA 市场规模复合增长 40%至 8000 亿，我国在线旅游市场规模复合增长 40%至 1.17 万亿，OTA 市场占在线旅游市场 69%份额。OTA 市场是在线旅游市场发展的主要动力，其 13-17 年复合增速为 40%，17 年增速为 32%，高基数下增速有所放缓，在线旅游市场与 OTA 市场基本保持了同步增长的趋势。

图表 18: 各国在线旅游渗透率



资料来源：phocuswright，国盛证券研究所

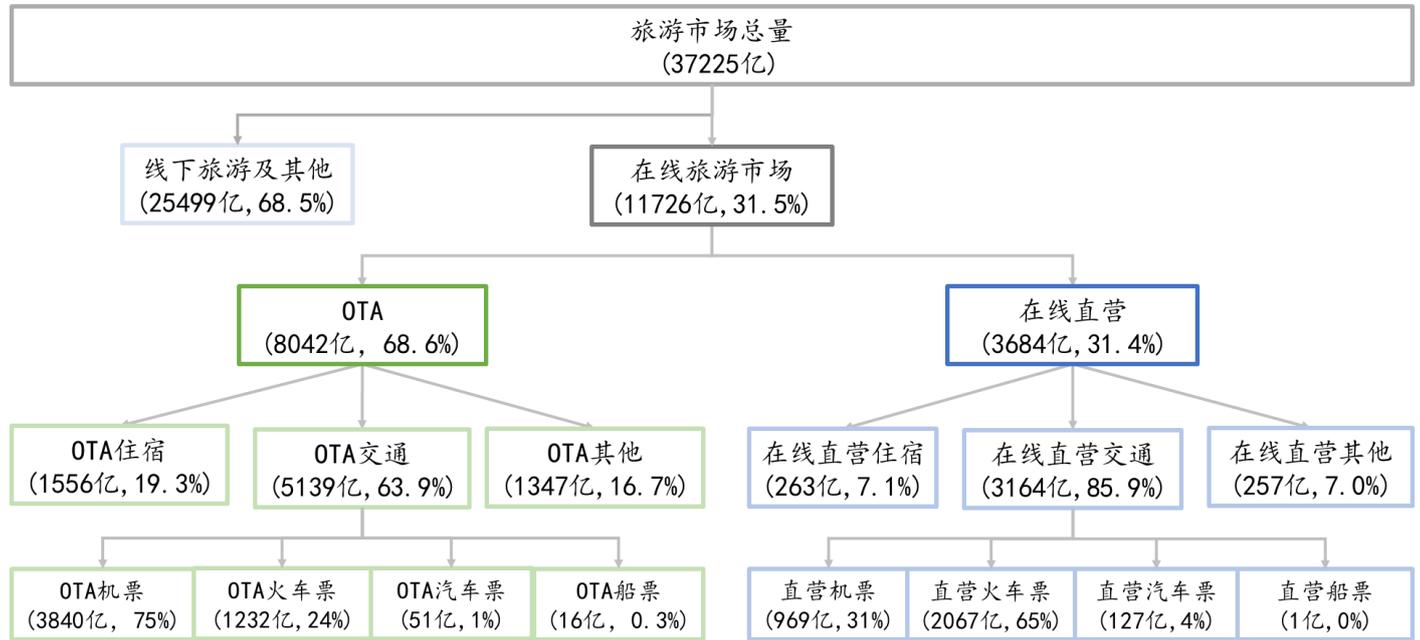
图表 19: 我国历年在线旅游渗透率



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

我国 OTA 市场增长主要来自于上线率的提升，未来持续受益低线城市上线率的提升。整个旅游市场增速较慢，13-17年复合增速仅6%，但 OTA 市场增速较快，有40%复合增长，主要来自上线率的提升而非旅游市场本身的扩大。对比发达国家40%以上的在线渗透率，我国32%的渗透率仍有提升空间。随着低线城市消费能力崛起及 OTA 向低线城市的下沉，未来 OTA 市场的增长有望持续受益低线城市旅游上线率的提升。

图表 20: 2017 年我国旅游市场 GMV 分布全景图

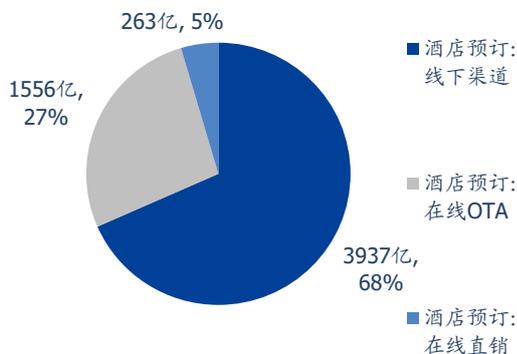


资料来源: 艾瑞咨询 国家统计局, 国盛证券研究所

2017 年我国旅游市场产值 3.72 万亿，线上产值 1.17 万亿，线上化率 31.5%，其中 OTA 可变现的规模达 8000 亿，主要包括酒店、交通及其他。酒店、交通、其他（门票+旅游套餐）17 年 GMV 分别为 1556 亿/5139 亿/1347 亿，占比分别为 19%/64%/17%。交通是 GMV 占比最大领域，其中机票 3840 亿（占比 75%），火车票 1232 亿（占比 24%）。

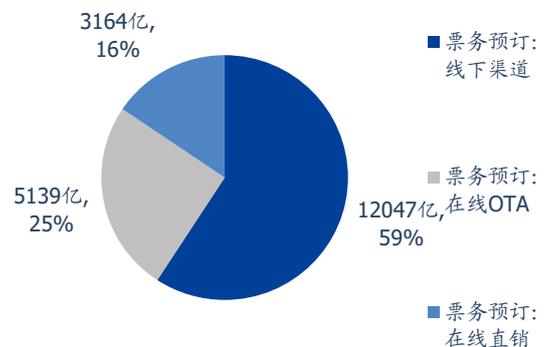
我们推算 2017 年境内 OTA 行业佣金收入约 400 亿、总体变现率约 5%，其中酒店、交通、其他业务的佣金比例约 4:4:2。我们主要是按照酒店预订变现率 8%-15%、旅行套餐变现率 5%-10%、交通预订变现率 2%-5%，并结合各自的 GMV 进行的佣金推算。

图表 21: 酒店预订市场分布



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 22: 交通票务市场分布



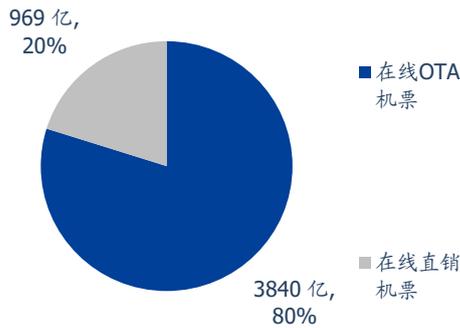
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

我国酒店预订市场 17 年的线上化率 31.6%，OTA 占线上渠道 86%（占全渠道 27%）。OTA 渠道是线上预订的主要渠道，竞争对手是具备自有渠道引流能力的品牌酒店集团。

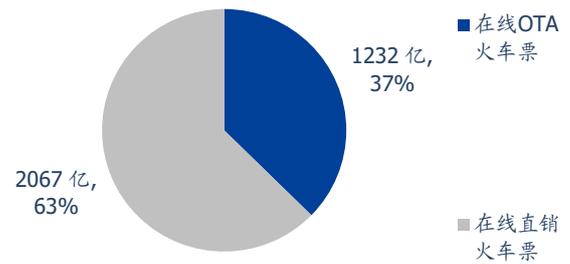
大型品牌化酒店集团的会员体系是 OTA 酒店预定的直接对手，会员可通过电话、PC 端或手机 APP 来预订客房。我国真正具备会员引流能力的酒店集团屈指可数：锦江、首旅、华住、格林豪泰及国外高端酒店，大部分中小酒店集团及单体酒店都需要 OTA 为其引流。

我国交通预订市场 17 年的线上化率 40.8%，OTA 占线上渠道 62%（占全渠道 25%）。OTA 渠道是线上预订的重要渠道，竞争对手是火车票以及机票的官方 APP 直定渠道。受“提直降代”的影响，航司直销渠道及 12306 官方平台的销售占比提升，对 OTA 形成一定冲击。国内三大航的直销比例已经达到 50%，OTA 票务预订的佣金率呈下行趋势。但从长远来看，OTA 大交通作为出行的第一个环节，为其他业务引流的作用仍较为明显。

图表 23: 机票预订 OTA 占在线渠道的 80%



图表 24: 火车票预订 OTA 占在线渠道的 37%

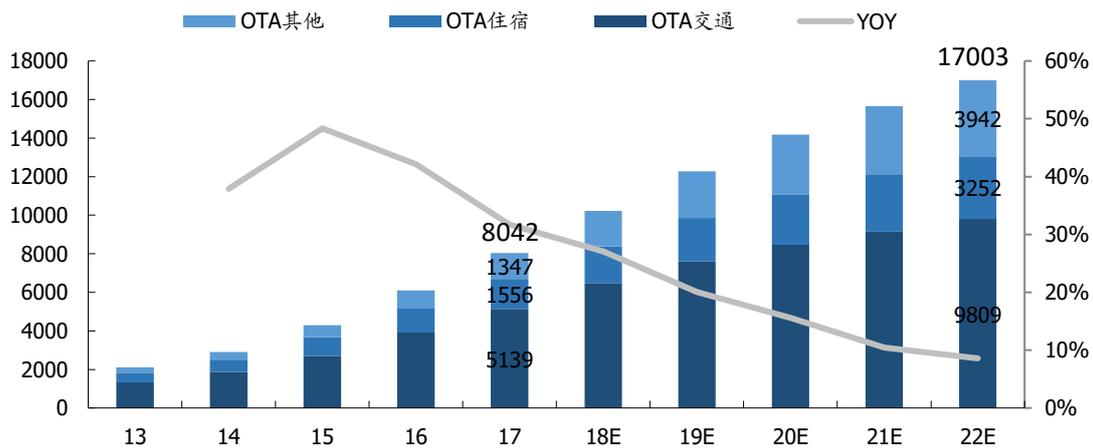


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

在线机票预订市场 OTA 占 80%，在线火车票预订市场 OTA 占 37%。相对于火车票预订，机票预订时 OTA 可以提供更多的便利。火车直定渠道占 63% 远高于航空的 20%，主要由于火车为国有垄断专营，直定可以涵盖所有支线，而航司各个航线具备产品竞争，利用 OTA 比价挑选更加便利。OTA 火车订票占比仍达 37%，主要是 OTA 带来的便利性对消费者产生了较强的粘性，比如：代抢票、一键预定行程、飞机与火车的比价等等。由此可见，即使是在垄断程度较高的火车领域，OTA 仍然具备为消费者提供便利的空间。

图表 25: 2017-2022E OTA 旅游市场仍有翻倍空间 (亿元)



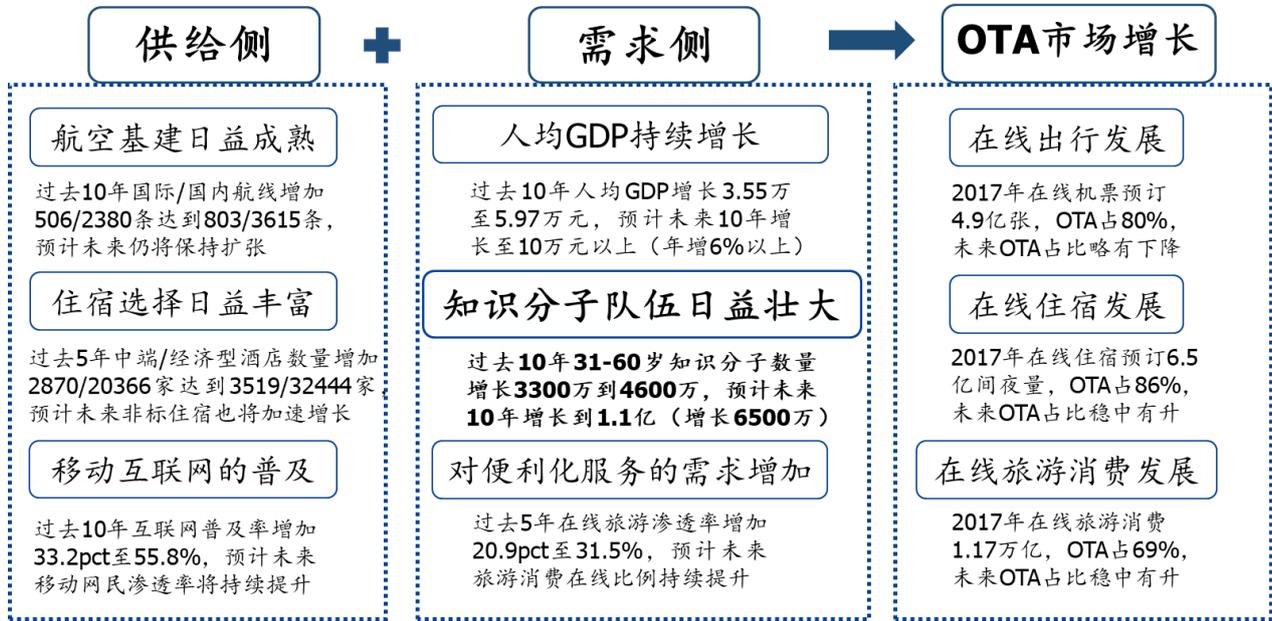
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

受益旅游市场供需双增及在线渗透率提升，预计未来 5 年 OTA 市场规模仍有翻倍空间。随着旅游市场供需两侧齐增长，及在线旅游渗透率有望从 30% 出头提升至 40% 以上，我们预计未来 5 年，OTA 市场 GMV 有望从 17 年 8000 亿翻倍增长至 22 年的 1.7 万亿。其中，我们判断 OTA 交通市场仍是交易额最高子领域，但 OTA 酒店市场有望成为佣金收入最高的子领域，而 OTA 度假在内的非标市场有望成为未来 5 年增速最快的子领域。

2、长期驱动力：供给端受益基础设施扩充，需求端享受知识分子红利

过去十年 OTA 市场受益旅游市场发展及线上化率的提升，获得了飞速发展。未来十年 OTA 市场增长的长期驱动力从供给端看仍将受益出行、住宿基础设施的扩充，及互联网普及率的提升，从需求端看将进一步受益知识分子队伍的壮大，这部分 31-60 岁的大学毕业生是我国经济发展的脊梁，也是最活跃的商旅用户群。

图表 26: 我国 OTA 市场的增长驱动力

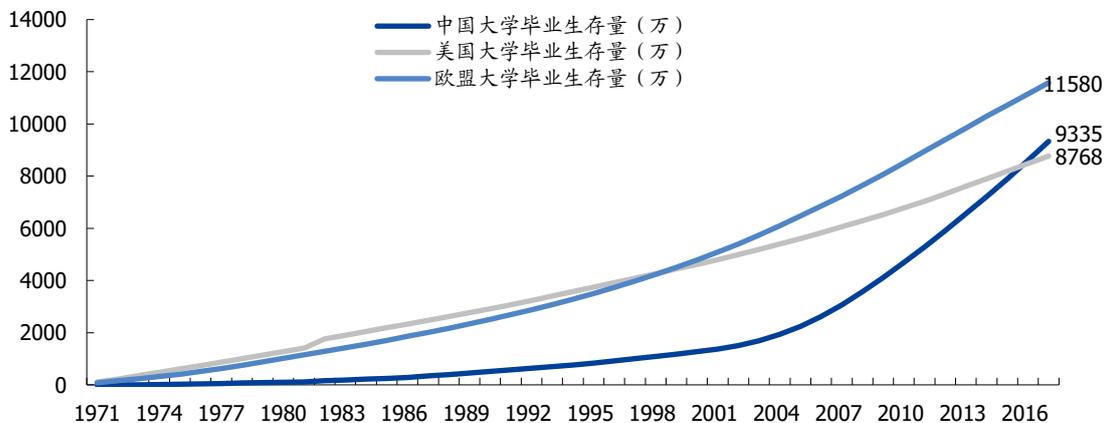


资料来源：艾瑞咨询 国家统计局 中国饭店协会，国盛证券研究所

从供给侧看：一是航空基建日益成熟，国际/国内航线数量有望从目前 803/3615 条继续保持扩张，二是住宿选择日益丰富，除了目前中端/经济型酒店 3519/32444 家以外非标住宿也将加速增长，三是移动互联网日益普及，普及率有望从目前 55.8%再持续提升。

