

OTA龙头研究： 携程垄断中高端，同程艺龙深耕长尾

① OTA行业概览：商业模式&行业空间&竞争格局

行业概览

携程网

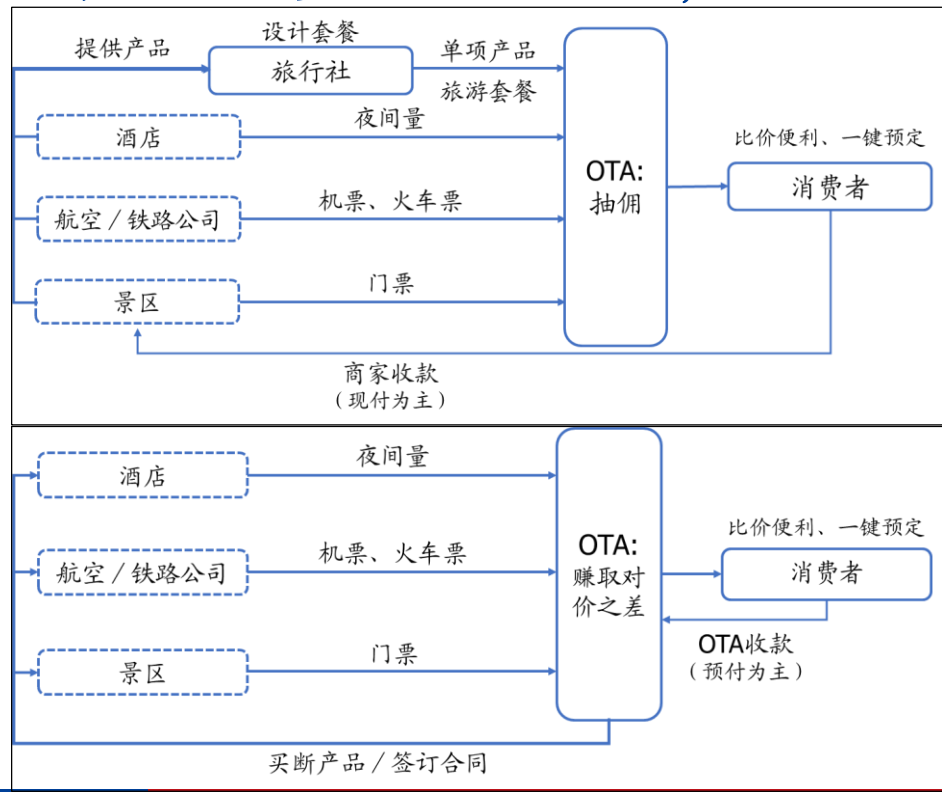
同程艺龙

1、商业模式：以代理抽佣为主，批发赚差价为辅

📱 OTA商业模式主要有三类：代理模式 (Agency)、批发模式 (Merchant) 和广告模式



📱 国内OTA企业的商业模式大多以代理抽佣为主，代理模式对消费者和商家更友好



代理模式 (商家收款)

批发模式 (OTA收款)

1、商业模式：上游采购以直采为主，下游付款预付和现付各半

📁📁📁 龙头OTA企业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

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

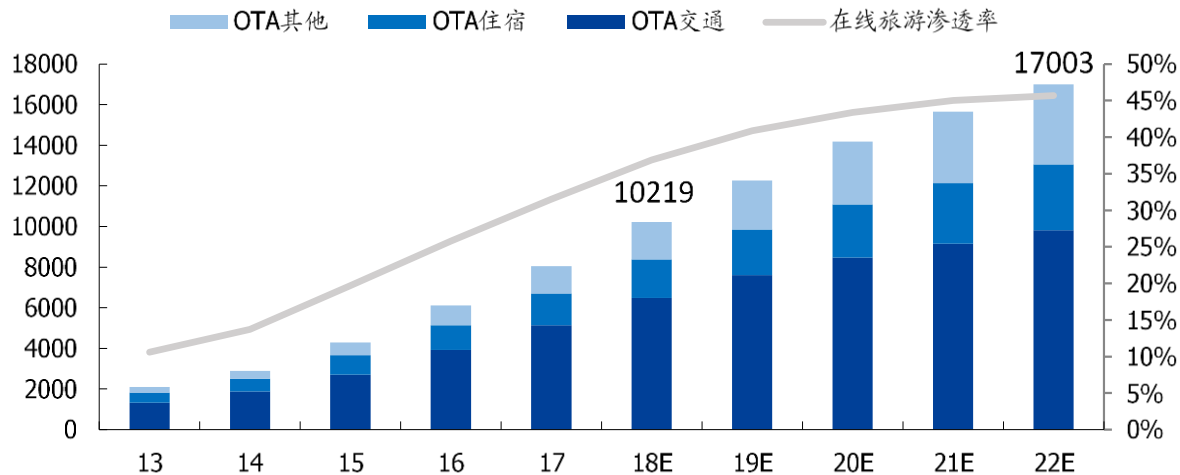
资料来源:公司公告,国盛证券研究所

- 上游采购产品根据其不同来源,可分为“直采”与“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”: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)。

2、行业空间：未来有望保持15%左右复合增速

 我国OTA市场2013-18年复合增长37%至10219亿，未来有望保持15%左右复合增速

2013-2022E 我国 OTA 市场规模 (亿)



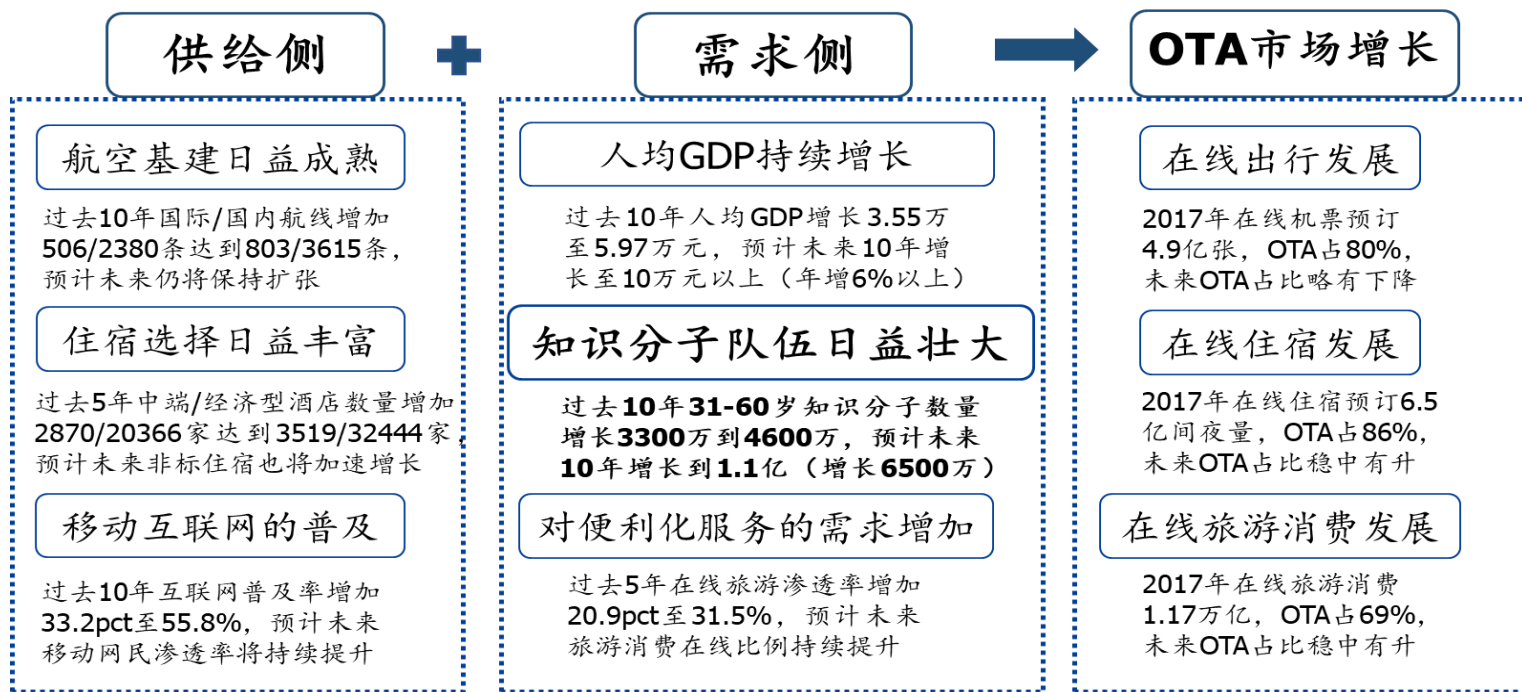
资料来源：艾瑞咨询 国盛证券研究所

- 2013-18年：我国OTA交通/住宿/其他子领域市场分别复合增长37%、31%和47%。
- 预计2018-22E：我国OTA市场有望保持15%左右复合增速，主要得益旅游市场有望保持8%左右复合增长、在线渗透率有望从目前37%提升至未来45%以上。

2、行业空间：知识分子红利是长期驱动力所在

 我国知识分子数过去十年+0.33亿到0.46亿，未来十年有望+0.65亿到1.1亿

我国 OTA 市场的增长驱动力



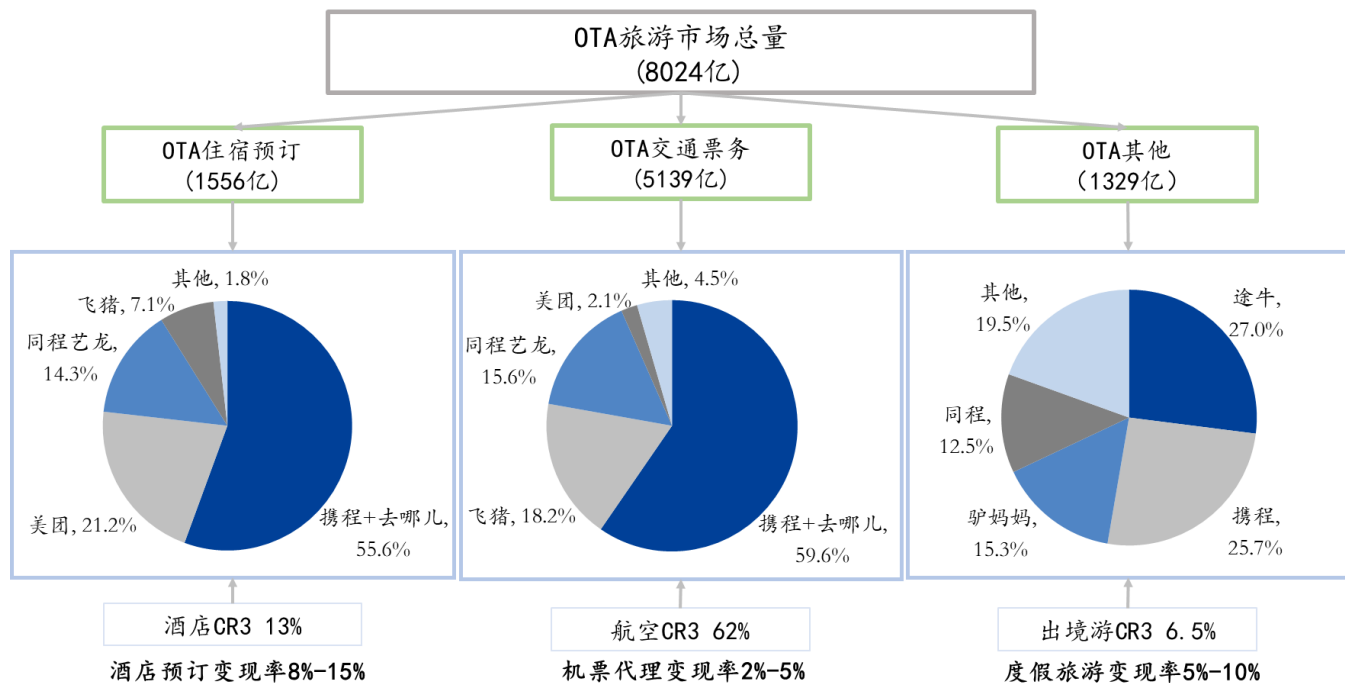
资料来源：艾瑞咨询 国家统计局 中国饭店协会，国盛证券研究所

- 从供给侧看：航空基建日益成熟、住宿选择日益丰富、移动互联网日益普及将成为有效的催化剂。
- 从需求侧看：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行业交易量、客单价及佣金率，都有望迎来进一步增长。

3、竞争格局：大携程系先发垄断，飞猪和美团快速崛起

 携程/飞猪/同程艺龙/美团综合市占率分别为52%/21%/14%/6% (2017年)

我国 OTA 细分市场份额 (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住宿市场：**携程+去哪儿占55.6%、美团占21.2%、同程艺龙占14.3%。由于酒店业分散程度高 (CR3仅13%)，OTA变现率高 (8%-15%)。
- **OTA交通市场：**携程+去哪儿占59.6%、飞猪占18.2%、同程艺龙占15.6%。由于航空业集中度高 (CR3达62%)，OTA变现率低 (2%-5%)。

3、竞争格局：携程垄断中高端市场，同程艺龙深耕长尾用户

携程垄断中高端、同程艺龙深耕长尾，飞猪平台化发展、美团主攻低端

我国 OTA 市场竞争对手比较 (2018 年)

