

携程网 (CTRP.O)

证券研究报告

2019 年 03 月 01 日

OTA 龙头经营稳健，多管齐下促成长

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

产业链横纵并购，打造出行旅游服务生态圈。

横向上通过并购、战略投资等方式整合 OTA 行业，先后投资于途牛、同程、艺龙、去哪儿等优质标的，建立起庞大的在线旅游网络体系。纵向投资于航空、邮轮、租车、酒店、公寓民宿、景点、旅行社等多领域，全面覆盖机酒旅业务，打造服务闭环。上市以来虽经历价格战等挑战但整体增长稳健，净营业收入：2003-2017 年复合增速 43.3%，2018Q1-Q3 净营收 234.05 亿，+14.7%yoy。归母净利：2003-2017 年复合增速 58.9%，2018Q1-Q3 归母净利 23.02 亿，+40.5%yoy。

OTA 市场空间充裕，行业集中趋势明显。

2017 年我国在线旅游市场交易规模为 8923.3 亿元，+20.7%yoy，增速虽逐步放缓，但仍超过旅游产业收入 15.1%的增速水平。在线化渗透率稳步提升，2017 年达到 16.5%，同比+0.7PCT，但对比美国 53.9%、欧洲 50.2%的渗透率水平上升空间充裕。2017 年，在线旅游整体市场 CR4 为 70.4%，市场份额向头部厂商集中趋势明显。携程系依旧稳居前列，携程、去哪儿分别以 35.9%、17.0%的份额位列一二。从月活量上看，2018 年 10 月携程旅行 APP 以 6,620.25 万人遥遥领先，去哪儿以 3,961.58 万人位居第二，两者合计 1.06 亿人。

多年沉淀+并购搭建强大供应链，强化服务质量“升维”竞争。

携程 20 余年稳扎稳打，在上游供应链与下游流量方面均积淀深厚。供应链：在竞争者层出不穷的背景下，携程推进渠道下沉，加快整合上游酒店资源，深化供应链优势。流量：加速线下与国际化布局，与原有国内线上流量互为补充；注重提供高质量服务，提升消费者旅游出行体验，在服务维度上加深竞争优势。

首次覆盖，给予“增持”评级。公司为 OTA 行业龙头，上游供应链布局与下游流量皆在行业中领先。近年公司多管齐下为长期成长增添动力：第一，推进渠道下沉，加速在低星酒店、三四线城市等方面的布局；第二，布局线下门店，挖掘线下流量；第三，泛娱乐化营销积极拥抱年轻消费群体；第四，前瞻性布局国际化业务，国际化进程领先于国内可比公司；第五，致力于提升服务质量，在服务维度上强化竞争力。参照在线旅游行业其他可比公司估值，同时考虑公司 OTA 行业巨头地位，给予公司 18 年 40XP/E，对应目标价 34.59 美元。

风险提示：渠道下沉不及预期、国际化战略布局不及预期、品牌年轻化不及预期

内容目录

1. 产业链横纵延展，无惧风波成长稳健	5
1.1. 发展历程：国内 OTA 先驱者，横纵并购协同效应凸显	5
1.1.1. 初创阶段：诞生于全球在线预订浪潮	5
1.1.2. 迅速发展阶段：上市驶入发展快车道	6
1.1.3. 并购破局阶段：产业链横向、纵向延伸	6
1.2. 股东结构：百度为最大股东，持股 19.44%	9
1.3. 四大主业稳步成长	9
1.4. 营收连续多年高成长，客服系统升级降本增效	10
1.4.1. 个别年份扰动难掩整体经营稳健	10
2. OTA 市场空间充裕，行业集中趋势明显	12
2.1. 在线旅游整体渗透率上升空间充裕	12
2.2. 市场集中趋势明显，携程龙头地位强势	16
3. 多年沉淀+并购搭建强大供应链，强化服务质量“升维”竞争	17
3.1. 供应链先发优势突出，攻守结合强化壁垒	18
3.1.1. 供应链布局优势明显，地位强势议价能力突出	18
3.1.2. 渠道下沉抢占低端酒店市场，成立“丽呈”巩固高端市场优势	18
3.2. 20 年积累消费者根基深厚，注重服务构筑护城河	19
3.2.1. 前瞻性布局国际化业务，享出境游回暖红利	19
3.2.2. 加快线下门店布局，挖掘线下流量	20
3.2.3. 自由行&定制游满足“个性化”需求	21
3.2.4. 泛娱乐化营销+内容创作，积极拥抱年轻消费者	22
3.2.5. 强化服务细节，改善客户出行体验	23
4. 盈利预测及假设	24

图表目录

图 1：携程自创立到成长为 OTA 行业巨头关键节点	5
图 2：上世纪 90 年代末，全球迎来在线预订浪潮	5
图 3：携程关键节点市场份额	6
图 4：去哪儿抢占移动互联网先机	6
图 5：2013Q1-Q3 去哪儿移动应用下载量拔得头筹	6
图 6：携程系关系图	7
图 7：携程出行旅游生态圈	8
图 8：四大业务板块增长迅速	10
图 9：携程净营业收入增长稳健，2018Q1-Q3 达 234.05 亿	11
图 10：携程归母净利整体上行，部分年份波动较大	11
图 11：毛利率从底部反弹，净利率波动较大	11
图 12：客服系统效率提升，客服员工薪酬占比下降	11
图 13：管理费用率稳定，销售费用率及研发费用率上升	11

图 14: 在线旅游市场 2013-2017 年市场规模复合增速 42.2%.....	12
图 15: 2017 年在线化旅游渗透率达到 16.5%	12
图 16: 2017 年底, 互联网用户 7.72 亿, 移动互联网用户 7.53 亿	12
图 17: OTA 公司加大广告营销力度	12
图 18: 2017 年交通、住宿、旅游度假市场规模占比分别为 71.6%、17.8%、10.6%	13
图 19: 2017 年机票在线预订市场规模达 5568.7 亿元.....	13
图 20: 2017 年三大航司均完成 50%直销比例的要求	13
图 21: 高铁客运量占铁路客运量比重提升迅速	14
图 22: 汽车客运量承压但规模可观, 水运客运量整体上行	14
图 23: 2017 年住宿业营业额达 3963.93 亿	15
图 24: 2017 年在线住宿市场规模 2,230.0 亿元	15
图 25: 居民可支配收入稳步提升	15
图 26: 20-30 岁年轻群体成为旅游消费主力军	15
图 27: 2017 年我国在线旅游度假市场交易规模达 947.5 亿元	15
图 28: 市场集中趋势明显, 携程系份额领先	16
图 29: 2018 年 10 月携程+去哪儿活跃用户数量 1.06 亿	16
图 30: 携程全球合作酒店数量 140 万家	18
图 31: 中高端酒店盈利能力较强	18
图 32: 2017 年非标住宿房源达 521.6 万	18
图 33: 2017 年在线旅游非标住宿市场规模约 140 亿, +56.6%yoy	18
图 34: 携程主力用户偏中年群体, 去哪儿主力用户为年轻群体	19
图 35: 携程酒店佣金率领先	19
图 36: 携程海外收购历程	20
图 37: 亚、欧、美洲为我国出境游主要目的地	20
图 38: 线上难以获取 60 后消费群体	20
图 39: 携程、去哪儿线下门店	21
图 40: 携程系线下门店数量超 7,000 家	21
图 41: 2017 年国内自由行人次占比 97%	21
图 42: 2017 年在线自由行市场规模 584 亿, 超过跟团游	21
图 43: 42%的 90 后旅行目的为探访取景地, 29%为见偶像	22
图 44: 携程泛娱乐化营销模式进阶	22
图 45: 携程与抖音推出旅游 IP “FUN 肆趣旅游抖一下”	23
图 46: 携程分享社区功能 “旅拍”	23
图 47: 携程对客服投入力度大, 客服成本在营业成本中占比最高	23
图 48: 2018 年携程客服客户感知得分在交通行业 APP 中排名第一	23
图 49: 携程客服效率提升, 客服员工数量占比下降明显	24
表 1: 携程系各盟友间相互协作而又各具特色	7
表 2: 携程出行旅游生态圈布局	8
表 3: 携程股东结构	9
表 4: 携程主营业务介绍	9

表 5: OTA、OTP、UGC 商业模式对比	16
表 6: 在线旅游各细分市场主要厂商市场份额	17
表 7: 公司盈利预测 (单位: 亿元)	24
表 8: 可比公司估值表	24

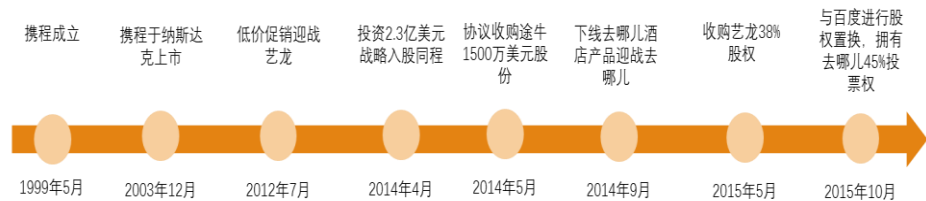
1. 产业链横纵延展，无惧风波成长稳健

携程国际有限公司成立于 1999 年，2003 年于纳斯达克上市，为国内领先的在线旅游服务商（OTA）。向全球超过 2 亿用户全方位提供住宿预订、交通票务、打包旅游等旅游出行服务，全球覆盖酒店超过 140 万家，与国内国际各大航空公司皆有合作。

1.1. 发展历程：国内 OTA 先驱者，横纵并购协同效应凸显

携程从成立到成长为国内 OTA 行业巨头主要经历三个阶段：初创阶段、迅速发展阶段、并购破局阶段。

图 1：携程自创立到成长为 OTA 行业巨头关键节点



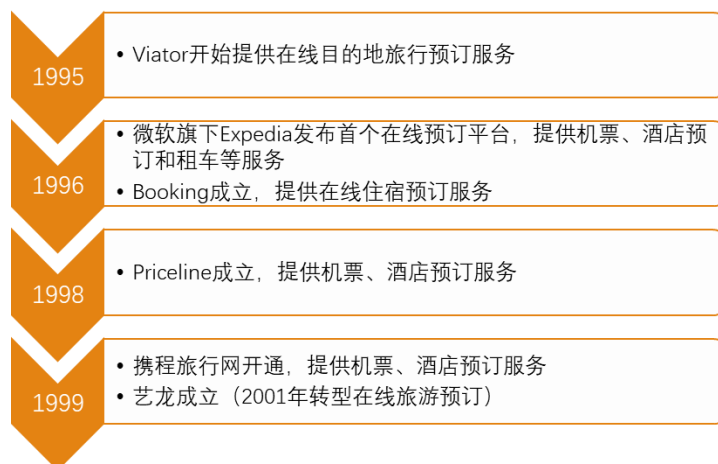
资料来源：公司官网，公司公告，京华时报，凤凰科技，天风证券研究所

1.1.1. 初创阶段：诞生于全球在线预订浪潮

1996 年，微软旗下 Expedia 发布首个在线预订平台，为消费者提供机票、酒店预订和租车等服务。Expedia 的出现一定程度上改变消费者出行前的搜索、旅行计划制定和行程预订模式，也使得一股在线预订的创业与投资潮流在全球范围内迅速普及。Booking、Priceline 等国际 OTA 巨头也相继于 1996、1998 年成立。