从需求侧看：OTA 依靠标品快速输出和一键全部预定的便利性，满足了频繁出差的商旅用户的需求，这部分人消费能力强、消费频次高、价格敏感度低，因此我国 OTA 市场的发展将长期享受知识分子红利所带来的增量商旅用户群，这是 OTA 市场的最大红利所在。随着知识分子人数增加，OTA 行业的交易量、客单价及佣金率，都有望迎来进一步增长。

图表 27: 1971-2017 年中国、美国、欧盟大学毕业生存量 (万)

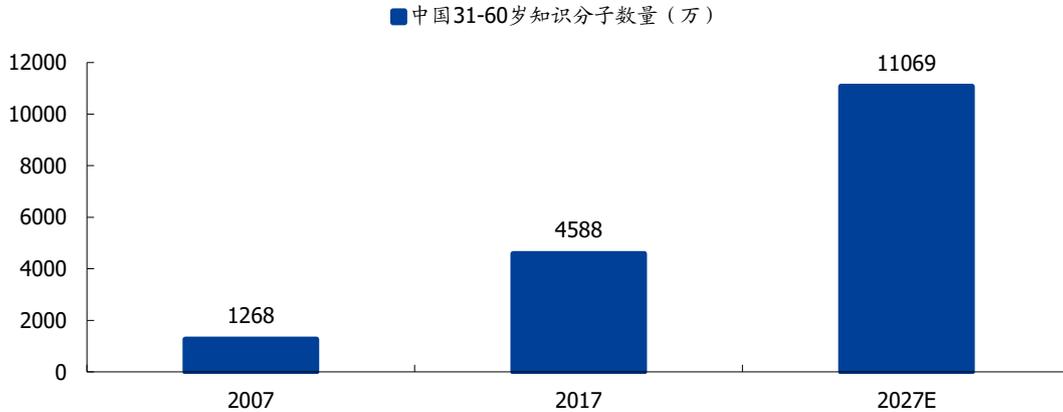


资料来源：国家统计局 联合国教科文组织，国盛证券研究所

注：鉴于数据的可得性，统一以 1971 年为起始；中美为本专科毕业生，欧盟为本硕博毕业生；欧盟存在一定的缺失值，最后结果为推测数

如果从1971年算起,目前中国、美国、欧盟大学毕业生存量几乎相当,约0.9-1.1亿。从累计存量看,2017年中/美/欧大学毕业生累计数分别约0.93/0.88/1.16亿(含硕博),对应增速约为9%/3%/4%。从每年增量看,2017年中/欧/美新增大学毕业生数量分别约735/430(含硕博)/290万,由于中国高等教育覆盖率远低于欧美,因此,中国大学还在扩招,欧美扩招力度相对有限。这些知识分子构成了各国家和地区发展的核心主力。

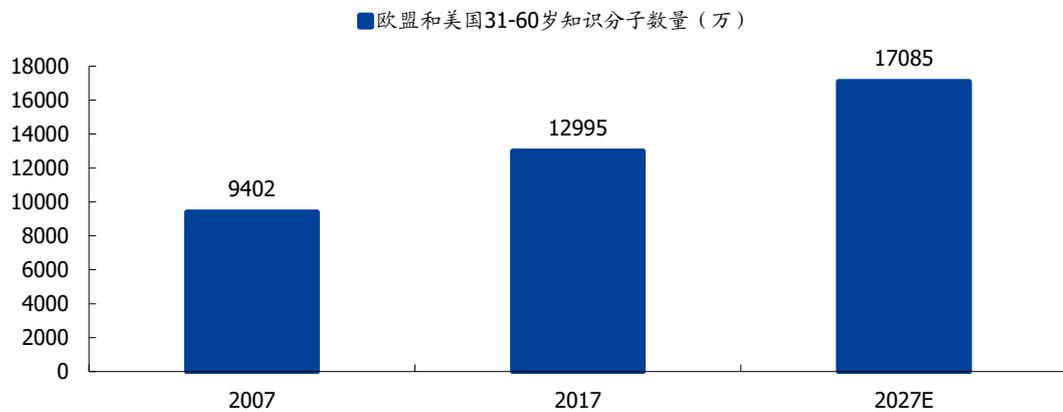
图表 28: 2007-2027E 中国 31-60 岁大学毕业生存量 (本专科毕业生)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所
注: 2017年后假设按每年新增750万大学毕业生推算

“知识分子红利”指的是,预计17-27年我国31-60岁大学毕业生存量将从4600万增长至1.1亿,未来十年我国最具消费能力的OTA商旅用户数量仍有翻倍增长空间。我国31-60岁知识分子07年时主要是1971-2000年间毕业的大学生,约有1268万;到了17年时主要是1981-2010年间毕业的大学生,约有4588万;预计到27年主要是1991-2020年毕业的大学生,约有1.1亿(按17年后每年新增750万大学毕业生推算)。

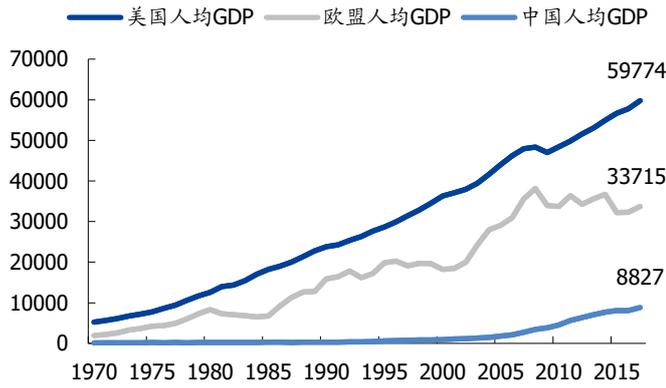
图表 29: 2007-2027E 欧美 31-60 岁大学毕业生存量 (欧盟本硕博毕业生、美国本专科毕业生)



资料来源: 联合国教科文组织, 国盛证券研究所
注: 2017年后假设按欧盟、美国每年新增430、290万大学毕业生推算

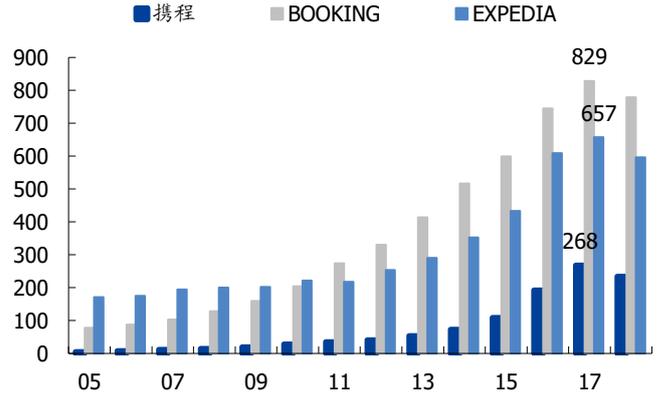
对比欧美,欧盟和美国2007/2017/2027E对应31-60岁知识分子人数分别有约9402万、1.3亿、1.7亿(按17年后欧盟、美国每年新增430、290万大学毕业生推算),其中,预计美国从目前的5500万增至6700万、欧盟从目前的7500万增至1亿。也就是说,未来十年中国31-60岁知识分子队伍扩充了6000多万人,欧美扩充了4000余万人。这些具有高消费力、高活跃度的商旅用户的扩张将为我国OTA市场发展贡献增量GMV。

图表 30: 不同国家和地区人均 GDP 水平 (美元)



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 31: 各大 OTA 营收对比 (亿人民币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

OTA 行业佣金体量与知识分子数量以及人均可支配收入正相关, 我国与欧美的差距不只是知识分子数量的不足, 更有人均消费能力的不足。美国、欧洲人均 GDP 分别为 5.98 万和 3.37 万美元, 我国人均 GDP 仅为 0.88 万美元, 北京和上海也不足 2 万美元。于是我国 OTA 消费者支付高佣金的能力不强, 市场中佣金率低的交通业务占比高、佣金率高的酒店业务占比则不足, 且我国 OTA 平台的整体服务水平不高, 导致消费者支付高佣金的意愿也不强, 交通、酒店各单项佣金率也都偏低。因此, 我国 OTA 市场有效佣金量级还远不及欧美, 携程营收仍不到 Booking 和 Expedia 的 1/2 甚至只有其 1/3。随着我国知识分子数量的更快增长及人均消费能力的稳步提升, 未来我国 OTA 企业有望依靠更大的酒店 GMV 体量和缓慢提升的佣金率, 弥补与欧美 OTA 企业有效佣金量级的差距。

图表 32: 中国 OTA 空间推算

	2007	2017	2027E
31-60 岁知识分子数 (万)	1268	4588	11069
人均 GDP (美元)	2695	8827	16569
量价合计增长 (百分比)		1084%	353%
我国 OTA 净营收 (亿人民币)	20	400	1,812
OTA 净营收增长率		1900%	353%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 中国大学毕业生数按每年新增 750 万, 人均 GDP 按年增 6.5%

图表 33: 欧盟和美国 OTA 空间推算

	2007	2017	2027E
31-60 岁知识分子数 (万)	9402	12995	17085
人均 GDP (美元)	40224	43853	52905
量价合计增长 (百分比)		51%	59%
欧美 OTA 净营收 (亿人民币)	241	1,470	2,331
OTA 净营收增长率		509%	59%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 欧/美大学毕业生数按每年新增 430/290 万, 人均 GDP 按年增 0.5%/3%

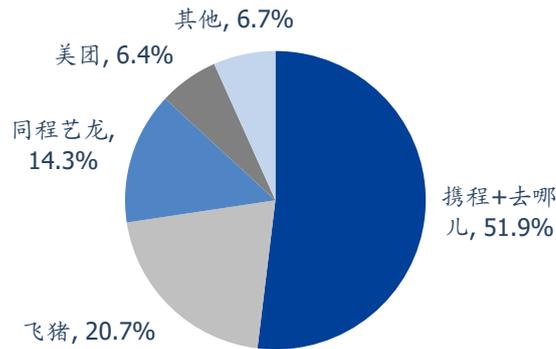
结合对知识分子数和人均 GDP 的增长估计, 我们推算出 2017-2027E 我国 OTA 市场仍有翻 3 倍的空间, 有望从 400 亿佣金体量增长至 1500 亿以上的佣金体量; 而欧美市场有望在 1500 亿的佣金基础上继续维持低速增长。我国知识分子数量和人均 GDP 水平增长更快, 相较欧美来说 OTA 市场增量空间更大 (中国增长 3 倍以上 VS 欧美增长不足 1 倍)。如果未来我国 OTA 市场 1500 亿佣金体量按照 15%-20% 的净利率推算, 对应大约 250-300 亿行业净利润, 如果给予 25 倍估值, 对应大约 6000-7500 亿行业市值空间。这意味着, 届时中国有望诞生 Booking 这样 5000 亿以上人民币市值的 OTA 企业。

三、OTA 竞争格局：携程一家独大，美团有望破局

1、竞争格局：携程系先发垄断，飞猪、美团快速崛起

世界主要经济体的OTA市场竞争格局都是通过多次收购重组稳固下来的，我国也不例外。2015年10月，“携程”以换股方式收购“去哪儿”，同时百度成为了携程的第一大股东。此次并购对我国OTA市场影响深远，竞争格局从两强相争变为一家独大。OTA这门生意具备天然的垄断属性，携程系依托先发优势，已经形成了经营性的辛迪加垄断。

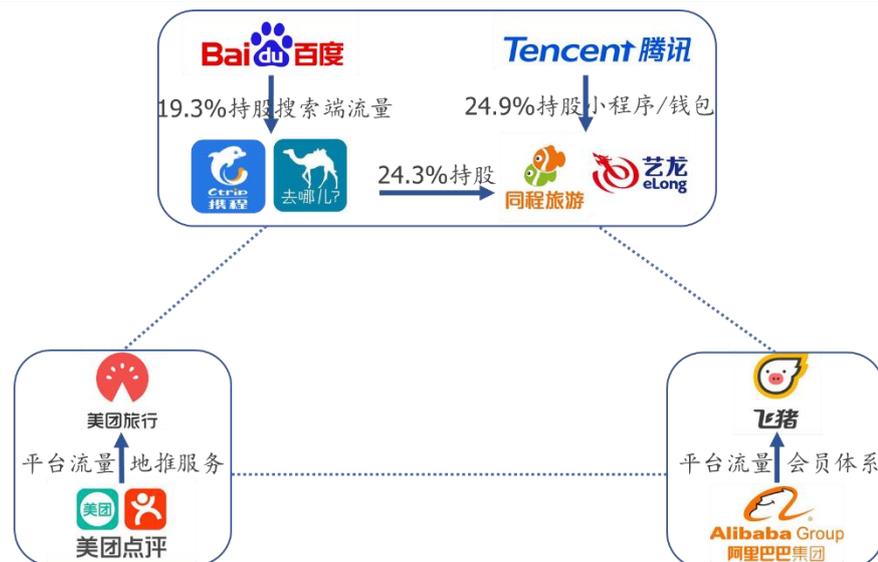
图表 34: 我国 OTA 市场份额 (GMV 口径)



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

携程系先发垄断，市占率达 51.9%，飞猪和美团快速崛起，市占率分别为 21%和 6%。从 GMV 口径看，“携程+去哪儿”市占率 51.9%，加上参股的同程艺龙市占率达 66.2%，依托先发优势并通过控股去哪儿，携程系形成了先发者垄断。在携程和同程艺龙的身后，还有各自第一大股东百度和腾讯的流量支持。背靠阿里生态圈的飞猪和依托新美大平台的美团酒旅依托各自平台优势，实现了快速崛起，市占率分别达 21%和 6%。

图表 35: 我国 OTA 阵营划分



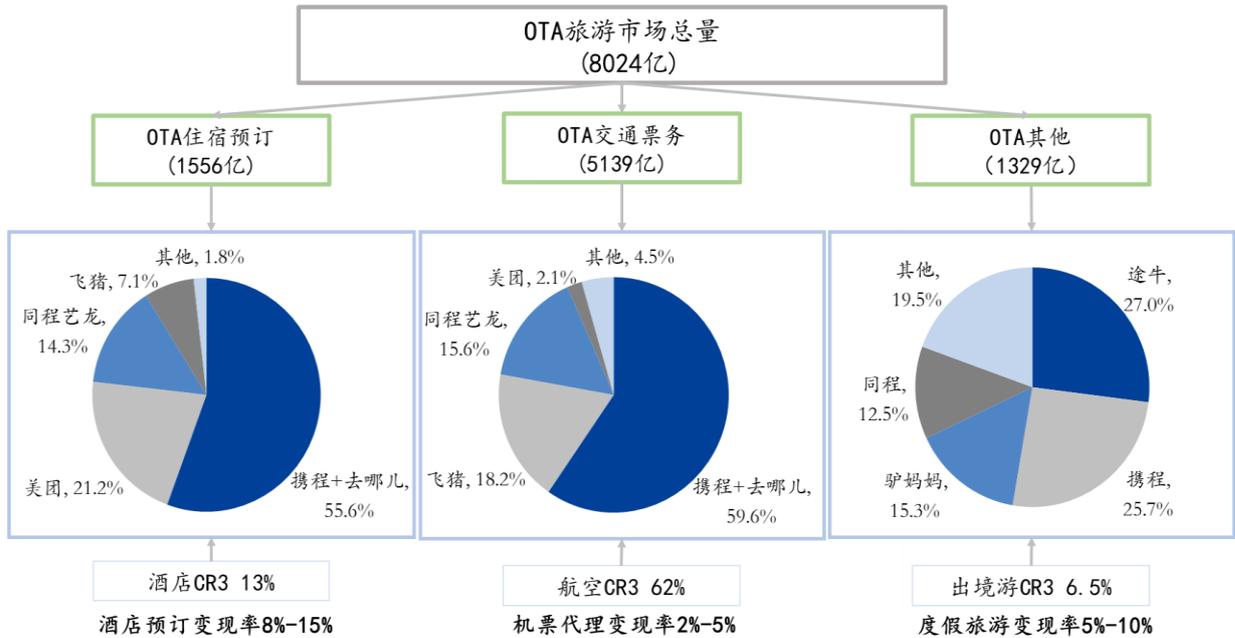
资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

