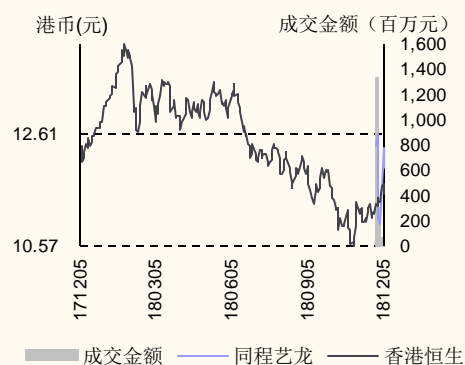


市价(港币): 12.000元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股)	2,054.85
总市值(百万元)	24,658.16
年内股价最高最低(元)	12.620/11.000
香港恒生指数	26819.68



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对  
相对香港恒生

## 腾讯流量造就同程艺龙，未来路往何处？

## 公司基本情况

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	2519	4658	5750	6249
同比增长	14.2%	85.0%	23.4%	8.7%
母公司股东溢利(百万)	196	970	795	899
同比增长	-	396.2%	-18.1%	13.1%
毛利率	67.8%	75.6%	75.6%	76.2%
净利润率	7.8%	20.8%	13.8%	14.4%
每股收益	-	0.47	0.39	0.44
每股经营现金流	-	1.33	0.64	0.71
市盈率(倍)	-	22.4	27.3	24.2
市净率(倍)	-	1.7	1.6	1.4

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是人民币

## 投资逻辑

- 在线 OTA 从 1996 发展至今经历了四个阶段：起步阶段（1996-2002 年）→ 启动阶段（2003-2008 年）→ 成长阶段（2009 年-2015 年）→ 成熟阶段（2016-至今）。携程和艺龙成立作为中国旅游在线化起步，以酒店和交通在线为主，从酒店业务向交通业务过渡；随着资本推动，定位大众和商旅的 OTA 企业涌现，产品出现垂直化领域；同时由于酒店及交通相对标品，引发线上平台竞争加剧，价格战为主要形式，最终以多次投资并购，OTA 巨头逐步清晰。2015 年后携程寡头地位基本形成，市场格局稳定，BAT 加强在线旅行领域的布局，在线度假布局逐步强化。
- 未来在线度假领域将较长一段时间处于相对分散格局，线上 OTA 和线下旅行社共存，但线上对线下的收购将越演越烈：过去 OTA 标品市场经历了资本输血价格战争夺流量，从成长到成熟，格局基本上稳定，但标品并不是 OTA 的终点。度假旅游领域将是各个 OTA 企业的重点发力的业务。
- 同程艺龙 17 年能够实现利润转正，主要归因于接入腾讯各个平台后共享腾讯流量，节约成本和相应费用：17 年同程及艺龙的净利润分别为 4.9 亿元/1.94 亿元，同时在 17 年实现利润转正。整体来看接入到腾讯下的各个平台共享流量是同程艺龙利润转正的关键，月活用户中腾讯贡献约七成，付费用户腾讯贡献 9 成。同程艺龙从利润到上市均是资本推动下的结果，最终的故事要回归到 OTA 新业务领域上。

## 投资建议及盈利预测

- 2018 年 3 月同程艺龙开始合并，合并报表 18E-20E 的营业收入预计为 47/58/63 亿元，净利润为 9.7/8/9 亿元。对应 EPS 为 0.47/0.39/0.44 元，PE 为 22/27/24 倍，PB 为 1.7/1.55/1.41 倍，首次覆盖给予增持评级。
- 由于公司上市后存在优先股转为普通股、同程 2018 年 3 月合并以及上市的一系列费用导致 18 年-19 年的预测利润增速难以表现公司正式的财务情况。从收入角度来看增速维持在 10% 左右，费用段受益于接入腾讯流量将保持费率稳定，还原来看同程艺龙业绩未来三年的增速将维持在 15%-25%。

## 风险提示

- 过度依赖腾讯流量入口；航空公司、酒店集团直销业务压缩生存空间。机票酒店标品市场受到携程冲击；在线旅游度假市场受到途牛、携程、飞猪甚至美团的夹击；同程艺龙合并产生大额商誉，需警惕商誉减值风险。

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号：S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、 垂直领域标品时代已经过去，未来 OTA 将以全产业链布局.....	4
1.1 为何覆盖同程艺龙需要梳理 OTA 的过去现在与未来？ .....	4
1.2 回顾 OTA 发展历史和同程艺龙的财务数据后有怎么样的收获？ .....	4
二、 OTA 发展阶段盘点——每个时代有每个时代的英雄.....	6
2.1 OTA 发展的起始阶段(1997-2002)——旅游在线化起步，以酒店和交通标品在线为主，携程艺龙兴起.....	6
2.2 OTA 发展的启动阶段(2003-2008 年)——OTA 企业如春笋般涌现，资本助推效应更为明显，产品出现垂直化领域.....	8
2.3 OTA 发展的成长并购阶段(2008-2015 年)——市场竞争加剧，多次投资并购，OTA 巨头逐步清晰.....	9
2.4 OTA 发展的成熟阶段(2016 年-至今)——2015 年后携程确定寡头地位，市场格局基本形成，BAT 加强在在线旅行领域的布局，在线度假布局逐步强化。.....	11
三、从同程艺龙上市的财务数据来看公司投资机会在哪？ .....	14
3.1 同程得到拆分与艺龙合并最终实现上市，流量主要依靠大股东腾讯.....	15
3.2 核心数据漂亮，同程艺龙的合并意味着标品赛道格局基本稳定.....	16
3.3 OTA 现金流较为优异，过去流量为王，未来的路该如何走？ .....	18
3.4 对同程艺龙未来盈利情况的判断和思考.....	19
四、OTA 需要从过去的流量本质回归到商业本质 .....	22
五、风险提示 .....	24
附录：三张报表预测摘要.....	25

## 图表目录

图表 1：部分在线旅游行业企业估值及收入利润情况.....	5
图表 2：从竞争格局、行业发展阶段及产品情况细数在线旅游行业的发展历程	6
图表 3：2010-2019E 机票的在线化规模及在线化率.....	7
图表 4：2013-2016 年在线住宿的渗透率情况（亿元） .....	7
图表 5：2016-2020E 美国、欧洲等机票在线渗透率.....	7
图表 6：2016 年美国酒店预订市场在线化率达到 40%.....	7
图表 7：1999-2003 年携程及艺龙的融资事件梳理.....	8
图表 8：2003-2008 年携程营收及净利润情况.....	8
图表 9：2004-2008 年携程的交通票务业务占比提升较快.....	8
图表 10：2003-2008E 中国在线旅行市场规模及增速.....	9
图表 11：携程及艺龙的先发优势较强，市占率接近 70%.....	9
图表 12：从携程 2008-2015 年的财务数据来看价格战对于 OTA 企业的盈利影响.....	10
图表 13：2012-2017 年移动应用市场规模及其增速.....	11

图表 14: 17 年 12 月在线旅游度假 APP 月活 (万人) .....	11
图表 15: 17 年 12 月在线旅游度假 APP 日活 (万人) .....	11
图表 16: 目前几大 OTA 企业背后均出现了 BAT 的身影.....	12
图表 17: 在线度假竞争态势从市场开拓导流转化为行业精耕, 竞争格局进入下半场 .....	12
图表 18: 2013-2016 年在线度假市场规模及各个 OTA 市场份额 (亿元) .....	12
图表 19: 2009-2017 年中国在线度假旅游交易规模.....	13
图表 20: 2015-2016 年中国度假市场规模在线化率.....	13
图表 21: 2017 年在线度假旅游市场份额 (OTA 厂商) .....	13
图表 22: 2017 年在线度假领域市场份额 (平台型厂商) .....	13
图表 23: 从过去流量争夺向目的地布局延伸, 延伸旅游产业链.....	14
图表 24: OTA 布局线下门店, 携程途牛等加强线下门店布局.....	14
图表 25: 同程艺龙的股东结构情况, 腾讯为第一大股东.....	15
图表 26: 15-17 年同程艺龙的月活及月付费用户情况.....	16
图表 27: 15-17 年同程艺龙交通及住宿预订的交易额.....	16
图表 28: 15-17 年同程各个业务收入及增速 (百万元) .....	16
图表 29: 2015-2017 年同程毛利率及净利润 (亿元) .....	16
图表 30: 2015-2017 年同程营业成本情况 (百万元) .....	17
图表 31: 2015-2017 年公司相应费用情况 (百万元) .....	17
图表 32: 2004-2017 年从艺龙的收入及利润变化来看公司内部及外部环境的发展过程.....	17
图表 33: 15-17 年艺龙营业成本及毛利率 (百万元) .....	18
图表 34: 2015-2017 年艺龙的费用率情况.....	18
图表 35: 15-17 年同程网络及艺龙的经营现金流情况.....	19
图表 36: 2015-2017 年同程网络及艺龙的现金情况.....	19
图表 37: 2017 年在线交通及住宿的市场集中度情况.....	19
图表 38: 2015-2018Q3 同程艺龙的月活用户及付费用户的腾讯贡献情况 .....	20
图表 39: 15-20E 同程线上业务的盈利预测情况 (单位: 百万人次/亿元) ....	20
图表 40: 15-20E 艺龙线上业务的盈利预测情况 (单位: 百万人次/亿元) ....	21
图表 41: 2008-2016 年同程旅游历史融资信息.....	22
图表 42: 2004-2015 年艺龙历史融资情况.....	22
图表 43: 2010-2020E 中国在线度假市场交易规模 (自营类) .....	22
图表 44: 17 年在线旅游度假市场份额 (按照交易规模, 自营类) .....	22

## 一、垂直领域标品时代已经过去，未来 OTA 将以全产业链布局

### 1.1 为何覆盖同程艺龙需要梳理 OTA 的过去现在与未来？

- 同程将业务拆分为同程网络和同程国旅，将能够创造正向利润的同程网络与艺龙合并上市，对于同程以及背后的资本来看能够在市场格局相对稳定的情况下借助腾讯流量与艺龙合并实现上市是最好的方式。但是从投资角度来看，现在再去讨论在线交通和酒店等标品市场投资机会是相对过时的。一是 OTA 行业经过了二十年的发展，在标品领域的寡头垄断性已经形成。二是航空和酒店集团资源供给方也在加强直销比例，OTA 赖以生存的佣金生存空间越来越小。三是同程艺龙的各自生存、合并、上市和未来发展的时间脉络里背后隐藏着 OTA 行业资本角力、血腥价格战、市场格局的变迁史。四是从过去现在看未来，在行业趋势上判断 OTA 领域的未来也是去研判同程艺龙公司未来的投资价值。