	同程艺龙	携程	飞猪	美团酒旅
成立/上市时间	1999/2018 年	1999/2003 年	2014 年/-	2015 年/-
第一/二大股東	腾讯/携程	百度/Baillie Gifford	阿里巴巴旗下	美团点评旗下
营业收入	59.0 亿人民币	309.7 亿人民币	-	158.4 亿(到店及酒旅)
经调整净利润	11.4 亿人民币	54.8 亿人民币	-	-
供应商资源	140 万家酒店和逾 6400 条国内、110 万条国际线	140 万家酒店和超过 300 万条航线资源	近 20 万家酒店和 10 多万条航线资源	国内 34 万家酒店和 10 万多条航线资源
主要供应渠道	上游供货商、携程系内、旅游代理商	上游供货商、旅游代理商、BOOKING 集团	上游供货商、旅游代理商	上游供货商、旅游代理商、BOOKING 集团
月活用户数	1.75 亿	2 亿(国内 1.1 亿)	-	-
主要流量来源	腾讯平台	先发积累、百度搜索	阿里生态系统	美团 LBS 平台
竞争优势	腾讯流量入口+携程住宿资源支持;技术能力领先, OTA 向 ITA 转型;机、酒均位列行业前三,交叉销售优势凸显	庞大酒店资源+大量高忠诚的商旅客户;最大的呼叫中心,最早开拓海外市场;机、酒均列行业之首,综合性优势突出	阿里系流量支持,平台模式赋能商家;迎合年轻人需求和出境游趋势;支付宝、阿里云等直接支持	美团系流量支持,低星住宿资源丰富;迎合年轻人需求和本地化趋势;地推团队低线城市作战力强
发展瓶颈	对腾讯的流量依赖、携程的资源供应依赖	低线城市渗透不足,海外市场竞争激烈	酒店预订发展不足,阿里导流效应减弱	高星酒店资源不足,交通资源尚不丰富
未来战略	加强低线城市渗透;强化腾讯渠道高效获客;研发创新一站式产品及服务	加速国际拓展;布局线下加盟店、向低线城市下沉	打造“新旅行联盟”概念,以平台化模式实现平台、商家、消费者间深层融合	拓展高星酒店业务;发展门票及旅游套餐等业务

资料来源:公司公告 公司官网 国盛证券研究所

- 飞猪平台化发展、长期攻势不足，美团聚焦外卖战略、短期竞争有限。
- 携程和同程艺龙 (1) 具备机+酒一站式优势；(2) 具备先发优势、形成抱团优势。

3、竞争格局：酒店市场标准化程度低，多个玩家分羹市场

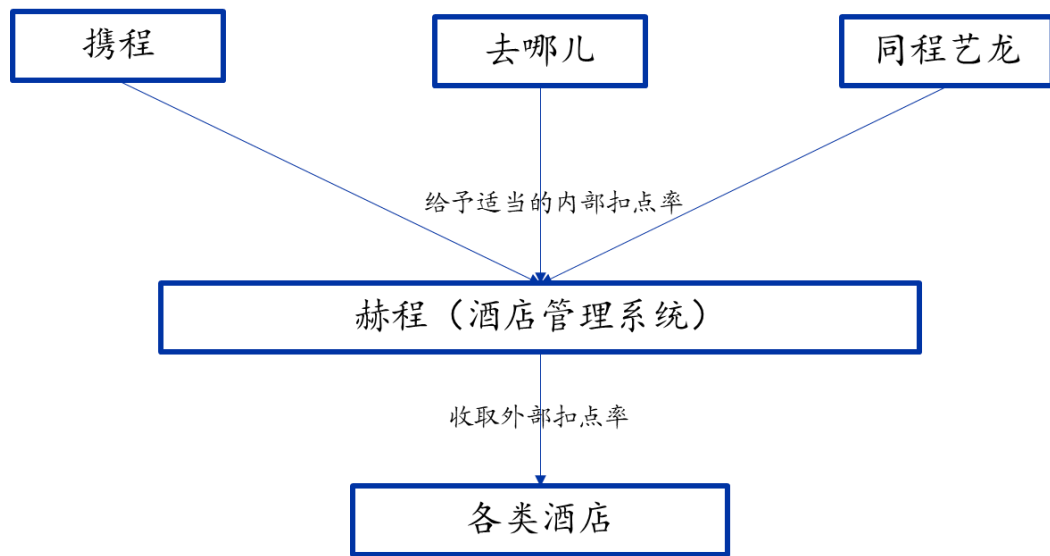
 携程+去哪儿占比56%、携程+去哪儿+同程艺龙占比70%，其他玩家分羹余下市场

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

 大携程系成立“赫程平台”共享库存，形成酒店资源的辛迪加垄断



思考：OTA与O2O（外卖）的空间和格局？

OTA行业空间小于O2O（外卖），是最昂贵的精神需求（价高量低）

- 相较O2O对应C端的受众更广、需求频次更高，OTA对应C端的受众更小、需求频次更低；相较O2O对应B端的议价能力不那么强，OTA对应B端的议价能力是更强的（航司、酒店集团）；
- 因此从行业空间角度来说，相较O2O而言OTA市场价高量低，一国可挖掘空间更小；
- 但从全球普适性（资源再生拓展性）角度来说，相较O2O而言OTA模式全球普适性更强，国际化可挖掘空间巨大（国人出境可提升客单价、纯粹国际可开发新市场）。

OTA竞争玩家多于O2O（外卖），是纳什均衡的产物（价格战时代已远去）

- 相较O2O的高标准化、低差异化，OTA的产品类别更多（如机票、酒店、套餐等）、单类别档次差异大（如酒店的高中低），标准化更低、差异化需求更多；而且OTA较O2O的上游议价能力更强，也阻止了OTA像O2O那样垄断；
- 所以从竞争格局角度来说，相较O2O而言OTA剩下的玩家更多，每个玩家占领了一个细分市场，目前处于“敌不动我不动”的状态，未来这种均衡竞争状态有望维持；
- 对携程而言，打击国内对手弊大于利，开拓国际市场更加关键；对飞猪和美团而言，翻覆已有格局的可能并不大，不如深耕自己的一亩三分地。

2

携程网：国内王者，再发力国际化

行业概览

携程网

同程艺龙

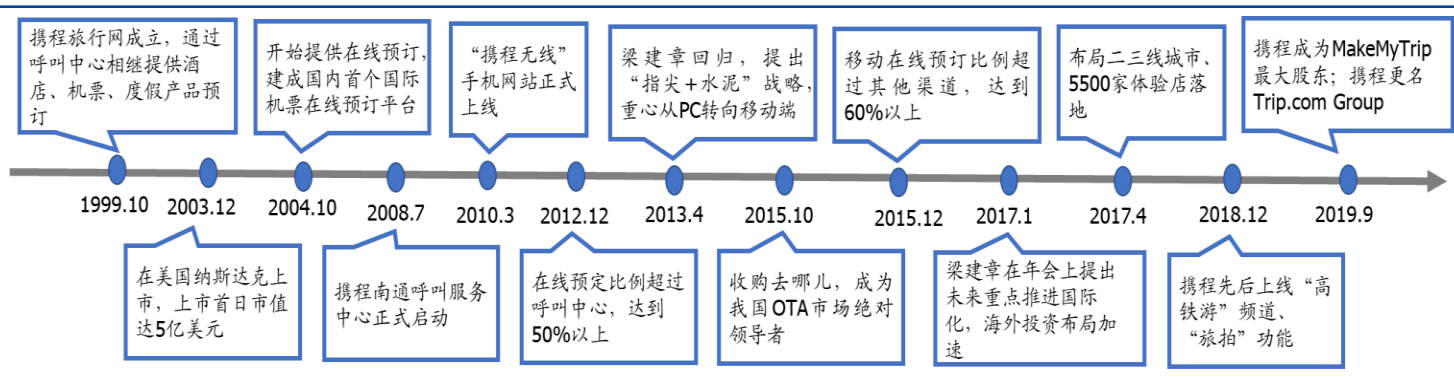


1、发展历史：历经三次创业，未来目标是国际化

 中国最大OTA, 发展历程从线下到线上、从PC到移动、从国内到国际

是先发者和领导者，也是突破者和变革者
——筑起国内先发壁垒，持续开拓国际市场

携程网大事记

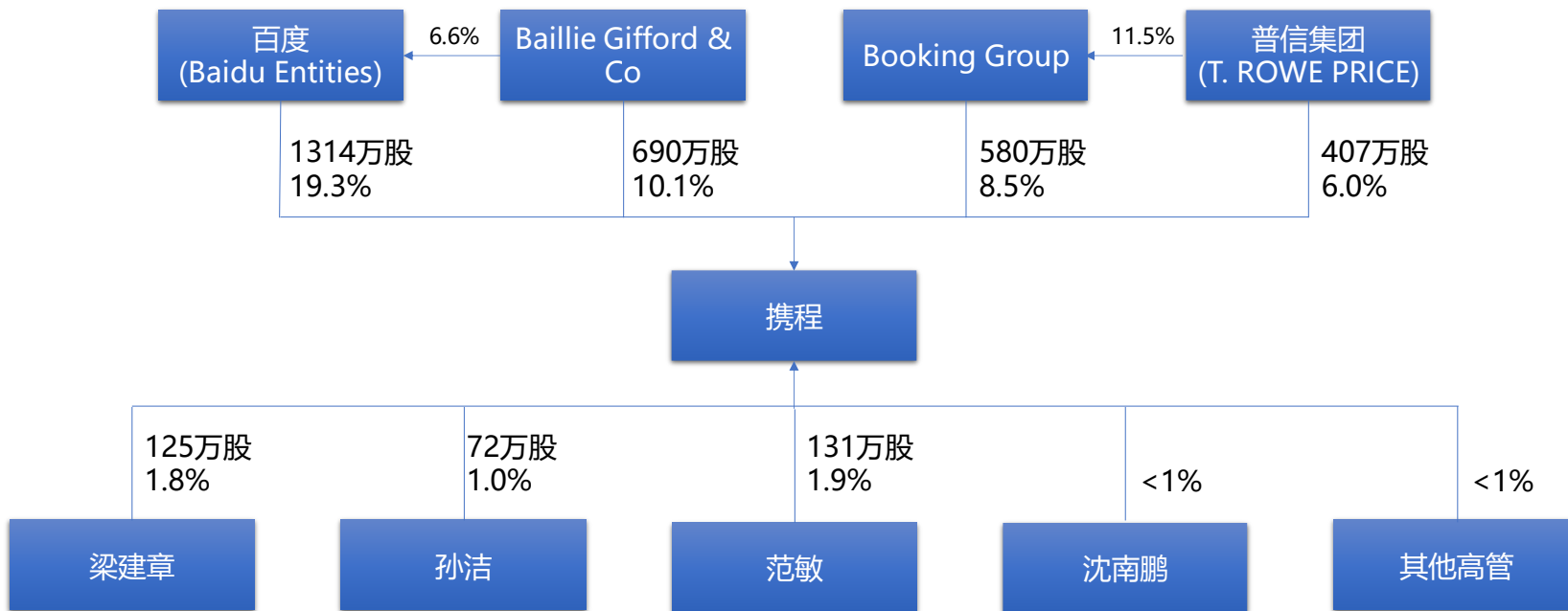


资料来源：公司公告 公司官网 国盛证券研究所

- **第一次创业：1999-2012 “鼠标+水泥”阶段**
——1999-2003 “会员卡+呼叫中心”，2004-2012 “PC互联网”
- **第二次创业：2013-2018 “移动互联+一站式服务”阶段**
——2013-2016 “梁建章回归，移动互联网”，2017-2018 “梁洁上任，国内垄断”
- **第三次创业：2019-未来 “国内+国际化”阶段**
——国内向低线城市下沉，国际向纯粹国际化迈进

2、股权结构：第一大股东百度系占比19.3%

📊 公司第一大股东百度系股权占比19.3%，管理层合计持股5.2%



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

- 第一大股东为百度，控股比例19.3%；第二大股东为英国风险投资机构Baillie Gifford，持股比例10.1%；第三大股东为全球OTA巨头Booking集团，持股比例8.5%。
- 公司管理层合计持股5.2%，梁建章/孙洁/范敏分别持股1.8%/1.0%/1.9%。

3、关键人物：梁建章是公司灵魂人物

📁 梁建章是公司灵魂人物，占领酒店预订赛道、实现国内市场垄断



梁建章，携程网创始人

任职CEO期间
1999-2006
2013-2016

• 1999初创业，战略锁定酒店预订业务，占领最赚钱的赛道

	产品标准化程度	上游议价能力	动态不平衡程度	举例
交通	✓✓✓	✓✓✓	✓	单边平台效果好（国航和 12306 覆盖度高），双边平台（OTA）需求度减弱
酒店	✓✓	✓✓	✓✓✓	单边平台效果有限（三大酒店集团覆盖度有限），双边平台（OTA）需求度仍高
套餐	✓	✓✓✓✓✓	NA	实际并非真正动态平台，是打包出售的“静态”平台
	决定在线旅游市场规模（亿）及可垄断性	决定 OTA 规模（亿）及其占比	决定 OTA 的盈利性	变现率
交通	10,321（易）	6,485（63%）	✓	2%-5%（OTA 必须提供附加服务）
酒店	2,230（易）	1,902（85%）	✓✓✓	8%-15%（OTA 可发挥的作用最大）
套餐	2,262（难）	1,832（81%）	✓✓	5%-10%（OTA 无异于线下旅行社）

• 2013年二次创业，果断打价格战打趴对手，实现国内市场垄断

时间	事件	结果
2011 年	去哪儿公开指责携程已变成利用行业垄断地位打压对手、阻碍行业发展的“邪程”	去哪儿网主动出击，携程节节据守
2013 年初	去哪儿炮轰携程从去哪儿采购低价酒店，然后加价倒卖客房赚差价	去哪儿网主动出击，携程节节据守
2014 年 9 月	携程主动发起进攻，下架了去哪儿的酒店产品；去哪儿宣布投入 15 亿元，开启送“红包”回馈活动，率先开启价格战	双方均陷入巨亏 2014 年去哪儿净亏损 18.45 亿元；携程也在 14Q4 迎来上市 11 年首亏，净亏损 2.24 亿
2015 年 10 月	携程与百度进行股权置换，拥有去哪儿 45% 的股份，正式将去哪儿纳入携程系版图	携程成为中国 OTA 行业市占率第一的王者
时间	事件	结果
2010 年	价格战开始，艺龙从价格敏感型的休闲酒店起步，专攻酒店预订市场	2012 年初，艺龙的酒店预订量已是携程一半
2012 年 7 月	携程宣布投入 5 亿美元与艺龙网对攻价格战	艺龙酒店利润猛跌 98%，净亏损 3310 万元；携程利润亦下降 39%
2013 年 12 月	新一轮价格战爆发，携程宣称拿出 5 亿元促销，并向艺龙客户发送“携程酒店都比艺龙便宜 10%”的消息；艺龙 CEO 崔广指责携程“三分之二酒店比艺龙贵 10%”	双方损失惨重，艺龙更是连续 5 个季度出现亏损
2015 年 5 月	携程出资约 4 亿美元收购 Expedia 所持艺龙股权，成为艺龙最大股东，持有艺龙 37.6% 的股权	携龙之争结束，携程控制了酒店领域过半的市场份额