携程的经营垄断来自先发优势及客户体验，即早年的用户积淀及呼叫中心的重度投入。早在 2000 年，携程通过机场发会员卡的方式积累了大量的初始用户，这部分用户逐步从初的“业务员”变为了“中层骨干”，消费能力大幅提升同时，粘性也逐步增强。这是商旅用户粘性强的根本原因，这部分用户对价格不太敏感，对便利性的要求较高。此外，

携程一直坚持自建呼叫中心服务商旅客户，给客户以更好的消费体验，目前共有境内外客服中心 10 多个、客服人员近 2 万。由于早期积累了足够多的商旅用户，使呼叫中心的单人平摊成本极低，这也是其他后入者难以短期建立的优势。

携程系竞争对手中美团威胁最大，未来或形成携程、阿里、美团三分天下的局面。同程艺龙属于体系内竞争，主要利用腾讯系的 C 端流量，B 端资源仍主要来自于携程，因此威胁并不大。美团凭借其覆盖面更广的地推团队，在低线城市实现了后入者破局。飞猪背靠阿里流量，主打“机票标品+高端酒店打折券+民宿”生态圈。目前来看，威胁最大的当属美团系 OTA 的冲击，伴随用户迭代美团将拥有足够多的商旅用户，届时资源端的推进也将水到渠成。长期来看 OTA 市场有望形成携程系、阿里系、美团系三分天下局面。

图表 36: 我国 OTA 细分市场市场份额 (GMV 口径)

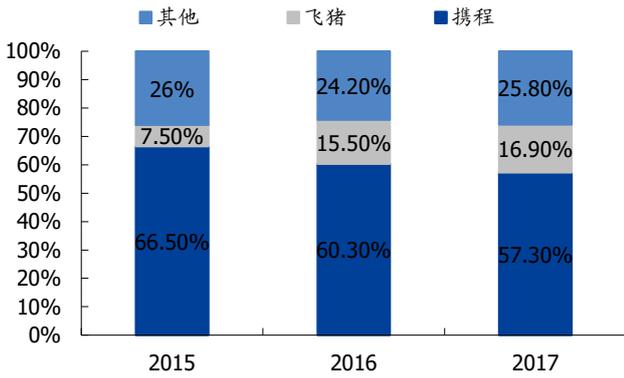


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

注: 酒店和度假旅游 CR3 为产值占比, 航空 CR3 为吞吐量占比; 度假旅游全产业链变现率为 10%-15%, 由批发商和零售商 (OTA) 共享

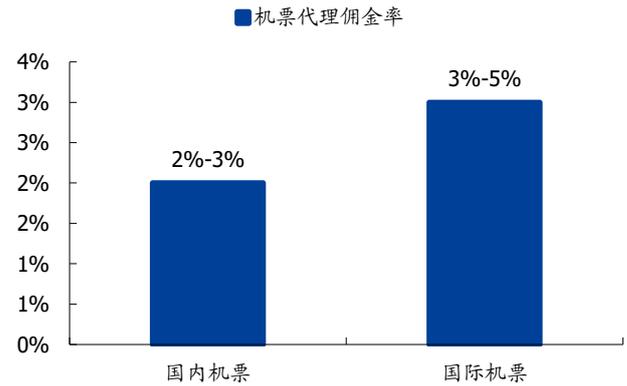
OTA 酒店市场，携程+去哪儿占 55.6%、美团占 21%；**OTA 交通市场**，携程+去哪儿占 59.6%、飞猪占 18%。携程系在两个子行业都处于垄断地位，垄断程度也相似。由于上游集中度不同，酒店预订及票务代订业务变现率差异较大。酒店行业分散程度高（CR3 仅 13%）、议价能力弱，OTA 变现率较高，高达 8%-15%；航空及铁路属于超重资产行业且具备一定公益属性，行业集中度高、议价能力高，OTA 变现率较低，仅为 2%-5%；度假旅游行业分散度最高，全产业链变现率在 10%-15%左右，但旅游批发商截留了一部分，只余下 5%-10%的变现率是由 OTA 获得。

图表 37: OTA 机票代理市场格局



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 38: 机票代理佣金率



资料来源: , 国盛证券研究所

携程在 OTA 机票市场占比降低, 主要由于后入者的竞争。2015-2017 年携程 OTA 机票市占率从 66.5% 降至 57.3%, 主要是票务预订标准化程度高、价格相对透明, 具备一定流量的玩家都可以分得一杯羹, 较低的进入壁垒使后入者形成一定的竞争。虽然携程仍在 OTA 大交通市场占据过半份额, 但其变现率基本与行业持平。一般火车票变现率在 1%-2% (单张 2-3 元)、国内机票变现率在 2%-3% (单张普通约 20 元)、国际机票变现率在 3%-5% (单张普通约 35 元、单张包机在 50-60 元)。尽管大交通业务变现率较低, 但其作为出行的第一个环节, 还具备为其他业务引流的作用。

图表 39: OTA 酒店预订竞争格局

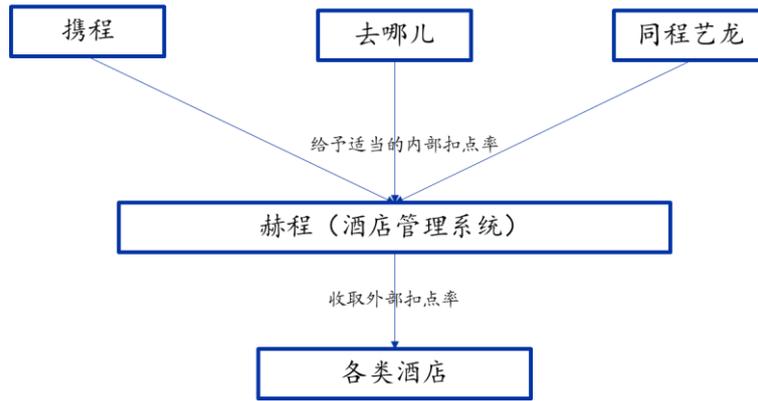
OTA 酒店平台	竞争优势	针对人群	GMV (亿)	间夜量 (亿)	单价 (元)	营收 (亿)	变现率
携程+去哪儿	存量资源+用户粘性	商旅客户	865	2.21	392	95.20	11.0%
美团点评	低线城市酒店资源	蓝领人群	365	2.05	178	27.13	7.4%
同程艺龙	微信流量资源	长尾客户	223	0.67	333	19.30	8.7%
飞猪	阿里流量资源	文青+小资	110	0.39	286	5.52	5%
AGODA	拥有海外客源	海外人士	28	0.31	290	4.20	15%

资料来源: 艾瑞咨询 公司公告, 国盛证券研究所

大携程系 (包括同程艺龙) 在 OTA 中高端酒店市场地位稳固, 主要是商旅用户粘性强、中高端酒店资源丰富。大携程系 OTA 酒店夜间量、GMV 市占率分别为 45.6%、69.9%, 考虑其变现率高于行业、超过 10%, 其营收口径市占率在 70%-80%。夜间量口径看: “携程+去哪儿”、美团、同程艺龙、飞猪夜间量分别为 2.21 亿、2.05 亿、0.67 亿、0.39 亿。大携程系夜间量 2.88 亿、市占率 45.6%。GMV 口径看: “携程+去哪儿”、美团、同程艺龙、飞猪 GMV 分别为 865 亿、365 亿、223 亿、110 亿, 大携程系 GMV 1088 亿、市占率 69.9%。营收口径看: 考虑其变现率高于行业平均, 营收口径市占率在 70%-80%。

每个 OTA 平台深耕的客户类型所属的细分市场并不相同, 携程深耕粘性强的商旅用户。携程深耕商旅用户, 使用粘性强的中高端商旅客群是主力, 他们正处于人生中收入高点和支出高点, 当前消费能力最强。飞猪依托阿里流量深耕小资白领, 美团主要服务低线城市蓝领人群, 同程艺龙借助腾讯流量重点服务长尾客户, AGODA 专注于海外来华客户及公司白领。随着代际的更替, 美团和飞猪的主力消费群年轻中产用户正在崛起, 未来他们将成为消费能力最强的一代, 面对这样的趋势, 携程也在加大对年轻客户群的争夺。

图表 40: 携程、去哪儿及同程艺龙成立“赫程国际”共享酒店库存



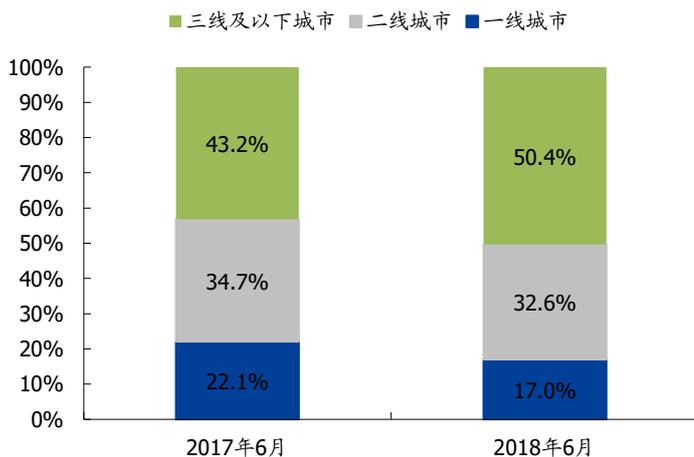
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

每个 OTA 开拓酒店资源的能力也不相同, 大携程系打造赫程平台, 形成酒店资源端的辛迪加垄断。“携程+去哪儿+同程艺龙”共同成立“赫程国际”酒店管理平台, 整合三方供应链并提供库存。OTA 是一个典型的双向市场, 客户的选择越丰富粘性就越强, OTA 引流能力越强酒店就越容易上线, 因此 OTA 具备天然垄断属性, 大携程系在酒店资源端已经形成了辛迪加垄断。除赫程之外, 飞猪、美团是其余两个真正具备酒店开拓能力的 OTA, 但他们很难在中高端酒店标品上超越携程, 布局非标、卡位低线成为突破的路径。

2、未来竞争重点: 低线化、年轻化、本地化、多样化

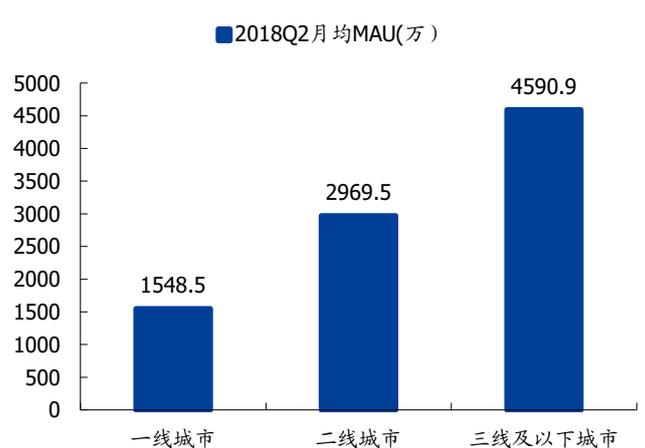
行业正步入下半场, 一是加大了对 OTA 企业现有业务精细化运营的要求, 二是更需要 OTA 企业卡位那些未被充分满足的市场、服务那些未被充分满足的用户。未来, 三四线城市是最具消费空间的市场, 新生代客群是最具消费潜力的人群, 此外, 本地化消费需求增多、多样化消费需求兴起的趋势也越来越明显。因此, 谁能够最快速地、最具成本效益地实现向低线城市下沉、吸引年轻化客群、向本地市场倾斜、满足多样化需求, 谁就能从 OTA 下半场之争中突围, 最先享受 OTA 行业增长红利。

图表 41: 在线酒店预订用户群体分城市层级划分



资料来源: Trustdata, 国盛证券研究所

图表 42: 不同级别城市 18Q2 在线酒店预订月均 MAU 数量

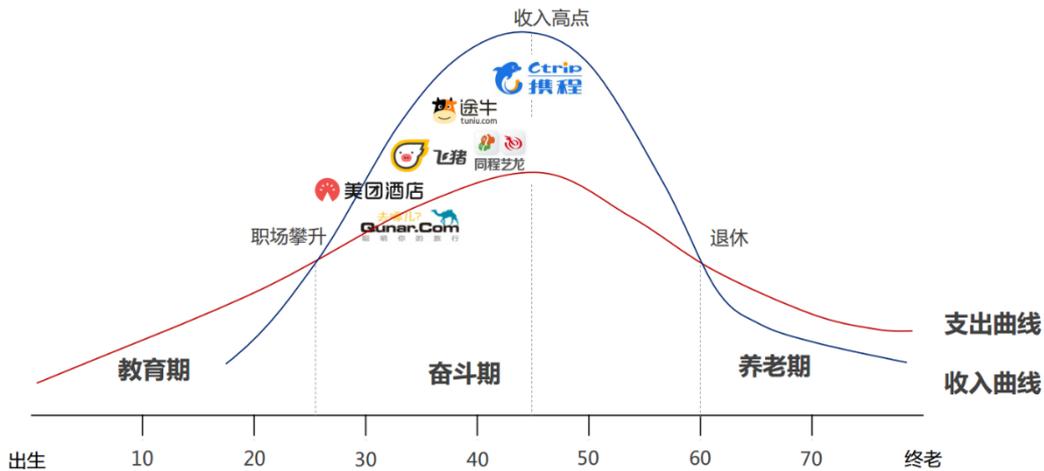


资料来源: Trustdata, 国盛证券研究所

低线城市需求崛起, 成为 OTA 下半场之争的主战场。一二线城市在线旅游渗透率逐渐进入稳态, 其用户增长也逐渐趋缓, 而三四线城市处于渗透率提升、用户增长的高成长阶段, 过去一年 OTA 酒店预订低线用户占比从 43% 提升至 50%, 低线城市需求崛起。因此, 三四线城市成为 OTA 下半场之争的主要战场, 美团具备先占优势且交叉获客优势