1999 年 5 月，在这股浪潮的推动下，由梁建章、沈南鹏、范敏、季琦四人组成的创业团队抓住我国商务&旅游出行快速发展、互联网迅速普及的机遇创立携程，填补我国在线旅游市场的空白。携程从零做起，逐步培养用户消费习惯，成功在消费者与酒店、航空公司间架起高效沟通桥梁。

图 2：上世纪 90 年代末，全球迎来在线预订浪潮



资料来源：公司官网，电子商务研究中心，玩转科技，天风证券研究所

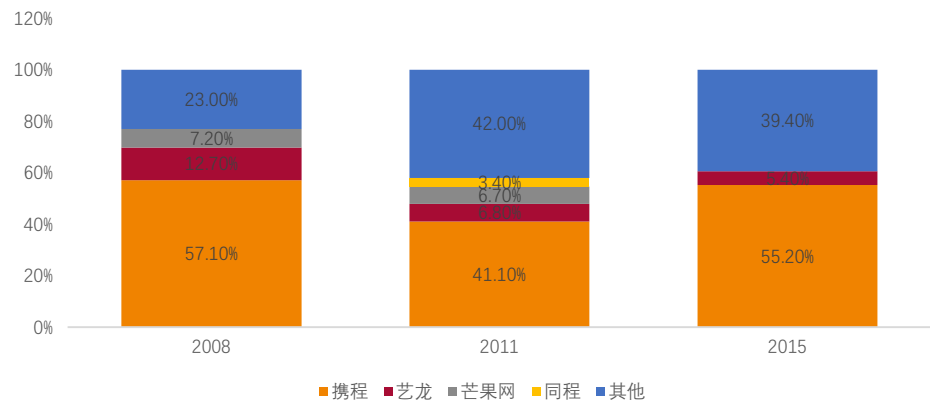
1.1.2. 迅速发展阶段：上市驶入发展快车道

2003 年于纳斯达克上市时，携程已经同 1700 间中国酒店和 450 间外国酒店建立合作关系，其中与 500 间酒店约定为携程会员提供预留客房的额外服务，以保障携程会员在旅游旺季、旅游热地的住宿需求。上市后的携程驶入发展的快车道，艾瑞咨询数据显示，携程到 2008 年在 OTA 行业的市场份额已经过半，达到 57.1%（排名第二的艺龙为 12.7%），一家独大甩开对手几个身位。

1.1.3. 并购破局阶段：产业链横向、纵向延伸

2011 年，在上游供应商直销力度加大、新生竞争对手不断涌现、预订模式日趋丰富等多方压力并存的形势下，携程的份额不断被挤压，陷入和多方新老对手混战的相对被动局面，市场份额缩水至 41.1%。携程积极应战，采用并购策略横向上将对手变成同盟，纵向上打通产业链，市场份额回升明显。

图 3：携程关键节点市场份额



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

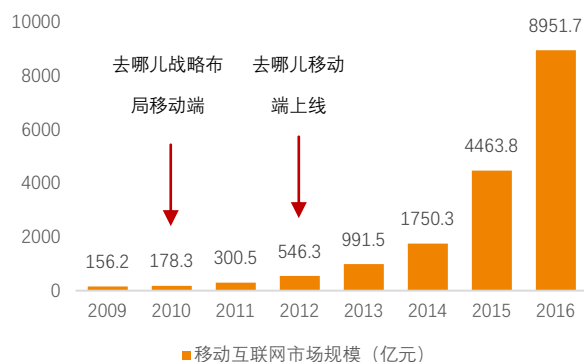
横向并购：携程整合 OTA 行业，先后投资途牛、同程、艺龙、去哪儿等 OTA 行业优质标的，建立起庞大的在线旅游网络体系。

艺龙：位居行业第二的老牌运营商。2010 年，艺龙开始采用专注酒店预订业务+低价竞争的策略向携程发起价格战，一度在酒店在线预订市场的份额达到携程的一半。两者之间的竞争持续 5 年，在 2015 年 5 月以携程收购艺龙 38% 股权收尾。

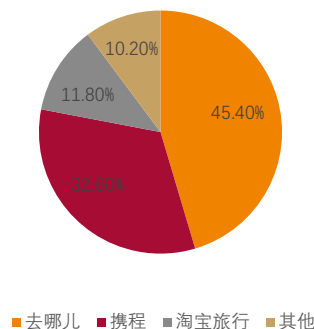
去哪儿：凭借旅游搜索引擎异军突起的有力竞争者。去哪儿向携程提出的挑战主要有三方面：第一，去哪儿为我国第一个旅游搜索引擎，为消费者提供在线比价服务，与携程差异化竞争。第二，去哪儿从 PC 端向移动端战略转型的时间早于其他同行，具备一定的先发优势。2013 年前三季度，去哪儿移动应用下载量占比达 45.4%（携程为 32.6%），一定程度上挑战了携程的霸主地位。第三，2014 年去哪儿开启送红包回馈活动打响补贴战。此次博弈双方皆有亏损，2015 年 10 月，携程与百度进行股权置换，持有去哪儿 45% 投票权，结束双方间博弈。

图 4：去哪儿抢占移动互联网先机

图 5：2013Q1-Q3 去哪儿移动应用下载量拔得头筹



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：速途研究院，天风证券研究所

除艺龙和去哪儿外，携程还于 2014 年 4 月 27 日协议收购途牛 1500 万美元股份。2014 年 4 月 28 日宣布战略入股同程，投资 2.2 亿美元。同程旅游旗下同程网络与艺龙旅行合并后，携程持有两者共同体同程艺龙 21.05% 的股权。在经过一系列的并购投资后，携程系庞大的 OTA 体系已基本建成。

图 6：携程系关系图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

横向并购各大 OTA 公司后，携程在上游供应链资源方面实现和“盟友”的共享，协同效应显著。携程将自身高星级酒店供应链、去哪儿低星级酒店供应链、艺龙高低星级酒店供应链一整合，酒店供应体系不论从数量还是酒店星级覆盖面都有较大提升；和途牛在酒店、机票、汽车租赁服务等旅游资源方面相互对接；与同程在景点门票和酒店等业务方面展开深入全面的合作。携程同“盟友”间的战略合作避免同行间恶性的同质化竞争，也让携程能够向广大会员和消费者提供更广范的服务。

在加深合作的同时，携程系各“盟友”仍保有自身的特色，通过差异化竞争在细分市场各显身手。去哪儿具备搜索引擎基因，2017 年 3 月重启比价平台，上线功能不仅包括机票的比价和搜索，同时覆盖酒店业务。面对诸多服务商提供的丰富产品，消费者需要一个比价平台来加快出行决策效率，去哪儿作为最大的在线旅游垂直搜索平台，品牌及规模优势明显，能够为消费者提供性价比最高的出行方案。此外，途牛专注度假领域，与商务出行出身的携程形成互补。艺龙专注于已深耕多年的酒店在线预订细分市场。

表 1：携程系各盟友间相互协作而又各具特色

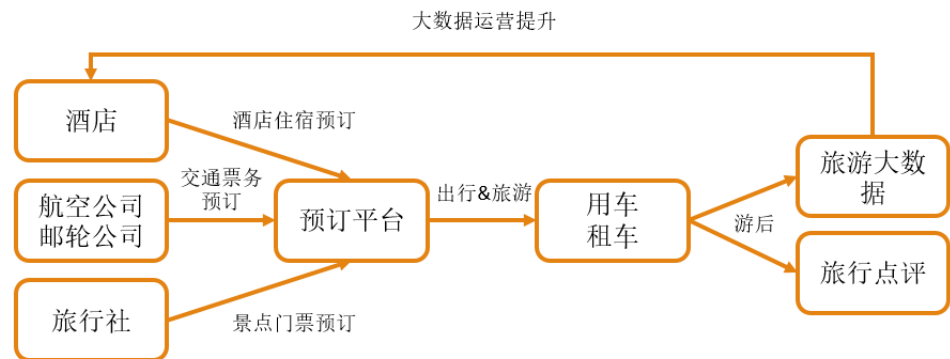
公司名称	合作方向	协同效应	自身特色
去哪儿	酒店	补充低星级酒店供应链，丰富公司酒店供应体系	比价平台
艺龙	酒店	补充高低星级酒店供应链，丰富公司酒店供应体系	深耕酒店预订市场

途牛	旅游	相互对接酒店、机票、汽车租赁 服务等旅游资源方面	深耕度假预订市场
同程	景点门票、酒店	补充旅游资源，丰富酒店供应体 系	

资料来源：第一财经网，凤凰科技，天风证券研究所

纵向并购：携程不仅从横向上联合各大传统 OTA 公司，而且在纵向打通产业链上下游，**打造出行旅游服务生态圈**。公司紧紧围绕自身业务板块向外延展，投资于航空、邮轮、租车、酒店、公寓民宿、景点、旅行社等多领域，全面覆盖机酒旅业务，向上加深与上游供应商的合作，向下布局酒店大数据运营及旅游内容运营再反馈给上游供应商打造服务闭环。

图 7：携程出行旅游生态圈



资料来源：天风证券研究所

住宿酒店方面：投资四大经济连锁酒店如家、汉庭、7 天、华住以及商务酒店首旅建国等上游酒店供应商，强化供应链优势，更好地服务于公司的住宿预订业务；投资途家网，进军公寓民宿预订领域，投资松果网，涉猎中小酒店、客栈的在线预订领域，投资非标住宿领域客栈品牌久栖，拓展业务范围。

票务方面：围绕公司机票、火车票、汽车票、船票、景点门票业务，公司投资东方航空、天海邮轮、名人邮轮、上海大都市旅行社、华远国旅等，牢牢把握上游稀缺票务资源。

出行方面：投资易到用车、一嗨租车等，服务于公司租车、包车、接送机业务，满足消费者场景化预订习惯。

旅游大数据方面：投资中软好泰、慧评网等酒店管理系统平台，并将两者重组成立众荟信息，打造酒店业全数据平台，帮助酒店实现数据化运营、提升酒店管理效率。此外，将客户点评及分析得出的客户需求反馈给酒店，帮助酒店提升服务质量进而提升酒店获客能力与消费者满意度。