收购去哪儿

入股艺龙

4、产业布局：广泛布局产业链，迈向国内+国际化

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



携程资源覆盖范围

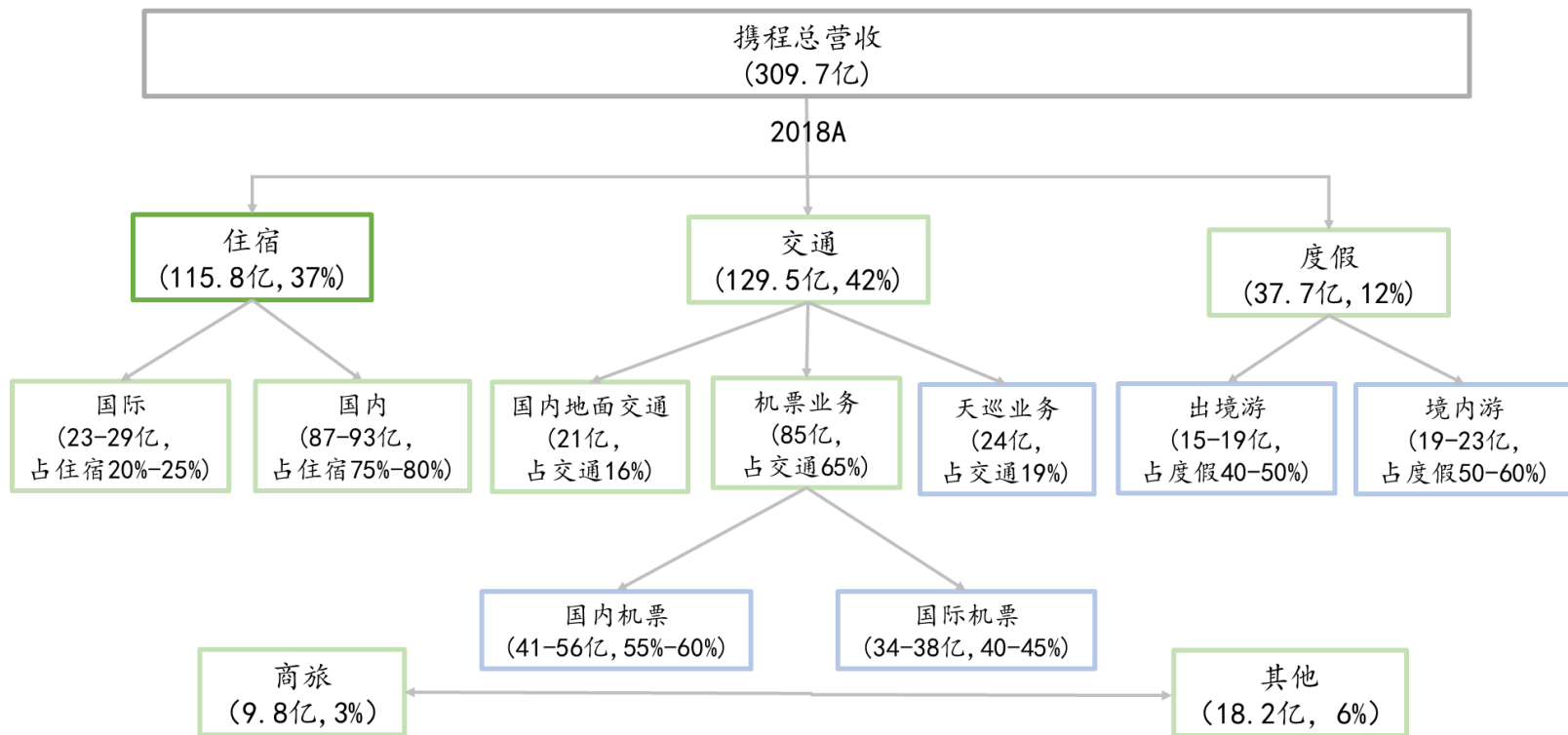
- 国内合并去哪儿及入股同程艺龙、途牛等实现国内OTA市场一统天下局面
- 国际收购天巡、Trip.com、MakeMyTrip, 公司更名Trip.com Group
- 覆盖境内外140万家酒店、800万条航线, 10多个客服中心、客服人员近2万人

	境内	境外
覆盖酒店数量	50-60 万家 (酒店约 10 万+民宿约 40 万)	70-80 万家
覆盖航空范围	所有国内航司 220 多个国家和地区, 3600 个国际城市和	320 多家国际航司 800 万条航线
公司分支机构	北京、广州、深圳、成都、杭州、南京、 厦门、重庆、青岛、武汉、三亚、南通等 95 个境内城市	新加坡、首尔、香港等 22 个境外城市
公司服务联络中心	上海、南通、如皋、赤壁、信阳、永川、 牡丹江、穆棱、威海 9 个	苏格兰爱丁堡、韩国首尔、日本东京 3 个

资料来源：公司官网 公司调研 国盛证券研究所

1、营收规模稳步增长，结构以住宿及交通为主

📊 2018年公司净营收310亿/+15%，已到规模变现的临界点



- 分业务收入占比：住宿/交通/度假/商旅/其他分别占37%/42%/3%/6%。
- 分区域收入占比：国内/国际分别占65%/35%左右，其中出境/纯国际分别占25%/10%。

2、成本费用开支仍大，经营效率具备提升空间

核心指标：

NON-GAAP经营利润

📊 公司NON-GAAP经营利润率13.9%/-3.8pct，较BOOKING有20pct以上提升空间

携程网	2018年 (CNY亿)	2018年(比率)	比率变动	比率变动预测
营业收入	310	100.0%	-	-
营业成本	63	20.4%	3.0%	稳中有降 (杠杆效应)
广告费用	60	19.4%	0.3%	下降趋势 (ROI提升)
其他销售费用	34	11.1%	-0.1%	稳中有降 (杠杆效应)
服务开发费用	87	28.1%	1.0%	维持 (维护下降+开发上升)
一般行政费用	22	7.1%	-0.3%	稳中有降 (杠杆效应)
成本费用合计	267	86.1%	3.8%	下降趋势 (ROI提升+杠杆效应)
经营利润	43	13.9%	-3.8%	上升趋势 (ROI提升+杠杆效应)

BOOKING	2018 (CNY亿)	2018(比率)	比率变动
营业收入	999	100.0%	-
效果营销费用	306	30.6%	-2.7%
品牌营销费用	35	3.5%	0.3%
其他销售费用	57	5.7%	1.2%
人员费用	140	14.1%	0.7%
行政费用	48	4.8%	0.1%
信息技术费用	16	1.6%	0.1%
折旧摊销费用	29	2.9%	0.0%
成本费用合计	632	63.2%	-0.3%
经营利润	367	36.8%	0.3%

• 携程较BOOKING的差距在于：

- 客观：自建客服中心成本大，交通业务占比大且成本高，海外及低线市场开支大
- 主观：营销ROI可提升 (BOOKING多国投放费用率高 携程一国投放费用率可更低)

3、新业务拓展：海外业务的What、Why、How？

海外业务包括什么？出境和纯粹国际化，未来目标是收入占比40%-50%

- **天巡**：欧洲元搜索引擎，携程收购后开发直接预订业务，目前直接预订比例约10%
- **Trip.com**：国际旅游网站，携程收购后主攻亚太市场，连续多季度实现3位数增长
- **MakeMyTrip**：印度最大OTA企业，携程已成为最大股东，看好印度OTA市场的高增长

为什么发展海外业务？国际化市场更大、携程具备资源和产品优势

- **国内市场终归会有上限**：携程占领的中高端市场消费快速增长时代会远去、互联网流量红利会枯竭，而全球除了欧美和亚太，南美和非洲等地仍然具备巨大消费潜力；
- **携程储备的资源具备再生拓展性**：携程服务中国人出境游的过程中积累的国际机酒资源丰富，同样可用于服务外国人国际旅游，通过资源的再生拓展实现纯粹国际化；
- **携程提供的产品具备“一站式”优势**：目前世界上绝大多数OTA都是以机票、酒店等一两项预订服务为主，携程提供的一站式产品节省时间，可为国际旅客创造价值。

如何堪称全球化公司？供应链全球化、品牌全球化、创新全球化

- **供应链全球化**：携程是中国最好的出境游平台，具备强大的国际供应链（尤其是在国人出境热门目的地），酒店/机票/套餐中的国际收入占比20%/40%/50%；
- **品牌全球化**：携程强大的供应链能力能否占据海外市场？这就需要服务品牌输出（优势区域）、或是收购海外标的（劣势区域）；
- **创新全球化**：携程服务品牌如何实现海外落地？这就需要提高产品的竞争力，综合国内（上海）和海外（布局当中）研发中心实力。

3、新业务拓展：下沉业务的What、Why、How？

下沉业务包括什么？低星酒店和线下门店组团游，未明确给定目标

- 低星酒店：较快增长，但实际业绩空间并不大
- 线下门店组团游：单日GMV峰值达1.2亿，但盈利能力并不强

为什么发展下沉业务？在位者防御策略、低成本获取线下流量

- 布局低星并非战略重点，而是在位者防御策略：携程布局低星并非向低星的进攻，而是对高星的防御策略，作为中高端市场在位者进入美团占领的低端市场，对美团进攻中高端市场形成制衡。
- 开线下店短期GMV意义更大，可以低成本获取线下流量：
 - （1）携程的一线/低线城市在线渗透率30%左右/不足10%，线上流量获取难度大（用户使用习惯难以自主腾挪线上）、线下市场空间非常大（尤其是低线城市）；
 - （2）线下店客人80%以上均非线上的老客，而且线下获客成本只有线上一半、获客转化率达40%，由此公司可解决相较美团获客成本过高的问题。

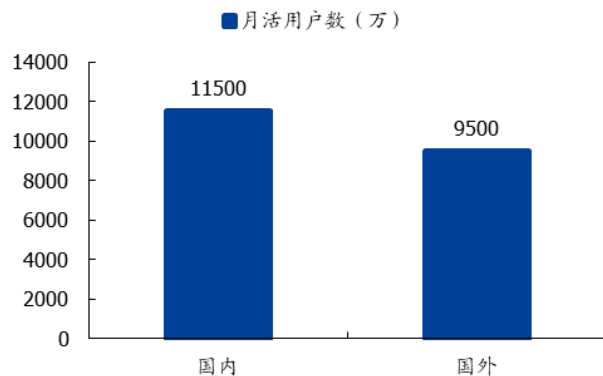
如何开拓下沉业务？旅游百事通、携程、去哪儿三方齐上阵

- 收购旅游百事通，布局三四线城市：旅游百事通5500家加盟门店。
- 携程和去哪儿开线下加盟店，布局全国市场：超2500家加盟门店。

1、护城河：用户端的使用粘性+资源端的先发优势

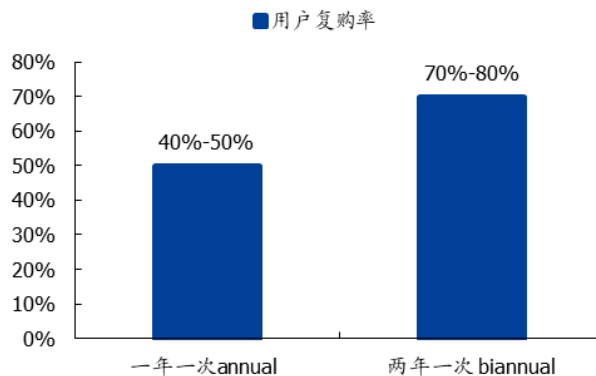
📁 携程具备大量高忠诚度的商旅客户（1.15亿月活）

携程月活用户数



资料来源：公司官网 国盛证券研究所

携程用户复购率



资料来源：公司官网 国盛证券研究所

📁 携程具备先发积累的庞大酒店资源（140万）

携程酒店资源布局

时间	事件
1999年10月	酒店预订量创国内酒店分销业榜首
2011年02月	与香格里拉酒店集团签署分销合作协议
2012年10月	入股民宿品牌途家（之后多次入股）
2014年8月	Booking 入股携程，为携程开放大中华区以外超 50 万家酒店资源
2018年9月	覆盖境内外的酒店资源达 140 万家

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

2、未来挑战：对三四线城市、新生代客群的争夺

美团交叉获客优势明显，携程则面临获客成本与客户价值倒挂的困境

美团与携程单客酒店盈利预测

单客盈利预测	美团-综合	携程-低端	携程-高端	携程-线下	相关假设
每晚房间单价	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（便于相互对比）
× 每单预订间夜	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	270	308	630	308	
× 变现率	7.5%	8.0%	11.5%	8.0%	根据美团和携程 2017 年变现率水平估计
= 单次佣金收入	20	25	72	25	
× 交易频次	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，第一年频次 2 次
（第 2 年频次）	1.25	1.25	1.25	1.25	假设第二年频次升至 2.5 次，但留存率仅 50%
= 单客佣金收入	66	80	235	80	
- 单客获客成本	16	80	80	50	假设携程移动端获客成本 80 元，美团为携程的 20%，线下获客成本 40 元，但 80% 才是新客
= 单客用户价值	50	0	155	30	该测算未考虑除获客之外的其他成本费用
单客毛利润率	76%	0%	66%	37%	

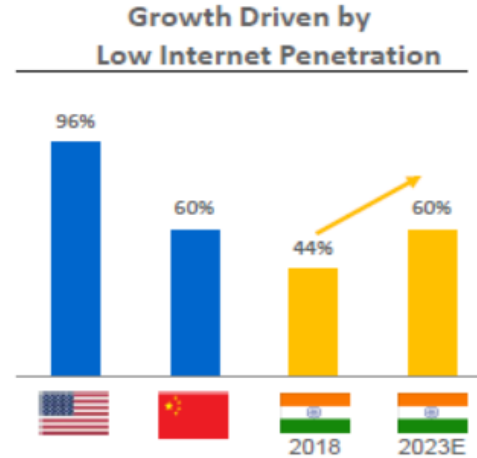
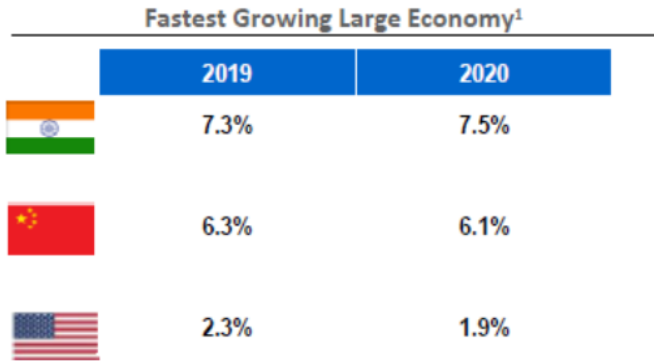
资料来源：公司公告 公司调研 国盛证券研究所