明显，携程也在加速布局并有望通过线下店实现低成本获客。

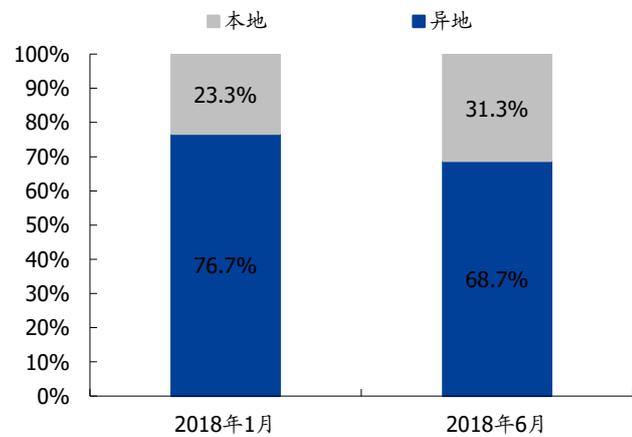
图表 43: 在线酒店预订用户群体分年龄层级划分



资料来源: Trustdata, 国盛证券研究所

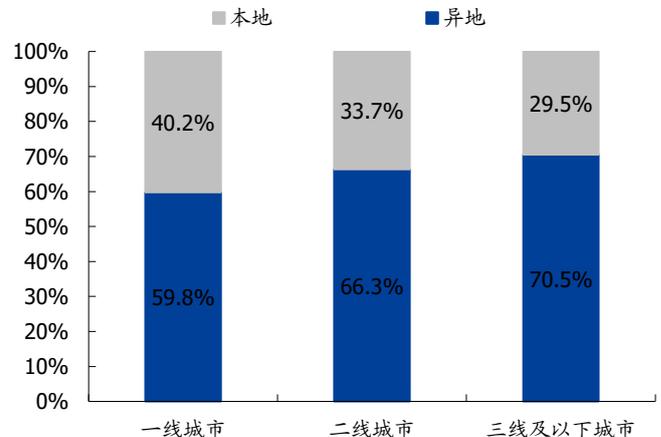
年轻客群正在成长，未来将是 OTA 市场的消费主力。30-45 岁是我国最核心的高支柱型消费群体，携程深耕的是这一群体，当前消费能力最强；25-30 岁是我国最好的高潜型消费群体，美团深耕的是这类群体，消费能力尚未到顶。随着代际更替，大约 3-5 年后，二三十岁的年轻客群将成长为 OTA 市场的消费主力，因此，现在就培育这些人并争取其几年之后成为忠诚客户，是各 OTA 的竞争重点。携程加强对年轻用户的覆盖，过去几年 29 岁以下占比从 30% 升至近 50%，美团年轻客群崛起，过去 3 年其酒店消费的每间夜交易额增长接近 40%，此外，飞猪五星酒店 90 后的预订用户占比已经超 1/4。

图表 44: 在线酒店预订本异地区域划分



资料来源: Trustdata, 国盛证券研究所

图表 45: 不同级别城市在线酒店预订本异地区域划分



资料来源: Trustdata, 国盛证券研究所

本地市场需求提升，OTA 消费正向本异地场景并举转移。随着年轻情侣相聚需求及本地用户周边游需求持续增加，OTA 酒店预订从过去的异地预订为主向本异地场景并举转移，截至 18Q2 本地酒店预订占比提升至 31.3%，一线城市本地预订占比已经超 40%。主打本地生活服务的美团在本地酒店预订市场占据优势，易于实现“酒店+餐饮”等的配套服务。携程去年就上线了“玩转当地”频道，未来也将持续发展本地化战略。

此外，住宿需求日益多样，民宿为 OTA 带来了增量房源。随着消费者的住宿需求更加多样化，共享住宿逐渐流行，民宿为 OTA 提供了越来越多的房源，而且民宿对 OTA 的依赖度更高。目前各大 OTA 纷纷发力非标住宿，携程入股了民宿品牌途家、美团上线了民宿品牌榛果、飞猪接入了小猪短租房源。未来能够紧抓用户需求，拥有数量更庞大、类型更丰富的房源的 OTA 企业将获得更快的增长。

行业下半场之争中，美团加速破局的机会何在？携程再辟疆土的困境和转机是什么？为明确低线城市争夺中双方竞争力的差异，我们对美团和携程酒店预订业务的单客用户价值进行了测算和比较，结果发现美团更胜一筹、携程阻力不小。

图表 46: 美团与携程单客酒店盈利预测

单客盈利预测	美团-低端	携程-低端	携程-高端	携程-线下	相关假设推演
每晚房间单价(元)	180	205	420	205	美团为披露的综合房价(低端市场平均),携程为假设的分层房价(便于对比)
× 每单预订间夜(晚)	1.5	1.5	1.5	1.5	假设美团和携程无差异,均为1.5晚/单
= 单次交易金额(元)	270	308	630	308	
× 变现率	7.5%	8.0%	11.5%	8.0%	根据美团和携程2017年变现率估计
= 单次佣金收入(元)	20	25	72	25	
× 交易频次(次)	3.25	3.25	3.25	3.25	假设顾客留存周期2年,2年后换新手机
(第1年频次)	2	2	2	2	假设美团和携程无差异,首年频次2次
(第2年频次)	1.25	1.25	1.25	1.25	假设第二年频次2.5次,但留存率仅50%
= 单客佣金收入(元)	66	80	235	80	
- 单客获客成本(元)	16	80	80	50	假设携程移动端获客成本80元,美团为携程的20%,携程线下获客成本40元,但80%才是新客
= 单客用户价值(元)	50	0	155	30	(该测算未考虑获客之外的其他支出)
单客毛利润率	76%	0%	66%	37%	等于单客用户价值除以单客佣金收入

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

注:不考虑客户每单间夜量及每年交易频次差异,未考虑获客之外其他成本费用(考虑后携程低端酒店佣金收入不能覆盖全部成本费用)

针对低端酒店市场的假设与结果:假设美团和携程在单客消费频次、留存周期等方面不存在差异,影响单客佣金收入的只是房间单价和变现率,假设携程两方面均略高于美团。由此推算美团和携程单客佣金收入分别为66元和80元,差别并不大。双方的差别在于单客获客成本,假设携程APP获客需80元/人,美团80%客源均为平台导流,故其实际获客仅需携程的20%即16元/人;假设携程线下获客需40元/人,有80%是线下新客,则其实际获客需50元/人。单客佣金收入减获客成本即为单客用户价值,由此推算美团用户价值50元,携程线上和线下用户价值分别为0元和30元。

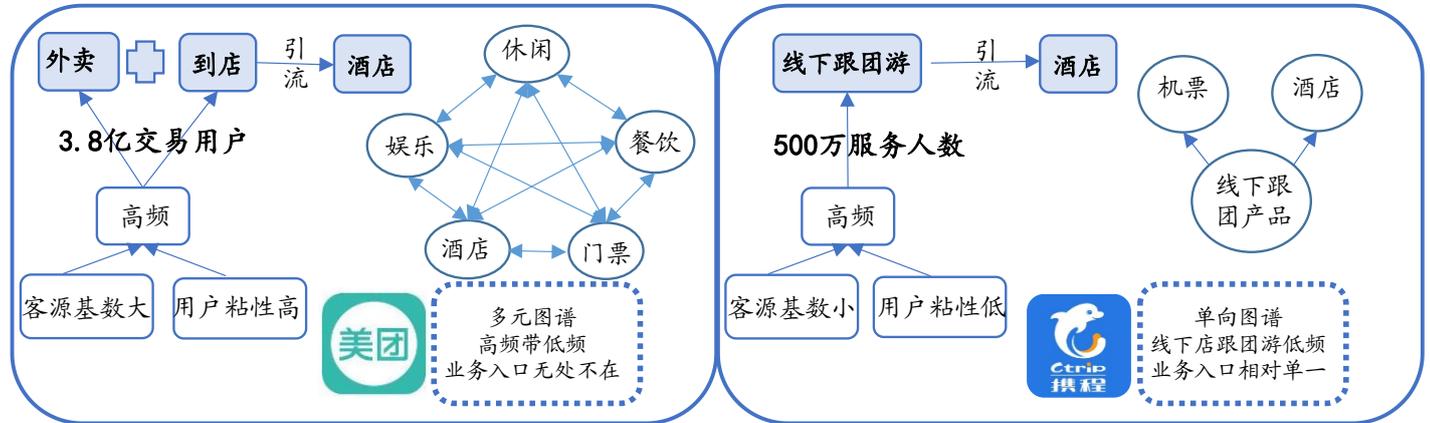
低端酒店的特点是房价低、抽佣率低,导致OTA佣金收入更低,如不能压缩获客成本,就可能出现佣金收入不能覆盖获客成本的现象,这时OTA新客的用户价值将出现负值。低端酒店客房单价往往不到中高端酒店的一半,且抽佣率往往更低,因此,OTA在低端酒店的佣金收入可能只有中高端酒店的1/3。携程为例,以2年为周期的单客佣金收入中高端酒店达到235元、低端酒店只有80元,因此,开拓低端酒店较之前开拓中高端酒店,对获客成本的压缩提出了更高的要求。若携程APP获客成本80元,中高端酒店还有155元的用户价值结余,低端酒店基本没有结余,再考虑其他支出,就会入不敷出。所以,低端酒店市场更容易出现OTA新客的用户价值为负的现象。

美团加速破局的机会来自交叉获客优势,高频可为低频导流、低频可为高频创收。美团酒店线上获客成本仅为携程的1/5,低端酒店也能实现充分盈利。一方面,美团高频的外卖和到店业务持续为低频的酒店业务导流,流量资源丰富、成本仍可压缩;一方面,美团低频的酒店业务可带动美食、娱乐等品类的交叉销售,以“酒店+餐饮”、“酒店+门票”、“酒店+婚宴”等形式打包销售。究其根本,美团交叉获客优势来自于集团在本地生活服务领域的深耕,积累了3亿多高粘性用户,可为酒店在内的多业务输送流量。

携程面临的困境是APP获客成本高企,潜在的转机是通过拓展线下加盟店降获客成本。OTA整体面临一线城市渗透率较高、低线城市认知度不足的情况,因此,OTA移动获客

成本高企，携程也不例外，导致低端酒店业务难以盈利。携程谋求转机，通过拓展线下加盟店降低获客成本，其成本大概是 APP 的一半，这样就能实现低端酒店业务的盈利。线下加盟店作用：一是品牌卡位，“旅游出发地形象店”扩大了携程在低线城市的品牌知名度；二是区位卡位，“旅游目的地门店”保证了携程在热门城市的有效客源。从 16 年投资百事通到 17 年发力线下店、18 年加盟店近 8000 家，携程的获客途径正发生改变。

图表 47: 美团与携程新客的导流来源



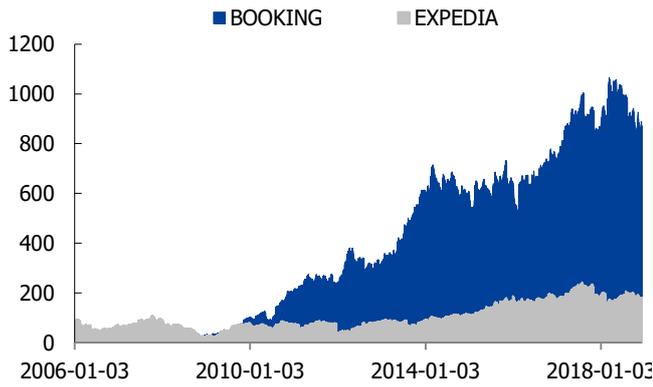
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

本质上看，美团酒店新客来自线上更高频的外卖和到店的引流，携程酒店新客来自线下更低频的跟团游业务的引流，客源基数及其粘性均有不同，长期获客优势携程不敌美团。美团酒店仍可享受高频业务线上引流，客源基数大（平台有 3.8 亿交易用户）、用户粘性强，长期获客优势明显。携程酒店只能依托经营低频跟团游业务为主的加盟店进行线下引流，客群基础弱（门店有 500 万年服务人数）、用户粘性差，目前销售非跟团游产品的门店只占 14%，未来更低频的跟团游用户能否大量转化为忠诚的酒店预订用户，还没有准确的答案，因此，携程长期获客优势不敌美团。

四、海外龙头对标：欧洲酒店代理商 BOOKING 的崛起

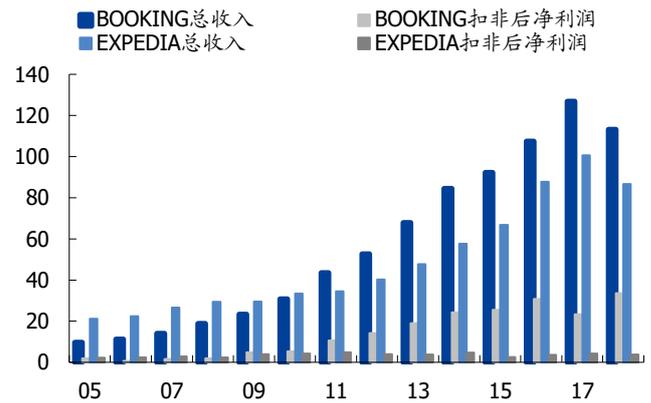
BOOKING（原名 PRICELINE，2018 年更名）是一家在线旅游预订企业，主要提供旅游服务预订及个人财务相关服务。PRICELINE 于 1997 年在美国创立、1999 年在纳斯达克上市、2004 年起展开全球范围内的投资并购，2010 年超越另一巨头 Expedia 成为全球第一大 OTA 巨头，目前总市值近 900 亿美金、年营收超 100 亿美金。

图表 48: 2006-2018 年 BOOKING 与 EXPEDIA 市值 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 2005-2018Q1-3 年 BOOKING 与 EXPEDIA 业绩 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

BOOKING 过去 13 年 (05-18 年) 市值 CAGR 42%，过去 12 年 (05-17 年) 营收/扣非净利 CAGR 分别为 24%/23%，是增速最快的 OTA 企业。同期 Expedia 市值 CAGR 6%，营收/扣非净利 CAGR 分别为 14%/5%，已经明显落后于 BOOKING。

图表 50: 公司旗下六大品牌

子品牌名称	开展时间	主要业务及其覆盖区域	发展现状
Priceline.com	1997 年成立	机票、酒店、租车、包价旅游产品、邮轮等；从美国拓展至全球	成立以来，共完成 1 亿次预订；为用户节 100 亿美元
Booking.com	2005 年收购	住宿（包括酒店、B&B、公寓、别墅等）；从欧洲拓展至全球	每 24 小时时间夜量达 150 万；收获 1.7 亿次用户点评；覆盖 230 个国家和地区的 206.5 万家酒店及民宿，拥有 2906 万个房源，是集团最主要的盈利品牌
Agoda.com	2007 年收购	住宿；从亚洲拓展至全球	拥有 1800 万用户；收获 1500 万次用户点评；覆盖 37000 个城市，超过 92.5 万家酒店住宿加盟
Rentalcars.com	2010 年收购	租车；触及全球	全球最大的在线汽车租赁公司；覆盖 163 个国家和地区，与 900 多家公司合作；收获 350 万次用户点评
KAYAK	2013 年收购	元搜索引擎；触及全球	年搜索量达 20 亿；覆盖 60 多个国家和地区
OpenTable	2014 年收购	订餐；触及全球	每月服务 2400 万顾客；收获超 6000 万次用户点评；与超过 43000 万家餐厅合作

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

BOOKING 集团旗下拥有六大主要子品牌 Booking/Priceline/KAYAK/Agoda/Rentalcars/OpenTable, 囊括机酒、旅游套餐、租车、订餐等旅游服务的预订业务, 并触达全球市场。其中, Booking 主营欧洲酒店代理预订业务, 是整个集团最主要的盈利来源。

图表 51: 公司全球化的投资并购

时间	内容	总部
2004	收购旅馆订房网站 travel.com 的 71.4% 的股权, 在 travelweb 持股增至 85.7%	美国
	以 1.61 亿美元收购英国在线酒店预订服务公司 ActiveHotels	英国
2005	以 1.33 亿美元收购了荷兰的酒店预订网站 Booking, 此后将 ActiveHotels 和 Bookings 整合为 Booking.com	荷兰
2007	收购了亚洲曼谷和新加坡的在线酒店预订公司 Agoda	泰国
2010	收购了英国曼彻斯特的租车网站 TravelJigsaw, 并将其重组为 Rentalcars.com	英国
2012	以 18 亿美元收购旅游搜索引擎 Kayak, 强化在旅游垂直搜索领域的业务拓展	美国
2014	以 26 亿美元收购网上点餐平台 OpenTable	美国
	以 5 亿美元投资在线旅游企业携程	中国
2015	收购了酒店管理定价系统 PriceMatch	法国
	作价 2000 万美元收购订酒店送航空里程的 Rocketmiles	美国
	先后以 2.5 亿美元、5 亿美元投资携程	中国
	以 6000 万美元入股巴西 OTA——HotelUrbano; 2016 年又退出投资	巴西
2016	收购澳大利亚的订餐平台 ASDigital	澳大利亚
	收购中国台湾创业公司 Woomo, 并转移至泰国曼谷	中国/泰国
2017	以 5.56 亿美元收购英国元搜索网站领导品牌 Momondo	英国
	以 4.5 亿美元投资美团点评	中国
2018	以 5 亿美元投资滴滴出行	中国