表 2：携程出行旅游生态圈布局

	公布日期	目标名称	领域	交易价(百万)
住宿 酒店	2009/5/7	如家酒店	酒店	50
	2010/3/14	首旅建国酒店	酒店	
	2010/3/14	华住酒店	酒店	
	2013/2/20	途家网	公寓民宿、客栈预订	64.11
	2016/9/20	久栖连锁客栈	非标准住宿酒店	
	2018/4/13	有家民宿	精品民宿	
票务	2014/4/1	开元旅游	欧洲出境游服务公司	50
	2014/9/1	华远国旅	国内外旅游服务	
	2014/9/2	名人邮轮	邮轮	220

	2014/11/21	天海邮轮	邮轮公司	
	2016/4/21	东方航空	航空出行服务商	462.83
	2016/10/24	海鸥假期	综合性旅游地接社	
	2016/10/24	纵横旅游	综合性旅游地接社	
	2013/8/16	一嗨租车	综合租车服务提供商	94
出行	2015/6/1	易到用车	网约车平台	100
	2017/1/3	唐人接	境外旅游包车平台	
旅行	2013/11/1	慧评网	顾客观点分析引擎	22
大数 据	2015/3/25	众荟信息	酒店业全数据平台	
旅行 点评	2017/11/1	Trip.com(Gogobot)	旅游社交平台	

资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

1.2. 股东结构：百度为最大股东，持股 19.44%

截至 2018 年 12 月底，公司前四大股东分别为百度、Baillie Gifford&Co、Priceline、美国普信，持股比例分别为 19.44%、8.91%、8.58%、6.02%，其中 Baillie Gifford&Co 与美国普信为机构投资者，Priceline 为国际 OTA 巨头。

表 3：携程股东结构

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
Baidu Entities	13,144,917.50	19.44%
Baillie Gifford & Co	6,026,364.00	8.91%
Priceline Entities	5,800,440.25	8.58%
T. ROWE PRICE ASSOCIATES, INC.	4,072,148.00	6.02%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 四大主业稳步成长

公司主营业务分为四大板块：住宿预订、交通票务、打包旅游、商务出行。

住宿预订：消费者通过公司旗下平台预订酒店，在酒店确认订单、消费者入住结束后，消费者直接向酒店付费。公司按照预订间夜量向酒店收取固定佣金或棘轮模式佣金，毛佣金率 10%-15%，但在低端酒店领域公司会向消费者提供折扣，净佣金率 8%-10%。

交通票务：公司通过移动端、网页端、客服中心向消费者提供机票、火车票、汽车票、船票等交通票务预订服务，国内机票佣金率接近 2%，国外机票佣金率较高。

打包旅游：公司向消费者提供独立休闲旅行产品，既包括代理其它供应商产品也包括公司自身门店产品。代理产品在旅游服务完成后收取佣金收入，自身产品获取直接收入。

商务出行：向企业客户提供交通票务预订、住宿预订和打包旅游服务。

其它业务：主要为线上广告服务。

表 4：携程主营业务介绍

业务名称	简介	收入模式
住宿预订	公司在酒店相关业务中扮演着代理商的角色，消费者预订酒店后直接向酒店支付房费，如若消费者没有按	对于一些酒店供应商，公司就售出房间数量向其收取实现约定的固定佣金；对于其他酒店供应商，公司采

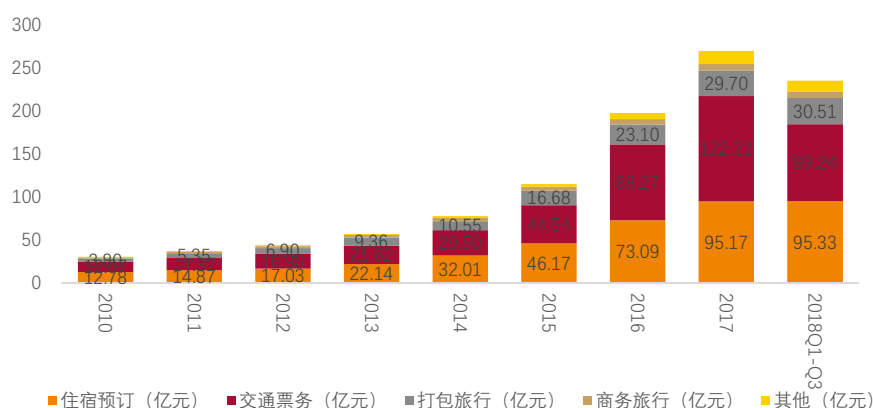
	时入住，公司通常无需向酒店支付罚款。通常情况下酒店向公司报价需等于或低于酒店公开价格，且当酒店有促销活动时要告知公司，公司相应降价。	用棘轮系统模式，即佣金率随着售出间夜量的上升而提高。酒店毛佣金率 10%-15%，但在低端酒店领域会向消费者提供折扣，净佣金率 8%-10%。
交通票务	公司在机票、火车票等交通票务业务中扮演着代理商的角色，消费者可通过公司平台预订各大国内外航空公司机票；公司同时提供保险、在线选座、在线值机等增值服务。	出票后获取佣金。国内机票佣金率接近 2%。
打包旅游	公司提供独立休闲旅行产品，包括跟团游、半跟团游、定制游、打包旅游等，一站式提供交通、住宿、景点门票、导游、保险、签证等服务。	从不同供应商获取打包旅游不同部分的介绍费用，旅游服务完成后确认收入。
商务出行	向企业用户提供交通票务预订、住宿预订、打包旅行等服务，帮助客户设计高效商务出行方案。	交通票务在出票后获取佣金，住宿预订在消费者入住、酒店确认订单信息后确认收入，打包旅游在旅游服务完成后确认收入。
其他业务	主要为线上广告服务	完成广告服务后确认广告费收入

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从占比上看，住宿预订和交通票务始终为公司主要收入来源，2018Q1-Q3，住宿预订、交通票务、打包旅游、商务出行分别实现收入 95.33 亿、89.24 亿、30.51 亿、7.02 亿，占营收比重分别为 40.5%，37.9%，13.0%，3.0%。交通票务占比整体上行，2016 年，携程合并欧洲机票搜索引擎天巡后，交通票务收入增长明显，占比迅速提升至 44.6%，较 2015 年增长 5.9PCT。相应地，住宿预订收入占比则有所下降。

从增速上看，打包旅游收入复合增速最快，2006-2017 年复合增速为 47.4%；交通票务增速其次，内生发展船票、火车票、汽车票等其他票务业务+外延并购 Traverfusion、天巡等机票预订平台使得交通票务业务在高基数水平下仍维持高速增长，2006-2017 年复合增速为 39.9%；渠道下沉叠加布局非标住宿使得酒店预订业务增速表现同样不俗，2006-2017 年复合增速为 31.3%；商务出行业务 2010-2017 年复合增速为 28.6%。

图 8：四大业务板块增长迅速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 营收连续多年高成长，客服系统升级降本增效

1.4.1. 个别年份扰动难掩整体经营稳健

上市以来携程虽经历价格战等风波但整体增长稳健。净营业收入：2003 年以来，公司净营业收入同比增速除 2012 年外均在 20%以上。从 2003 年的 1.73 亿快速成长到 2017 年的 267.80 亿，复合增速为 43.3%。2018 年，受经济下行，美团等新对手崛起致使行业竞争激烈的双重影响，公司净营收增速放缓；2018Q1-Q3 净营收 234.05 亿，+14.7%yoy。

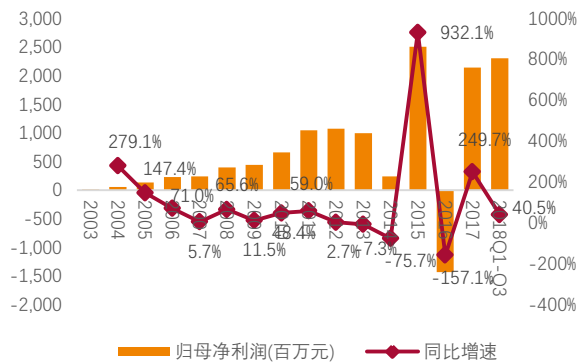
归母净利：公司归母净利整体上行，从 2003 年的 328.6 万到 2017 年的 21.42 亿，复合增速高达 58.9%，但部分年份波动较大。2014 年，携程因发力抢占市场，营销费用、研发费用大幅上涨，归母净利同比下跌 75.7%。2016 年，去哪儿利润并表，上半年受包括四大航在内的航司暂停与去哪儿合作的影响，公司在 2016Q1、2016Q2 分别亏损 15.79 亿元、5.21 亿元；10 月恢复合作后，公司在下半年扭亏为盈，但全年整体归母净利仍亏损 14.31 亿元，为上市后首次亏损。2018Q1-Q3 归母净利 23.02 亿，+40.5%yoy。

图 9：携程净营业收入增长稳健，2018Q1-Q3 达 234.05 亿



资料来源：公司公告，天风证券研究所

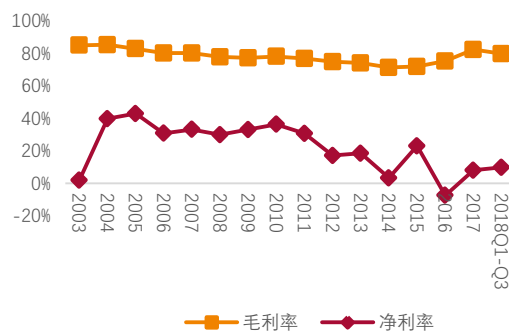
图 10：携程归母净利整体上行，部分年份波动较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

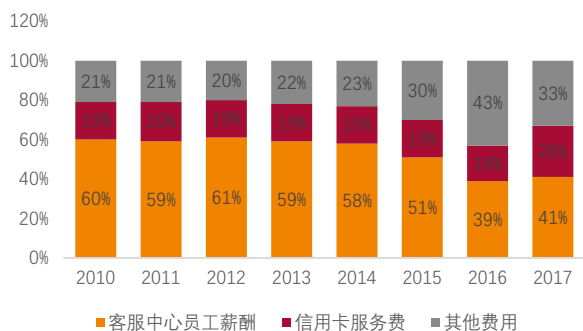
毛利率：公司整体毛利率呈现先降后升的态势。公司主营业务成本主要包括客服中心员工薪酬、信用卡服务费和电信及其它费用。人力成本的上升与行业竞争的加剧致使公司毛利率在 2003-2014 年持续走下坡路，从 85.2% 一路下跌至 71.4%。2015 年以来，公司持续提升客服系统效率，整体运营效率得到改善，客服中心员工薪酬占比下降明显。公司毛利率也自 2015 年开始自底部反弹，于 2017 年到达近 10 年最高点 82.5%。**净利率：**公司净利率波动较大。受营销、研发等费用提升的影响，公司净利率承压，但从长期看品牌认可度的提升及平台技术的提高有望为公司构筑更强的壁垒，贡献长期净利率。2018Q1-Q3 公司净利率为 9.8%。