### 1.2 回顾 OTA 发展历史和同程艺龙的财务数据后有怎么样的收获？

- **在线 OTA 从 1996 发展至今经历了四个阶段：起步阶段（1996-2002 年）→启动阶段（2003-2008 年）→成长阶段（2009 年-2015 年）→成熟阶段（2016-至今）。**携程和艺龙成立是作为中国旅游在线化起步，以酒店和交通在线为主，从酒店业务向交通业务过渡；随着资本的推动和行业空间巨大，定位大众和商旅的 OTA 企业如春笋般涌现，产品出现垂直化领域，以去哪儿为代表的旅游搜索网站和以穷游马蜂窝为代表的 UGC 内容平台纷纷成立；同时由于酒店及交通相对标品，引发线上平台竞争加剧，价格战为主要形式，最终以多次投资并购，OTA 巨头逐步清晰。2015 年后携程的寡头地位基本形成，市场格局稳定，BAT 加强在在线旅行领域的布局，在线度假布局逐步强化。
- **同程艺龙 17 年能够实现利润转正，主要归因于接入腾讯各个平台后共享腾讯流量，节约成本和相应费用：**17 年同程及艺龙的净利润分别为 4.9 亿元/1.94 亿元，同时在 17 年实现利润转正。成本和费用节约是关键，2015-2017 年同程毛利率从 60.6%提升到 68.3%，订单处理成本（主要是流量增加）及人工成本率 17 年下滑明显，同时销售费用相对稳定，技术开发费用率下滑明显。以净额法调整下艺龙 15-17 年的毛利率分别为 49.1%/76.6%/86%，艺龙毛利率的提升主要是由于人工成本及业务相关成本（通信、差旅、租金及用户履行费等）的节约。从费用上来看 17 年费用率下滑明显，销售开支和行政开支的节约最为明显。整体来看接入到腾讯下的各个平台共享流量是同程艺龙利润转正的关键，月活用户中腾讯贡献约七成。同程艺龙从利润到上市均是资本推动下的结果，最终的故事要回归到 OTA 新业务领域上。
- **过去 OTA 标品市场经历了资本输血价格战争夺流量，从成长到成熟，格局基本上稳定，但标品并不是 OTA 的终点：**伴随着中国互联网和移动互联网的发展，OTA 因解决了商旅和大众游客信息不对称的问题而逐步量产规模化。经历了市场的黄金启动期后市场竞争加剧，价格战频现，最终开启了兼并投资热潮，OTA 的梯队基本形成。携程作为大家长，基本上收购或者投资了第二梯队的 OTA 企业。度假旅游领域将是各个 OTA 企业的重点发力的业务，OTA 的竞争需要依靠产品和服务真正为消费者提供旅游方案，减少消费者在产品选择上所需要提供付出的代价。产品同质情况下价格敏感优先，而在度假领域由于产品之间存在差异性，用户的选择难度较大，未来 OTA 在度假领域能够为用户提供更高效的资源传递。
- **未来在线度假领域将较长一段时间处于相对分散格局，线上 OTA 和线下旅行社共存，但线上对线下的收购将越演越烈：**旅游板块中度假领域已经呈现出充分竞争的格局，线上 OTA 布局线下旅行社，线下旅行社进行异地开店。同时定位商旅的 OTA 也纷纷布局在线度假领域。按照过去的思维来看拥有流量优势的 OTA 企业拥有较好的客群基础，能够在线上线下争夺战中获胜。但是在实际情况下尽管线上 OTA 发力布局线下旅行社，但是传统旅行社仍然有生存空间。首先度假市场量级较大，同时规模逐步提升，能够



容纳线上线下企业共同发展；其次由于线上 OTA 进行线下旅行社布局，在风险控制的情况下将依赖于与线下旅行社的合作，同时 OTA 对于上游资源端的控制较为薄弱，需要线下旅行社提供。第三是一般 OTA 布局线下主要采取直营和加盟模式，直营模式下开店成本和管理成本将影响开店效益和扩张速度，加盟模式下对于分店的管控能力较低，难以保证服务质量。所以一段时间在线度假领域线下旅行社及线上 OTA 将以深度的竞合关系共存。

图表 1：部分在线旅游行业企业估值及收入利润情况

公司	估值	2017 年收入 (亿元)	2017 年净利润 (亿元)
携程	160 亿美元	267.8 亿元	21.61 亿元
同程艺龙	247 亿港元	52.26 亿元	7.13 亿元
途牛	8.16 亿美元	21.92 亿元	-8.96 亿元
驴妈妈	104 亿元	-	-
去哪儿	325 亿元 (携程收购估值水平)	41.71 亿元 (2015 年)	-73.49 亿元 (2015 年)
Booking	863 亿美元	126.81 亿美元	23.4 亿美元
Expedia	177 亿美元	100.6 亿美元	3.77 亿美元

来源：wind，公开信息，国金证券研究所

## 二、 OTA 发展阶段盘点——每个时代有每个时代的英雄

- 在线旅游（OTA）发展二十年，过去一直享受三个巨大的发展红利。一是人口红利，商务和旅游活动蓬勃发展，一二线居民消费升级尤其是出境游，三四线居民开始体验旅行；二是互联网和移动端的流量红利；三是推波助澜的资本红利，不仅仅是旅游巨头自身，BAT 巨头之间也在争夺和打造自己的旅游生态体系。
- 本部分回顾了以艺龙携程诞生至今的 OTA 发展史，可以看到行业的发展步伐逐步清晰。我们将 OTA 的发展历史按照竞争格局、行业发展阶段及产品情况来分类四个阶段。在这个过程中 OTA 行业历经几大变迁：

图表 2：从竞争格局、行业发展阶段及产品情况细数在线旅游行业的发展历程



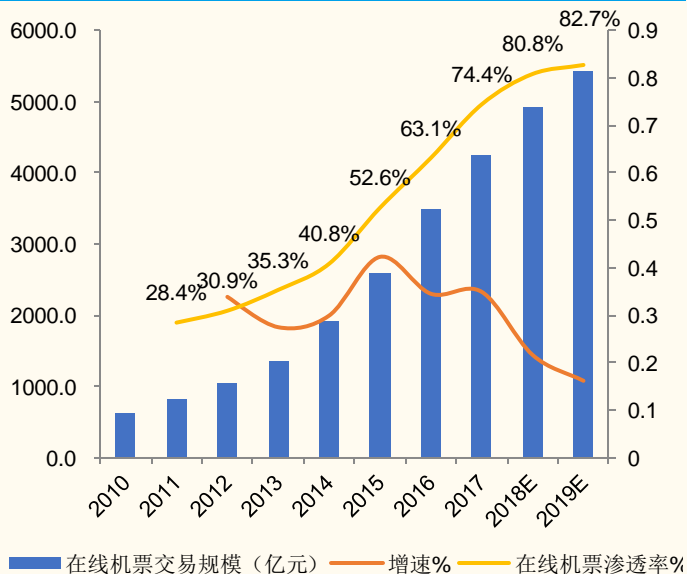
来源：国金证券研究所

### 2.1 OTA 发展的起始阶段(1997-2002)——旅游在线化起步，以酒店和交通标品在线为主，携程艺龙兴起

- 旅游预订业务在线化伴随着互联网化应运而生，机票酒店等标品进入在线化高速发展阶段：艺龙和携程分别在 1999 年 5 月和 1999 年 10 月成立。创始初期携程和艺龙分别定位于 B2B 和城市生活资讯，这一时期伴随着互联网发展。携程 2000 年及 2002 年收购了北京现代运通订房中心和北京海岸航空服务有限公司，形成了以酒店和机票为主的线上预订模式；艺龙则 2000 年 4 月收购了百德勤及其电子商务网站进军旅游服务行业，2001 年 5 月聚焦在在线旅行预订服务行业。从两大 OTA 的企业发展初期来看由于互联网的普及，旅游业开始了在线化之路，第一步就在于机票及酒店等标

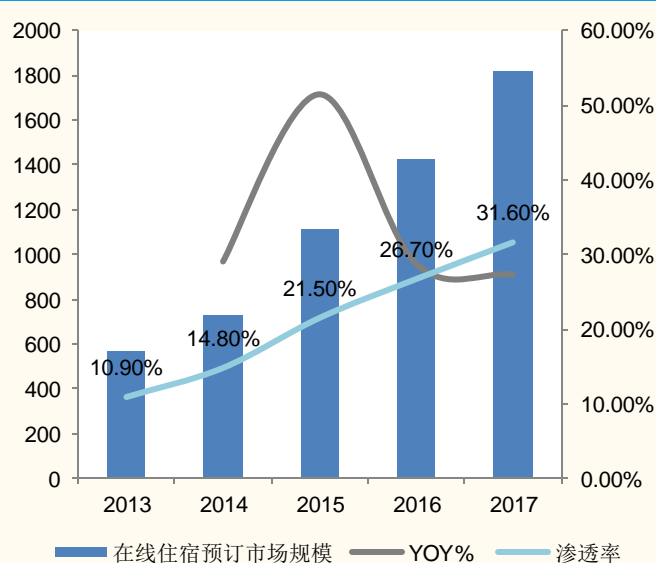
准品的在线化代理，至今酒店在线化率超过 40%，机票在线化率超过 75%，相比于国际发达国家来看，国内酒店及机票在线化率较高，美国的机票及酒店在线化率分别为 60%和 40%。

图表 3: 2010-2019E 机票的在线化规模及在线化率



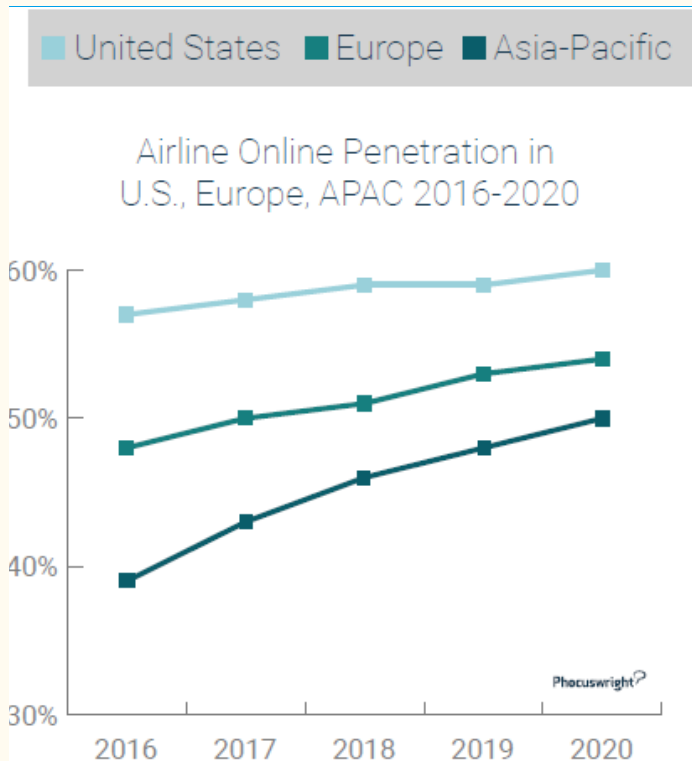
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 4: 2013-2016 年在线住宿的渗透率情况 (亿元)



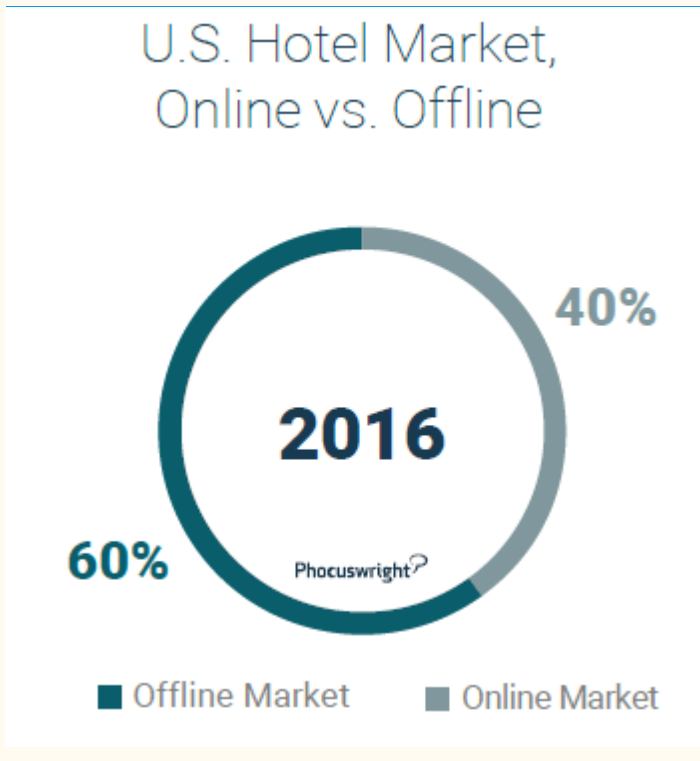
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 5: 2016-2020E 美国、欧洲等机票在线渗透率