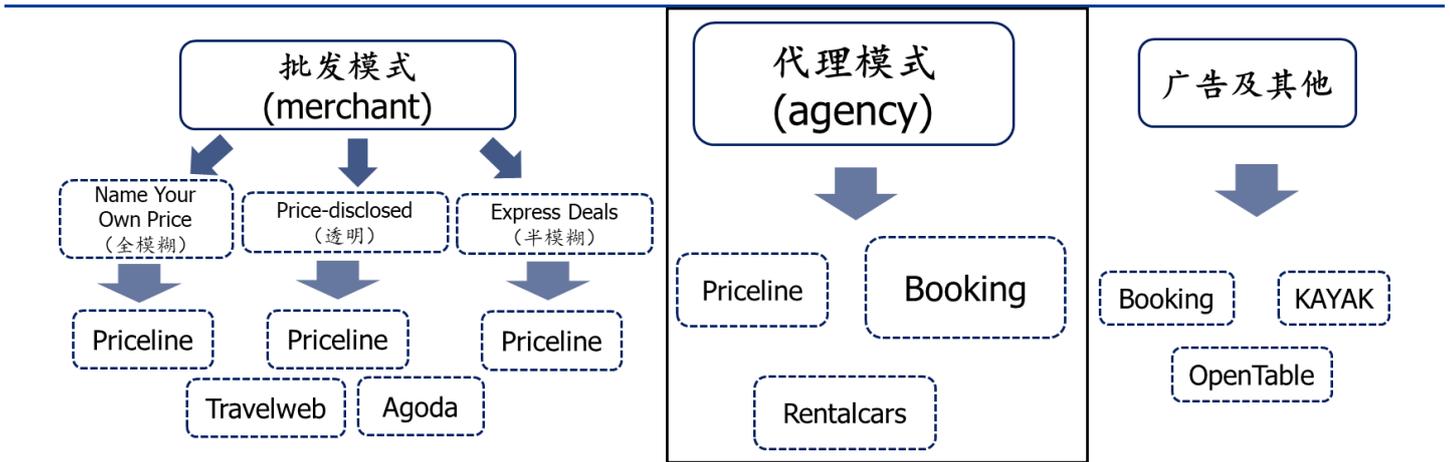
资料来源: 公司官网 品橙旅游, 国盛证券研究所

公司通过全球化的并购拿下重要子品牌, 并实现全球市场扩张。2004 年 Priceline 收购英国酒店预订平台 ActiveHotels, 2005 年收购荷兰酒店预订网站 Bookings, 之后公司将二者整合为 Booking.com, Booking 便成为欧洲最大的在线旅游网站。2014 年起, 公司又先后投资携程、美团点评和滴滴出行, 从旅游、餐饮和出行多角度切入中国 OTA 市场。

无论收购还是经营, **BOOKING** 都恰当选择了最适合的模式、最优质的赛道、最广阔的市场, 使其一路赶超, 成为全球 OTA 霸主, 其成功也为中国 OTA 的发展提供了借鉴。总结下来, 启示有三: 一是要选择契合市场发展阶段的商业模式, 代理模式迎合了 OTA 快速斩获消费者和商家流量的需求, 是当前阶段的主流模式; 二是要选择变现能力更强的细分领域, 酒店集中度更低、变现率更高, 是最好的变现领域; 三是要选择发展空间更大的区域市场, 欧洲线上化率晚于美国、且酒店业较美国分散, 是最好的 OTA 市场。

1、商业模式: 采取代理模式快速扩张版图

图表 52: 公司主要商业模式

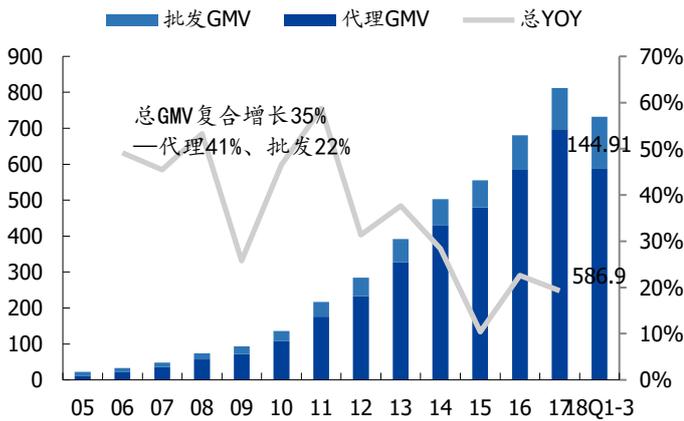


资料来源: 公司公告 新财富杂志, 国盛证券研究所

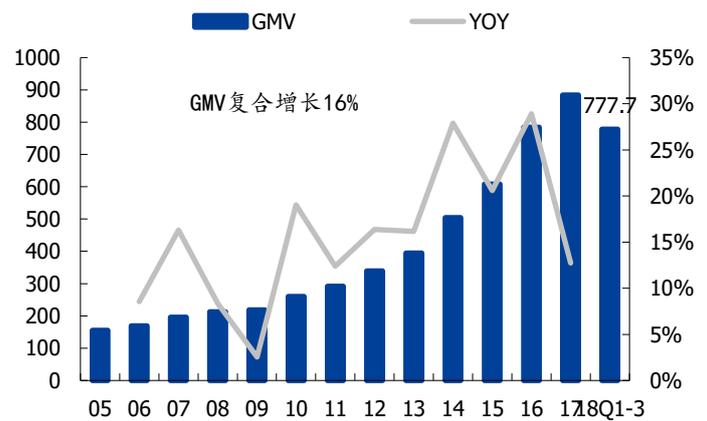
BOOKING 商业模式历经批发模式向代理模式转变, 迎合 OTA 快速发展期的市场需求。 PRICELINE 最初以“NYOP 全模糊竞价”为基础的批发模式闻名, 它契合了消费者省钱和供应商处理库存的需求。但随着顾客对预订便捷化的需求提高, 加上供应商议价能力加强, NYOP 模式增长放缓。2005 年收购 Booking 后, 公司就加大代理模式业务拓展, 以方便消费者预订并加速酒店资源拓展, 迎合 OTA 快速发展期的市场需求。而 Expedia 直至 2008 年才意识到代理业务在欧洲的巨大市场, 并收购当地酒店代理品牌 Venere。

图表 53: Booking 集团 GMV

图表 54: Expedia 集团 GMV



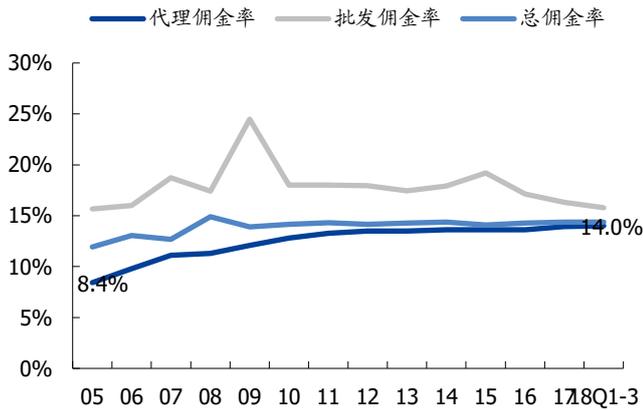
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

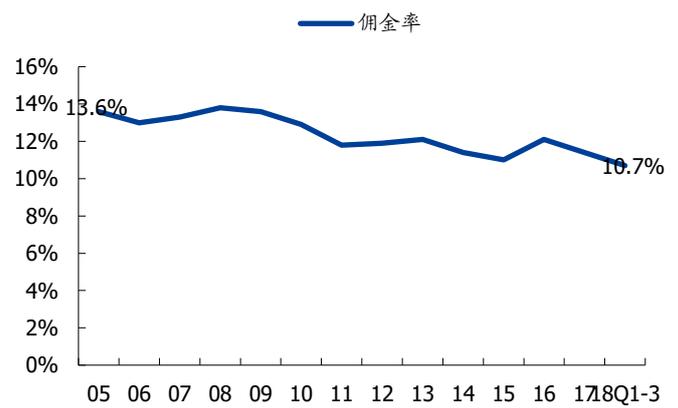
BOOKING 代理模式扩张版图, 05-17 年总 GMV 复合增速是 Expedia 的 2 倍以上。 BOOKING 05-17 年代理业务 GMV 复合增长 41%、批发业务 GMV 复合增长 22%, 总 GMV 复合增长 35%, 代理模式 GMV 贡献超 80%。而同期 Expedia 总 GMV 复合增长仅 16%, 以批发为主的业务模式扩张速度明显不及 BOOKING。正是由于代理模式对消费者和商家更友好, 消费者无需预付、选择性多, 商家可以自主定价、自主管理, 代理成为了 OTA 快速发展时期的主流商业模式, BOOKING 依靠代理模式实现了版图的快速扩张。

图表 55: Booking 集团佣金率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: Expedia 集团佣金率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

而且 **BOOKING** 代理模式佣金率持续上行, **05-18** 年代理佣金率提升 **5.6** 个点至 **14%**。一般代理佣金率不及批发, 但代理业务扩张、代理规模庞大后, OTA 话语权增强, 代理佣金率提升也是必然。随着代理 GMV 快速上行, **BOOKING** 代理佣金率持续提升, 从 **05** 年 **8.4%** 提升 **5.6** 个点至 **18** 年 **14.0%**, 总佣金率达到 **14.4%**。相较之下, **Expedia** 规模扩张不及 **BOOKING**, 加上品牌相对分散, 佣金率 **05-18** 年反而下行 **2.9** 个点至 **10.7%**。

2、细分子领域: 专注变现率最高的酒店代理

图表 57: 欧美航司纷纷下调佣金率

国家	航空公司	时间	国内机票佣金率
美国	Delta	2002	0%
芬兰	Finnair	2003	0%
丹麦	KLM	2003	0%
俄罗斯	Aeroflot Russian Airlines	2004	0%
德国	Lufthansa	2004	0%
法国	Air France	2005	0%
英国	British Airways	2005	0%
比利时	SNBrussels Airlines	2005	0%
罗马尼亚	Tarom	2006	1%
西班牙	Iberia	2007	0.4%

资料来源: Amadeus, 国盛证券研究所

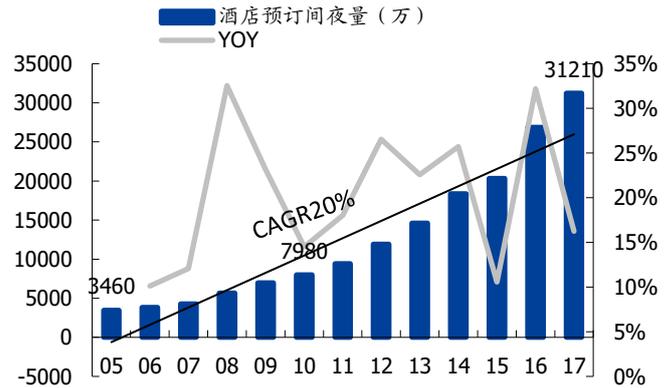
欧美航司代理佣金率低, **21** 世纪初, 欧美航司纷纷下调佣金率, **OTA** 机票变现空间被挤压。**21** 世纪以来, 随着欧美航司整体成本上行, 各大航司开始压缩分销代理成本, 导致 **OTA** 的机票代理佣金率几近为 **0**, 同时航司加大在线直销拓展, 也使 **OTA** 向客户加收服务费抬价格变得困难。

图表 58: BOOKING 05-17 年酒店预订间夜量复合增长 40%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

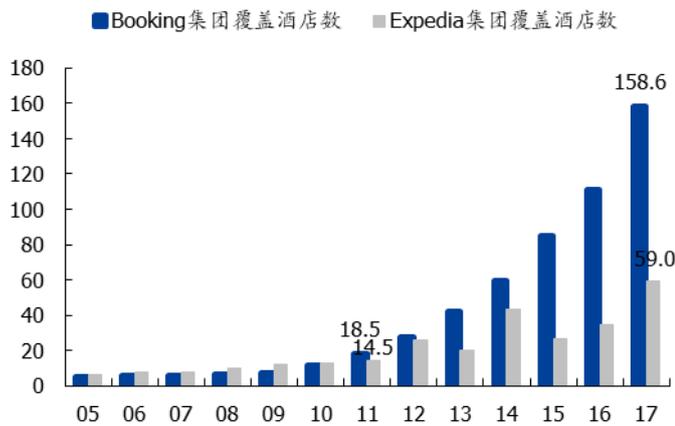
图表 59: EXPEDIA 05-17 年酒店预订间夜量复合增长 20%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

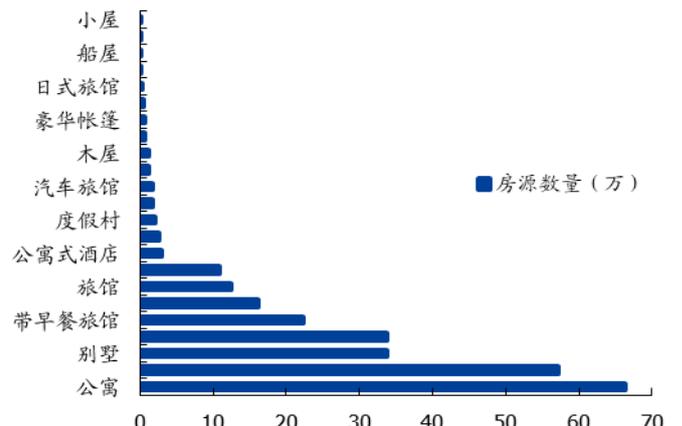
Booking 专注酒店代理, 锁定变现率最高的交易入口。酒店市场可变现的空间高于交通, 佣金率保持在 15%-20%。BOOKING 各品牌实行的是垂直化定位, 主品牌 Booking.com 专注酒店代理, 与国内综合类 OTA 大打价格战、返现战不同, Booking 专注于技术提升和服务改善, 保证花出去的广告费能带来有效的转化率, 受益于此, 集团整体 05-17 年酒店预订年间夜量从 1180 万增至 6.73 亿, 复合增速达 40%。而 Expedia 集团 05-17 年酒店预订年间夜量从 3460 万增至 3.12 亿, 复合增速仅 20%, 由于各品牌相对分散, 及集团对欧洲市场和代理模式重视不够, 导致酒店预订间夜量 2010 年被 BOOKING 反超。

图表 60: 2005-2017 年 Booking 和 Expedia 集团覆盖酒店数量 (万)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 61: 目前 Booking 不同住宿类型数量



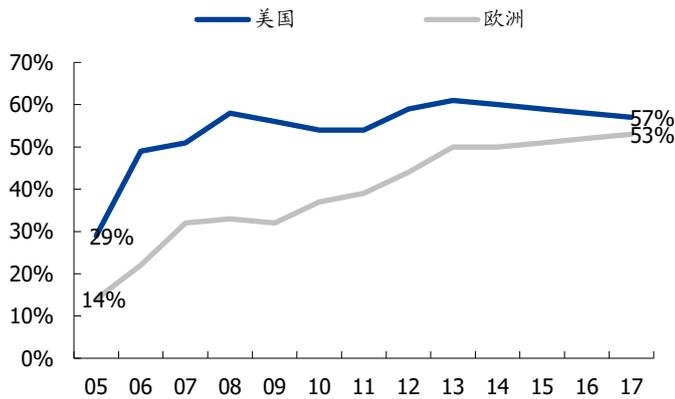
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