图 11：毛利率从底部反弹，净利率波动较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

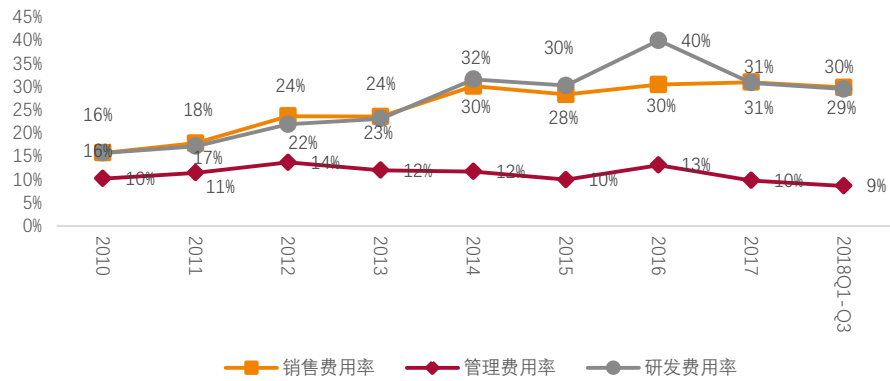
图 12：客服系统效率提升，客服员工薪酬占比下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率：管理费用率稳定，销售费用率及研发费用率上升。公司管理费用管控合理，管理费用率一直维持在 10% 附近。2014 年以来，公司加大营销及研发投入力度，加大马力拥抱年轻用户、改善用户体验，销售费用率及研发费用率上升明显。2017 年平台技术日趋成熟后，公司研发费用率有所下降。2018Q1-Q3 销售费用率及研发费用率分别为 29.9%、29.5%。

图 13：管理费用率稳定，销售费用率及研发费用率上升



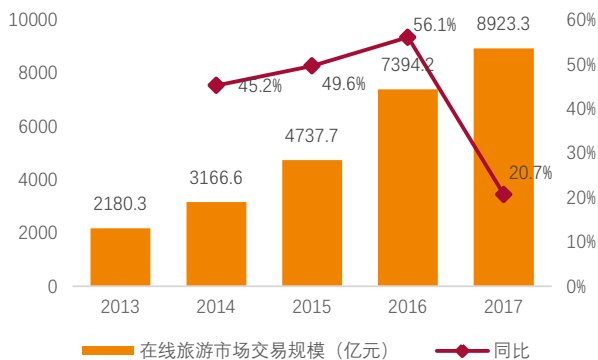
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. OTA 市场空间充裕，行业集中趋势明显

2.1. 在线旅游整体渗透率上升空间充裕

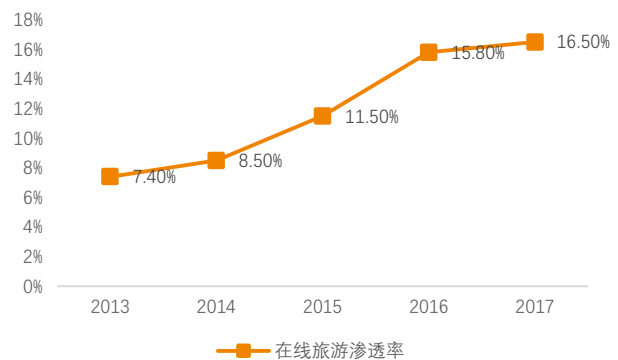
在线旅游市场整体增速水平较高，2013-2017 年市场规模复合增速为 42.2%。2017 年我国在线旅游市场交易规模为 8923.3 亿元，+20.7%yoy，增速虽逐步放缓，但仍超过旅游产业收入 15.1%的增速水平。在线化渗透率稳步提升，2017 年达到 16.5%，同比+0.7PCT。

图 14：在线旅游市场 2013-2017 年市场规模复合增速 42.2%



资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

图 15：2017 年在线化旅游渗透率达到 16.5%

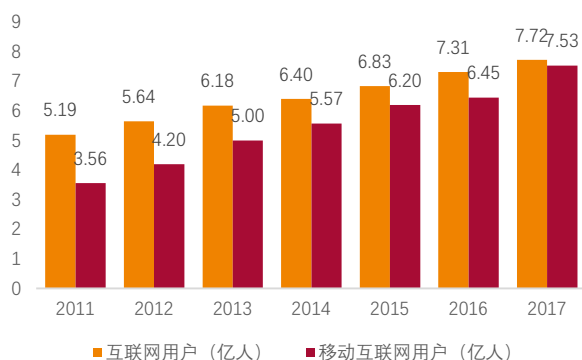


资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

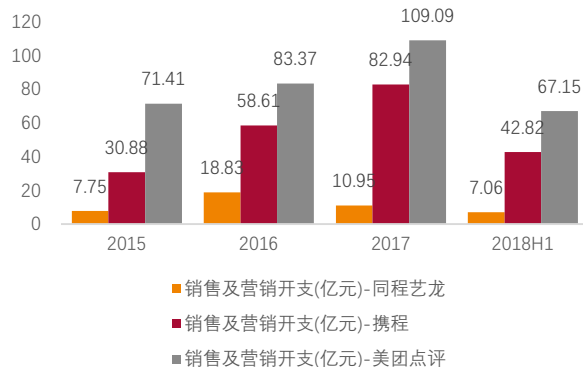
OTA 渗透率上升空间充裕：互联网与智能手机普及程度的提升、各 OTA 加大营销力度品牌知名度的提高有望拉升在线化渗透率。PhoCusWright 统计数据显示，2015 年美国在线旅游渗透率已经达到 45%，欧洲为 47%，对比成熟旅游市场，中国在线旅游市场 16.5%的渗透率仍有充裕提升空间。国内市场环境为在线旅游渗透率的提升提供了充分条件，互联网与智能手机的迅速普及向在线旅游市场输送了大量潜在消费群体。截至 2017 年底，我国互联网用户数量达 7.72 亿，新增 4,047 万人；移动互联网用户数量达 7.53 亿，新增 5,734 万人，增量可观。在线旅游市场各大公司加大营销宣传力度，加速向消费群体传递在线预订方便快捷的信息，有效将潜在消费群体转化为消费者。

图 16：2017 年底，互联网用户 7.72 亿，移动互联网用户 7.53 亿

图 17：OTA 公司加大广告营销力度



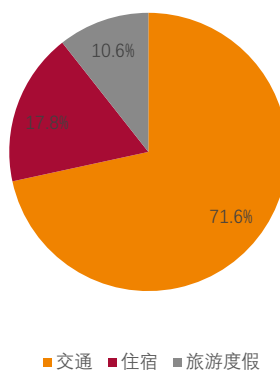
资料来源: CNNIC, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

在线旅游主要包括在线交通预订、在线住宿预订、在线旅游度假预订三个细分市场。在线交通预订市场规模最大, 占比最高, 住宿、旅游度假在线预订市场规模相对较小, 占比较低。2017 年, 交通、住宿、旅游度假在线预订市场规模分别为 6389.7 亿元、1586.2 亿元、947.5 亿元, 占比分别为 71.6%、17.8%、10.6%。

图 18: 2017 年交通、住宿、旅游度假市场规模占比分别为 71.6%、17.8%、10.6%



资料来源: Analysys 易观, 天风证券研究所

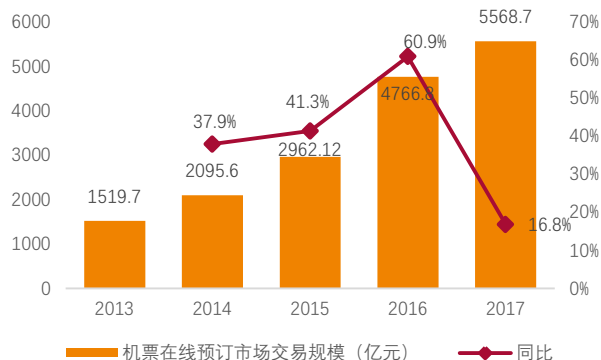
交通: 机票&火车票在线预订市场成熟度高。飞机、火车等出行方式刚需大, 在线预订能有效节省购票时长为消费者提供便利, 同时机票、火车票作为标准化产品, 容易为大多数消费群体所接受, 在线预订市场发展完善。

机票: 2017 年, 机票在线预订市场规模达 5,568.7 亿元, +16.8%yoy, 受“提直降代”影响增速下滑明显。2014 年, 发改委向中国三大航空公司提出“提直降代”要求, 3 年内三大航直销机票的比例要提升至 50%。2017 年, 3 年限期的最后一年, 各大航司达成“提直降代”50%直销比例的要求, 相对地机票在线预订市场增速水平下滑。从消费者的角度看, OTA 分销相比航司直销更为方便快捷, 在航司已经达成“提直降代”目标的情况下, 机票在线预订渗透率仍有望小幅上扬。

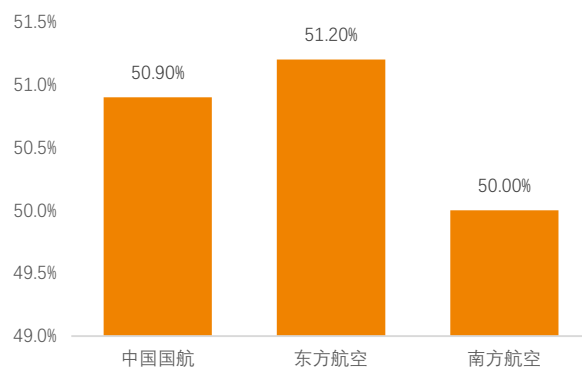
火车票: 受益于高铁铺设线路日益完善、高铁提速等利好因素, 选择高铁出行的消费者数量日益增多, 火车票在线预订市场有望水涨船高。