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获客成本与客户价值已经倒挂）

- 美团获客成本仅为携程1/5，携程可通过布局线下店降低获客成本。据我们推算，美团酒店以2年为周期的单客用户价值50元，而携程低端酒店的线上单客用户价值基本为负。而转机在于，携程可通过扩张线下加盟店的方式获取新客，获客成本约为线上一半，届时线下单客用户价值可达30元。

3、MakeMyTrip Limited 市场概览

印度宏观经济高增长 (7.3%-7.5%)、互联网渗透率提升空间大 (44%-60%)



公司市占率显著提升 (48%-63%)、将受益酒店预订渗透率提升 (15%-30%)



India domestic hotels Supply:

- > Line of sight to over 100k Properties
- > 2 million rooms, growing about 10% p.a.
- > Average occupancy rates in 60%

Current Online Penetration Rates:
15% going to 30% by 2020 per BCG-Google

Low penetration of hotels booked online relative to developed markets presents large growth opportunities

Country	India	China	EU	US
Penetration Rate	10% - 15%	25% - 30%	41%	46%

Source: Morgan Stanley India Internet: Chart of the Week: Online penetration of hotel bookings is low and has room to grow

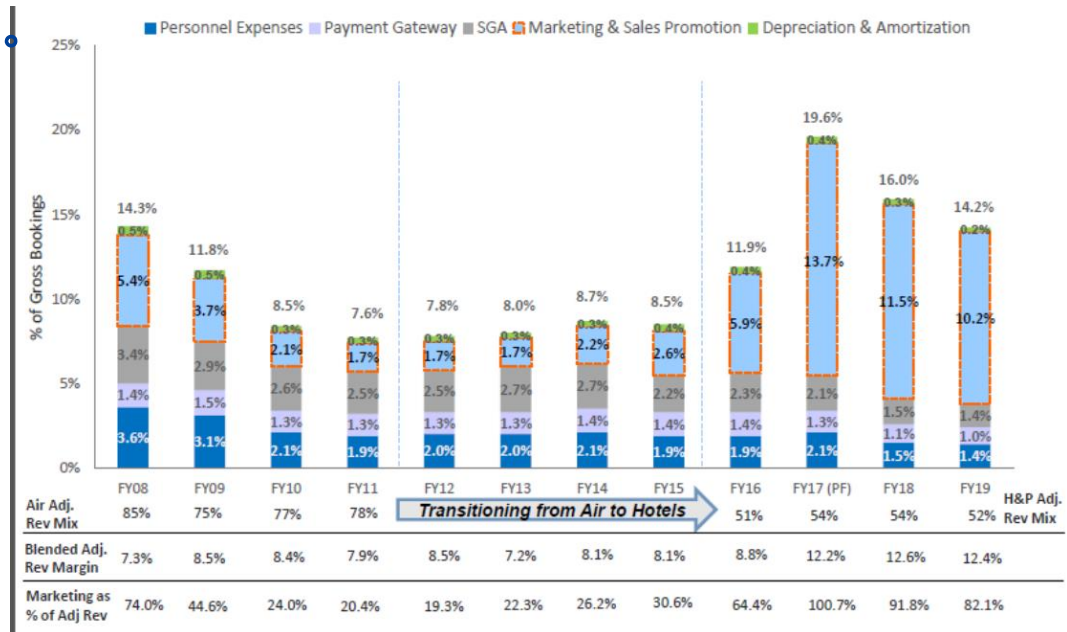
3、MakeMyTrip Limited经营概览



- 2019财年GMV 54亿美元、营收6.73亿美元，综合变现率12.4%(交通7.3%/住宿23.2%)；
- 伴随住宿&打包游收入占比提升（目前52.2%），综合变现率有提升空间。

目前收入体量是携程的1/6，未来有望缩小与携程的差距，假设能达到携程的利润率水平，则有望贡献1/10-1/12的业绩。

- 未来以住宿&打包游为业务重点（变现率超20%）；
- 未来着力降低营销费用率（超80%），有望逐步实现盈利。



Q2业绩点评：Q2盈利能力显著提升，但Q3业绩增速预期下降

利好在于：

- 1) Non-GAAP经营利润率达20%，为过去6年同期最高，营销效率显著提升；
- 2) 国际业务收入占比达35%，公司更名Trip.com Group，加速国际市场布局；
- 3) 线下门店单日GMV峰值达1.2亿，大多数线下门店已在12个月内实现盈利。

风险因素在于：

- 1) 政治及经济波动影响Q3预期收入增速4-5pct，较Q2预期下降6pct至10-15%；
- 2) 交通业务Q2增速为预期下限，Q3预期增速较Q2进一步下降9pct至3-8%；
- 3) 国际业务仍处投资阶段，盈利贡献相对有限；线下业务盈利同样有限。

利润表					年对年增长				占营收百分比				
GAAP (百万RMB)	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2	GAAP (百万RMB)	2017Q2	2018Q2	2019Q2	GAAP (百万RMB)	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2
住宿预订	1776	2311	2810	3410	住宿预订	30.1%	21.6%	21.4%	住宿预订	39.1%	35.8%	38.2%	39.2%
交通票务	2003	2992	3024	3407	交通票务	49.4%	1.1%	12.7%	交通票务	44.1%	46.3%	41.1%	39.2%
打包旅游	474	612	839	1051	打包旅游	29.2%	37.0%	25.2%	打包旅游	10.4%	9.5%	11.4%	12.1%
商务旅行	147	199	255	309	商务旅行	35.5%	27.9%	21.0%	商务旅行	3.2%	3.1%	3.5%	3.5%
其他业务	142	346	429	524	其他业务	143.8%	23.8%	22.1%	其他业务	3.1%	5.4%	5.8%	6.0%
营业收入总额	4542	6462	7357	8700	营业收入总额	42.3%	13.9%	18.3%	营业收入总额				
营业税金及附加	-131	-46	-38	-10	营业税金及附加	-64.9%	-17.4%	-73.6%	营业税金及附加				
营业收入净额	4411	6416	7319	8690	营业收入净额	45.4%	14.1%	18.7%	营业收入净额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
营业成本	-1233	-1124	-1469	-1798	营业成本	-8.8%	30.7%	22.4%	营业成本	-28.0%	-17.5%	-20.1%	-20.7%
毛利	3178	5292	5850	6892	毛利	66.5%	10.6%	17.8%	毛利	72.0%	82.5%	79.9%	79.3%
产品开发费用	-1724	-2037	-2251	-2642	产品开发费用	18.2%	10.5%	17.4%	产品开发费用	-39.1%	-31.7%	-30.8%	-30.4%
销售营销费用	-1340	-2001	-2191	-2108	销售营销费用	49.3%	9.5%	-3.8%	销售营销费用	-30.4%	-31.2%	-29.9%	-24.3%
一般行政费用	-510	-608	-684	-810	一般行政费用	19.2%	12.5%	18.4%	一般行政费用	-11.6%	-9.5%	-9.3%	-9.3%
经营费用合计	-3574	-4646	-5126	-5560	经营费用合计	30.0%	10.3%	8.5%	经营费用合计	-81.0%	-72.4%	-70.0%	-64.0%
营业利润	-396	645	724	1331	营业利润	-263.0%	12.2%	83.9%	营业利润	-9.0%	10.1%	9.9%	15.3%
利息收入	151	249	324	562	利息收入	65.3%	29.9%	73.5%	利息收入	3.4%	3.9%	4.4%	6.5%
利息支出	-163	-383	-371	-426	利息支出	135.3%	-3.2%	14.9%	利息支出	-3.7%	-6.0%	-5.1%	-4.9%
其他非经营损益	-30	397	2256	-1411	其他非经营损益	-1405.3%	468.1%	-162.5%	其他非经营损益	-0.7%	6.2%	30.8%	-16.2%
非经营损益合计	-43	263	2209	-1275	非经营损益合计	-718.6%	739.7%	-157.7%	非经营损益合计	-1.0%	4.1%	30.2%	-14.7%
利润总额	-438	908	2933	56	利润总额	-307.2%	222.9%	-98.1%	利润总额	-9.9%	14.2%	40.1%	0.6%
所得税	-53	-529	-322	-336	所得税	898.8%	-39.2%	4.4%	所得税	-1.2%	-8.2%	-4.4%	-3.9%
应占附属公司损益	-100	-27	-213	-123	应占附属公司损益	-73.2%	697.9%	-42.0%	应占附属公司损益	-2.3%	-0.4%	-2.9%	-1.4%
净利润	-591	352	2398	-403	净利润	-159.6%	580.4%	-116.8%	净利润	-13.4%	5.5%	32.8%	-4.6%
少数股东损益	70	-26	-17	-1	少数股东损益	-137.2%	-34.6%	-96.8%	少数股东损益	1.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%
归母净利润	-521	327	2381	-404	归母净利润	-162.7%	628.4%	-117.0%	归母净利润	-11.8%	5.1%	32.5%	-4.6%
NON-GAAP (百万RMB)	2016Q2	2017Q2	2018Q2	2019Q2	NON-GAAP (百万RMB)				NON-GAAP (百万RMB)				
研发费用调整	345	305	268	215	研发费用调整	-11.6%	-12.2%	-19.8%	研发费用调整	7.8%	4.8%	3.7%	2.5%
销售费用调整	69	59	44	34	销售费用调整	-14.6%	-25.4%	-23.1%	销售费用调整	1.6%	0.9%	0.6%	0.4%
管理费用调整	164	164	168	144	管理费用调整	-0.1%	2.7%	-14.6%	管理费用调整	3.7%	2.5%	2.3%	1.7%
调整项-基于股权的薪酬	578	528	480	392	调整项-基于股权的薪酬	-8.7%	-9.1%	-18.3%	调整项-基于股权的薪酬	13.1%	8.2%	6.6%	4.5%
调整后研发费用	-1379	-1731	-1983	-2427	调整后研发费用	25.6%	14.5%	22.4%	调整后研发费用	-31.3%	-27.0%	-27.1%	-27.9%
调整后销售费用	-1271	-1942	-2147	-2075	调整后销售费用	52.8%	10.5%	-3.4%	调整后销售费用	-28.8%	-30.3%	-29.3%	-23.9%
调整后管理费用	-346	-445	-516	-666	调整后管理费用	28.4%	16.1%	29.2%	调整后管理费用	-7.9%	-6.9%	-7.1%	-7.7%
调整后经营费用合计	-2996	-4119	-4646	-5168	调整后经营费用合计	37.5%	12.8%	11.2%	调整后经营费用合计	-67.9%	-64.2%	-63.5%	-59.5%
营业利润 (NON-GAAP)	182	1173	1204	1724	营业利润 (NON-GAAP)	544.1%	2.6%	43.2%	营业利润 (NON-GAAP)	4.1%	18.3%	16.5%	19.8%
调整项-权益投资公允价值变动调整 (扣税)			-1750	1339	调整项-权益投资公允价值变动调整 (扣税)				调整项-权益投资公允价值变动调整 (扣税)				
归母净利润 (NON-GAAP)	57	855	1111	1328	归母净利润 (NON-GAAP)	1405.2%	30.0%	19.5%	归母净利润 (NON-GAAP)	1.3%	13.3%	15.2%	15.3%

盈利预测与投资建议：暂无评级

携程网盈利预测

(NON-GAAP, 人民币亿元,)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	19-21CAGR
净营业收入	267.80	309.65	363.66	444.10	543.42	22%
同比	36%	15%	18%	22%	22%	
住宿预订	95.17	115.80	136.87	168.09	206.47	23%
同比	30%	22%	18%	23%	23%	
交通票务	122.21	129.47	146.51	175.74	211.71	20%
同比	38%	6%	13%	20%	20%	
打包旅游	29.70	37.72	47.32	59.37	74.49	25%
同比	29%	27%	25%	25%	25%	
商务旅行	7.53	9.81	12.16	15.08	18.70	24%
同比	24%	30%	24%	24%	24%	
其他业务	15.15	18.24	22.62	28.05	34.78	24%
同比	106%	20%	24%	24%	24%	
毛利	221.01	246.41	291.21	356.73	437.06	23%
产品开发费用	(72.46)	(86.86)	(101.82)	(123.90)	(151.07)	22%
销售和营销费用	(81.08)	(94.40)	(99.64)	(118.13)	(140.20)	19%
一般和行政费用	(19.87)	(22.03)	(27.64)	(33.31)	(40.21)	21%
营业利润(NON-GAAP)	47.60	43.12	62.10	81.39	105.57	30%
同比	139%	-9%	44%	31%	30%	
归母净利润(NON-GAAP)	39.76	54.80	71.44	88.34	109.54	24%
同比	87%	38%	30%	24%	24%	

营业利润率	17.8%	13.9%	17.1%	18.3%	19.4%
归母净利率	14.8%	17.7%	19.6%	19.9%	20.2%

重要财务指标

单位:百万元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,780	19,229	36,366	44,410	54,342
增长率YoY(%)	39.3	15.6	17.4	22.1	22.4
归母净利润(百万元)	3,778	5,341	6,961	8,611	10,680
增长率YoY(%)	86.7	37.8	30.4	23.7	24.0
EPS(元)	52.64	74.41	96.98	119.97	148.80
净资产收益率(%)	4.5	6.2	7.4	8.4	9.4
P/E(倍)	34.3	24.2	18.6	15.0	12.1
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源:公司公告 国盛证券研究所