来源: phocuswright, 国金证券研究所

图表 6: 2016 年美国酒店预订市场在线化率达到 40%



来源: phocuswright, 国金证券研究所

- **这一时期 OTA 企业是幸福的也是艰难的:** 伴随着互联网进入中国和居民的收入水平提高, 现在回过头来看携程能够成功的优势之一也就在于其用户和资源端的规模和粘性强, 这与早进入市场的关系很大。但互联网泡沫破灭以及 2003 年的非典爆发严重影响了 OTA 的营收情况。这一阶段携程和艺龙凭着其商业模式获得了多次融资, 资本推动了企业的快速发展。

图表 7：1999-2003 年携程及艺龙的融资事件梳理

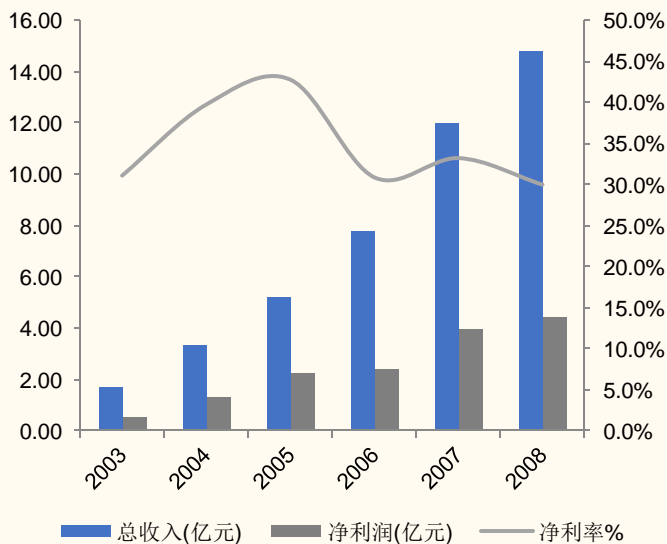
携程	
1999 年 4 月	IDG 投资 50 万美元
2000 年 3 月	以软银牵头，IDG、兰馨亚洲、Ecity 和上海实业五家投资机构与携程签署股份认购协议，募资 450 万美元
2000 年 11 月	凯雷等风投资机构投资超过 1000 万美元
2003 年 9 月	老虎基金 pre-ipo 投资 1000 万美元
艺龙	
2003 年 8 月	老虎基金（中国）、蓝山中国资本 1500 万美元融资

来源：网络公开信息，国金证券研究所

## 2.2 OTA 发展的启动阶段(2003-2008 年)——OTA 企业如春笋般涌现，资本助推效应更为明显，产品出现垂直化领域

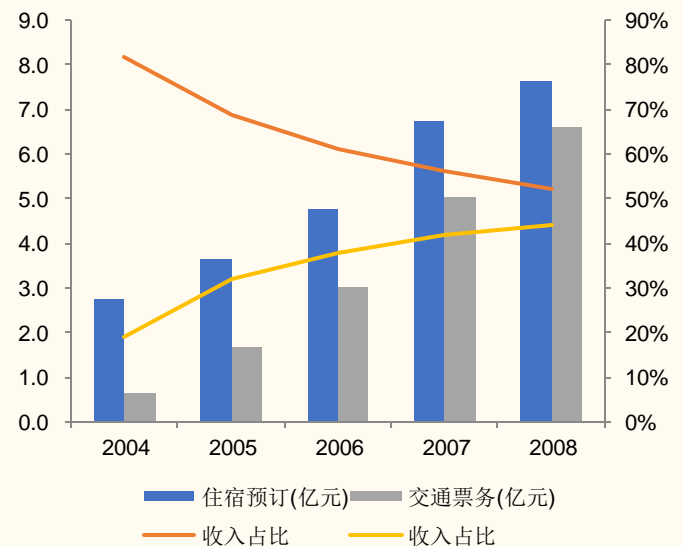
- 2003 年底携程赴美上市，重新激活市场，多个细分领域出现 OTA 企业，平台报价出现差异，产生垂直型搜索网站：携程在 2003 年 12 月 9 日在美国纳斯达克上市，2004 年同程、穷游成立，2004 年 10 月艺龙上市，去哪儿、马蜂窝、途牛分别在 2005 年-2006 年成立，驴妈妈 2008 年成立，以自助游服务商定位市场。
- 同程起初做的是“网上名片”，B2B 业务为主，2008 年江苏工业园区凯风创投 1500 万元的投资额，公司转型 B2B2C，将采购的酒店机票销售给同程原有的两万多家旅行社，2009 年进一步转型 B2C 通过 SEO 获得订单，那个时候携程还在利用“地面销售+呼叫中心”的方式来获客，同时尝试预订机票业务。途牛瞄准了旅游线路的线上化，定位于大众游客。穷游及马蜂窝为最早期的旅游攻略 UGC，去哪儿网则是旅游搜索引擎，同时有比价功能吸引用户找到机票和酒店产品。这一时期各个企业仍在旅游标品中竞争，标品易于规模化和线上化，流量为关键，这也是同程能够通过 SEO 获取订单的关键。市场仍在普及的过程中，各家都能够有一定的存活空间。途牛的成立是度假产品在线化的关键，从过去机票及酒店的代理差异出专注在线休闲旅游的领域。

图表 8：2003-2008 年携程营收及净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：2004-2008 年携程的交通票务业务占比提升较快



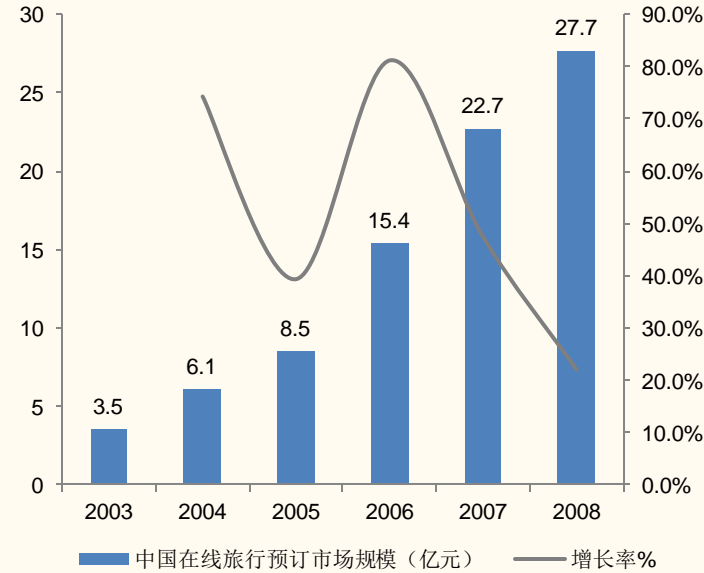
来源：wind，国金证券研究所

- 这一阶段是各大 OTA 企业的成长壮大期，各有各的生存空间，细分领域有新的企业成立，在线领域蛋糕不断变大，企业发展相对较快：从携程和艺龙的经营数据来看这一阶段不管是在线酒店和机票业务都到了比较快的增



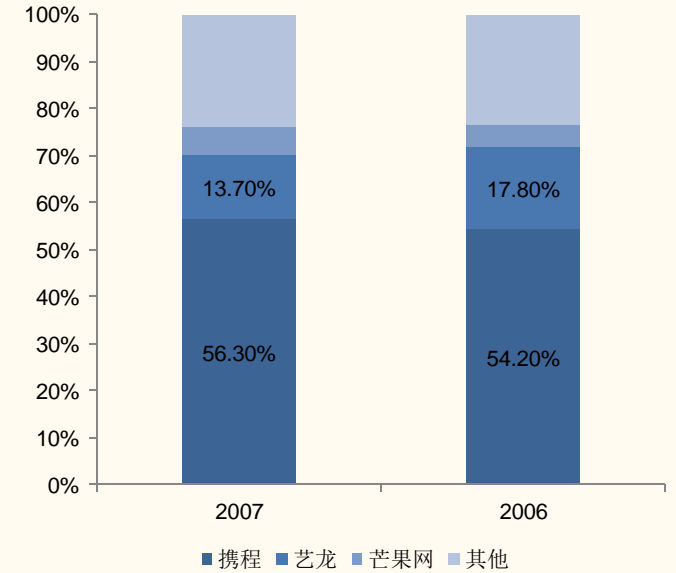
长，同时企业之间的价格战和并购事件也相对较少，各自抢占资源做大规模。有携程艺龙等最先布局的，也有挖掘新的营销模式和商业模式的同程和途牛，还有在多个 OTA 成立后为打破 OTA 的价差而创立的去哪儿，以及以旅游内容为主进行旅游前端服务的马蜂窝和穷游网。

图表 10: 2003-2008E 中国在线旅行市场规模及增速



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 11: 携程及艺龙的先发优势较强, 市占率接近 70%



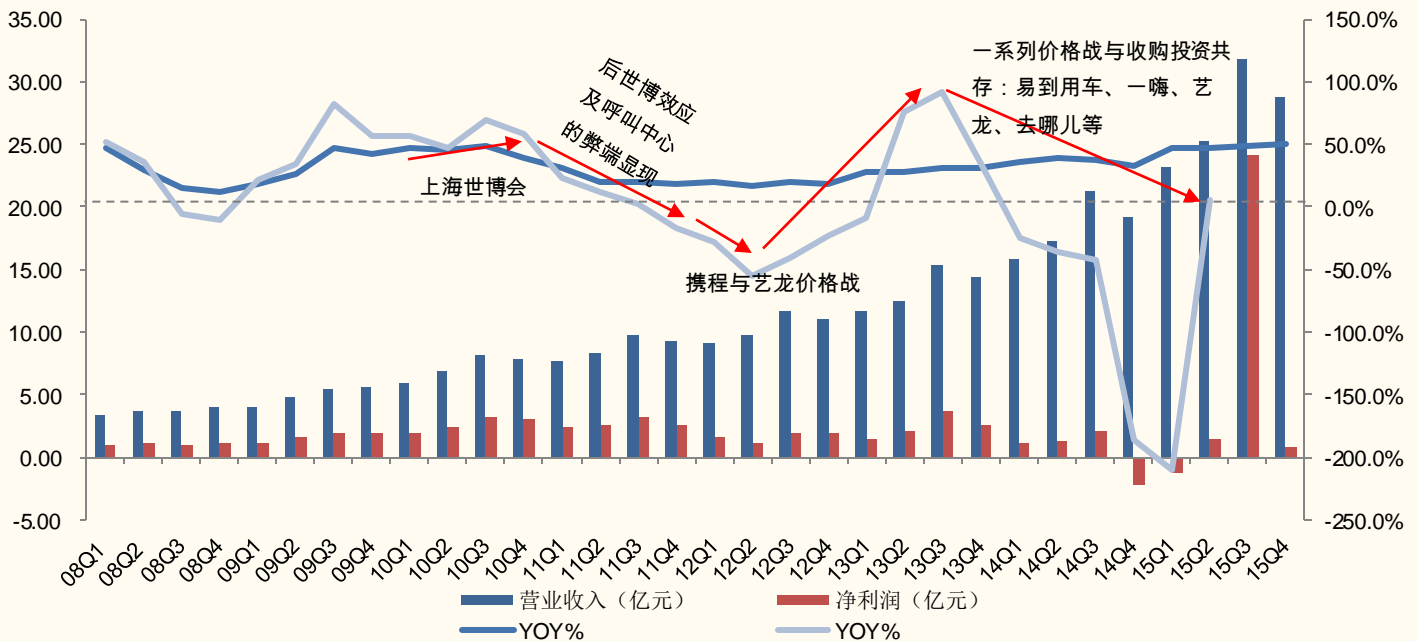
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