图 19: 2017 年机票在线预订市场规模达 5568.7 亿元

图 20: 2017 年三大航司均完成 50%直销比例的要求

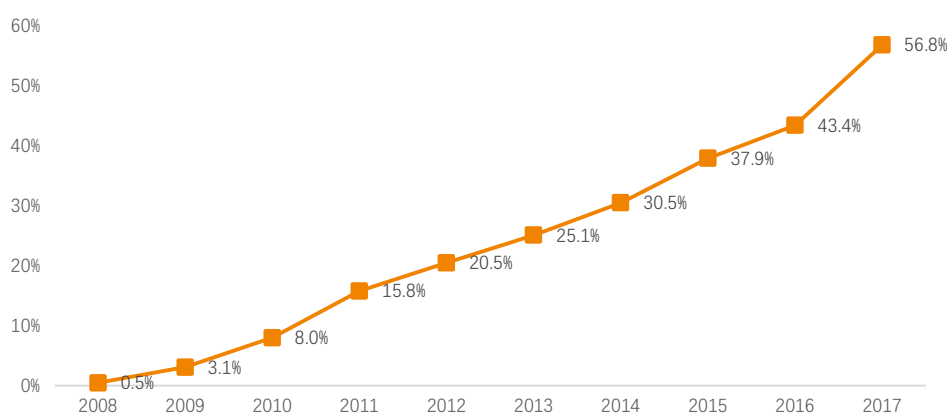


资料来源: Analysys 易观, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

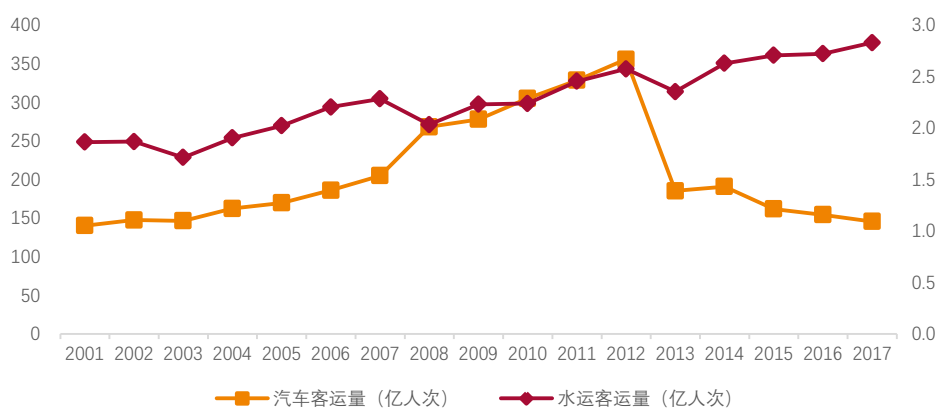
图 21: 高铁客运量占铁路客运量比重提升迅速



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

交通票务: 汽车票&船票市场空间有待挖掘。汽车票市场方面, 受高铁网络渐趋完善的挤压, 2013 年以来汽车客运量下滑明显, 但整体客运量规模依旧可观, 2017 年客运量为 145.68 亿人次。船票市场方面, 随着休闲旅游的升级, 水运不仅承担着交通运输工具的角色, 还同时为滨海观光度假产品的载体, 水运客运量规模整体上行, 2017 年客运量 2.83 亿人次。与机票&火车票在线预订成熟市场相比, 各 OTA 进入汽车票、船票细分市场的时间相对较晚, 市场空间仍有待挖掘。

图 22: 汽车客运量承压但规模可观, 水运客运量整体上行

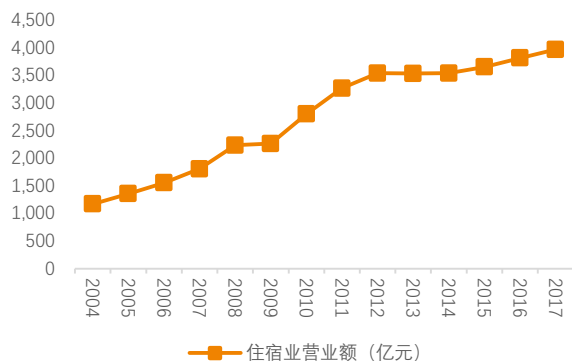


资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

住宿市场: 商务、旅游出行人数的扩大为住宿行业带来自然增长, 在线预订住宿市场水涨

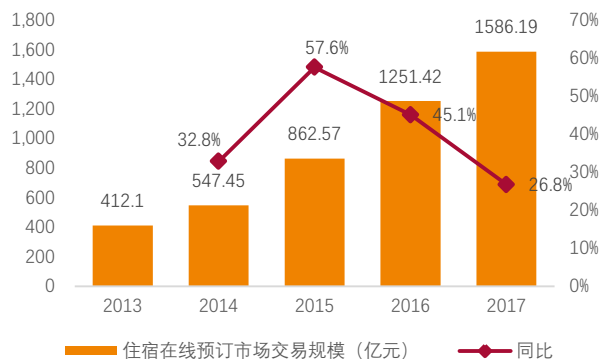
船高。2017 年，市场规模 1586.2 亿元，+26.8%yoy，仍有广阔提升空间。OTA 能够为消费者提供更多选择，在便利性方面优势突出，同时当前阶段多数酒店尤其是单体酒店 PC 端、移动端导流方式缺乏，仍需依赖 OTA 为其导流，2016 年中国酒店市场客房订单约 70% 来自 OTA。

图 23：2017 年住宿业营业额达 3963.93 亿



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 24：2017 年在线住宿市场规模 2,230.0 亿元

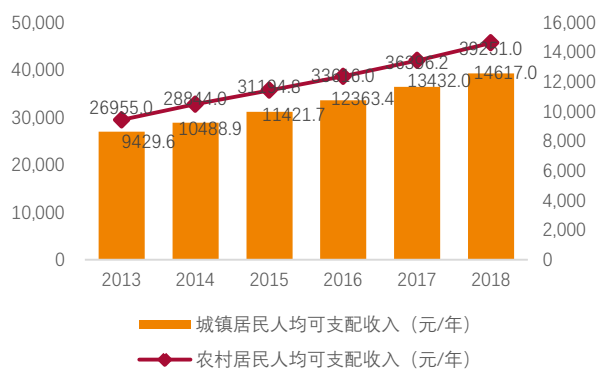


资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

度假市场：居民收入水平提升叠加消费理念改变助推在线度假市场规模扩张。收入水平提高促进消费结构从衣食住等刚需向文化娱乐旅游等品质消费改变。国家统计局数据显示，2018 年我国城镇居民人均可支配收入为 39,251 元/年，农村居民人均可支配收入为 14,617 元/年，充分具备观光、度假的消费能力。

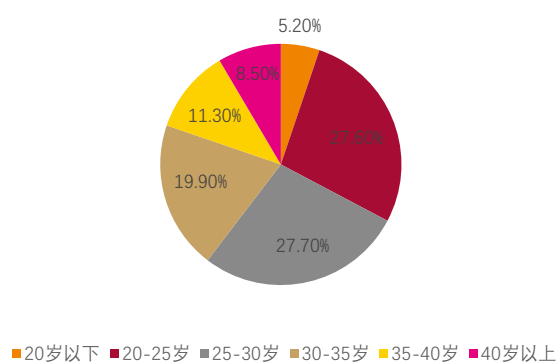
2018 年黄金周 20-30 岁年轻群体占旅游总人数比例达到 55.3%，成为旅游消费主力军。年轻群体的崛起带动消费理念变迁，这个群体成长于互联网时代，对在线预订适应性强；同时注重高性价比，偏好在旅行前搜索比价、浏览旅游攻略等。消费能力提升叠加消费理念改善驱动在线度假市场上行，2017 年我国在线旅游度假市场交易规模达 947.5 亿元，+25.1%yoy。

图 25：居民可支配收入稳步提升



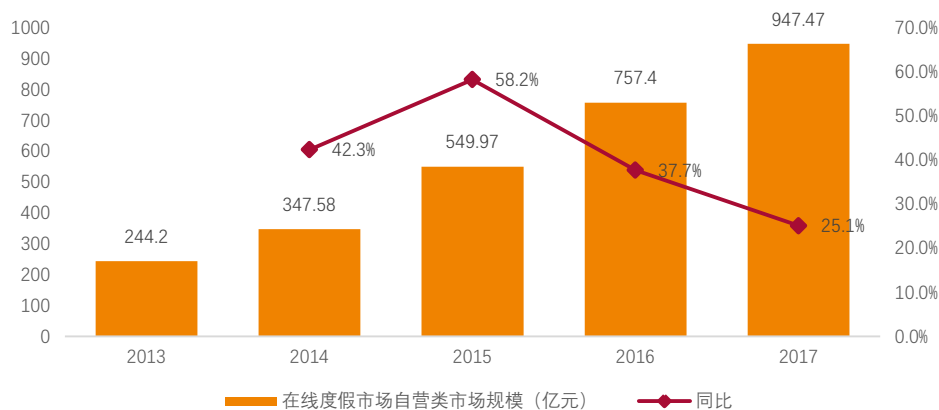
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 26：20-30 岁年轻群体成为旅游消费主力军



资料来源：美团旅行，天风证券研究所

图 27：2017 年我国在线旅游度假市场交易规模达 947.5 亿元



资料来源: Analysys 易观, 天风证券研究所

2.2. 市场集中趋势明显, 携程龙头地位强势

在线旅游市场的主要参与者有以携程、同程艺龙、途牛等为代表的 OTA (online travel agency, 在线旅游服务商), 以去哪儿、飞猪、美团等为代表的 OTP (online travel platform, 在线旅游服务平台), 马蜂窝等 UGC (user generated content, 用户原创内容社区) 以及酒店、航司的在线直销平台。

表 5: OTA、OTP、UGC 商业模式对比

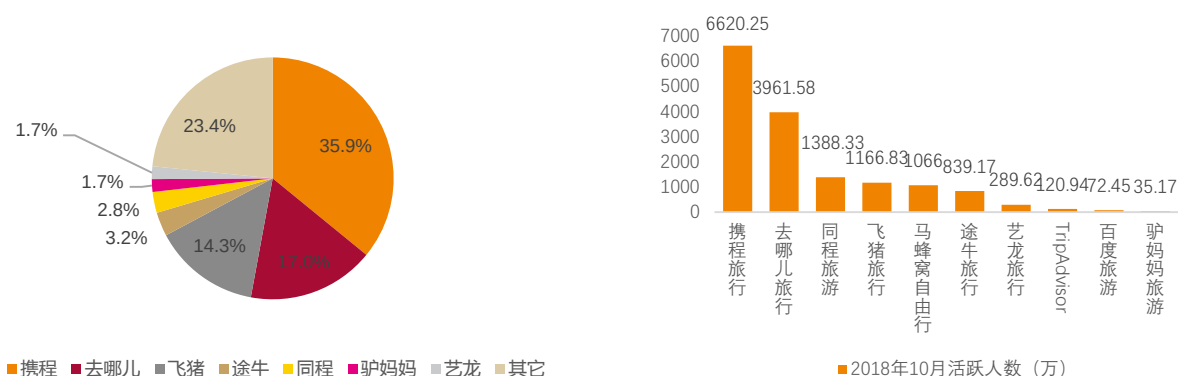
模式名称	代表厂商	特征	收入模式
OTA	携程		广告费、酒店预订代理费、机票预订代理费、旅行社佣金、旅行社直接收入 (自建门店)、签证佣金、团购佣金、搭售保险等服务佣金
	同程艺龙	在用户和机票、酒店、旅行社等上游供应商之间建起桥梁	酒店预订代理费、酒店差额收入、机票预订代理费、旅行社佣金、搭售保险等服务佣金
	途牛		广告费、旅行社佣金、旅行社直接收入 (自建门店)、门票佣金、签证佣金等
OTP	去哪儿	向用户提供机票、酒店等信息以供搜索比价	机票点击费用、门票点击费用、签证点击费用、团购差价等
	飞猪	背靠阿里巴巴生态体系, 拥有淘宝、天猫、支付宝、聚划算等入口为其导流	广告费、酒店佣金、旅行社佣金、门票佣金、机票佣金
	美团	背靠美团超级平台, 以高频服务带低频	广告费、酒店佣金、门票佣金、机票佣金
UGC	马蜂窝	向用户提供大量旅游攻略, 帮助用户决策, 撮合用户与 OTA、上游供应商等交易	广告费、旅行社佣金、门票佣金、机票佣金