3

同程艺龙：深耕长尾，把握微信流量红利

行业概览

携程网

同程艺龙



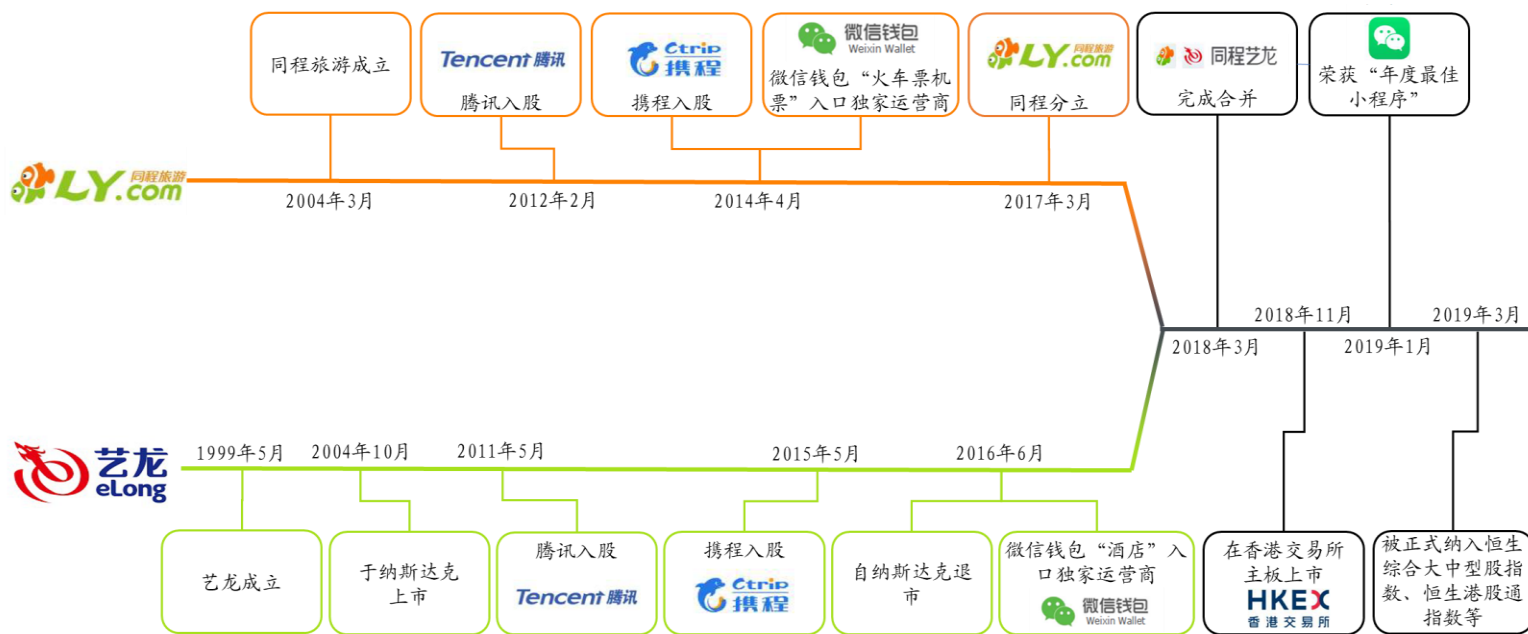
同程艺龙

1、发展历史：踩中三次流量风口，未来目标是提升流量转化

中国第三大OTA, 先后踩中搜索 (SEO)、移动 (APP)、小程序流量入口

是后发者和跟随者，也是探索者和创新者
——寻找ROI最优的流量入口，合并获得机酒综合实力

同程艺龙发展历程



资料来源: 公司官网 国盛证券研究所

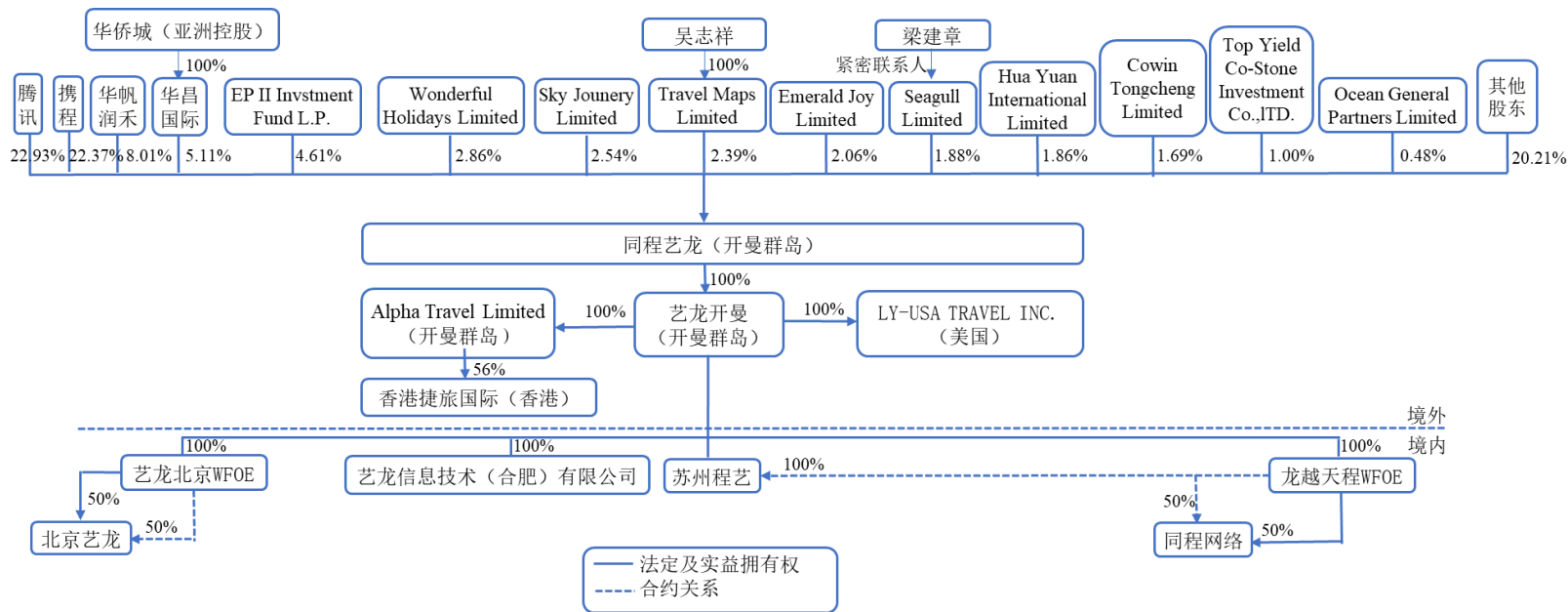
- 第一次“搜索流量”风口 (2006年): 投放1500万到百度SEO, 实现5%的市场份额
- 第二次“移动流量”风口 (2014年): 1元门票吸引20万APP下载量, 扩大市场份额
- 第三次“小程序流量”风口 (2018年): 同程与艺龙合并、双方整合微信钱包入口, 连续4月位列微信小程序排行榜首, 实现15%的市场份额

2、股东结构:腾讯与携程加持, 导入流量和酒店资源



腾讯、携程分别持股22.93%、22.37%并提供流量、酒店资源支持

同程艺龙股权架构



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

- 腾讯最早于2011年投资艺龙、2012年投资同程, 目前是公司第一大股东。
- 携程最早于2014年入股同程、2015年入股艺龙, 目前是公司第二大股东。

3、董事会与高管：吴志祥任董事长、马和平任CEO



董事会与高管由同程系主导，吴志祥任董事长、马和平任CEO

公司董事会与高级管理层

	姓名	年龄	职位	履历（经验）
董 事 会	吴志祥	43	联席董事长、执行董事	同程创始人、董事长
	马和平	42	执行董事	同程联合创始人、CEO
	梁建章	49	联席董事长、非执行董事	携程创始人、董事长
	江浩	46	非执行董事	携程高级副总裁、艺龙 CEO
	林海峰	43	非执行董事	腾讯并购部总监
	Brent Richard Irvin	47	非执行董事	腾讯总法律顾问
高 级 管 理 层	马和平	42	首席执行官	同程联合创始人、CEO
	吴嘉竹	34	首席战略官	同程首席投资官
	范磊	37	首席财务官	艺龙财务副总裁
	王强	38	首席营销官	同程首席营销官
	余沛	36	副总裁	艺龙结构总监
	白志伟	42	副总裁	艺龙副总裁

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

- 吴志祥任董事长，系同程创始人，有逾15年OTA行业经验（持股2.73%）。
- 马和平任CEO，系同程联合创始人，有超10年互联网营销经验（持股1.46%）。

1、OTA市场分为商旅、休闲游和异地务工，长尾休闲游空间最大



OTA市场可参照用户画像分为商务旅行、休闲旅游及异地务工三个子市场

我国 OTA 细分市场划分

	用户基数	出行频次	品类需求	发展阶段	未来机遇
 商务旅行	4588万 全国31-60岁大学毕业生存量	小 每年12次	高 • 有交通及酒店需求 	• 成熟阶段，渗透率提升空间小	• 商旅人士队伍壮大，消费频次及客单价增加
商旅群体特征：多中青年，分布在高线城市，人均付费率很高，忠诚度很高					
 休闲旅游	83173万 全国城镇人口数量	大 每年5次	中 • 有交通、住宿及旅游套餐需求 	• 成长阶段，渗透率提升空间仍大	• 渗透率提升、大中产阶级队伍壮大、频次及客单增加
休闲游群体特征：中青老幼，分布在高线城市和低线城市，人均付费率一般，忠诚度一般					
 异地务工	17651万 全国农村外出务工人数	中 每年2次	低 • 主要有交通需求 	• 尝鲜阶段，渗透率提升空间很大	• 渗透率提升、异地务工人员队伍壮大、出行及返乡频次增加
异地务工群体特征：多中青年，低线与高线城市、农村与城镇间流动，人均付费率和忠诚度较低					

资料来源：艾瑞咨询 国家统计局 文化和旅游部 国盛证券研究所

- 中高频商旅市场发展最为成熟：发展已处成熟阶段，在线渗透率提升空间不大。
- 中低频休闲游市场潜在空间最为广阔：正处快速成长阶段，一方面将受益在线旅游渗透率提升，另一方面将受益大中产阶级队伍壮大、及整体消费频次和单价的提升。

2、同程艺龙长尾流量变现力强，有望深度分享行业红利

📖 同程艺龙长尾流量变现力强、低频出行市场占优，有望深度分享行业红利

同程艺龙与携程用户流量比较（2018年）



资料来源：公司公告 Questmobile 国盛证券研究所

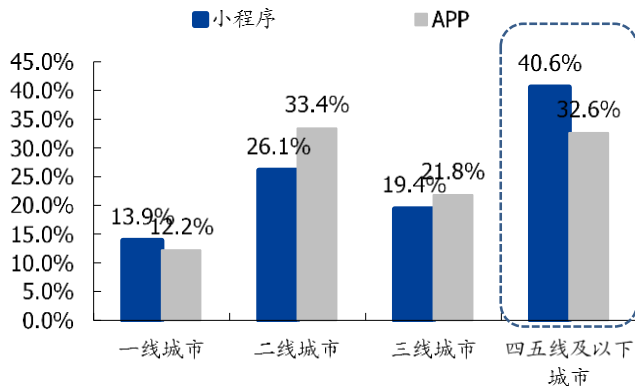
- **同程艺龙与携程实现错位竞争：**同程艺龙深耕微信11亿级月活，重点把握低线城市休闲游需求；携程捕捉在线旅游3亿级月活，主要定位高线城市商旅用户。
- **预计同程艺龙可挖掘的微信MAU上限约3-4亿：**考虑在线旅游渗透率有望升至40%以上及公司将持续向低线城市渗透，届时微信在线旅游MAU数量可达11亿*40%≈4亿。
- **预计公司在微信端可实现的付费转化率上限为20%：**对比公司APP端达到20%的转化率。

3、同程艺龙长尾用户占比更高，推进低线城市下沉战略



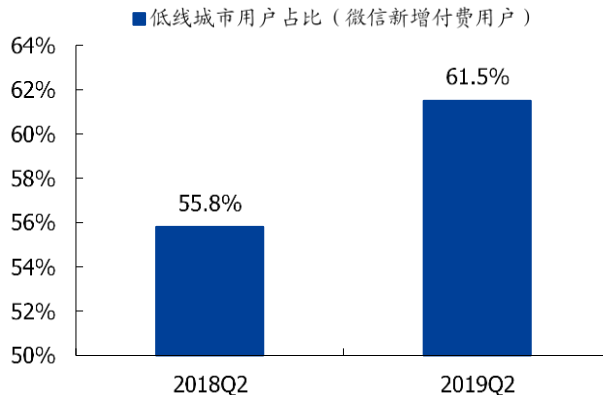
同程艺龙微信付费新客低线占61.5%、注册用户非一线占85.5%，借力小程序向低线下沉