### 2.3 OTA 发展的成长并购阶段(2008-2015 年)——市场竞争加剧, 多次投资并购, OTA 巨头逐步清晰

- **OTA 行业打的最凶的阶段, 价格战、营销战等战争不断升级, 随着业务趋同后, 市场竞争进入到白热化:** 现在我们在市场上能够看到的各式各样的 OTA 产品都经历了市场最为残酷的阶段, 通过最原始的方式进行用户返现和上游资源价格战来整垮对手。这里面不得不说的是携程和艺龙、途牛和同程以及同程和携程的双程大战。
- 1) **在线酒店的战争: 2010 年艺龙及携程的酒店价格战打响, 以 2015 年携程收购艺龙 37.6% 股份成为第一大股东而告一段落。** 2007 年梁建章辞职留学, 2010 年携程受到重资产布局的拖累在酒店领域的优势逐渐被艺龙瓜分 (2008 年打造星程酒店、2009 年增资如家、2010 年收购汉庭 8% 股份, 布局台湾香港业务, 2010 年斥资 5 亿元打造呼叫中心)。2012 年梁建章通过 5 亿美元与艺龙进行价格战, 2012 年携程利润下滑 36%, 艺龙从 2011 年盈利 0.39 亿元到 2012 年盈利 47.13 万元, 2013 年通过 5 亿元促销进行与艺龙的价格战, 2015 年 5 月携程宣布联手铂涛集团和腾讯收购艺龙大股东 Expedia 所持有的艺龙股份, 其中携程持有 37.6% 股权, 为艺龙的第一大股东, 携程垄断在线旅游约 9 成市场份额。
- 2) **在线门票的战争——携程与同程共同进军门票预订业务, 历经“三国杀”后 2014 年携程以 2.2 亿美元的价格收购同程 30% 股权, 携程将景点及门票的现付业务接入同程:** 门票业务毛利率虽低但消费频次高, 获客成本低, 流量变现效应显著。2010 年同程旅游开启了预订景点门票的业务, 实现业务差异化。2013 年 4 月携程 2 亿元布局景区门票电商平台, 将门票频道作为携程旅游的核心业务板块之一。门票业务上, 同程与携程和驴妈妈形成了“三国杀”局面, 通过高返点进行价格战, 同程 2013 年与腾讯、博裕及元禾三家机构融资 5 亿元。2014 年 4 月底, 携程以 2.2 亿美元的价格收购同程 30% 股权, 业务上携程将景点及门票的现付业务接入同程, 但在景点门票预付和酒店领域双方保持独立发展和竞争。

- 3) **在线度假的战争——途牛及同程因业务布局 and 战略相似而大战：**由于业务的趋同性途牛和同程的恩怨很深。2013 年同程明确构建休闲旅游生产业务，从景点门票到周边游、国内游再到出境游的线路，与途牛的业务线相对趋同。途牛与同程的战争从上游供应商到创始人约战再到广告针锋相对等各方面展开，价格战是主要手段。2014 年携程投资了途牛，双方的战争稍微平息，但是由于产品布局的相似性免不了互相比较的状况。
- 4) **携程与去哪儿的合并，携程拥有去哪儿 45% 的股份：**去哪儿网通过比价搜索聚焦机票业务，同时在移动端逐渐取代 PC 端的背景下，去哪儿网推出无线端产品。2014 年携程向去哪儿主动宣战，下架其在去哪儿的酒店产品，去哪儿投入 15 亿元进行红包回馈活动。去哪儿与携程多年的价格战最终双方陷入巨亏。2014 年去哪儿净亏损 18.5 亿元，2015 年第二季度净亏损 8.157 亿元人民币；携程也在 2014 年第四季度迎来上市 11 年首亏，净亏损为 2.24 亿元。2015 年 10 月携程与百度进行股权置换，拥有去哪儿 45% 的股份。

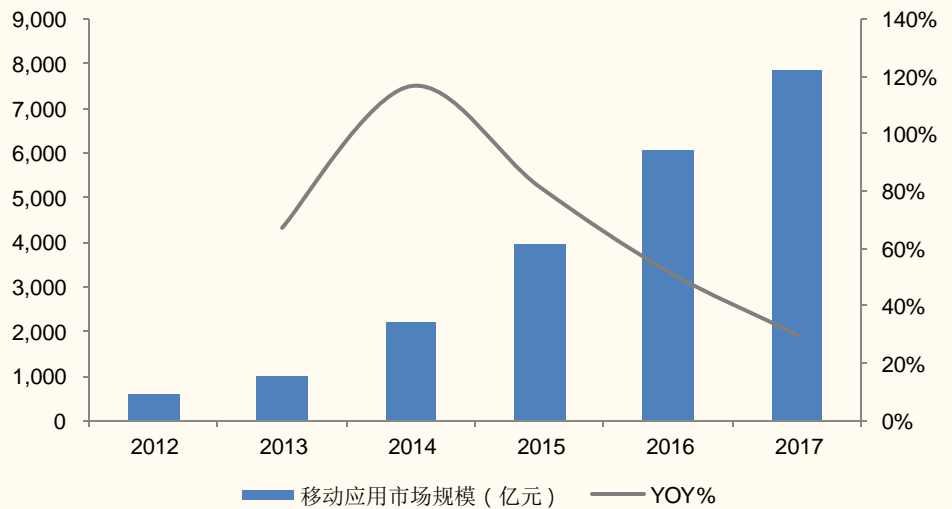
图表 12：从携程 2008-2015 年的财务数据来看价格战对于 OTA 企业的盈利影响



来源：wind，国金证券研究所

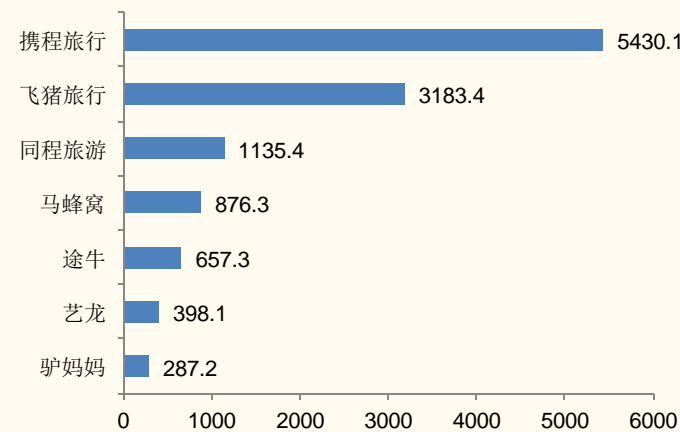
- **移动互联网时代流量瓜分促使企业之间竞争加剧，兼并收购形成巨头：**在市场被各大 OTA 瓜分后市场激烈竞争中，价格战为主要的的手段，通过返现降价的方式吸引流量，在不掌握资源端的情况下流量是最关键的。同时移动互联网时代将传统的 PC 模式转变为手机端模式，部分小的企业能够凭借手机端的布局进行弯道超车，加快了企业兼并收购的进程。2010 年去哪儿网推出无线端产品，2011 年 10 月，马蜂窝获得今日资本 500 万美元 A 轮融资及 200 美元无息贷款，融资资金用于拓展移动互联网布局、线上线下市场。2013 年 8 月艺龙宣布从“在线酒店”转型为“移动酒店”，同时携程从“鼠标+水泥”战略转变为“拇指+水泥”，2013 年途牛在 11 年尝试后重启移动端；2014 年同程在与携程的价格战后布局移动端。前一个时代是出于 PC 端，后面的发展主要围绕手机端进行，PC 作为辅助，移动互联网的发展也是各大 OTA 进行价格战争夺流量的关键，技术和营销投入相对较高，企业业绩拖累明显。

图表 13: 2012-2017 年移动应用市场规模及其增速



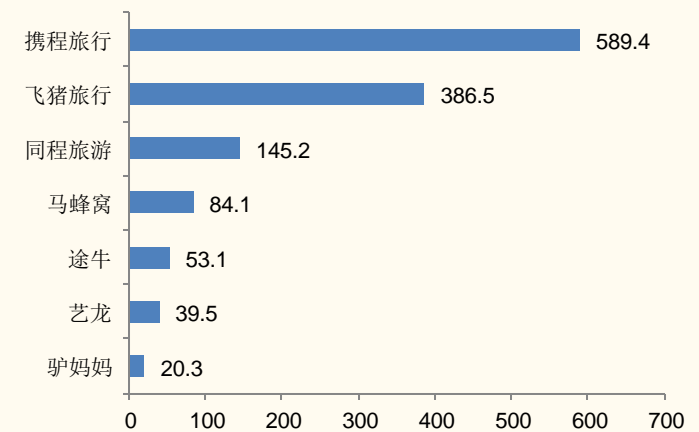
来源: 中国移动互联网发展报告, 国金证券研究所

图表 14: 17 年 12 月在线旅游度假 APP 月活 (万人)



来源: 比达咨询, 国金证券研究所

图表 15: 17 年 12 月在线旅游度假 APP 日活 (万人)



来源: 比达咨询, 国金证券研究所

#### 2.4 OTA 发展的成熟阶段(2016 年-至今)——2015 年后携程确定寡头地位, 市场格局基本形成, BAT 加强在在线旅行领域的布局, 在线度假布局逐步强化。

- 多次战役后携程通过布局移动端以及投资并购方式实现寡头地位, 第二梯队的 OTA 企业均收归麾下, 背后出现 BAT 的身影: 梁建章回归后的携程再次回到了霸主地位, 携程将艺龙、去哪儿、同程及途牛收之麾下, 第二梯队的 OTA 均属于携程系。同时这一家族的背后其实有 BAT 的加入。
- 1) 腾讯: 2015 年 8 月腾讯向艺龙发出私有化要约, 2016 年 6 月艺龙完成私有化之后, 腾讯在艺龙的持股比例达到 27%, 为第二大股东; 同时腾讯 2014 年参与同程 5 亿 C 轮融资; 持有京东 21.25% 股权为第一大股东, 京东投资途牛 20.1% 股权。
- 2) 百度: 拥有携程 19.3% 股权, 把握 OTA 家族的大家长。
- 3) 阿里巴巴: 通过自建品牌飞猪, 通过自有流量进行导流和布局。

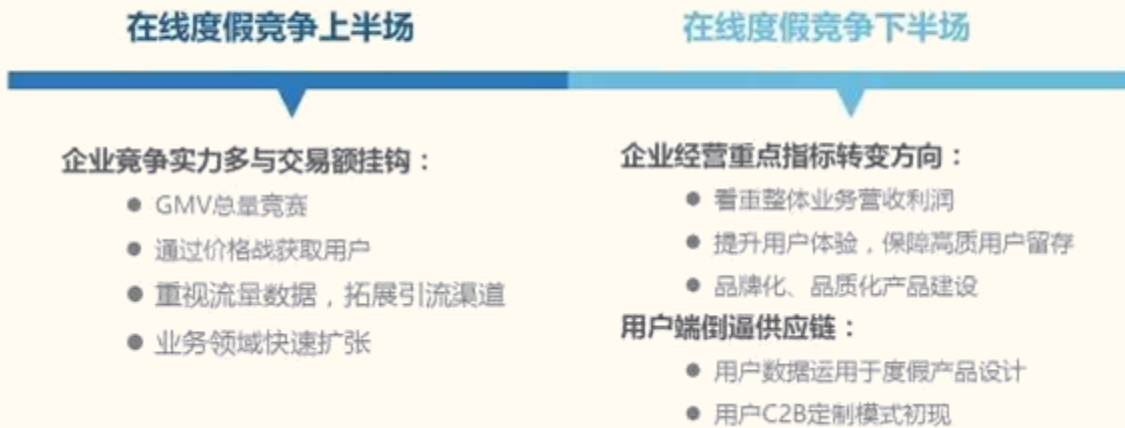
图表 16：目前几大 OTA 企业背后均出现了 BAT 的身影

公司派系	参股公司名称	股份占比
携程系	同程艺龙	22.61%
	去哪儿网	约 30%
百度系	携程	19.3%
腾讯系	同程艺龙	23.18%
	美团	20.14%
阿里系	阿里去啊（现为飞猪）	100%
京东系	途牛网	20.1%