BOOKING 快速扩张全球房源, B 端资源累积优势日益明显, 赶超对手并持续拉开差距。2010 年以前, BOOKING 与 Expedia 覆盖酒店数差距不大, 但 BOOKING 欧洲酒店资源早已领先于 Expedia, 此后, BOOKING 全球酒店资源持续超越 Expedia, 11 年二者分别有 18.5、14.5 万家合作酒店, 到 17 年二者分别有 158.6 万、59 万家。BOOKING 通过 Booking.com 主攻欧洲、通过 Agoda 主攻亚太, 持续拓展全球标准化和非标住宿资源, 为集团建立了 B 端资源累积优势。而 Expedia 品牌相对分散, 酒店资源拓展力明显逊色。

此外, BOOKING 更友好的用户触达和更完善的用户体验, 为酒店业务的发展提供保障。Booking 率先改变 Expedia 的预付模式, 为用户节约 2%-3% 的信用卡手续费, 实现欧洲市场的迅速扩张。而且, 公司不断创新产品、持续改善用户体验, 2015 年推出 Uner, 利用 GPS 定位推荐附近低价酒店, 2018 年初将租车业务合并到 Booking.com 中, 打通酒店预订与地面出行全服务链条, 为酒店业务的发展提供了保障。

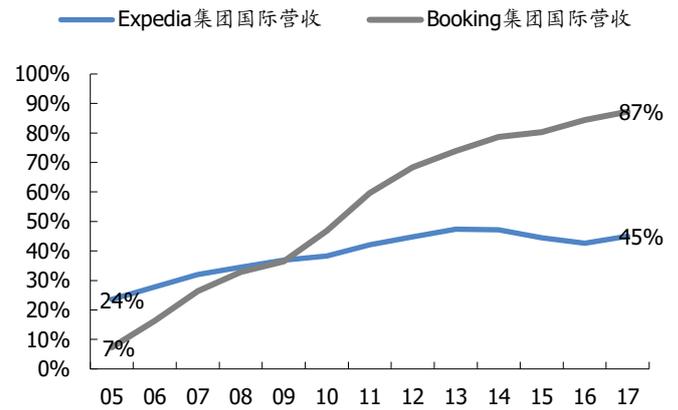
3、全球市场布局：卡位 OTA 的沃土—欧洲市场

图表 62: 2005-2017 年美国 and 欧洲在线旅游渗透率



资料来源: phocuswright, 国盛证券研究所

图表 63: 2005-2017 年 Booking 和 Expedia 集团国际营收占比

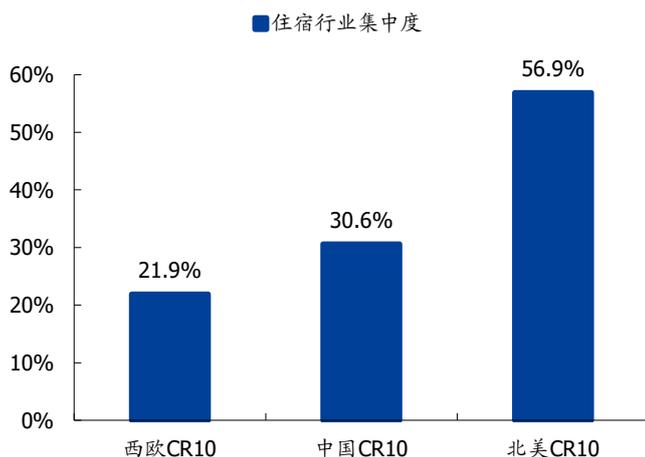


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

Booking 集团率先卡位欧洲市场，受益欧洲在线渗透率的提升，国际化发展突飞猛进。美国 OTA 发展在先，21 世纪初增速有所放缓，此时，欧洲 OTA 发展刚刚起步，互联网普及率和在线旅游渗透率较美国相比仍有很大空间，Priceline 瞄准这一机会，2005 年起以收购整合后的 Booking.com 率先卡位欧洲 OTA 酒店市场。随着 05-17 年欧洲在线旅游渗透率从 10%+ 上升至 50%+，Booking 集团以欧洲为首要市场的国际化发展突飞猛进，国际 GMV 占比从 30%-40% 提升至 80%-90%、国际营收占比从 7% 提升至 87%。

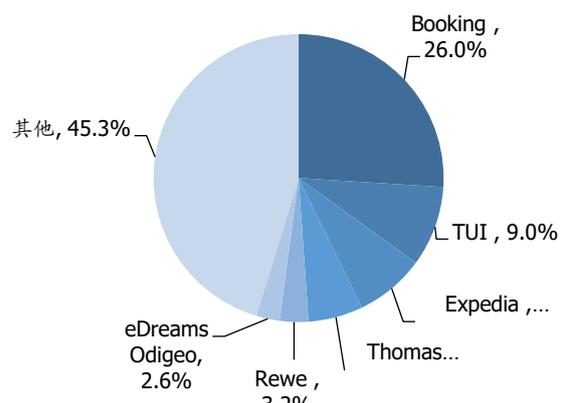
相较之下，Expedia 集团未能集中火力攻占欧洲市场，国际化推进力度有进一步待加强。Expedia 集团早期以内生增长在欧洲站稳脚跟，但相应子品牌 Expedia, Hotels.com 和 TripAdvisor 全未专攻欧洲，2008 年收购欧洲酒店预订品牌 Venere 后，才加强欧洲市场开拓，这时 Booking 已经迎头赶上，2011 年才将增长战略从 ‘Global reach’ 变为 ‘Global expansion’ 并提出国际营收占比过半的目标，这时 Booking 集团国际营收占比已有 60%。Expedia 未能在欧洲 OTA 发展黄金期集中火力攻占市场，延缓了国际化推进步伐。

图表 64: 2018 年不同国家和地区住宿行业集中度



资料来源: 欧睿国际, 国盛证券研究所

图表 65: 2018 年西欧旅游媒介市场竞争格局



资料来源: 欧睿国际, 国盛证券研究所

欧洲住宿市场集中度最低，为 OTA 的成长提供沃土，并孕育出全球最大的 OTA 企业。欧洲、北美旅游产值的全球占比基本相当，分别为 27%、25%，但欧洲孕育了全球最大的 OTA 企业，这主要和欧洲住宿市场格局有关。西欧住宿行业 CR10 仅 22%，住宿市场分散、单体酒店偏多，这些酒店难以独自承担线上获客成本，为 OTA 的盈利整合提供空间。而美国酒店的 CR10 达 57%，酒店集团线上自营能力强，OTA 可发挥的作用更小，

因此，欧洲是最好的 OTA 市场，旅游媒介 CR10 西欧是 62%，高于北美 47% 的集中度。

BOOKING 紧抓欧洲市场机遇、快速整合欧洲单体酒店资源，迄今欧洲市占率遥遥领先。 BOOKING 整合欧洲分散的 B 端酒店资源，进行平台式集中代理，统筹广告支出和技术支持，实现酒店运管规模化，同时聚拢越来越多的 C 端旅客流量，与 B 端资源增长形成良性循环，逐渐超越传统旅行社巨头 TUI 和 OTA 巨头 Expedia，迄今为止市占率达 26% 遥遥领先。未来集团将复制欧洲市场的成功经验，不断拓展包括中国在内的亚太市场。

携程为首的国内 OTA 面临企业形象变差的危机，**BOOKING 告诉我们要保持对消费者和商家的友好，选择最容易被接受的商业模式。** 国内外 OTA 都面临机票代理佣金率下降的情形，国外 OTA 选择明码标价、收取合理的服务费，而国内 OTA 选择抬高退改签费用、强加增值服务费用，因此屡遭投诉。借鉴 BOOKING 经验，我国 OTA 仍在成长路上。

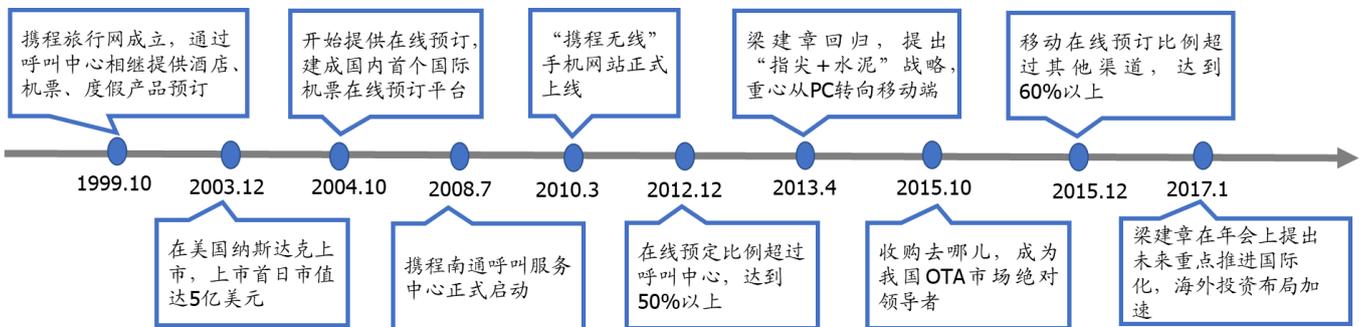
此外，国内 OTA 也纷纷拓展变现率最高的酒店版图，但围绕在侧的更多是对手和竞争，**BOOKING 告诉我们真正专注酒店业务需要专注用户和商家，通过改造产品、赋能商家提升价值传递流程的附加值。**

最后，携程领衔的国内 OTA 也已逐渐拓展海外市场，谋求更大的发展空间，**BOOKING 告诉我们真正的国际化不是分散的国际化，而是抓住那些最具潜力的市场，通过本地化持续深耕，在当地市场站稳脚跟，为集团业务贡献增长。**

五、重点公司分析：携程、同程艺龙、飞猪、美团点评

1、携程：第一大综合类 OTA，“走出去”与“沉下去”并举

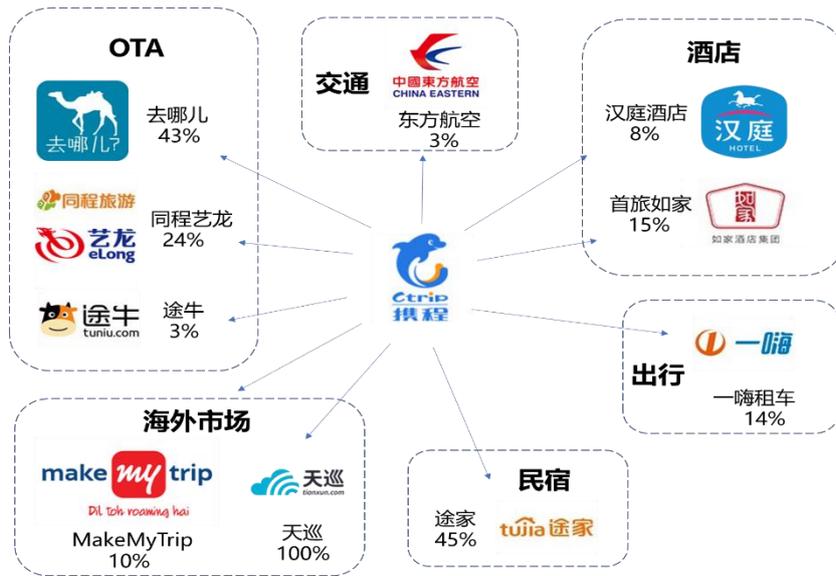
图表 66: 携程大事记



资料来源：公司公告 公司官网，国盛证券研究所

携程是我国最大的 OTA 企业，以机酒业务为核心拓展至旅行全服务。携程 1999 年成立、2003 年上市，是我国第一大和世界前三大 OTA 企业。作为传统综合类 OTA 厂商，携程最早以酒店和机票预订起家，发展至今，业务已覆盖酒店预订、机票预订、旅游度假、商旅管理及旅游资讯在内的全方位旅行服务。

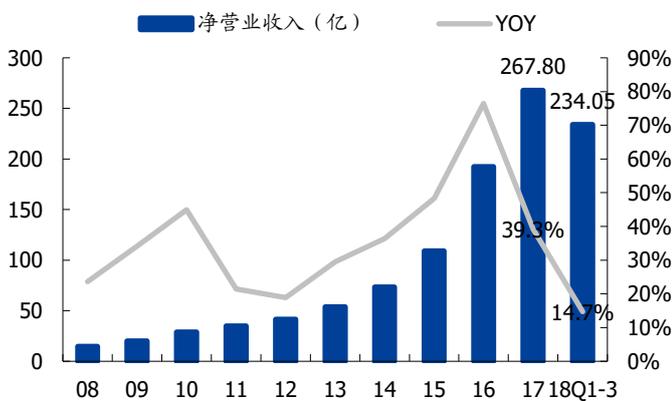
图表 67: 携程产业布局范围



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

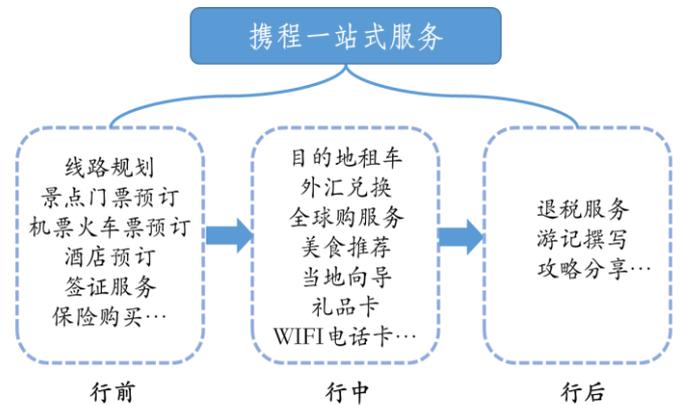
携程广泛布局旅游产业资源, 实现国内市场一统并向全球市场扩张。合并去哪儿及入股同程艺龙和途牛等 OTA 厂商, 携程实现了国内 OTA 市场一统天下局面。投资印度最大 OTA 平台 MakeMyTrip、收购英国知名票务平台天巡, 携程实现了向全球市场扩张。公司还陆续投资交通、酒店、出行、民宿等细分市场, 逐步向上下游产业链渗透。

图表 68: 携程历年营收情况 (去哪儿 16 年并表)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所 注: 营收为净佣金

图表 69: 携程一站式的旅行解决方案



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

公司交易额及净佣金均列行业之首, 一站式服务优势明显, 综合实力暂无人能及。携程 2017 年交易额 6000 亿、净佣金 268 亿, 业务体量远高于同行。而且, 携程占领了住宿和机票两大子市场第一的位置, 而每一个细分市场的第二名都不相同, 若从提供“住宿+出行”的“一键预订”这个角度来说, 携程并没有一个真正强大的串联式对手。携程一站式、全品类旅行服务具有明显的综合优势, 这正是携程综合实力的体现。