微信小程序助力低线城市渠道下沉



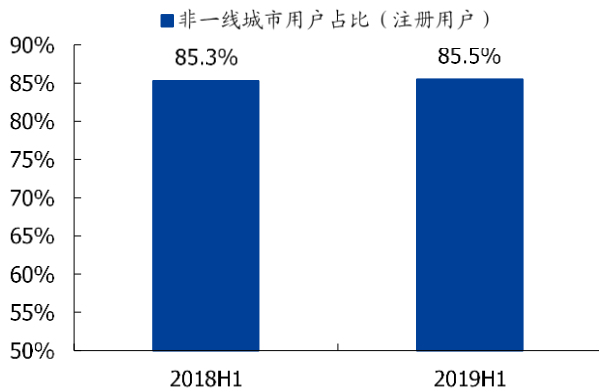
资料来源：阿拉丁指数平台 国盛证券研究所

同程艺龙微信付费新客中低线城市用户占比



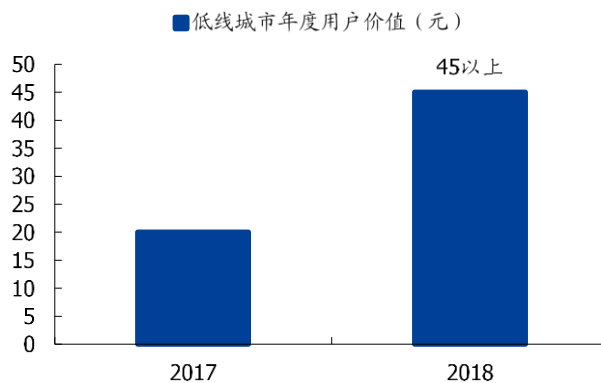
资料来源：公司公告 国盛证券研究所

同程艺龙注册用户中非一线城市占比



资料来源：阿拉丁指数平台 国盛证券研究所

同程艺龙低线城市的年度用户价值



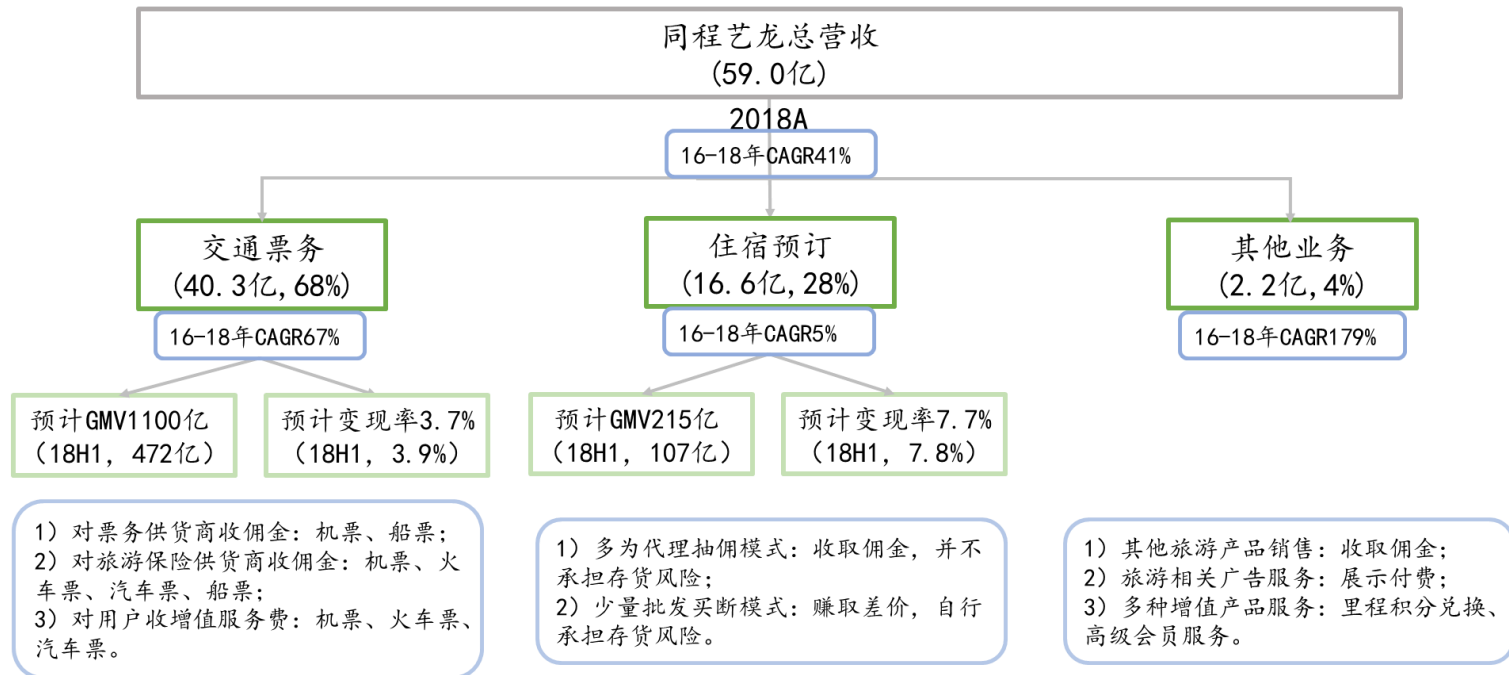
资料来源：公司公告 国盛证券研究所

1、营收规模快速扩张，结构以交通及住宿为主



营收以交通及住宿为主，将扩大交叉销售率，实现以交通引流、向住宿变现

公司营收结构及其盈利来源



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

注: 2018年分业务GMV为估算值, 收入系减除买断成本的净佣金收入

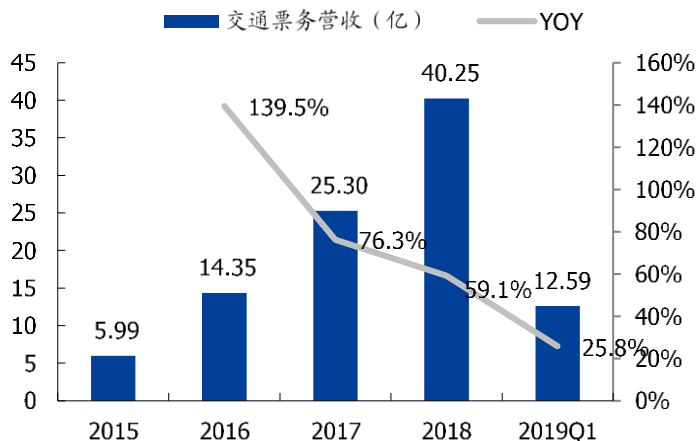
- 分业务收入占比: 交通/住宿/其他营收占比分别占68%/28%/4%。
- 交叉销售率: 合并前5%提升至19Q2的23%, 预期至19年底将提升至25%。

2、交通深度受益新客转化，盈利依靠增值产品销售变现



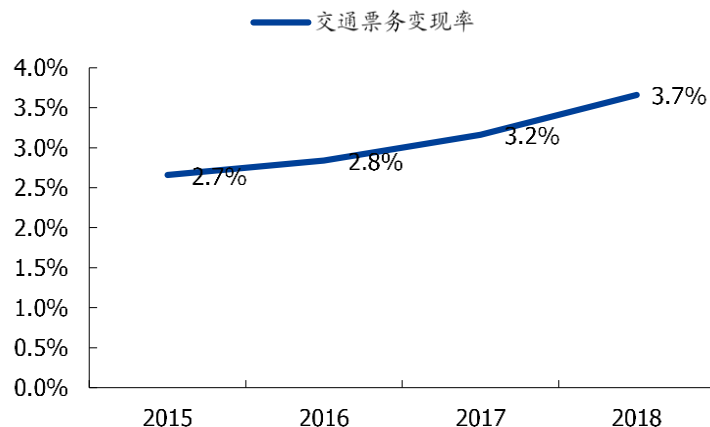
交通盈利依靠增值产品销售变现（附加率30%），对应佣金率3%以上

2015-2019Q1 同程艺龙交通票务营收



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

2015-2019Q1 同程艺龙交通票务变现率



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

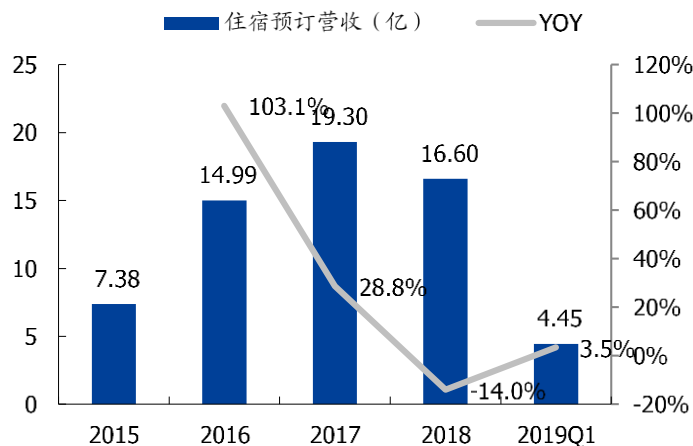
- 2016-18年交通票务营收复合增长67%至40.3亿，深度受益新客转化使交通GMV复合增长48%至1100亿，同时变现率提升0.8pct至3.7%。

2、住宿缩减分销致收入一次性下滑，盈利依靠代理佣金



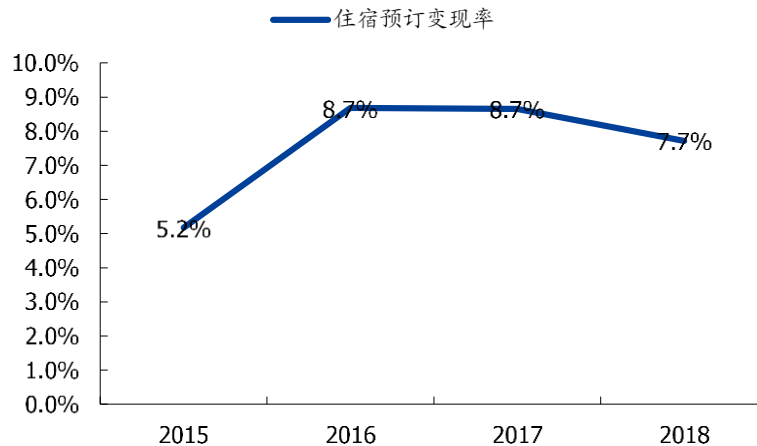
住宿盈利依靠代理佣金（自营代理和分销二次代理），对应佣金率7%-8%左右

2015-2019Q1 同程艺龙住宿预订营收



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

2015-2018 同程艺龙住宿预订变现率



资料来源：公司公告 国盛证券研究所
注：收入系减除买断成本的净佣金收入

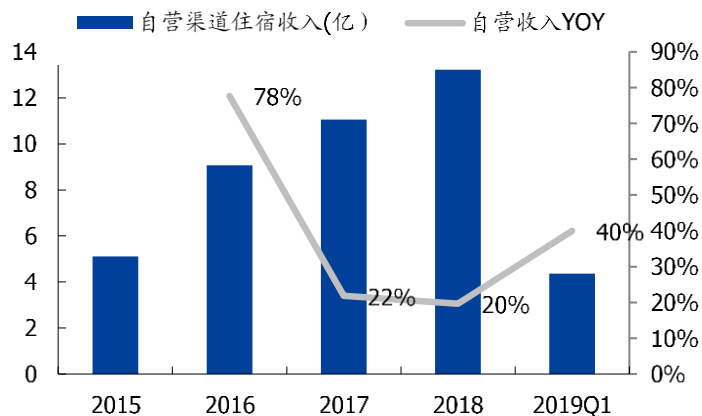
- 2016-18年住宿预订营收复合增长5%至16.6亿，18Q3开始缩减分销渠道使住宿GMV复合增长12%至215亿，同时变现率下降1.0pct至7.7%。

2、住宿呈现结构性改良，缩减分销渠道仅为阶段性影响



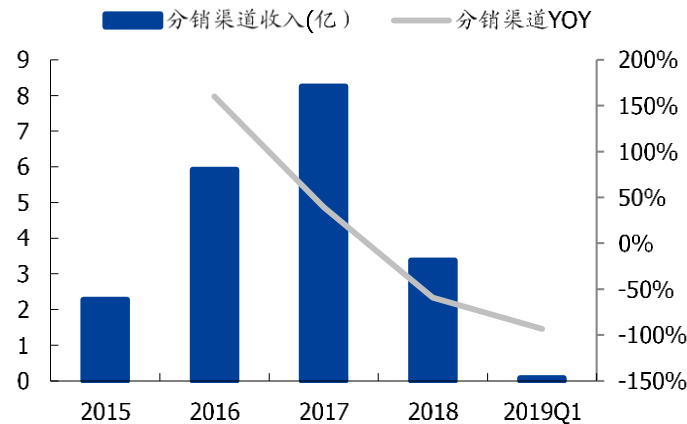
住宿缩减分销渠道仅为阶段性影响，自营渠道收入18全年/19H1保持20%/40%+增速

2015-2018 同程艺龙自营渠道住宿营收



资料来源：公司招股书 国盛证券研究所

2015-2018 同程艺龙分销渠道住宿营收



资料来源：公司招股书 国盛证券研究所

注：假设分销渠道佣金开支/收入为80%（18.11.7前采取该总额记账法，未来采取净额记账法）

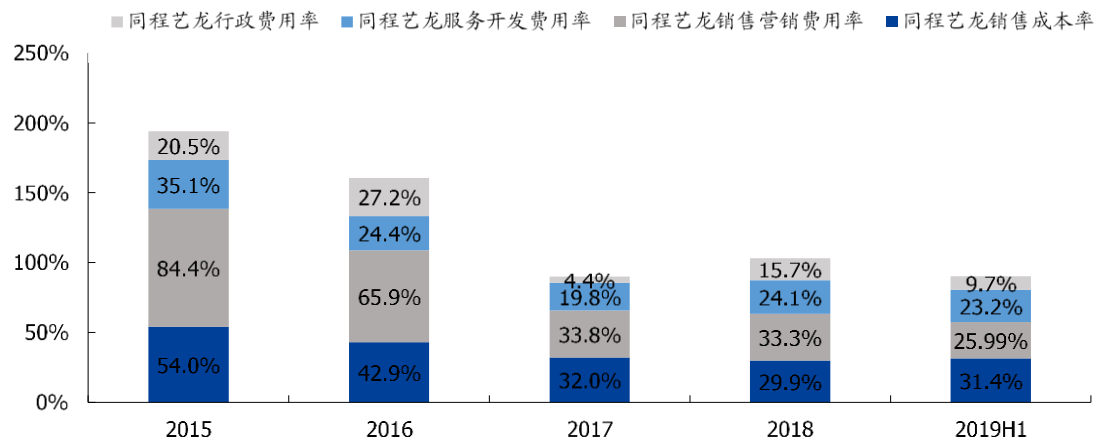
- 2017-18年住宿业务分销渠道收入占比从40%+减至约20%，19H1占比再压缩。原因是：
 - 公司从供货商获得的100%佣金收入中有80%-90%作为佣金开支付给分销平台，公司实际获得的利润很低；
 - 艺龙与同程合并后获交通引流入口而且具备微信钱包双入口，公司更倾向于低成本自主导流。
- 因此，住宿呈现结构性改良，系自营渠道议价能力提升的表现。
 - 分销渠道净利贡献有限，所以缩减分销对利润影响远不及GMV和收入明显；
 - 18Q3开始大幅缩减分销渠道，所以19Q3相关影响将基本消除。

3、成本费用有下降空间，利润率水平有望提升



随着运营效率、品牌影响力、技术能力提升，公司成本费用率有下降空间

2015-2019H1 同程艺龙成本费用率



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

- 销售成本率：2019H1为31.4%/+3.2pct，主要系交通订单处理成本增加；
- 销售营销费用率：2019H1为26.0%/-6.4pct，主要系广告投放效率提升；
- 服务开发费用率：2019H1为23.2%/+1.1pct，主要系股权激励略有增加；
- 一般行政费用率：2019H1为9.7%/-9.3pct：主要系一次性行政开支去除。