来源：亿欧网，国金证券研究所

- **OTA 从观光旅行向度假旅游业务升级，从标品竞争向非标品延伸：**一直以来产品预订及在线度假的市场共存在多个 OTA 体系中，由于在线预订市场格局基本稳定，业务同质化导致了激烈的价格战。产业链上游直销力度的加强以及垂直搜索网站的出现，也使得酒店和机票价格的透明度越来越高，OTA 佣金逐渐下滑。在这样的业务背景下旅游 OTA 为了生存与发展，除了要巩固酒店和机票传统业务外，还要大力发展商旅、度假和餐饮业务，实现多元化发展。

图表 17：在线度假竞争态势从市场开拓导流转化为行业精耕，竞争格局进入下半场



来源：劲旅咨询，国金证券研究所

图表 18：2013-2016 年在线度假市场规模及各个 OTA 市场份额（亿元）

	2013	2014	2015	2016
整体在线旅游市场	2215.7	3077.9	4326.3	5907.4
在线旅游度假市场规模	303	448.8	688.9	962.9
YOY%	43%	48.10%	53.5%	39.8%
在线度假渗透率	9.2%	13.9%	20.1%	25.7%
占总体比重	13.70%	14.60%	15.6%	16.30%
途牛	35.15	60.14	126.83	186.80
占在线旅游度假市场比重	11.60%	13.40%	18.10%	19.40%
YOY%		71.1%	110.9%	47.3%
携程	66.05	104.12	147.15	184.88



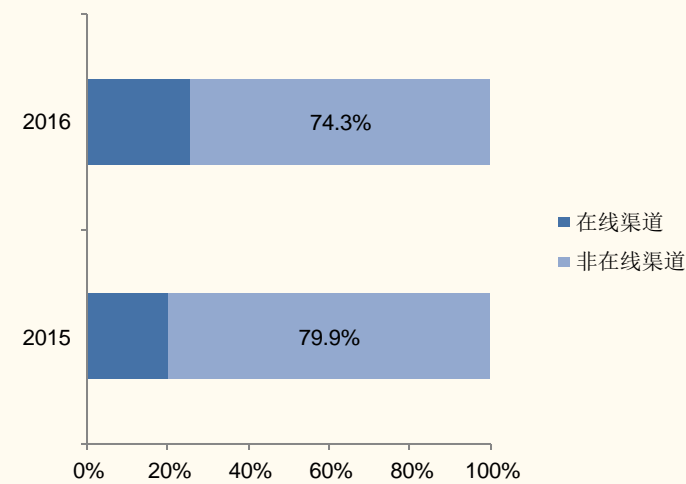
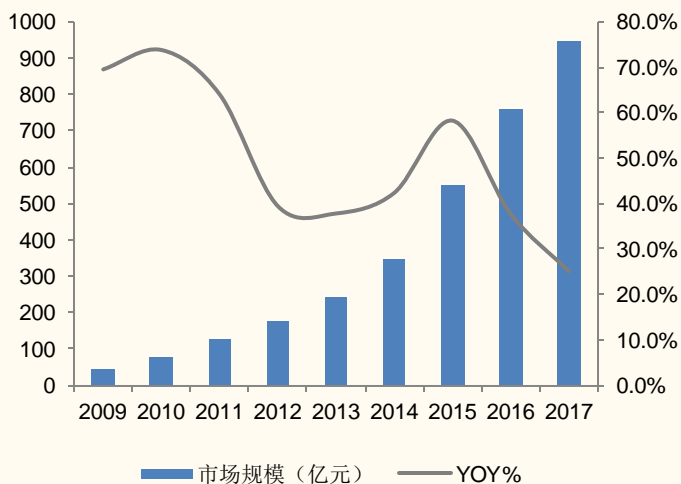
占在线旅游度假市场比重	21.80%	23.20%	21%	19.20%
YOY%		57.6%	41.3%	25.6%
同程	17.88	25.13	67.97	96.29
占在线旅游度假市场比重	5.90%	5.60%	9.70%	10.00%
YOY%		40.6%	170.4%	41.7%
驴妈妈	9.09	19.30	60.26	78.96
占在线旅游度假市场比重	3%	4.30%	8.60%	8.20%
YOY%		112.3%	212.3%	31.0%

来源：艾瑞咨询，劲旅咨询，国金证券研究所

1) 在线度假竞争进入下半场，品牌化建设成为重点：2017 年中国在线度假旅游市场交易规模达到 947.5 亿元/+25.1%，头部效应明显，市场份额向巨头企业集中。OTA 巨头通过自有事业部和投资并购方式实现在线度假的布局，经营模式也发生了改变，过去在线酒店及机票预订的产品无差异、服务无形化，而在线度假产品需要有形化载体来承接，意味着未来在线度假的线上线线下会逐步融合。从 OTA 厂商和平台型厂商来看市场份额集中在头部企业，行业壁垒相对较强。

图表 19：2009-2017 年中国在线度假旅游交易规模

图表 20：2015-2016 年中国度假市场规模在线化率

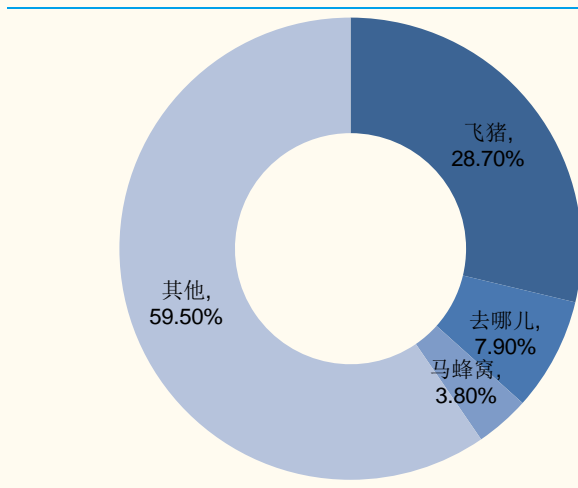
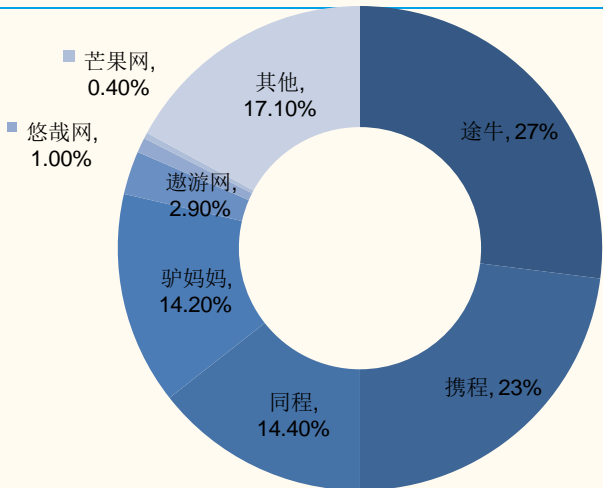


来源：易观智库，国金证券研究所

来源：劲旅咨询，国金证券研究所，注：按照交易额来统计

图表 21：2017 年在线度假旅游市场份额 (OTA 厂商)

图表 22：2017 年在线度假领域市场份额 (平台型厂商)



来源：易观智库，国金证券研究所

来源：易观智库，国金证券研究所

2) 多个 OTA 发力目的地内容, 向上游资源端布局, 完善旅游供应链, 自营与代理并存, 同时由于中低端市场相对分散, OTA 平台主要从相对高端的定制游市场着手: 各大 OTA 发力目的地内容, 进一步延伸旅游供应链, 利用自身的流量通过旅游资源的打包重组叠加服务和品牌实现高附加值, 平台的背书和品质的提升能够增加用户粘性。整体线上线下来看中低端旅行产品市场竞争充分, 大大小小旅行社均能够凭借旅游人口红利有一定的市场份额。OTA 大多从定制游入手布局高端旅游市场, 途牛、携程、马蜂窝及飞猪均有上线定制旅行频道, 但规模相对较低, C2B 是切入定制游市场的主要方式。

图表 23: 从过去流量争夺向目的地布局延伸, 延伸旅游产业链

OTA	目的地的布局措施
途牛	2015 年途牛通过与京东、海航合作、投资五洲行旅行社等方式增强上游资源掌握能力。 2016 年 4 月推出独立产品品牌朋派定制。 2018 年在途牛旅游 APP 和小程序推出目的地频道。
携程	2016 年 4 月携程发布定制旅游平台 2.0 版本; 2017 年定制游平台全年增长 400%
马蜂窝	2016 年 10 月正式转型自由行交易平台; 2017 年在其供应商大会上披露定制游业务的相关信息。
飞猪	2017 年 6 月 1 日上线定制旅行频道; 打造极地旅游专线。

来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

3) 线上平台线下化, 通过全国布局门店新零售形式推进服务有形化: 现在市场上存在线下旅行社借助线上平台, 线上平台布局线下旅行社, 线上线下逐步融合。事实上正是发展到度假这一端口后, 对于服务和个性化的需求才倒逼 OTA 回归到线下化的新零售模式。本质上线上线下并不是冲突的渠道。从为用户提供价值角度来看, OTA 的存在是工业思维的产物, 可以在标品中进行规模化。但是传递到度假市场来看, 不管是线上线下都将是个分散的市场, 需求不断细分, 低频的旅游需求需要实体门店服务和引导。OTA 线上化将以标品为流量人口打造全产业链旅游品牌, 以线上度假频道和线下门店为渠道更好的服务客户。总体来说在非标品的度假市场中能够有效率的为游客提供价值产品的企业将胜出。

图表 24: OTA 布局线下门店, 携程途牛等加强线下门店布局

	携程	途牛	同程	驴妈妈
2013				
2014	开设第一家旅游体验店			开始 O2O 布局
2015			同城驿站 (11 家线下旅游体验店)	2015 年开始发力, 子公司增至 64 家, 门店百余家/近千家
2016	收购百事通 (线下 5000 多家门店)		整合并购万达旅业 (其十二家线下旅行社)	
2017		截至年底, 线下门店数量约 190 个		
2018	截至 2018/01 (包括百事通、去哪儿门店), 拥有超过 6000 家门店, 覆盖 200 多各城市; 目标: 预计门店数量超过 8000 家店	线下直营门市数量达 220 家, 覆盖 420 个城市; 2018 年, 途牛计划将新开 50-100 家门店		