资料来源: Trustdata, 公司公告, 天风证券研究所

市场集中趋势明显, 携程系整体份额持续领先。携程等大型厂商具有规模优势, 并通过并购、投资等方式强强联手, 行业壁垒高, 小厂商份额被逐步挤压。2017 年, 在线旅游整体市场 CR4 为 70.4%, 市场竞争格局渐趋稳定, 份额向头部厂商集中趋势明显。携程系依旧稳居前列, 携程、去哪儿分别以 35.9%、17.0% 的份额位列一二; 阿里飞猪以 14.3% 的份额位列第三, 领先第四的途牛 11.1 个百分点。从月活量上看, 2018 年 10 月携程旅行 APP 以 6,620.25 万人遥遥领先, 去哪儿以 3,961.58 万人位居第二, 两者合计 1.06 亿人。

图 28: 市场集中趋势明显, 携程系份额领先

图 29: 2018 年 10 月携程+去哪儿活跃用户数量 1.06 亿



资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

细分市场方面：在线交通票务市场携程、去哪儿、飞猪三足鼎立，携程与飞猪均加码国际化。易观统计数据显示，2017 年携程+去哪儿合计实现交通交易规模 3,543.66 亿元，份额合计 55.4%，是当之无愧的龙头，飞猪份额 15.3%。在国内机票市场发展成熟的背景下，携程和飞猪均瞄准海外市场，寻找新的突破口。携程 2016 年底收购天巡，提升国际机票预订业务能力；飞猪则与香港航空、汉莎航空、美国航空等国际航空公司合作，积累国际机票资源。

在线住宿市场：携程系、美团、飞猪三分天下，美团崛起势头强劲。2017 年，携程+去哪儿在线住宿预订交易规模合计 943.52 亿元，占比 59.5%，美团、飞猪分别占比 12.1%、7.2%。美团点评建成餐饮、酒旅、综合服务架构，聚焦到店、到家、旅行、出行四大 LBS (Location Based Services) 场景，依靠外卖等高频业务带动酒旅预订等低频业务成为市场新进搅局者，对酒店、当地游、周边游领域竞争对手产生不小的冲击。

在线度假市场：OTA 厂商途牛、携程领跑，OTP 厂商飞猪、去哪儿领先。OTA 厂商与 OTP 厂商度假领域交易规模难以一并比较，因为 OTP 不仅从上游供应商直采旅游产品，同样代理 OTA 旅游产品，交易规模与 OTA 有所重合。仅看 OTA 厂商，2017 年途牛、携程占比分别为 27.0%、23.0%，两者已占据半壁江山，CR4 为 78.6%，市场集中度高。OTP 厂商竞争则相对分散，飞猪以 28.7% 的份额一骑绝尘，去哪儿以 7.9% 的份额位居第二，CR3 为 40.4%，集中度相对较低。

表 6：在线旅游各细分市场主要厂商市场份额

细分市场					
交通票务	公司名称	携程	去哪儿	飞猪	CR3
	市占率	36.0%	19.4%	15.3%	70.7%
在线住宿	公司名称	携程	去哪儿	美团	CR3
	市占率	46.9%	12.6%	12.1%	71.6%
在线度假 (OTA)	公司名称	途牛	携程	同程	CR3
	市占率	27.0%	23.0%	14.4%	64.4%
在线度假 (OTP)	公司名称	飞猪	去哪儿	马蜂窝	CR3
	市占率	28.7%	7.9%	3.8%	40.4%

资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

3. 多年沉淀+并购搭建强大供应链，强化服务质量“升维”竞争

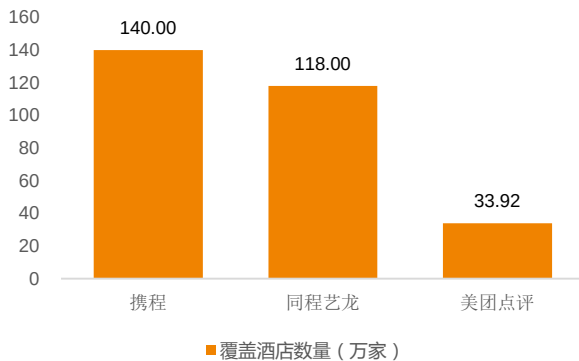
无论是 OTA、OTP 还是 UGC，从本质上讲都是 B2C 平台，一端连接着上游供应商，一端连接着消费者。携程 20 余年稳扎稳打，在上游供应链与下游流量方面均积淀深厚。在竞争者层出不穷的背景下，携程推进渠道下沉，加快整合上游酒店资源，深化供应链优势；同时注重为消费者提供高质量服务，提升消费者旅游出行体验，在服务维度上加深竞争优势。

3.1. 供应链先发优势突出，攻守结合强化壁垒

3.1.1. 供应链布局优势明显，地位强势议价能力突出

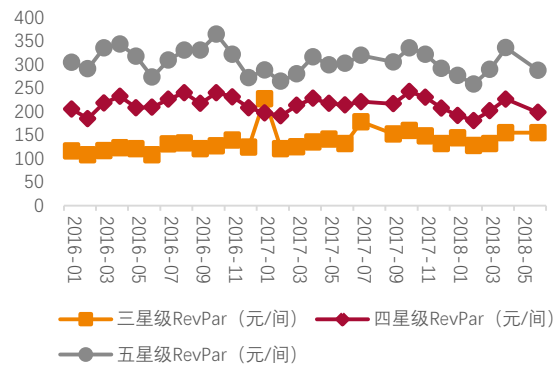
多年沉淀+外延并购为携程构筑供应链壁垒，覆盖酒店数量多类型广。携程具有先发优势，多年铺陈合作酒店数量众多，后通过并购的方式布局上游产业链加深与上游合作及利益共享，供应链布局进一步拓展，截至 2018 年，全球合作酒店数量达 140 万家。当前携程在中高星酒店布局方面具有明显优势，而中高星酒店在酒店行业中盈利能力较强，携程盈利能力也相应强于以中低星酒店为主的竞争对手；去哪儿则在低星酒店积累时间长，覆盖酒店范围广，携程与去哪儿进行资源共享后强强联手，全面掌握中高低端酒店资源。

图 30：携程全球合作酒店数量 140 万家



资料来源：公司公告，美团点评、同程艺龙招股说明书，天风证券研究所

图 31：中高端酒店盈利能力较强



资料来源：中国旅游饭店业协会，天风证券研究所

成立酒店大学为供应商赋能，提升供应商粘性。2018 年 5 月，携程成立酒店大学帮助酒店培养人才，课程涵盖酒店数据分享、点评规则、服务质量、收益管理等，吸引众多酒店运营商参与其中。携程掌握用户大数据，了解用户需求，成立酒店大学可以赋能商家运营、提升酒店产品竞争力，同时拉近与供应商的距离，提升商家粘性。截至 2018 年 9 月末，共有 70,000 酒店管理人在携程酒店大学进修，进修后酒店预订额提升明显。

3.1.2. 渠道下沉抢占低端酒店市场，成立“丽呈”巩固高端市场优势

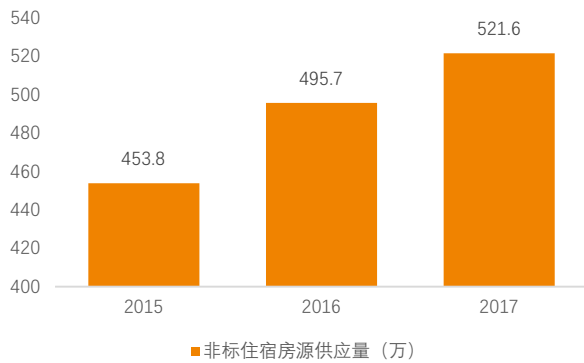
我国酒店数量庞大而又相对分散，整合上游供应链的能力为在线旅游市场各大厂商的核心竞争力所在。在现有相对完备供应链体系的基础上，携程主要从三方面着手攻守结合寻求突破。

第一：向原有覆盖率低的三四线城市渗透。由去哪儿孵化出的自有品牌“Q 加酒店”瞄准二三四线城市中大量的无品牌的单体酒店进行渠道下沉，这些酒店自身流量获取能力较差，线上运营能力缺乏，“Q 加酒店”挑选出其中相对优质、提升空间大的酒店展开合作，为其制定合适的提升方案。二三四线城市人口基数大，消费能力同样不容小视，渠道下沉将有效拓展公司供应体系覆盖面。公司渠道下沉进程稳步推进，2018Q3 低星酒店间夜量增速约 50%。

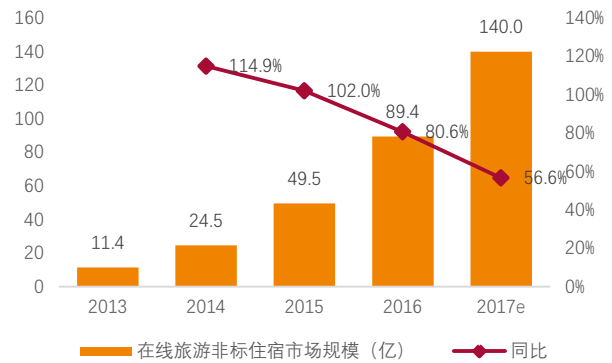
第二：拓展民宿等新业务。民宿、客栈等新兴住宿产品可为消费者提供丰富优质、更具家庭氛围的出行住宿体验，契合年轻人自主化、个性化住宿偏好。随着非标住宿的兴起，在线非标住宿市场规模增长迅速，《中国景区民宿市场研究报告 2017》显示，2017 年在线旅游非标准住宿市场规模约 140.0 亿元，+56.6%yoy。携程投资途家、久栖、罗望等非标住宿品牌，获取非标住宿的库存及流量资源，对原有标准酒店产品形成补充。

图 32：2017 年非标住宿房源达 521.6 万

图 33：2017 年在线旅游非标住宿市场规模约 140 亿，+56.6%yoy



资料来源：中研普华产业研究院，天风证券研究所



资料来源：劲旅咨询，天风证券研究所

第三：是加深与高端酒店合作巩固原有优势。高端酒店领域利润丰厚，预计将成为众多竞争者争取的目标，携程虽具有先发优势仍面临潜在竞争。在此背景下，携程于 2018 年 10 月成立自有高端酒店品牌“丽呈”，向全国一二线城市高星级酒店提供数据分析、营销渠道等服务，吸引高端酒店与公司达成合作，巩固公司在高端酒店方面的布局优势。