3、成本费用有下降空间，利润率水平有望提升

核心指标：
NON-IFRS 净利润



长期看公司利润率水平有望提升，今年其经调整净利率目标是20%以上

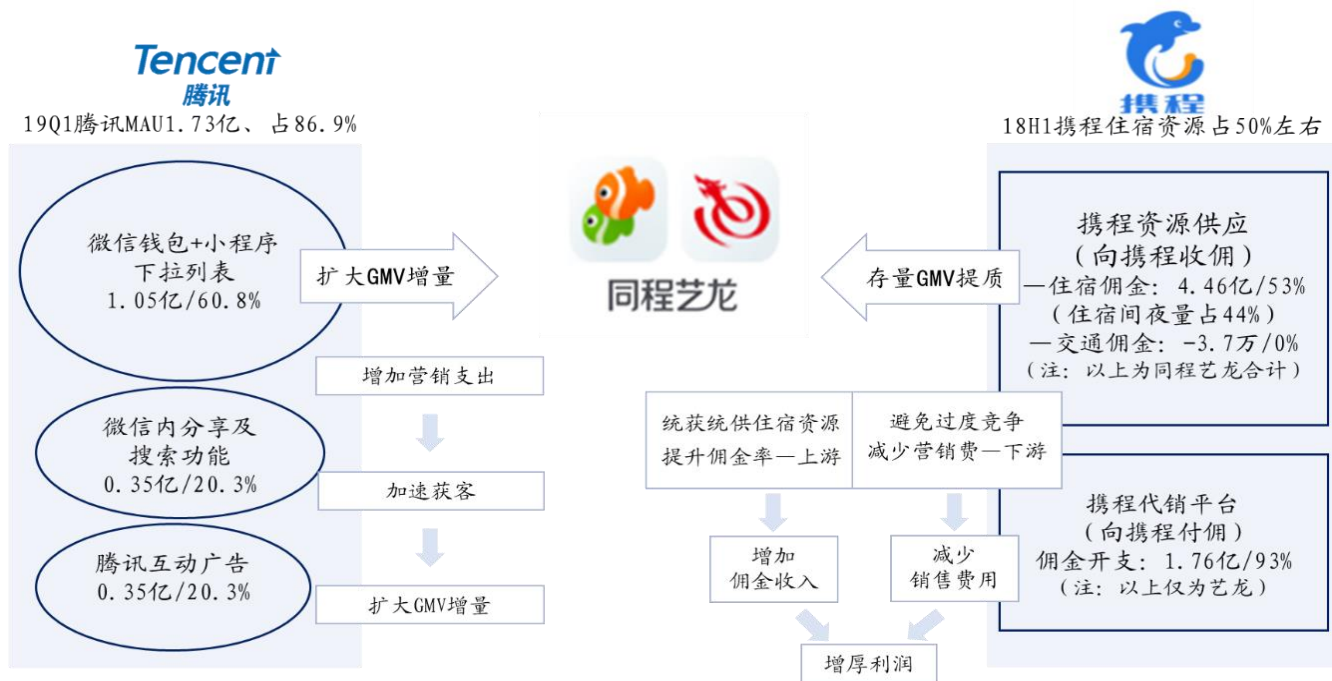
(单位：亿)	2018			2019H1		
	金额	占比	YOY	金额	占比	YOY
营收	60.91	100.0%	16.5%	33.74	100.0%	19.1%
销售成本	-18.24	-29.9%	9.2%	-10.59	-31.4%	34.5%
毛利	42.67	70.1%	20.0%	23.15	68.6%	13.2%
服务开发开支	-14.68	-24.1%	41.6%	-7.82	-23.2%	25.1%
销售营销开支	-20.31	-33.3%	15.0%	-8.77	-26.0%	-2.1%
行政开支	-9.58	-15.7%	316.5%	-3.28	-9.7%	-39.2%
经营费用合计	-44.58	-73.2%	47.0%	-19.87	-58.9%	-3.6%
其他经营收支	1.65	2.7%	118.9%	0.78	2.3%	46.5%
经营利润	-0.26	-0.4%	-104.3%	4.06	12.0%	994.1%
其他非经营收支	9.13	15.0%	743.6%	0.12	0.3%	-98.7%
税前利润	8.88	14.6%	25.6%	4.17	12.4%	-56.0%
所得税开支	-1.28	-2.1%	517.5%	-1.22	-3.6%	64.8%
年内利润	7.59	12.5%	10.7%	2.96	8.8%	-66.2%
调整合计	3.81	6.3%		4.98	14.8%	
年内经调整利润	11.41	18.7%	66.8%	7.94	23.5%	26.3%

- 经调整净利率：2019H1为23.5%/+1.3pct，考虑下半年将加大营销开支，今年其经调整净利率目标是20%以上，未来有进一步提升空间。

1、腾讯流量与携程资源导入支持，竞争优势突出

公司是腾讯与携程在OTA领域议价能力的具体体现，长期竞争优势突出

同程艺龙与腾讯及携程的关系



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

- 与大股东腾讯为互补关系: 87%的流量资源来自腾讯。
- 与二股东携程为竞合关系: 60%的住宿间夜量资源来自携程。

1、受益腾讯流量支持，发力小程序，低成本获客



与腾讯签有流量合作协议：2021年前独家运营钱包入口，2026年前可优先合作

同程艺龙与腾讯的流量合作协议

「腾讯合作协议」

内容	腾讯同意同程网络及艺龙北京 WFOE 将分别为微信及移动 QQ 移动支付界面「火车票机票」及「酒店」入口的独家营运方，条件是同程网络及北京艺龙各自为市场领导者并有能力提供良好用户体验。据此，同程艺龙旅游产品及服务可触及腾讯社交生态的用户，并向腾讯支付接入费用作为回报。
期限	协议日期起至 2021.7.31 止（同程共合作 6 年、艺龙共合作 5 年）。
优待	腾讯同意协议期限届满后及直至 2026.7.31，如微信及移动 QQ 推出的多产品交易平台涉及在线旅游产品，在同等条件、同等产品质量下优先考虑与同程艺龙合作。
年度上限	同程艺龙已于上市前向腾讯集团付款，协议期内毋须再支付费用。因此，协议截至 2018、2019 及 2020 年 12 月 31 日止各年的年度上限为 0 元。
交易理由	接入腾讯平台是市场上的稀缺资源，微信、QQ 分别有 11 亿、8 亿级月活用户数，同程艺龙可利用腾讯平台增加用户群并增强领先的市场地位。
记账方式	<u>1) 2015-7-1 同程向腾讯支付总代价 7.36 亿元价款，按无形资产 5 年期摊销，2018 年获准延期至 2021 年（18 年合并时资产增值 2.46 亿）；2) 2016-7-1 艺龙向腾讯发行总代价 12.08 亿元优先股，其中 10.45 亿记一次性费用、1.63 亿按无形资产 5 年期摊销。——预期 19/20/21 年产生总摊销费约为 2.08/2.08/1.21 亿。</u>

资料来源：公司招股书 国盛证券研究所

注：同程网络及艺龙北京 WFOE 分别于 2015.7 及 2016.7 与腾讯计算器等订立业务合作协议，其后被同程网络、北京艺龙及腾讯计算器等所订立日期为 2017.12.25 的经修订及经重列业务合作协议（「腾讯合作协议」）取代

- 同程及艺龙于**2021-7-1前**为微信及移动QQ钱包界面「火车票机票」及「酒店」入口独家营运方，期满后**至2026-7-1前**有优先合作权。
- 公司合共支付总对价**19.44亿**，包括**2015-7-1**同程向腾讯支付总代价**7.36亿元**价款，**2016-7-1**艺龙向腾讯发行总代价**12.08亿元**优先股。

1、受益腾讯流量支持，发力小程序，低成本获客



低成本获客：16年启动双入口后，按公开数据推算其MPU平均获客成本降至不到100元/人，按非公开调研信息其MPU获客成本仅有10元/人（其中钱包入口及小程序菜单不足10元）

同程艺龙获客成本是多少？

单位：资产费用为亿；用户数为百万	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
广告及推广费-艺龙	5.68	13.58	3.57	12.05			
广告及推广费-同程	4.77	3.20	4.25	1.41			
广告及推广费-合计	10.44	16.78	7.82	13.46	16.42	19.21	24.21
-发行优先股计提一次性开支-艺龙		10.45					
+调整后的持续性营销开支-艺龙		1.04	2.09	2.09	2.09	2.09	1.04
#发行优先股产生的无形资产-艺龙		1.63					
+无形资产产生的摊销费用-艺龙		0.16	0.33	1.76	2.08	2.08	1.21
#业务合约安排产生无形资产-同程	7.36						
#合并时产生的无形资产增值-同程				2.46			
#合并增值后的无形资产净值-同程				5.99			
+无形资产产生的摊销费用-同程	0.74	1.47	1.47	0.28			
=经调整营销费用-合计	11.18	9.01	11.71	17.59	20.59	23.38	26.46
月活-同程	65.4	79.7	98.3				
月活-艺龙	23.3	19.8	22.9				
平均月活-合计	88.7	99.5	121.2	175.2	219.0	258.4	299.8
经调整 MAU 获客成本（元）	12.6	9.1	9.7	10.0	9.4	9.0	8.8
经调整 MAU 获客成本（元，不考虑同程无形资产增值摊销）	12.6	9.1	9.7	9.9	9.3	8.7	8.5
月付费用户-同程	2.8	8.0	14.0				
月付费用户-艺龙	1.1	1.1	1.6				
月付费用户-合计	3.9	9.1	15.6	20.0	24.4	28.6	32.8
经调整 MPU 获客成本（元）	286.6	99.0	75.0	87.9	84.4	81.9	80.6
经调整 MPU 获客成本（元，不考虑同程无形资产增值摊销）	286.6	99.0	75.0	86.7	83.2	78.3	77.4

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

注：2018年广告及推广费、无形资产产生的摊销费用—艺龙中包括合并前艺龙单独+合并后集团，同程中包括合并前同程单独；2019-2021年无形资产摊销费用艺龙中包括同程艺龙集团；2019-2021年预测广告及推广费按22%/17%/26%增速，月活按25%/18%/16%增速，月付费用户按22%/17%/15%增速，考虑2021H2尚未确定钱包入口合作权及费用，暂扩大其他广告及推广费。

1、受益腾讯流量支持，发力小程序，低成本获客



预期2021H2公司与腾讯流量续约、且入口使用费不会激增，原因在于腾讯主要通过微信支付手续费和广告变现，而公司微信端具备高MAU数量、对支付和广告服务需求大

同程艺龙与腾讯的支付服务协议项下交易金额

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
同程艺龙总交易额（亿）	368	678	1023	1315	1658	227
微信支付使用比例（腾讯 MAU 占比）	8.6%	38.7%	65.7%	80.3%	88.0%	92.0%
微信支付渠道流水（亿）	32	262	672	1055	1459	1957
就微信支付服务缴纳的金额（亿）	0.40	1.85	4.13	6.24	9.40	12.50
——验证指标：微信支付手续费率	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

注：19-20年公司总交易额、腾讯 MAU 占比均为本报告预计值；就微信支付服务缴纳的金额为公司披露或预计值；验证指标用以验证对腾讯渠道 MAU 占比即微信支付比例的正确性、公司 GMV 增长的正确性

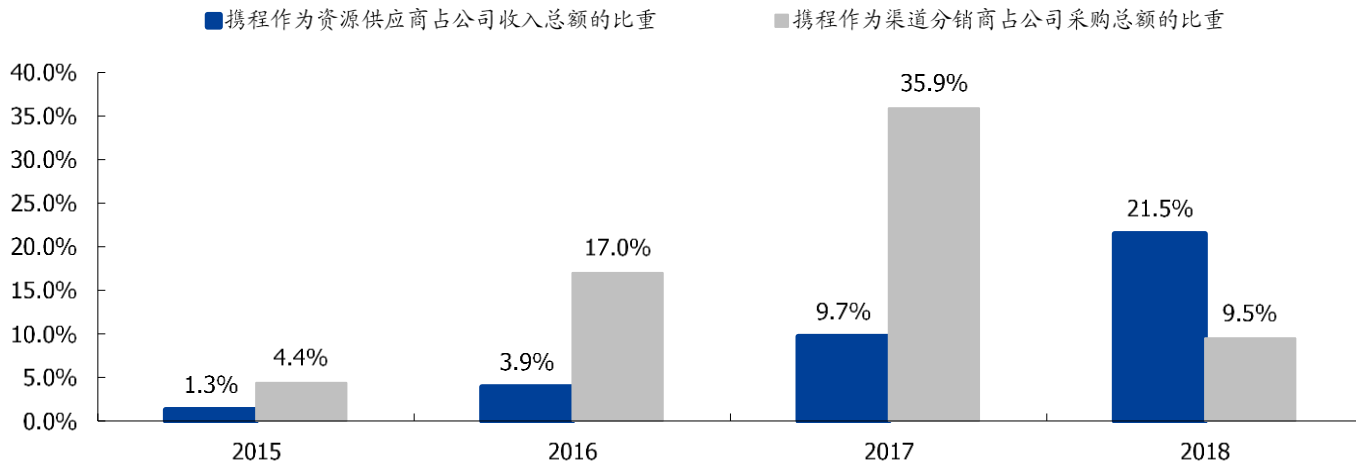
- 同程艺龙与腾讯签有支付服务协议：未来3年内腾讯向公司提供支付服务并收取手续费。公司15-18年向腾讯缴纳0.40/1.85/4.13/6.24亿手续费，预期19-20年将向腾讯缴纳9.40/12.50亿手续费，因公司用户使用微信支付比例提升及公司GMV增长。
- 京东已与腾讯续约流量合作协议，入口使用费相对合理，为同程艺龙续约提供指引。同程艺龙微信端MAU数量更高、无自有支付牌照，因此预期未来其入口使用费更低。

2、受益携程资源支持，扩大住宿供应、丰富销售渠道



携程是重要的资源供应商和渠道分销商，助力公司扩大住宿供应并丰富销售渠道

携程对同程艺龙的住宿供货及销售渠道支持



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

注：资源供应商贡献佣金收入，是公司报表列报的“客户”；渠道分销商贡献销售渠道服务，是公司报表列报的“供货商”