来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

### 三、从同程艺龙上市的财务数据来看公司投资机会在哪?

### 3.1 同程得到拆分与艺龙合并最终实现上市，流量主要依靠大股东腾讯

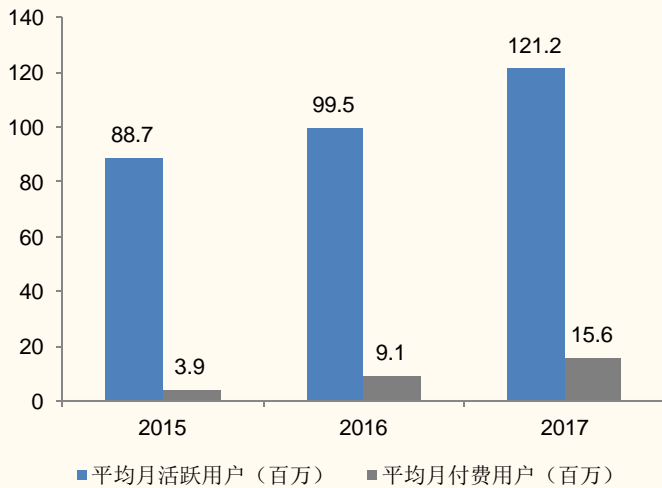
- 同程多次寻求上市，此次将同程网络与艺龙合并上市实现多年夙愿：2012-2016 年以来同程多次谋求机会上市，由于与携程的价格战后上市计划一拖再拖。2017 年 6 月同程分拆出以机票、酒店、火车票等标品为主要业务的同程网络和以非标品为主的同程旅行社（集团）；2018 年 3 月同程网络与艺龙合并成为了同程艺龙，2018 年 6 月同程艺龙港交所提交了上市申请，同程艺龙为港股的第一家内地 OTA 企业。
- 同程艺龙背后的股东为腾讯和携程，腾讯贡献月活七成流量：腾讯为同程艺龙最大股东，持股比例为 24.9%，携程为第二大股东，持股比例为 22.88%。同程艺龙的上市也是资本推动的结果，在同程艺龙的架构中，携程旅行网联合创始人兼执行董事局主席梁建章和同程旅游联合创始人、同程旅游集团董事长兼 CEO 吴志祥共同担任新公司的联席董事长，而同程旅游联合创始人、同程网络总裁马和平与艺龙旅行网 CEO 江浩则担任新公司的联席 CEO。从合并到上市仅仅隔了三个月的时间，艺龙的酒店优势和同程网络的大交通优势合并后能够互补，同时能够有助于财务上符合上市标准。腾讯的微信及 QQ 端口为同程艺龙提供平均月活用户 7960 万，大约贡献了同程艺龙 17 年平均月活用户（1.21 亿）约 7 成水平。

图表 25：同程艺龙的股东结构情况，腾讯为第一大股东

	所持 普通股數目	持股百分比
騰訊 <sup>(1)</sup> .....	47,621,574	24.92%
攜程 <sup>(2)</sup> .....	43,723,978	22.88%
華帆潤禾 <sup>(3)</sup> .....	16,639,443	8.71%
華昌國際有限公司 .....	10,607,948	5.55%
Ocean General Partners Limited <sup>(4)</sup> .....	9,860,372	5.16%
EP II Investment Fund L.P. ....	9,566,291	5.01%
Wonderful Holidays Limited <sup>(5)</sup> .....	5,947,853	3.11%
Sky Journey Limited .....	5,283,318	2.76%
Travel Maps Limited <sup>(6)</sup> .....	4,971,100	2.60%
Emerald Joy Limited .....	4,268,794	2.23%
Seagull Limited .....	3,897,596	2.04%
Hua Yuan International Limited.....	3,870,264	2.03%
Cowin Tongcheng Limited .....	3,508,469	1.84%
Luxuriant Holdings Limited .....	2,733,227	1.43%
Top Yield Co-Stone Investment Co., Ltd. ....	2,068,797	1.08%
其他股東 <sup>(7)</sup> .....	15,476,661	8.09%

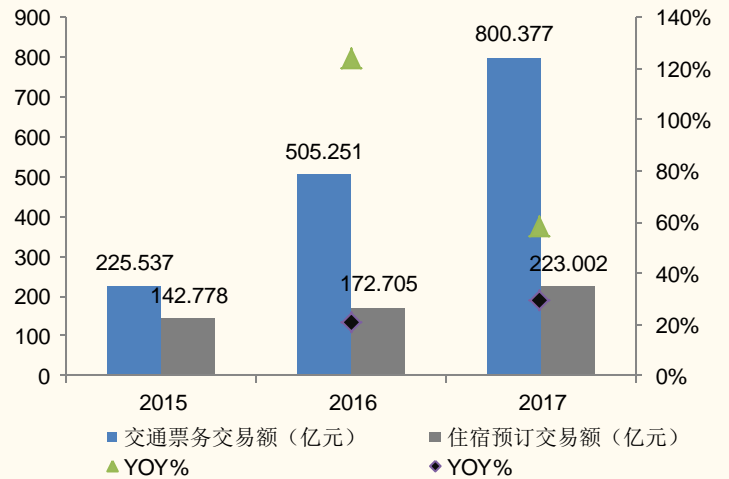
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 26: 15-17 年同程艺龙的月活及月付费用户情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 27: 15-17 年同程艺龙交通及住宿预订的交易额

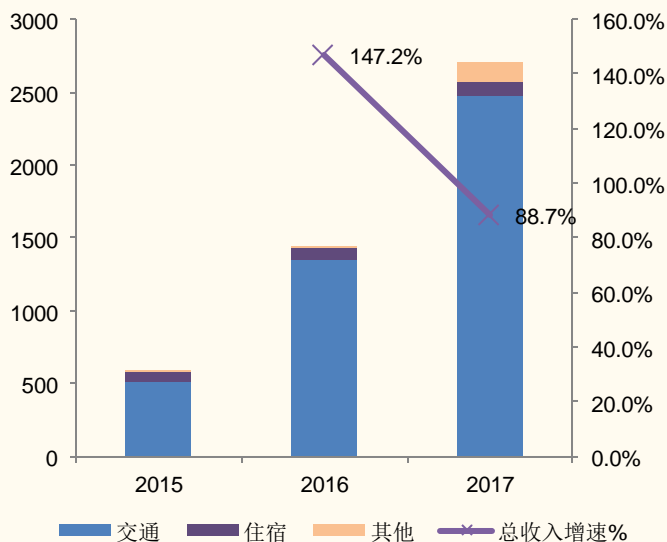


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 3.2 核心数据漂亮, 同程艺龙的合并意味着标品赛道格局基本稳定

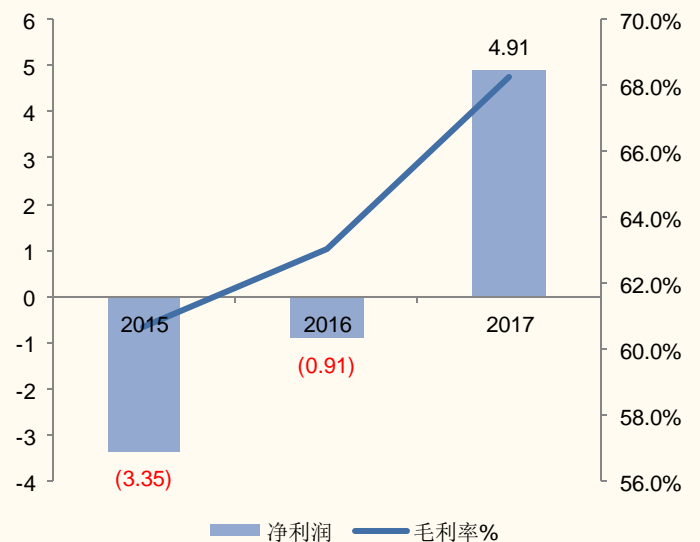
- **2017 年同程实现扭亏, 成本和费用节约是关键:** 2015-2017 年同程毛利率从 60.6% 提升到 68.3%, 2013 年各大 OTA 的价格战导致同程持续亏损, 2017 年通过成本费用的节约实现正向盈利。订单处理成本及人工成本率 17 年下滑明显, 同时销售费用相对稳定, 技术开发费用率下滑明显。2017 年同程线上业务实现净利润为 4.9 亿元, 净利率达到 18%。
- **切入大交通领域, 同时接入微信钱包端口, 实现流量增长。** 从业务上来看同程在交通领域优势增强, 占到收入比重达到 91%, 携程的交通收入占比达到 45%。公司交通业务的高增长 (16/17 年增长 164%/83%) 归因于 2015 年腾讯将微信钱包内第三方中的旅游入口开放给同程以及同程在交通领域的发力推出智慧出行解决方案。

图表 28: 15-17 年同程各个业务收入及增速 (百万元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

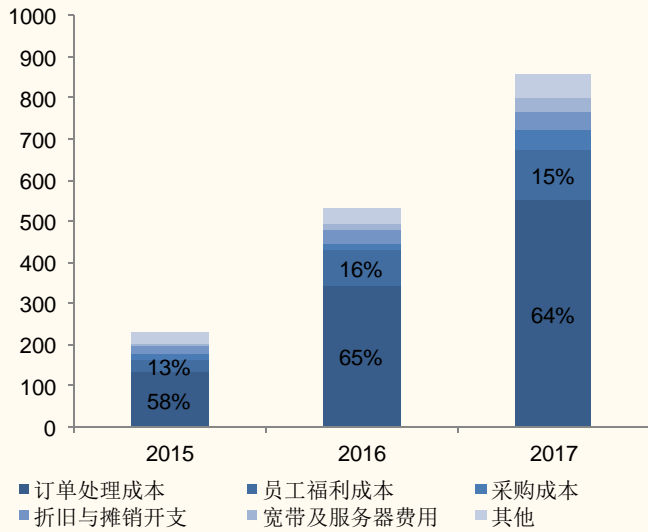
图表 29: 2015-2017 年同程毛利率及净利润 (亿元)



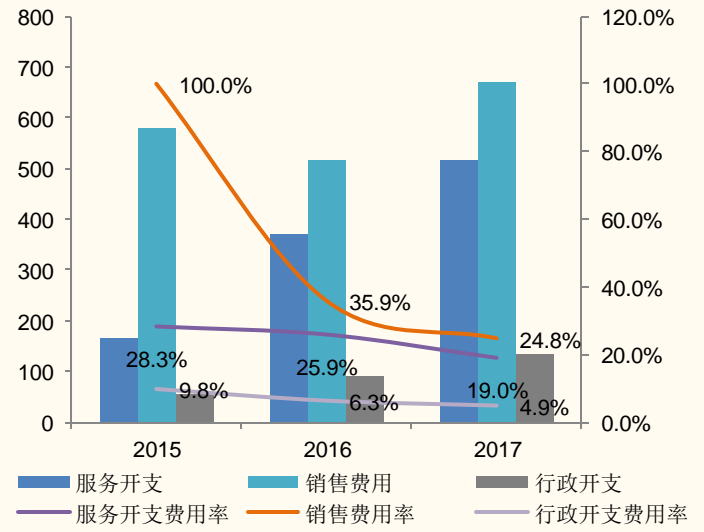
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



图表 30: 2015-2017 年同程营业成本情况 (百万元)



图表 31: 2015-2017 年公司相应费用情况 (百万元)