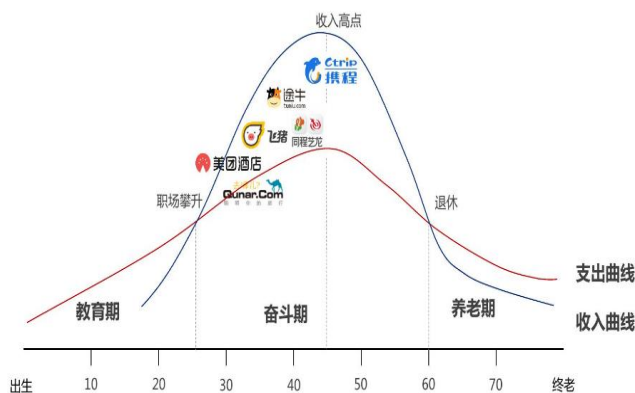
3.2. 20 年积累消费者根基深厚，注重服务构筑护城河

携程致力于为消费者提供覆盖全面的产品、方便快捷贴心的服务，20 年行业沉淀积累下高知名度及良好的口碑。携程+去哪儿覆盖消费群体广且忠诚度高，近年来通过国际化布局、线下布局、年轻化布局等方式进一步拓展用户范围，通过提高用户体验增强用户粘性。

公司客户群体覆盖面广且忠诚度高。携程以商旅出行起家，定位中高端商旅客户，商旅客户收入水平处在高位，消费能力强，对价格敏感度低；去哪儿面向年轻消费群体，消费能力处在上升期，当前旅游消费意愿强，长期消费潜力强。多年行业沉淀使得公司消费者忠诚度较高，用户年度回购比例约 40%-50%，每两年的回购比率达 70%-80%。从消费额看，新用户使用携程一年后总消费额翻倍，高粘性回头客贡献总交易额的 80% 左右。

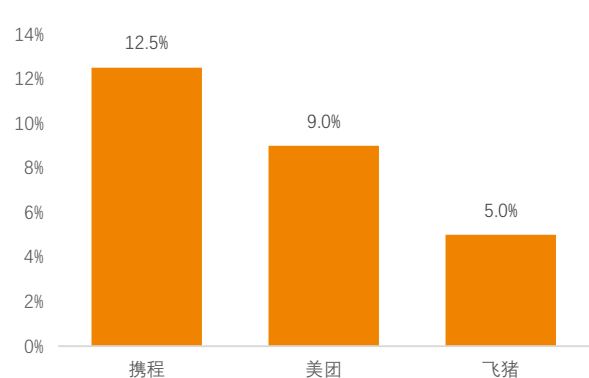
掌握稀缺供应链资源、拥有强大用户流量使得携程在定价方面具有更大的自主权，佣金率普遍高于竞争对手。携程酒店佣金率在 10%-15%，美团佣金率约为 8-10%，飞猪佣金率则更低，约 2-8%，携程当前议价优势明显。随着在线旅游行业集中度的进一步提升，佣金率或进一步上行。

图 34：携程主力用户偏中年群体，去哪儿主力用户为年轻群体



资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 35：携程酒店佣金率领先



资料来源：新闻稿在线，公司公告，天风证券研究所

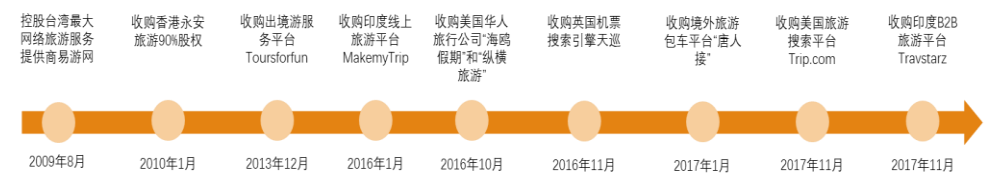
注：携程、美团、飞猪佣金率画图时均取均值

3.2.1. 前瞻性布局国际化业务，享出境游回暖红利

携程领先国内竞争者布局国际化业务，一方面以收购的方式拓展港台、欧美、印度市场，一方面以设立海外子公司的方式拓展亚洲市场。2009 年携程控股台湾最大网络旅游服务提供商易游网，推出“台湾游”产品，2010 年收购香港永安旅游 90% 股权整合香港旅游资源，自此逐步开启海外市场拓展。2016 年收购美国华人旅行公司“海鸥假期”、“纵横旅游”，收购英国机票搜索引擎巨头天巡，2017 年收购美国旅游搜索平台 Trip.com，进军欧美市场，欧美为我国消费者出境游热门目的地且旅游市场空间巨大。2016 年收购印度 OTA 巨头 MakemyTrip，2018 年收购印度 B2B 旅游平台 Travstarz 进军具备成长潜力的印度市场。

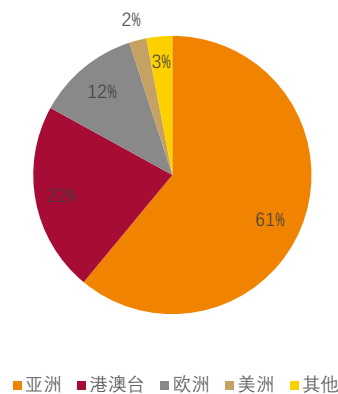
除并购外，携程在新加坡、韩国、日本等地均设有分支机构以完善目的地服务。借助各子品牌、海外子公司的力量，公司当前在海外市场已颇具影响力，2018 年海外平台月度活跃用户量已经达到了 9 千万，占总月活量的近一半。

图 36：携程海外收购历程



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 37：亚、欧、美洲为我国出境游主要目的地

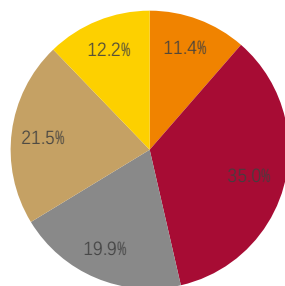


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

3.2.2. 加快线下门店布局，挖掘线下流量

2017 年携程开始设立线下门店，发力抢夺线下流量。线上 200-400 元/人的高获客成本预示着流量红利的削弱。旅游产品高单价特征天然决定线上预订难以覆盖所有客群，以 60 后群体为例，这部分群体有长期积蓄，且处在退休期，有充足的旅游时间，有一定的旅游消费需求，但接触互联网时间较晚，尚未完全适应线上大额支付的消费理念。通过线上很难获取这部分流量，线下布局则将有效帮助携程解决这一问题。

图 38：线上难以获取 60 后消费群体



■ 24岁以下 ■ 24-30岁 ■ 31-35岁 ■ 36-40岁 ■ 41岁以上

资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

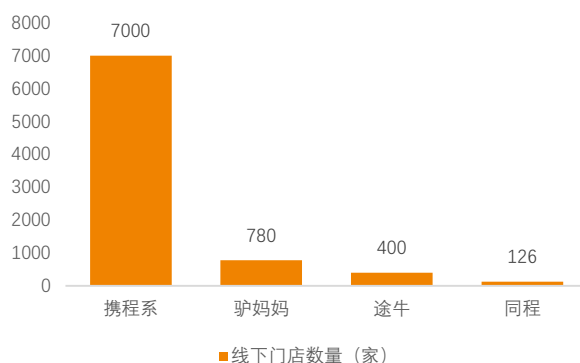
截至 2018 年 11 月底，携程线下共开设 1,600 家门店，不到两年时间实现从 0 到 1,600 的重大突破，覆盖北上广深四个超一线城市，同时陆续在四川、重庆、湖南、湖北、山东、辽宁等诸多省市布局；携程系线下门店（包括去哪儿、携程旅游、旅游百事通门店）合计超过 7,000 家。2018Q1 线下门店 GMV 增速超 50%，2018Q3 增速超 80%。

图 39：携程、去哪儿线下门店



资料来源：北京晨报网，安徽旅游百事通，天风证券研究所

图 40：携程系线下门店数量超 7,000 家



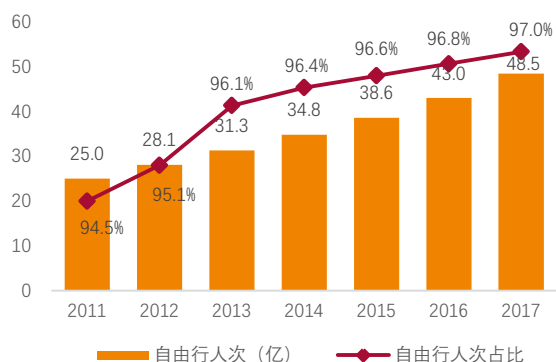
资料来源：中国旅游报，天风证券研究所

3.2.3. 自由行&定制游满足“个性化”需求

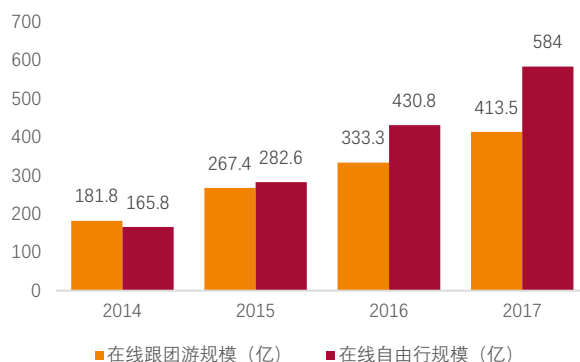
携程自由行板块赋予客户更高的自由度。70-80 后消费人群消费能力强，在旅游消费中强调享受旅游过程；90 后消费人群崇尚自由化、个性化旅游方式。传统跟团游产品存在行程无法自主安排、定点购物等弊端，难以满足中青年自由个性多元的需求，与之相比自由行更符合 70-90 后消费需求。2017 年我国国内自由行人次占比高达 97%，在线自由行市场规模达 584 亿，超过跟团游 413.5 亿的市场规模。携程顺应消费者自由化需求，加大自由行产品投放。

图 41：2017 年国内自由行人次占比 97%

图 42：2017 年在线自由行市场规模 584 亿，超过跟团游



资料来源：Analysys 易观，国家旅游局，天风证券研究所



资料来源：Analysys 易观，天风证券研究所

携程 2016 年开始上线私人定制游平台，短短两年间成长迅速，虽然收入占比不大但已实现突破。截至 2019 年 1 月，已签约的供应商数量超过 1500 家，2018 年交易量增速超过 120%。携程定制游业务的成长吸引了更多更大规模定制游旅行社的加入，如成都七驴行旅行社，立足国内旅游胜地四川又新获 1000 万融资，2019 年将成为携程定制平台又一重量级供应商。在私人定制游的基础上，携程又推出企业定制游，解决需求与供给不匹配的行业痛点。