- 2015-2018年携程作为资源供应商贡献的收入比重从1.3%提升至21.5%，18年携程是公司第一大“客户”，未来将扩大对公司的住宿资源供应。
- 15-18年携程作为渠道分销商占公司采购总额的比重从4.4%提升至9.5%，18年携程提供的渠道销售服务减少，主要系公司缩减分销渠道比例。

2、受益携程资源支持，扩大住宿供应、丰富销售渠道

与携程签有资源供应和产品销售协议：未来扩大携程资源供应、减少携程平台分销

同程艺龙与携程的旅游资源供应框架协议

「携程旅游资源供应框架协议」

内容	同程艺龙及携程集团互相提供旅游产品及服务，包括利用同程艺龙平台出售携程集团提供的住宿预订及租车服务以及同程艺龙向携程集团提供的交通票务服务。
期限	2018.11.26-2021.11.26，经双方同意后可续约。
历史金额	2015-2018年艺龙向携程分别收取0.85/1.49/3.16/8.82亿佣金收入（2018年含同程合并）（旧合作模式法：就携程提供的住宿产品，携程向旅游供应商收取全部佣金，再向同程艺龙支付部分佣金）。
年度上限	2019-2020年同程艺龙就在自身平台上出售携程集团的住宿预订服务向旅游供应商收取的佣金及同程艺龙就向携程集团提供的住宿及交通票务向携程收取的佣金合计的年度上限分别为15/20亿，向携程集团支付的系统维护费年度上限分别为1.6/2亿（新合作模式法：就携程提供的住宿产品，同程艺龙向旅游供应商收取全部佣金，再向携程支付系统维护费）。
未来预期	未来同程艺龙从携程集团采购住宿资源预期增加且收入由净额确认改为总额确认（计算年度上限时已计入向第三方旅游供应商收取的佣金，这得益于携程集团的供应），公司需支付的费用增加。

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

同程艺龙与携程的旅游资源销售框架协议

「携程旅游资源销售框架协议」

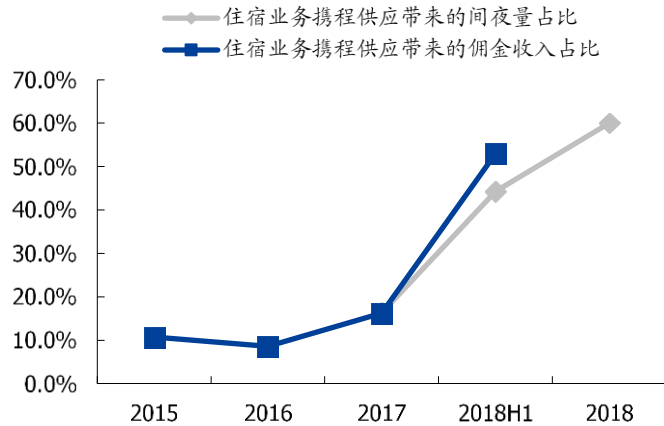
内容	携程集团与同程艺龙互相提供旅游产品及服务，包括但不限于利用携程平台出售同程艺龙的住宿预订及交通服务。携程集团亦向同程艺龙提供交通票务服务。
期限	2018.11.26-2021.11.26，并可于双方相互同意后重续。
历史金额	2015-2018年艺龙向携程分别支付0.07/2.62/5.75/0.27亿佣金费用（2018年含同程合并）（旧合作模式法：就携程销售的住宿产品，同程艺龙向旅游供应商收取全部佣金，再向携程支付部分佣金）。
年度上限	2019-2020年同程艺龙就出售携程交通服务向携程支付的年度上限为0.78/1.00亿，携程集团就出售住宿服务向同程艺龙支付的年度上限为0.30/0.35亿（新合作模式法：就携程提供的交通产品，同程艺龙向携程支付系统维护费；就携程销售的住宿产品，携程向旅游供应商收取全部佣金，再向同程艺龙支付系统维护费）
未来预期	未来同程艺龙从携程集团采购交通资源预期增加，公司需支付的费用增加；未来同程艺龙利用携程平台进行住宿资源销售预期会减少且成本由总额确认改为净额确认，公司需收取的报酬减少。

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

2、受益携程资源支持，扩大住宿供应、丰富销售渠道

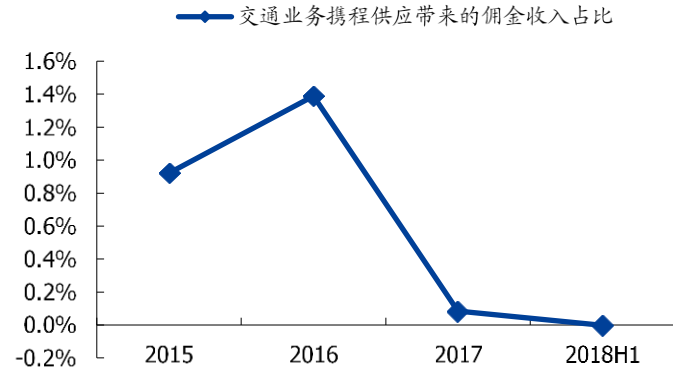
资源供应：同程艺龙自携程采购的住宿间夜量资源达60%、交通存货比例则非常低

携程供应在同程艺龙住宿业务中的占比



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

携程供应在同程艺龙交通业务中的占比



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

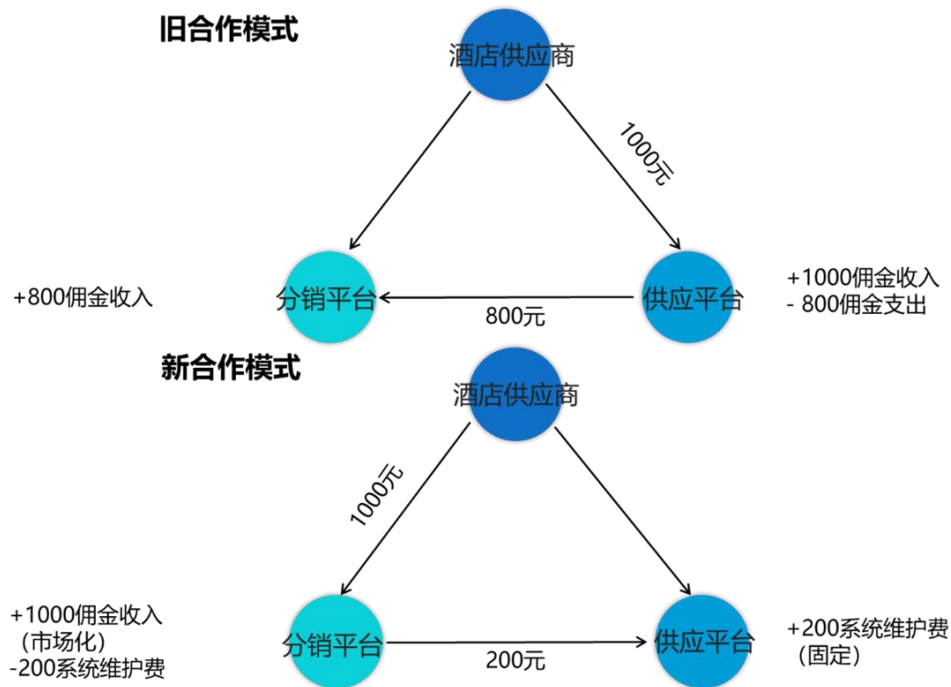
- 目前公司自携程采购的住宿间夜量稳定在60%，自身直连系统的间夜量在1/3，而公司自携程采购的交通存货比例低，主要系住宿业集中度低、酒店资源获取相对困难，交通业集中度高、交通资源获取相对容易。
- 预期未来双方资源合作关系相对稳固，双方实现双边互利、达成市场共谋。
 - 双边互利：携程需要同程艺龙的腾讯流量、同程艺龙需要携程的中高端酒店资源。
 - 市场共谋：携程为防止潜在价格战和美团敌对冲击，需要与同程艺龙先行结盟。

3、酒店业议价权从B端向C端转移，同程艺龙是最大受益者



酒店业议价权从B端资源向C端流量转移，同程艺龙是最大受益者

OTA 供应平台与分销平台合作模式的变化（以同程艺龙与携程为例）



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

- OTA供应平台与分销平台之间合作模式的变化证明了一个发展趋势：由供应平台主导向分销平台主导的转变显示酒店业的议价权从B端资源向C端流量转移。
- 转移是由于C端流量日益昂贵（获客成本高）而B端酒店日益丰富（上线成本低）。
- 转移使C端流量巨头受益，同程艺龙是最大受益者。

Q2业绩点评：Q2盈利能力显著提升，Q4提前迎来旺季催化

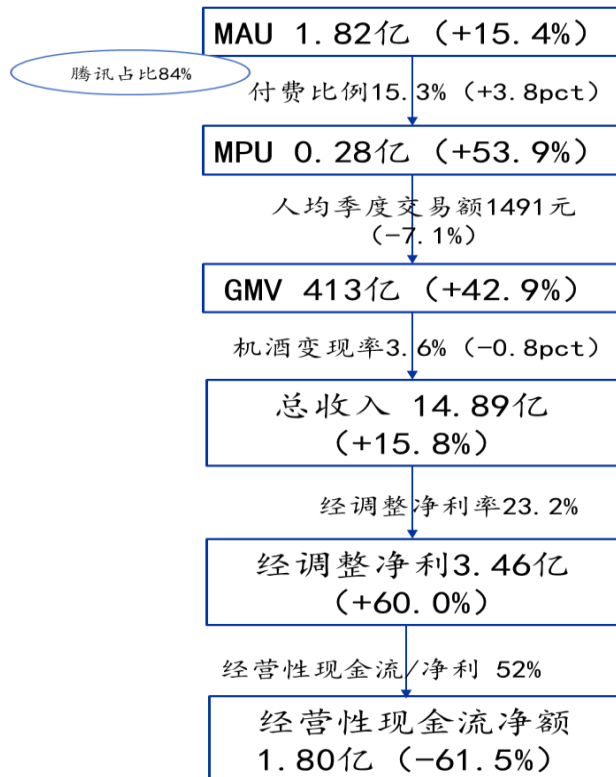
利好在于：

- 1) 转化率大幅提升至15.3%/+3.8pct，用户战略重点从MAU向MPU转移；
- 2) 住宿预订超预期增长、自有平台收入同比增48%，收入实现结构性改良；
- 3) 经调整净利率大幅提升至21.7%/+5.3pct，广告投放效率稳步提升。

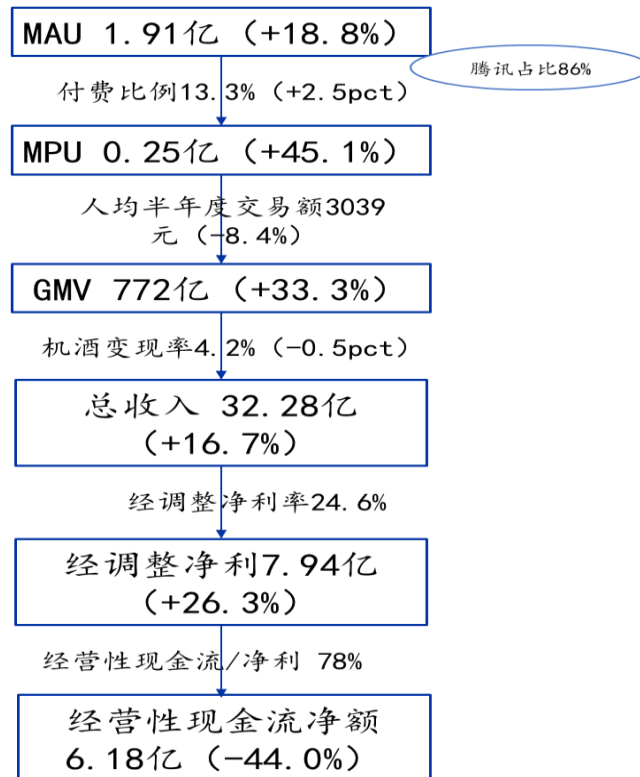
风险因素在于：

- 1) 12306官方抢票功能影响公司交通变现率，而且淡季影响较为明显；
- 2) 鉴于交通Q2增长乏力公司Q3将加大销售营销投资，可能影响净利率水平；
- 3) 宏观经济不利及香港风波加大外围环境风险，或影响未来增速预期。

2019Q2经营数据



2019H1经营数据



盈利预测与投资建议：买入评级

同程艺龙盈利预测

(人民币亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	19-21CAGR
营收	52.26	60.91	72.15	93.08	121.08	30%
YOY		16.5%	18.5%	29.0%	30.1%	
住宿预订	24.63	18.48	22.93	27.96	34.57	23%
YOY		-25.0%	24.1%	22.0%	23.6%	
交通票务	25.30	40.25	46.83	62.48	83.61	34%
YOY		59.1%	16.3%	33.4%	33.8%	
其他业务	2.33	2.18	2.40	2.64	2.90	10%
YOY		-6.6%	10.0%	10.0%	10.0%	
毛利	35.56	42.67	50.94	66.55	87.91	31%
产品开发费用	(10.37)	(14.68)	(16.80)	(21.30)	(27.34)	28%
销售和营销费用	(17.66)	(20.31)	(19.83)	(25.12)	(32.07)	27%
一般和行政费用	(2.30)	(9.58)	(7.09)	(8.77)	(11.05)	25%
营业利润	5.98	-0.26	9.27	13.74	20.15	47%
经调整归母净利润	6.85	11.34	14.48	18.73	24.60	30%
YOY		65.5%	27.7%	29.4%	31.3%	
经调整归母净利润率	13.1%	18.6%	20.1%	20.1%	20.3%	

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

重要财务指标

单位：百万元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,226	6,091	7,215	9,308	12,108
增长率YoY(%)	43.6	16.5	18.5	29.0	30.1
年内经调整利润(百万元)	685	1,134	1,448	1,873	2,460
增长率YoY(%)	-	65.5	27.7	29.4	31.3
EPS(元)	0.33	0.54	0.69	0.90	1.18
净资产收益率(%)	-17.6	9.8	11.1	12.6	14.6
P/E(倍)	38.1	23.1	18.0	14.0	10.6
P/B(倍)	-6.7	2.3	2.0	1.8	1.5

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，旅行相关事件的增加，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。



Thank You