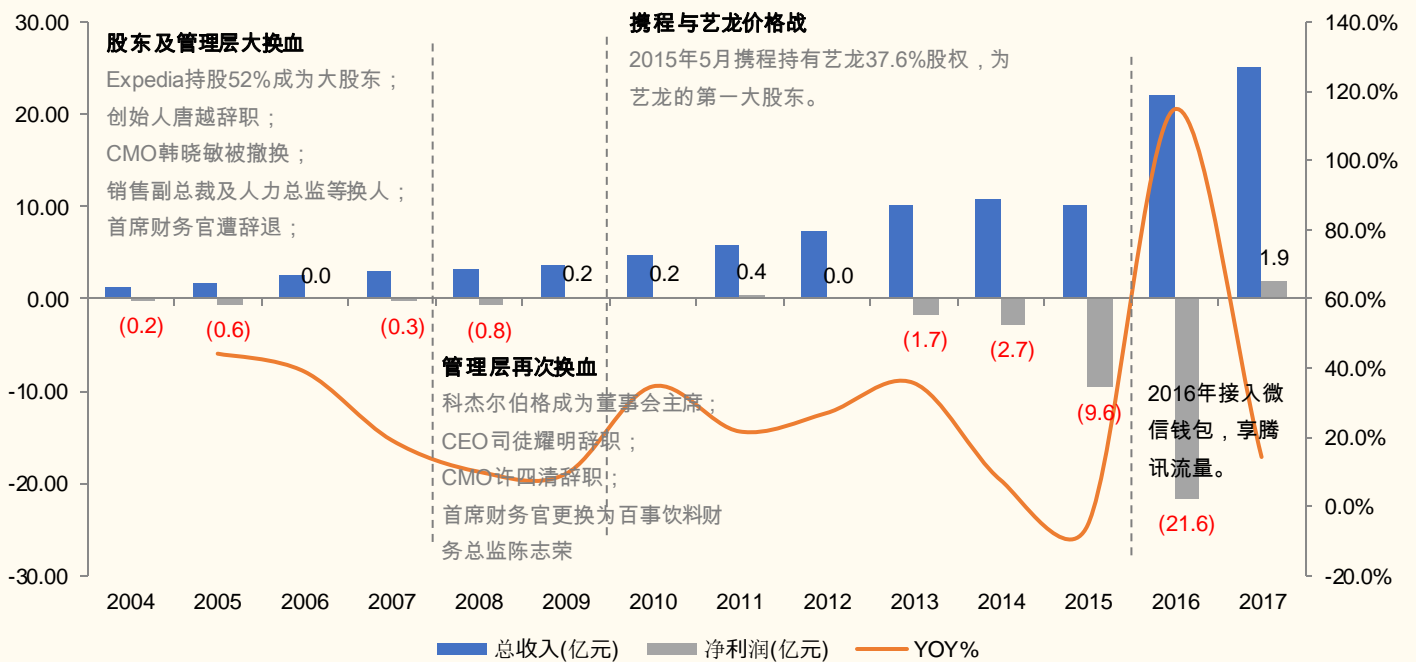


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

■ 艺龙专注于在线住宿领域, 在这场流量战争中相对被动: 纵观艺龙从 2004 年上市到 2015 年私有化退市的经营数据, 业务的单一性导致受到外部竞争环境影响很大。管理层的变化更是影响了艺龙的发展, 这一老牌的 OTA 企业在多次管理层大换血后呈现颓势。09 年实现正向盈利, 而 2010-2015 年携程与艺龙的价格战让其继续走上了亏损之路, 15 年携程持股 37.6% 成为其第一大股东。管理层变更对于业务指向的不正确性叠加携程的价格战削弱艺龙在酒店业务的优势, 新兴的 OTA 蚕食份额, 同时市场相对饱和的情况下其他企业寻求新的风口, 而艺龙的单一业务模式不变。2017 年艺龙利润转正, 实现了从 10 年以来的首次利润转正, 2016 年 6 月艺龙接入微信钱包内的酒店预订服务, 16 年收入增长 115%。16 年后艺龙专注于酒店预订, 同时嫁接于腾讯流量实现收入高增和利润的正向盈利 (2017 年净利润为 1.94 亿元)。

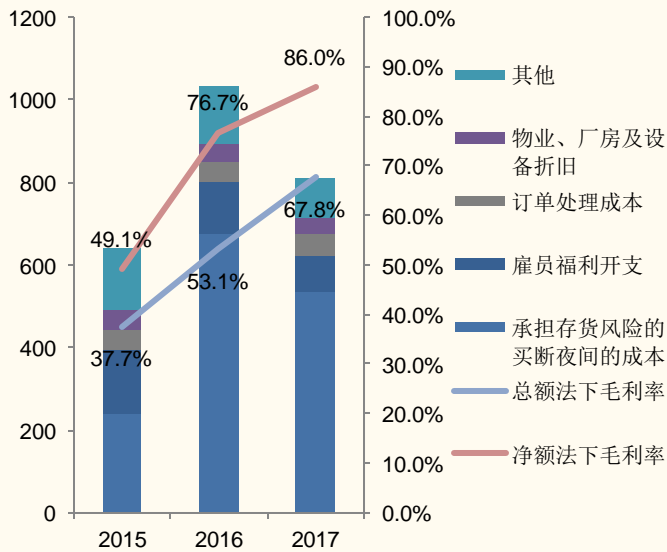
图表 32: 2004-2017 年从艺龙的收入及利润变化来看公司内部及外部环境的发展过程



来源: wind, 国金证券研究所

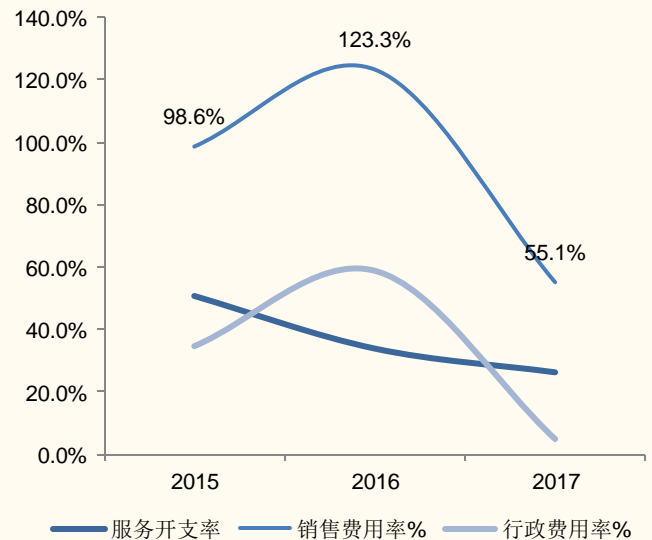
- **艺龙毛利率逐步提升，接入流量入口后成本及销售费用下滑明显：**艺龙的住宿业务收入占比 93.8%，毛利率从 2015 年 37.7% 提升到 2017 年的 67.8%。买断式的收入规模下降是一部分原因，艺龙的住宿业务中包含了两种口径核算，买断的部分以总额核算，仅提供服务的以净额法核算。17 年按照净额法核算的住宿收入为 18.29 亿元/+29%，以净额法调整下公司 15-17 年的毛利率分别为 49.1%/76.6%/86%，艺龙毛利率的提升主要是由于人工成本及业务相关成本（通信、差旅、租金及用户履行费等）的节约。从费用上来看 17 年费用率下滑明显，销售开支和行政开支的节约最为明显，在节流的背景下公司 2017 年实现净利润 1.94 亿元，净利率达到了 7%。整体来看艺龙的费用率水平相对于同程要高，17 年在同样接入微信钱包的情况下艺龙的推广费用率达到 55%，同程的推广费用率为 24.8%，过去的在线酒店龙头如今通过大规模的宣传推广来实现交易规模的提升。

图表 33：15-17 年艺龙营业成本及毛利率（百万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 34：2015-2017 年艺龙的费用率情况



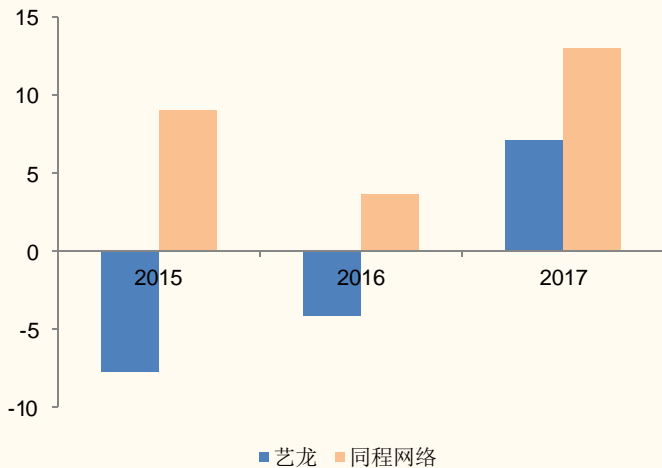
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：2016 年销售费用率较高是由于向公司一名股东发行优先股及补偿过往的推广费用；行政支出较高是由于私有化的一次性开支。

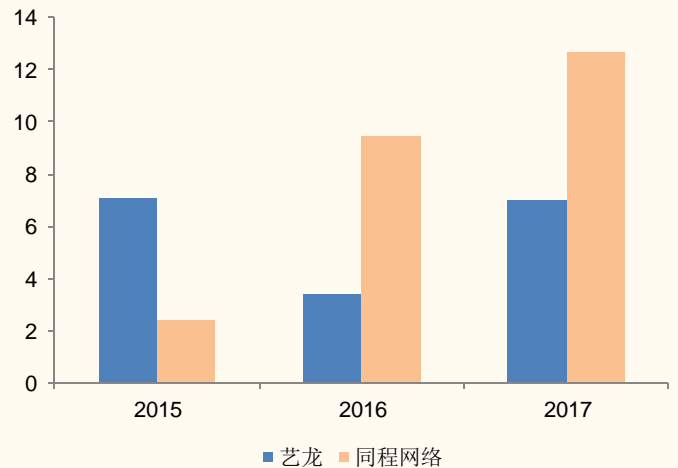
### 3.3 OTA 现金流较为优异，过去流量为王，未来的路该如何走？

- **虽然同程艺龙在过去的利润表现不佳，但现金流水平优异，在过去互联网红利释放的情况下流量争夺明显，资本输血为主要方式。随着线上流量进入增量时代后，将需要对存量用户进行再开发，挖掘客单价和复购率，加强用户粘性：**同程的经营活动的现金净流入从 2015-2017 年保持正向水平，17 年经营活动净流入 13 亿元，年末现金及其等价物约 12.7 亿元，现金流充足。艺龙在 17 年利润转正后经营活动净现金流约为 7.2 亿元，年末现金及其等价物为 7 亿水平。从现金流和净利润来看同程网络的经营能力较强，公司在线交通的市场份额相对较高，同程艺龙按照交易额的市占率达到 15.6%，位列 OTA 第三，在线交通板块 CR4 达到 95.5%。由于住宿业相对分散，在线住宿的 CR4 为 84.1%，同程艺龙以交易额占比 12.3% 位列第三。从 CR4 来看在线酒店和在线交通的市场格局稳定，互联网红利逐渐减弱，过去流量为王将过渡为以内容和价值争夺的时代。

图表 35：15-17 年同程网络及艺龙的经营现金流情况



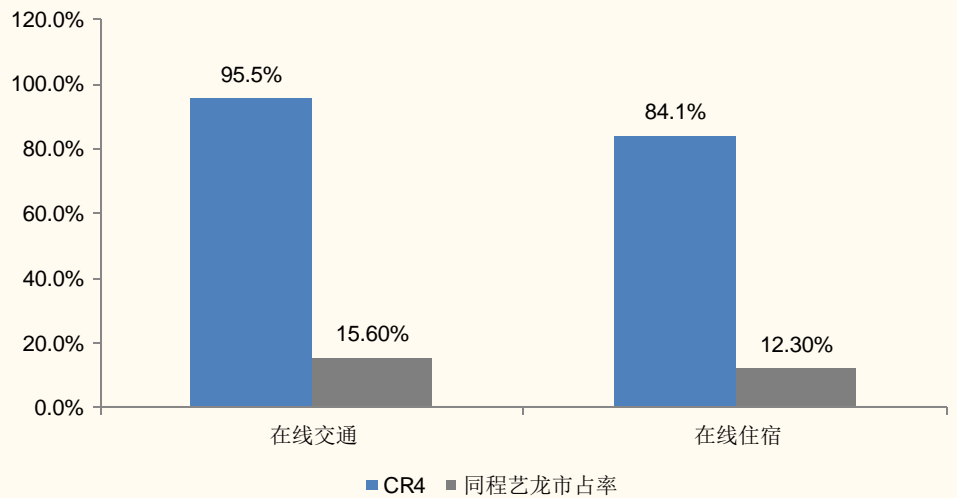
图表 36：2015-2017 年同程网络及艺龙的现金情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 37：2017 年在线交通及住宿的市场集中度情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 3.4 对同程艺龙未来盈利情况的判断和思考