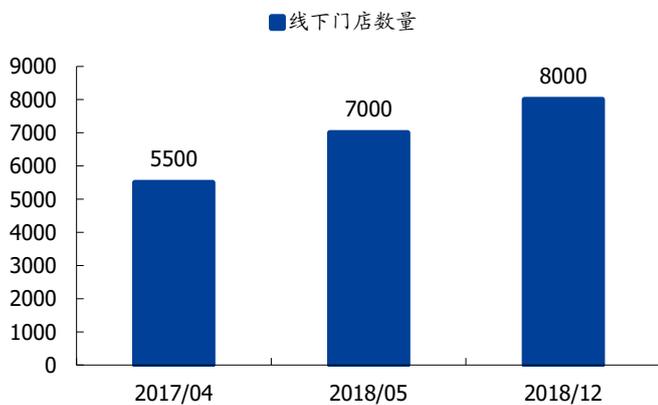
图表 70: 携程海外业务平台

时间	收购或创设品牌	主要目标市场	18Q3 发展情况	未来品牌定位
2016.11	收购欧洲元搜索引擎天巡 Skyscanner	欧洲市场（收入有63%来自 EMEA，亚太18%、美洲14%）	全球 MAU 同增 26%（MAU 数量 0.8-0.9 亿之间）、直接预订同增约 250%（占全球预订量的 10%左右）	全球主要的旅游比价搜索引擎之一
2017.11	收购国际社交旅游网站 Trip.com	亚太为主、兼顾其他（设立了日本、韩国、新加坡、香港分公司）	机票预订连续 8 个季度保持 3 位数的增长，设立亚洲首个非中国客服中心	机酒、度假等的一站式旅游服务平台

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

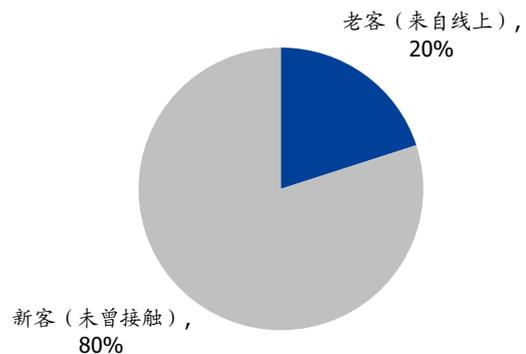
公司率先出海“走出去”，有望创造新增长点，扩大行业领先地位。随着国内格局渐稳，携程率先加速国际化步伐，16年、17年分别收购天巡、Trip.com，作为公司主营欧洲市场和亚太市场的平台。其中，天巡 9000 万月活数为携程拓展国际业务提供流量入口，Trip.com 机票预订业务连续 8 季保持 3 位数的增长。包括中国出境游和天巡在内，公司 17 年国际收入占比超 20%，据公司业绩说明会透露，未来目标是 5 年之内达 40%-50%。国际市场较国内空间更大，拓展国际业务有望创造新增长点，扩大公司行业领先地位。

图表 71: 携程旗下线下门店扩张进度



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 72: 携程旗下线下门店获客来源



资料来源: 公司官网 公开报道, 国盛证券研究所

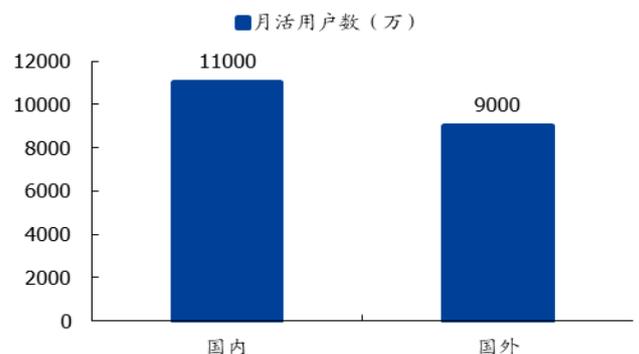
公司向低线城市“沉下去”，布局线下加盟店，实现了低成本卡位。随着一线城市增长放缓、线上获客成本高企，携程选择以拓展线下加盟店方式向低线城市扩张。公司 16 年战投百事通，17 年百事通 5500 家体验店落地，同时携程和去哪儿也加大门店扩张。截至 18 年 5 月携程、去哪儿、百事通门店共 7000 家，预计今年年底有望达 8000 家。目前线下店贡献较为有限，但公司借此实现了低成本卡位。线下门店获客成本仅为线上 APP 获客成本的一半，通过线下门店，公司收获了 80% 以上的新增客源。

图表 73: 携程资源覆盖范围

	境内	境外
覆盖酒店数量	50-60 万家	70-80 万家
覆盖航空范围	所有国内航司 220 多个国家和地区， 和 800 万条航线	320 多家国际航司 3600 个国际城市
公司呼叫中心	上海、南通等 9 个	爱丁堡、首尔、东京 3 个

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 74: 携程月活用户数量

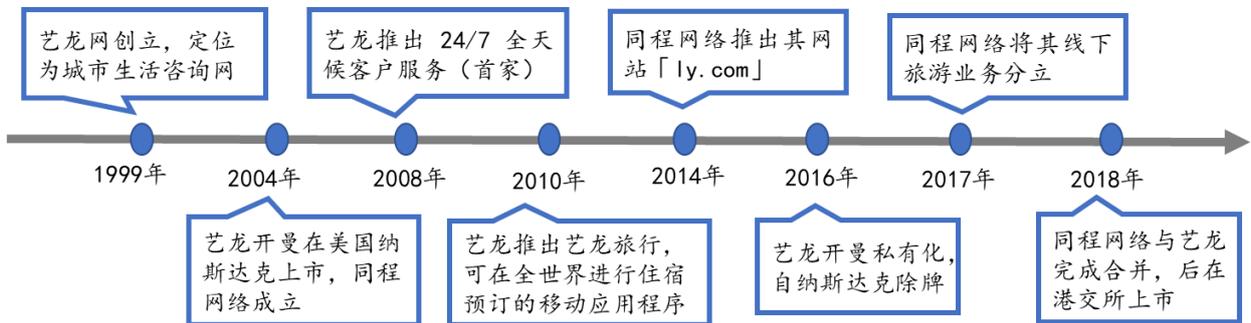


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

先发优势为携程积累了庞大的 **B 端资源** 和高粘性的 **C 端流量**，这是携程的护城河所在。
B 端资源最为庞大。携程是传统 OTA 龙头，经多年开拓和积累，迄今已覆盖 140 多万家酒店，其中高星酒店优势最为突出。由于酒店业不存在像航空业中航信这样的统一分销商，而且酒店业分散度更高、佣金率更高，因此，谁掌握了最多且最赚钱的酒店资源，谁就成为了 OTA 市场的老大，携程已然是当之无愧的老大。
C 端流量维持高粘性。能够与 B 端资源形成正向循环的，是 C 端流量。携程依靠上市后的资金实力打赢了国内各种流量争夺战，并通过收购天巡拓展国际用户，目前携程和去哪儿的国内月活数有 1.1 亿、天巡等国际月活有 9000 万。为保证服务体验、提升用户粘性，携程建有业内最多、覆盖最广的呼叫中心，这些呼叫中心确保用户的高使用粘性。携程用户一年 1 次的复购率在 40%-50%，公司总交易的 80% 均来自回头客。

2、同程艺龙：背靠大股东腾讯，发力小程序+转型 ITA

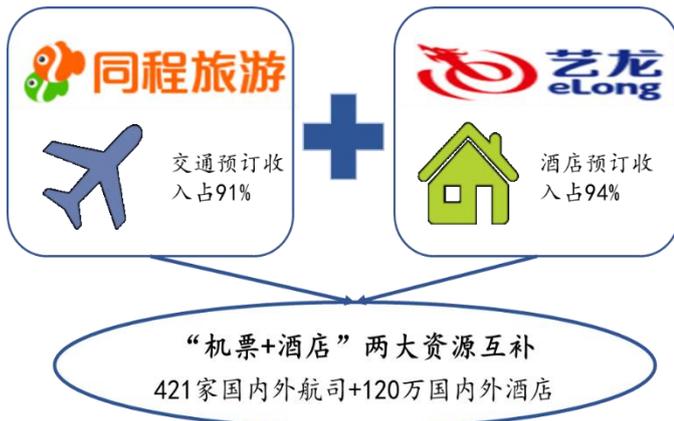
图表 75: 同程艺龙大事记



资料来源：公司公告 公司官网，国盛证券研究所

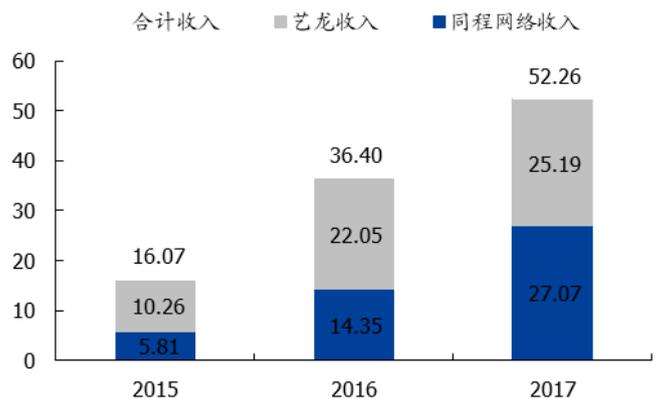
同程艺龙是我国成立最早的 OTA 企业之一，由同程和艺龙两大 OTA 厂商合并而成。1999 年艺龙成立并以酒店预订业务起家，2004 年同程网络成立并以网络名片分销起家，后又发展机票及门票预订业务。2017 年同程网络将其线下旅游业务分立，并最终在 2018 年与艺龙完成合并，成功登陆港股上市。

图表 76: 同程艺龙资源互补



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

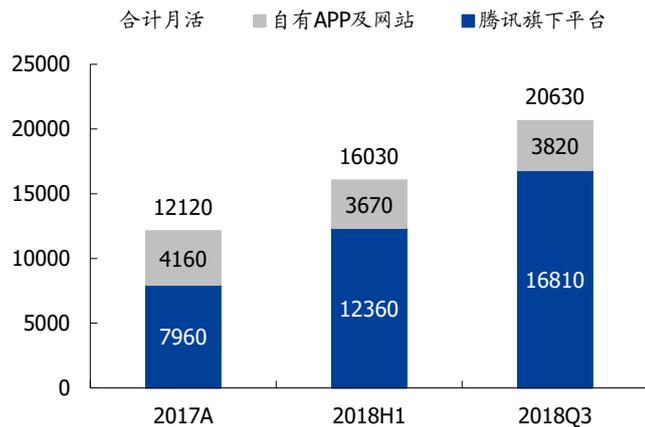
图表 77: 同程艺龙规模效应



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

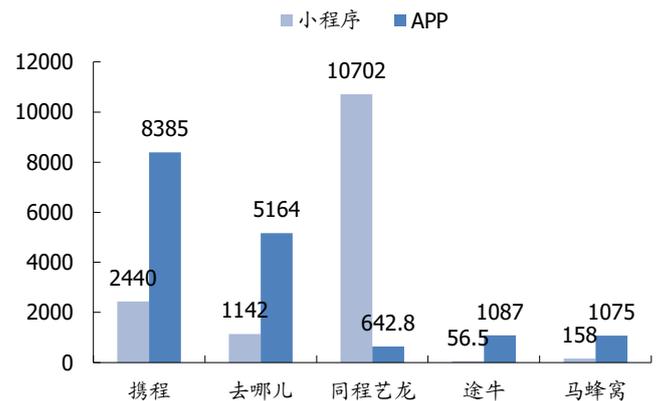
“同程+艺龙”实现资源互补、强化规模效应，巩固了 OTA 的市场地位。同程与艺龙的合并发挥了各自优势、实现了资源互补，同程 91% 收入均来自交通，艺龙 94% 收入均来自酒店，目前同程艺龙联合接入了国内外 421 家航司及 120 万酒店资源。同时，同程艺龙合并后成为我国第三大 OTA 企业，2017 年 GMV 超 1000 亿、总营收超 50 亿，未来有望通过技术开发和营销推广上的联合强化规模效应，进一步巩固 OTA 市场地位。

图表 78: 2017-2018Q3 同程艺龙月活用户分布(万)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 79: 2018H1 各大 OTA 月活用户分布 (万)



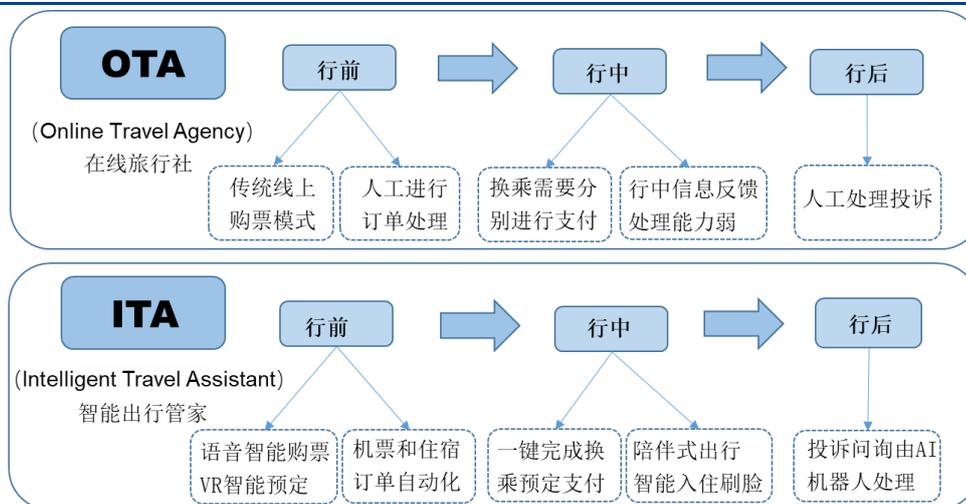
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

大股东腾讯流量加持, 同程艺龙发力小程序, 实现低成本规模化获客。

腾讯流量入口支持: 公司第一大股东腾讯微信月活近 11 亿、小程序月活破 6 亿, 把控巨额流量入口。同程及艺龙分别在 14 年 4 月、16 年 6 月独享微信钱包中火车票机票、酒店入口, 双方合并后于 17 年 12 月与腾讯重签协议, 再次获得微信九宫格火车票机票、酒店两个入口, 同时经营专有小程序。

同程艺龙低成本规模化获客: 18Q3 同程艺龙月活数 2.06 亿, 腾讯旗下平台贡献 81%, 18 年同程艺龙连续 3 个月登顶小程序全行业流量排行 TOP1。通过发力小程序, 公司低成本快速地获得规模化客源, 月活数甚至已超越携程。快速增长的月活用户数量为月付费用户数量的增加奠定基础, 15-17 年公司月付费用户数复合增长 100% 至 1560 万, 带动公司 GMV 和总营收分别复合增长 67% 和 80%。

图表 80: 同程艺龙从 OTA 向 ITA (Intelligence Travel Assistant) 的转型升级

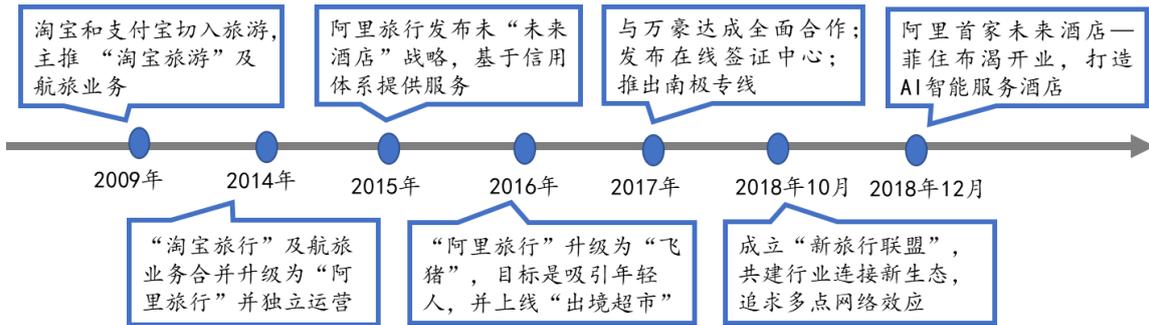


资料来源: 公司公告 公司官网, 国盛证券研究所

同程艺龙从 OTA 向 ITA 转型升级, 优化用户体验并提升自身运营效率。同程艺龙坚持技术优先战略, 小程序积累的上亿用户规模构成战略基础, IT 部门近 2000 名雇员提供技术保障。公司已实现业务端自动化, 94% 机票订单和 75% 住宿间夜均实现了自动处理, 未来将聚焦智能出行创新, 改造产业链和客户行为, 为客户提供全流程陪伴式管家服务, 实现从 OTA 向 ITA 的转型升级, 进一步优化用户体验并提升自身运营效率。