3.2.4. 泛娱乐化营销+内容创作，积极拥抱年轻消费者

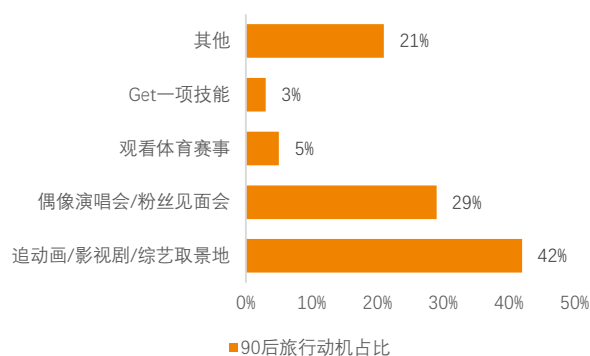
携程泛娱乐化营销，积极拥抱年轻消费者。携程的品牌形象偏成熟商务，争取年轻人青睐是携程近年来保持品牌活力的主要方向。携程的泛娱乐化营销模式主要经历三个阶段：

一是产品分销阶段：携程单纯分销演出、展览、话剧、体育赛事等门票，现已在 APP 中形成单独分栏。

二是借势营销阶段：2014 年开始携程依靠广告植入打开品牌在年轻消费者中知名度，在《奔跑吧兄弟》、《爸爸去哪儿》、《漂洋过海来看你》、《晓松奇谈》等知名综艺、电视剧、脱口秀节目中植入。

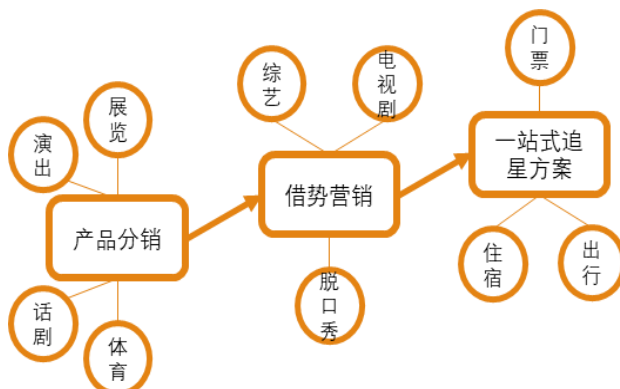
三是一站式追星解决方案阶段：携程深挖粉丝经济变现价值，与当红明星合作，为粉丝提供行程预订+见面会门票+住宿出行等一站式服务，吸引以年轻人为主的粉丝人群。这三步走充分迎合年轻群体及其中的细分粉丝群体，收效显著，携程用户结构年轻化趋势明显，截至 2018Q3，29 岁用户占比从 30%提升至 50%。

图 43：42%的 90 后旅行目的为探访取景地，29%为见偶像



资料来源：马蜂窝数据研究中心，天风证券研究所

图 44：携程泛娱乐化营销模式进阶



资料来源：《携程开启泛娱乐 OTA 娱乐营销战怎么打》（毛琳），天风证券研究所

内容创作方面，2018 年 5 月携程率先和抖音合作，从抖音入手切入年轻用户。携程和抖音打通 POI(Point of Interest)，当用户在抖音界面看到短视频所定位的景区、酒店信息时，可

以直接点击跳转至携程预订。2018 年 12 月，携程在 APP 推出旅游分享社区功能“旅拍”，用户可以通过此功能分享图片和短视频，向大众分享旅游地风景及旅游体验，携程抓住大众边游边拍的心理，以内容带流量。

图 45：携程与抖音推出旅游 IP “FUN 肆趣旅游抖一下”



资料来源：maigoo.com，天风证券研究所

图 46：携程分享社区功能“旅拍”

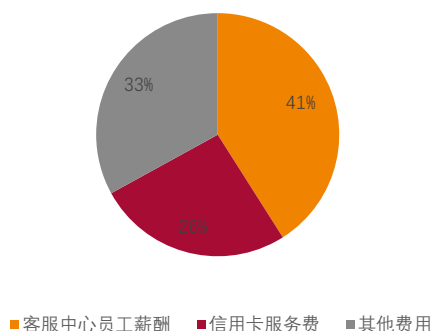


资料来源：携程旅行 APP，天风证券研究所

3.2.5. 强化服务细节，改善客户出行体验

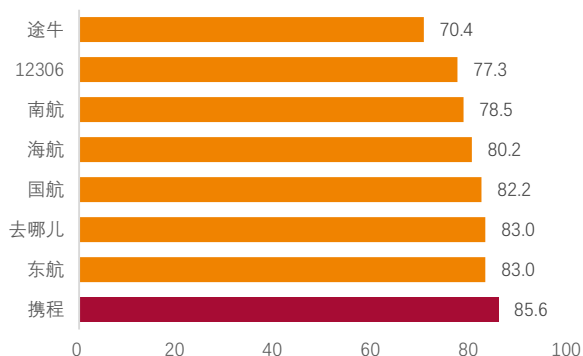
在机票、酒店等标准化产品趋于同质化的背景下，服务质量成为 OTA 厂商核心竞争力所在。OTA 客服主要为消费者解决紧急求助、业务投诉与咨询服务，客服员工服务态度、解决问题效率等对于消费者回购起着重要作用。旅游咨询问题繁琐且复杂，外包客服存在不专业的弊端，携程坚持自营客服中心，由旅行专家担任负责人，员工在上岗前需进行正式培训。携程在上海和南通有两大 24 小时客服中心持续为消费者提供高质量服务，2018 年在爱丁堡新建国际化客服中心，以更好地服务于携程、天巡海外市场用户。公司对客服投入力度大，客服员工薪酬在营业成本中占比最大，2017 年为 41%。携程客服质量突出，2018 年客服热线体验在交通行业 APP 中排名第一。

图 47：携程对客服投入力度大，客服成本在营业成本中占比最高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：2018 年携程客服客户感知得分在交通行业 APP 中排名第一



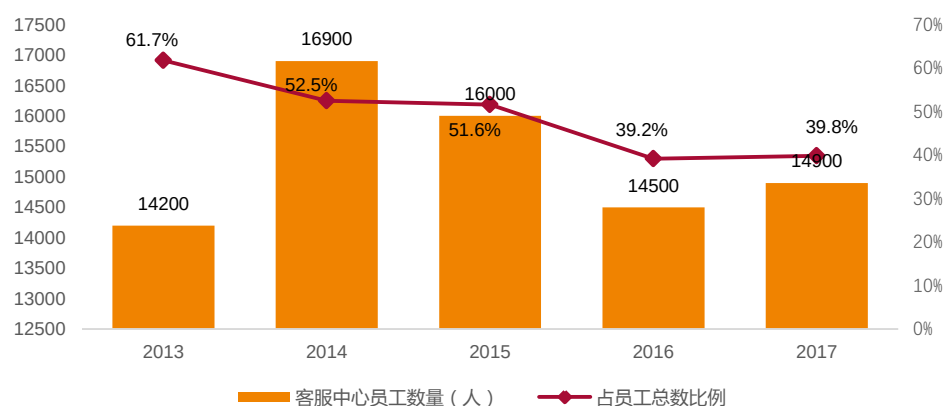
资料来源：中国消费者协会，天风证券研究所

携程从消费者角度出发，注重强化服务细节。① 与消费者及时沟通：如 2019 年春节前全面升级春运交通服务机制，保障旅客顺畅出行，出现特殊情况以短信、APP 等方式及时告知旅客，尽可能降低消费者损失。② 紧急求助：携程注重出行保障，设有重大自然灾害应急预案，可以第一时间调动机票、酒店、旅游度假、客服等多部门协同合作，保障客户即便突遇自然灾害也可安全、迅速地返家。③ 业务投诉：携程具有规模优势，对于上游供应商服务的把控能力强，客户投诉被妥当处理的几率高。

在保证服务质量的同时，携程注重采用人工智能技术提升客服效率。如春节期间上线客服机器人“春运版”为用户提供自助退改签、自助开发票等多项基础服务。2016 年开始，公司客服运营效率提升，客服中心员工数量占比下降明显，截至 2017 年底，携程客服中心

共有员工 14,900 人。

图 49：携程客服效率提升，客服员工数量占比下降明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测及假设

对公司未来经营情况做出如下假设：

- ① 内生渠道下沉叠加外延并购，预计酒店预订业务依旧维持较高速增长；线下门店拓展+品牌年轻化吸引年轻消费群体，预计打包旅游业务增速维持两位数；汽车票、船票等新兴业务的崛起带动交通票务业务小幅增长。综上，公司整体 GMV 增速依旧较好，但随着基数增大增速放缓，预计 18-20 年分别为 30%、25%、20%。
- ② 变现率维持在 4%-5%。

表 7：公司盈利预测（单位：亿元）

亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
GMV	5600	7280	9100	10920
变现率	4.82%	4.23%	4.55%	4.53%
净营业收入	267.80	299.27	405.22	485.56
YOY	39.3%	11.8%	35.4%	19.8%
毛利润	221.01	248.49	338.48	408.02
毛利率	82.5%	83.0%	83.5%	84.0%
营业开支	-191.75	-212.15	-290.72	-345.39
营业利润	37.40	48.78	56.54	72.42
归母净利润	21.42	31.85	33.95	44.66
YOY	249.7%	48.7%	6.6%	31.5%
净利率	8.0%	10.6%	8.4%	9.2%
EPS(每 ADS)	3.73	5.85	6.24	8.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。公司为 OTA 行业巨头，上游供应链布局与下游流量皆在行业中领先。近年公司多管齐下为长期成长增添动力：第一，推进渠道下沉，加速在低星级酒店、三四线城市等方面的布局；第二，布局线下门店，挖掘线下流量；第三，泛娱乐化营销积极拥抱年轻消费群体；第四，前瞻性布局国际化业务，国际化进程领先于国内可比公司；第五，致力于提升服务质量，在服务维度上强化竞争力。参照在线旅游行业其他可比公司估值，同时考虑公司 OTA 行业巨头地位，给予公司 18 年 40XP/E，对应目标价 34.59 美元。

表 8：可比公司估值表

股票代码	公司名称	最新收盘价 (2019/2/28)	PE (17)	PE (18)	PE (19)
------	------	-------------------	---------	---------	---------

		原始货币)			
BKNG.O	BOOKING	1697.04	38.27	22.02	20.82
EXPE.O	EXPEDIA	123.31	48.32	41.33	-
0780.HK	同程艺龙	14.78	130.82	37.27	29.71
TRIP.O	TripAdvisor	53.17	65.82	31.92	32.04
行业平均			71	33	28
CTRP.O	携程网	34.13	62	39	37

资料来源: Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com