3、飞猪: 背靠阿里生态圈, 以平台化模式深耕 85 后用户

图表 81: 飞猪大事记



资料来源：公司公告 公司官网，国盛证券研究所

飞猪旅行前身是阿里旅行，以平台化模式打造旅游新生态。阿里最早介入旅游市场是在2009年，主推淘宝旅行及航旅服务，2014年二者合并升级后推出“阿里旅行”，2016年阿里旅行进一步升级为“飞猪”，作为非典型OTA，主要以平台化模式提供机票、民宿及旅游套餐等产品的预订，未来将通过“新旅行联盟”打造旅游新生态。

图表 82: 阿里对飞猪的生态支持



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

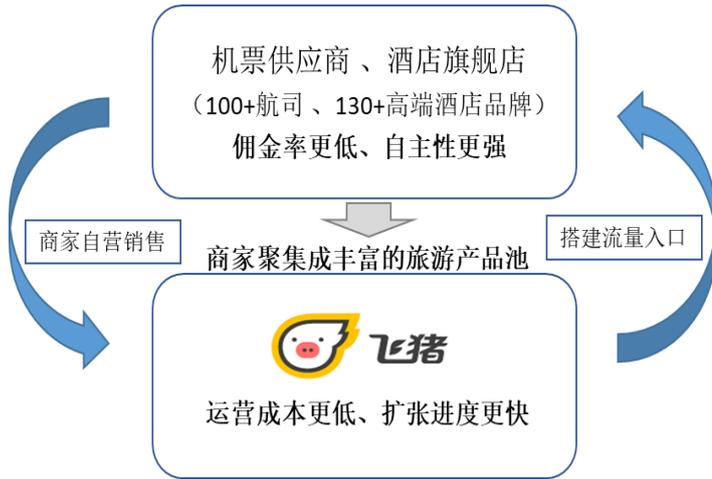
图表 83: 飞猪双 11 的战绩

年份	业绩
2016	全天交易总额达 21.7 亿元， 对应 680 万人次的出行 超过 50 个商家的成交额超过千万元
2017	机票总预订量 100 万张 高星酒店总预订量 50 万间夜 出境游销售超 110 万次 签证发放 15 万本
2018	购买旅行商品用户同比增长 30% 公务舱机票销售同比增长 300% 高星酒店总预订量超过 70 万间夜 超过 50 万人通过飞猪注册高星酒店会员

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

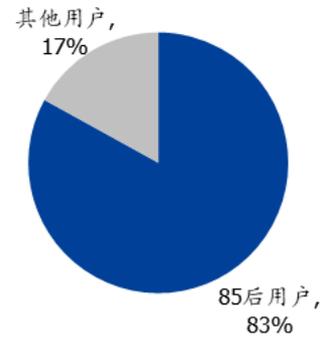
背靠阿里生态圈，飞猪获得从流量、支付到技术、体验等一系列支持。飞猪分别嵌入到淘天和支付宝的旅游消费频道，充分利用阿里的超级流量优势，此外也获得阿里云在内的多方面支持，为其快速扩张提供保障。从 16 年首次参与双 11，到 18 年双 11 的亮眼表现，飞猪成立 3 年以来，经历了快速增长，机票标品交易额跃居行业第二，高端酒店打折券业务发展迅猛。今年双 11 期间，购买旅行商品用户同比增长 30%，公务舱机票销售同比增长 300%，高星酒店总预订量超过 70 万间夜。

图表 84: 飞猪实行的淘宝平台模式



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 85: 2016年飞猪用户的年龄分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

飞猪实行差异化定位和错位竞争, 平台模式赋能商家, 主打年轻人出境游。

以淘宝平台模式赋能商家, 实现标品业务的快速扩张。与传统 OTA 代理抽佣的模式不同, 飞猪采取的是淘宝平台模式, 商家入驻后自行销售、佣金率更低, 飞猪只负责入口搭建, 运营成本更低。依靠这一模式, 飞猪实现机票标品和高端酒店打折券等业务的快速扩张。未来飞猪将通过新旅行联盟, 打破入驻开店 1.0 时代的单点合作, 进入商家间生态链接 2.0 时代的多点合作模式, 进一步做大平台化 OTA 业务。

上线出境游超市, 主打 85 后用户出境游。传统 OTA 培育出了一批忠诚的中年商旅用户, 后起之秀飞猪将服务目标定位为 85 后年轻人, 这是传统 OTA 平台未足够重视的用户群, 也是阿里集团的主要消费群。针对这些人, 飞猪上线了出境游超市, 建立基于目的地的供应链体系, 并通过去中间层的方式降低价格, 顺应年轻人更频繁的出境游趋势并解决出境游的价格和服务痛点。依靠以上努力, 飞猪成立首年的 85 后用户占比达 83%。

4、美团点评: 交叉获客降低成本, 深耕低线城市本地需求

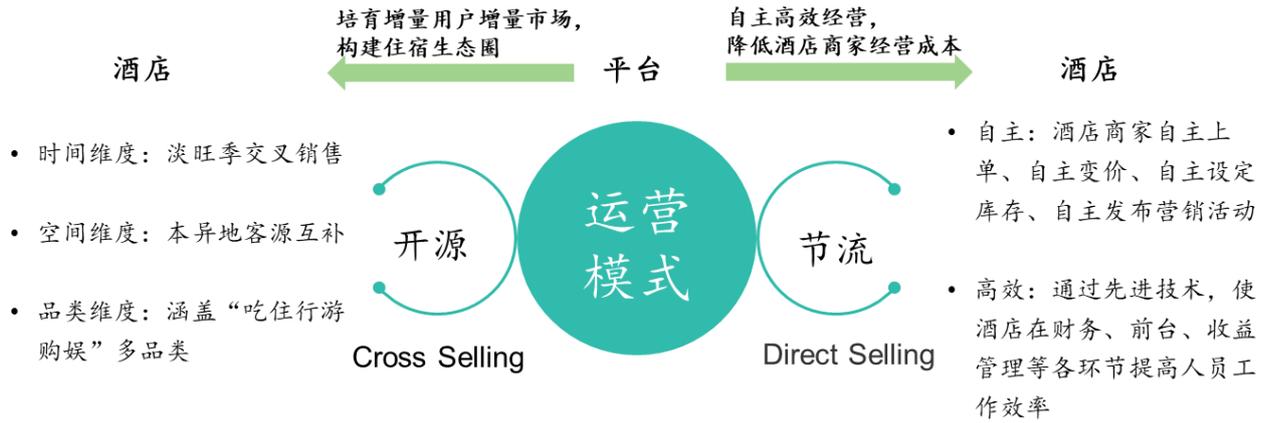
图表 86: 美团酒旅大事记



资料来源: 公司公告 公司官网, 国盛证券研究所

美团较晚进入 OTA 酒店市场, 但依托集团 LBS 平台支持, 实现了快速崛起。美团 2012 年以团购方式初涉酒店业务, 2013 年正式进入酒店预订市场。之后依托集团 LBS 平台支持, 在中低端酒店市场实现了快速崛起, 2016 年起推进高星酒店战略, 2017 年推出全新“美团旅行”品牌和“榛果民宿”业务, 目前酒旅业务归属到店事业群。

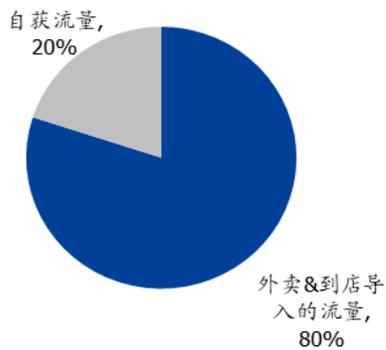
图表 87: 美团酒店业务的“开源节流”经营模式



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

发展初期, 美团与携程错位竞争, 深耕低线城市本地需求, 实施“开源节流”战略。不同于携程满足商旅客户的异地高端酒店需求, 美团主要覆盖年轻旅客的本地低端酒店需求, 培育低线城市增量市场, 这是C端“开源”策略。这一策略让美团酒店实现“周中需求平稳、周末高峰显著”、“淡季不淡、旺季更旺”的预订效果。此外美团还赋能酒店商家, 帮助他们实现自主高效运营, 从而实现B端“节流”目标。通过“开源节流”的精细化经营, 美团快速攻占了本地低端酒店的增量市场, 为下一步扩张打下了基础。

图表 88: 美团酒店获客来源



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

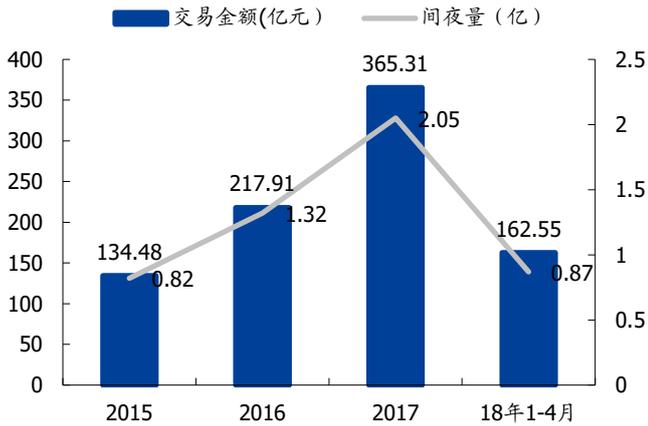
图表 89: 新美大业务生态圈



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

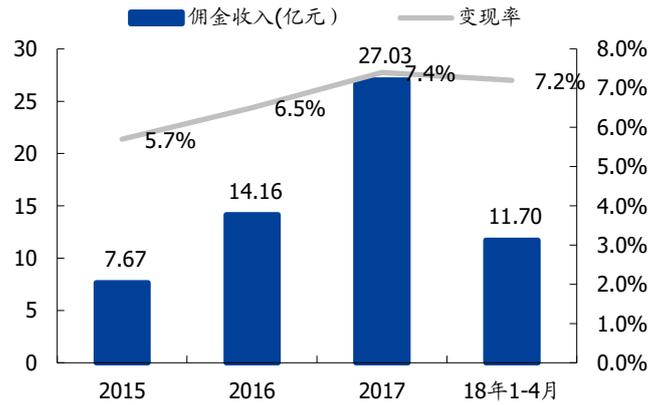
借力集团核心业务导流, 美团酒店实现低成本交叉获客, 破解OTA的流量难题。借力新美大核心业务导流, 美团酒店2017年超过80%的新增交易用户是从外卖及到店两大品类转化而来, 实现了低成本交叉获客, 也破解了传统OTA高成本获客的难题。新美大依托高频的本地生活服务获得庞大的用户基数, 18年4月月活用户2.9亿、18Q3交易用户3.8亿, 未来这些流量有望持续输送至集团更低频、附加值更高的酒店预订及其他新业务中, 为美团酒店预订间夜量的增长提供流量保证。

图表 90: 美团酒店交易金额及间夜量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 91: 美团酒店佣金收入及变现率



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

低星酒店战略、低成本获客助力美团酒店崛起, 18Q1 间夜量已跃居行业第一。初期的低星酒店战略叠加自身的低成本交叉获客优势使美团酒店获得快速增长, 15-17 年酒店间夜量复合增长 58%至 2.05 亿、交易金额复合增长 65%至 365 亿、佣金收入复合增长 88%至 27 亿, 房间单价、变现率均呈现上升趋势。18Q1 美团酒店预订间夜量超越携程跃居行业第一位, 市占率达 33.6%。

六、投资建议

强烈看好 OTA 行业, 行业红利的高峰期还未到来。OTA 行业大小与知识分子存量以及中端人群可支配收入正相关。目前 4600 万中产阶级知识分子存量诞生了 1000 亿市值的携程, 未来有效知识分子存量有望翻倍增长至 1.1 个亿, 人均消费水平也有望翻倍增长, 二者合计将带来翻三倍增长的市场空间, 若叠加考虑竞争格局的优化及利润率的改善, 届时 OTA 行业或可诞生 4000-5000 亿市值的企业。

竞争格局并未稳定, 携程与美团的 PK 尚无定论。携程的先发优势、用户与资源的累积优势, 确保了短期内其在 OTA 行业的统治地位。但是, 获客成本与佣金收入倒挂的时候就是增长的极限, 携程线上获客已然受阻, 企业形象变差进一步抬高了获客成本。关键在于, 梁建章的下一次回归能否扭转携程已经下滑的企业形象, 解决公司获客受阻的流量难题。相较之下, 美团的威胁日益加剧, 美团酒店已经占领低端市场, 而且, 在行业进入争夺三四线城市和新生代客群的下半场, 美团酒店将持续享受低成本交叉获客优势。但美团仍需要在中高端酒店市场以及 OTA 全品类布局上追赶携程。

短期建议关注: 综合实力最强、“走出去”与“沉下去”并举的携程, 低成本交叉获客、酒店预订直追携程的美团, 以及背靠大股东腾讯、发力小程序并转型 ITA 的同程艺龙。

中长期建议跟踪格局变化: 携程如果能破解低线城市获客的难题, 就有望保持行业领先地位, 美团如果能通过交叉获客成功卡位三四线城市和新生代客群, 就可能进一步打破携程的垄断, 若再能扩大酒店中高端市场份额、并增强 OTA 全品类布局, 甚至有赶超携程的机会。携程和美团均有望受益 OTA 行业的高增长, 但胜出者将享受最大的红利。

图表 92: 可比上市公司估值

股票代码	股票名称	投资评级	总市值	净利润				市盈率 PE			
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
CTRP.O	携程网	-	1,095.16	21.42	17.06	34.09	57.29	50.57	63.51	31.77	18.91
03690	美团点评-W	买入	2,165.14	-28.53	-128.15	-63.60	84.49	-	-	-	24.59
00780	同程艺龙	-	210.83	6.86	9.70	7.95	8.99	29.49	20.84	25.43	22.49

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 携程网和同程艺龙采用 Wind 一致预期, 假设同程艺龙 2017 年即合并

七、风险提示

宏观经济波动的风险: OTA 的客源主要来自于商旅, 这是一个天然加经营性杠杆的行业。当宏观经济增速放缓时候, 其波动性要大于一般行业。目前全球宏观经济环境面临众多挑战及不确定性, 加之中国经济增长受到多项现有或新兴因素 (例如基本货币政策、国内消费放缓、劳动力供应减少、以及海外需求减弱导致的出口减少或国际贸易纠纷) 的影响出现放缓迹象, 未来 OTA 企业的增长将受到一定影响。

旅游业供给中断的影响: OTA 的业务可能受上游供给中断影响, 使平台提供的产品减少, 消费者需求随之下降。这些供给中断的事由包括但不限于酒店、机票、燃油或其他旅游相关行业的价格上涨、航空公司的停工或劳资纠纷, 旅行相关事故的增加, 传染性疾病的爆发, 自然灾害及意外的极端天气。

OTA 行业竞争加剧的影响: OTA 企业除了与其他 OTA 对手竞争, 还要与加强线上化的传统旅行社及加大直销比例的旅游供货商竞争, 甚至可能面对新兴的国内参与者 (包括电商公司、搜索引擎或互联网公司) 及寻求扩张至中国的国际 OTA 更激烈的竞争。这些竞争可能导致企业盈利能力下降。

商业模式不友好使企业形象变差、加剧客户流失的风险: OTA 企业面对机票代理佣金率下滑的情况纷纷采取抬高退改签费用、强加增值服务费用的手段确保营收, 屡遭消费者投诉, 经知名人士传播后引发全民抨击, 导致企业形象变差。未来 OTA 若不能更友好地提供服务、更合理地赚取利润, 可能引发信任危机, 将造成客户流失并抬高获客成本。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com