- 同程艺龙虽以合并的形式登陆港股，但除了微信端口的合并外业务融合不够充分，未来仍将延续同程线上交通和艺龙线上住宿的形式来打造：同程和艺龙分别在 2014 年 4 月和 2016 年 6 月接入微信钱包成为交通及住宿的唯一运营商，从月活用户及付费用户的腾讯贡献率来看腾讯的高频化社交软件流量向相对低频的酒店交通转化，2018Q3 腾讯的 MAU 贡献率为 65%，付费用户的贡献率达到 94%，依托腾讯的流量平台能够带动同程艺龙的业绩高表现，同时也是腾讯的社交流量变现的途径之一。腾讯下属的微信及 QQ 的月活跃账户分别达到 10.825 亿及 8.026 亿，从基数上来看能够为同程艺龙的导流能力较强，但是社交为主的流量在生活服务类的导流和分化能力是存在垂直化难度的，未来同程艺龙在借助腾讯流量的同时需加大对于流量在交通住宿转化的引导，完成社交向生活服务的传导机制。

图表 38: 2015-2018Q3 同程艺龙的月活用户及付费用户的腾讯贡献情况

单位: 百万人次/亿元	2015	2016	2017	2018H	2018Q3
合计 MAU	88.7	99.5	121.2	160.4	206.3
付费用户	3.9	9.1	15.6	17.5	22.6
YOY%		133.3%	71.4%		
付费比例%	4%	9%	13%	11%	11%
腾讯平台的月活用户			79.6	123.6	168.1
腾讯月活贡献率			65.7%	77.1%	81.5%
腾讯平台的付费用户			14	16.2	21.2
腾讯付费贡献率			89.7%	92.6%	93.8%
付费比例%			17.6%	13.1%	12.6%
交通票务 GMV	225.54	505.25	800.13	472.31	
YOY%		124.0%	58.4%		
住宿预订 GMV	142.78	172.70	223.00	107.32	
YOY%		21.0%	29.1%		

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 对于同程艺龙的财务预测将延续同程及艺龙的拆分来进行, 同程以在线交通为主, 收入占比达到 91.2%, 艺龙以在线住宿为主, 收入占比达到 98%。
- 1) 同程: 其交通票务业务的变现率为 3.2%, 机票交易额占比低于 50%, 住宿预订变化率为 5.7%。同程交通票务收入 18-20E 预计能够达到 29.2/32.4/36 亿元, 住宿预订收入能够分别达到 1.22/1.4/1.53 亿元。对应同程总收入预计未来三年为 30.38/33.82/37.55 亿元, 增速为 12.2%/11.3%/11%, 毛利率接近 70%, 对应 18E-20E 的净利润为 6.9/7.5/8.5 亿元。预计未来同程三年 18-20E 的业绩增长 40%/8.4%/13.3%。

图表 39: 15-20E 同程线上业务的盈利预测情况 (单位: 百万人次/亿元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
MAU	65.4	79.7	98.3	142.5	178.2	196.0
YOY%		21.9%	23.3%	45%	25%	10%
平均付费用户	2.8	8	14	19.24	24.05	26.46
YOY%		185.7%	75.0%	37.4%	25.0%	10.0%
付费比例%	4.3%	10.0%	14.2%	13.5%	14%	14%
交通票务 GMV	188.25	480.69	779.78	857.75	926.38	1000.49
变现率	2.70%	3%	3.20%	3.40%	3.50%	3.60%
YOY%		3.7%	14.3%	10.00%	8.00%	8.00%
交通票务收入	5.10	13.48	24.68	29.2	32.4	36.0
YOY%		164.5%	83.1%	18.1%	11.2%	11.1%
交通票务收入占比	87.9%	94.0%	91.2%	96.0%	95.9%	95.9%
住宿预订 GMV	9.01	13.80	17.85	21.4	24.6	27.1
变现率	7.80%	6%	5.70%	5.70%	5.67%	5.65%
YOY%		53.1%	29.3%	20.00%	15.00%	10.00%
住宿预订收入	0.70	0.82	1.01	1.221	1.396	1.531
YOY%		17.3%	23.0%	20.4%	14.4%	9.6%
同程总收入	5.8	14.35	27.07	30.38	33.82	37.55
YOY%		147.4%	88.6%	12.2%	11.3%	11.0%
毛利	3.52	9.05	18.49	20.90	23.42	26.20
YOY%		157.0%	104.3%	13.1%	12.0%	11.9%
毛利率	60.7%	63.0%	68.3%	68.79%	69.24%	69.79%
净利润	-3.4	-0.9	4.9	6.886	7.468	8.462
YOY%		72.9%	639.5%	40.1%	8.4%	13.3%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所



- 2) 艺龙：在线住宿预订业务的变现率为 8.9%，2017 年买断式的住宿收入占比达到 23%，18 年上半年公司住宿预订业务模式调整，自采比例下降至 5% 左右；在线交通预订的变现率为 3%。艺龙在线酒店预订收入 18-20E 预计能够达到 21/22/23 亿元，交通预订收入能够分别达到 0.55/0.52/0.51 亿元。对应艺龙总收入预计未来三年为 23/24/25 亿元，增速为-11%/5%/5%。18 年收入增速的下滑主要由于公司的酒店自采比例下降，按照总额法核算下对于收入规模影响较大，但不影响毛利情况，毛利率达到 80%以上，对应 18E-20E 的净利润为 4.25/0.48/0.53 亿元。

图表 40：15-20E 艺龙线上业务的盈利预测情况（单位：百万人次/亿元）

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
MAU		19.8	22.9	29.8	34.2	37.7
	YOY%	-15.0%	15.7%	30%	15%	10%
平均付费用户		1.1	1.6	2.08	2.40	2.64
付费比例%		5.6%	7.0%	7.00%	7.00%	7.00%
	YOY%	0.0%	45.5%	30.2%	15.0%	10.0%
交通 GMV		24.57	20.36	18.3	17.4	16.9
	YOY%	-34.1%	-17.1%	-10%	-5%	-3%
变现率		3.50%	3%	3%	3%	3%
交通票务收入		0.867	0.613	0.55	0.52	0.51
	YOY%	-3.1%	-29.3%	-10.3%	-5.0%	-3.0%
住宿预订 GMV		158.91	205.16	225.67	241.47	255.96
	YOY%	18.8%	29.1%	10%	7%	6%
	变现率	8.90%	8.90%	8.80%	8.76%	8.75%
住宿预订收入		20.94	23.62	20.93	22.01	23.16
	YOY%	130.7%	12.8%	-11.4%	5.2%	5.3%
	住宿预订收入占比%	96.0%	97.5%	97.4%	97.7%	97.9%
艺龙总收入		22.04	25.19	22.53	23.69	24.94
	YOY%	114.8%	14.3%	-10.6%	5.1%	5.3%
毛利		11.72	17.07	18.67	20.05	21.39
	YOY%	203.6%	45.6%	9.4%	7.4%	6.7%
毛利率		53.2%	67.8%	82.9%	84.7%	85.7%
净利润		-21.6	1.94	4.25	0.48	0.53

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 3) 整体业务预测情况：2018 年 3 月同程艺龙开始合并，合并报表 18-20E 的营业收入预计为 47/58/63 亿元，净利润为 9.7/7.95/9 亿元，由于公司上市后存在优先股转为普通股、同程 2018 年 3 月合并以及上市的一系列费用导致 18 年-19 年的利润增速难以表现公司正式的财务情况。从收入角度来看增速维持在 10%左右，费用段受益于接入腾讯流量将保持费率稳定，还原来看同程艺龙业绩未来三年的增速将维持在 15%-25%。

#### 四、OTA 需要从过去的流量本质回归到商业本质

- 在互联网思维下，流量争夺更像是资本游戏：过去 OTA 的流量战争是基于工业化思维，单纯依赖流量来实现变现，酒店及机票由于商务出行频次较高，OTA 企业通过在线上用各种方式（以资本输血为主）来获取流量，企业需要考虑的就是流量获取成本和技术研发。而随着标品线上格局相对稳定后，流量难以获得新的突破，特别对于旅游这样一个低频活动而言。同时随着酒店及机票资源方对于会员体系和品牌塑造的重视后，OTA 企业作为中间商，在价格和提供附加服务上优势逐渐消失，航空公司全面进行提直取代，连锁酒店的会员体量庞大逐步摆脱 OTA。资本投入的代价越来越大，而收益不成比例。

图表 41：2008-2016 年同程旅游历史融资信息

时间	具体融资信息
2008 年 4 月 1 日	获元禾控股 3500 万元 A 轮融资
2012 年 5 月 1 日	获得腾讯数千万元 B 轮融资
2014 年 2 月 1 日	获得腾讯、元禾控股 5 亿 C 轮融资
2014 年 4 月 1 日	获携程 2 亿美元 D 轮融资
2015 年 7 月 3 日	获万达集团、腾讯、中信产业基金 60 亿 E 轮融资
2016 年 10 月 9 日	获万达集团、携程、腾讯 10 亿战略投资

来源：同花顺财经，国金证券研究所

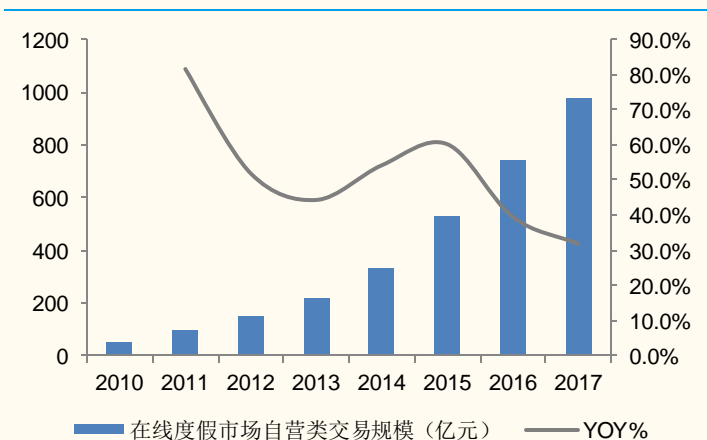
图表 42：2004-2015 年艺龙历史融资情况

时间	具体融资信息
2003 年 8 月 1 日	获 Tiger 老虎基金（中国）、蓝山中国资本 1500 万美元 A 轮融资
2004 年 12 月 1 日	获 Expedia 融资
2009 年 2 月 1 日	获人人公司 1850 万美元融资
2011 年 5 月 16 日	获腾讯 8400 万美元融资
2011 年 11 月 21 日	获 Expedia 7240 万美元融资
2015 年 5 月 22 日	获得携程 4 亿美元融资

来源：同花顺财经，国金证券研究所

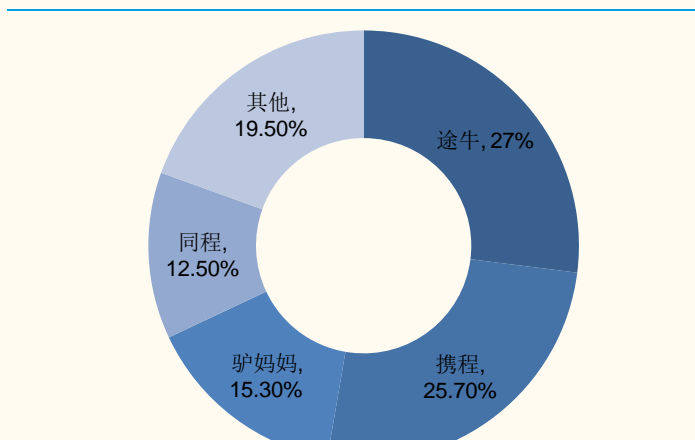
- 产业链延伸到在线度假领域，思维将回归到商业本质，补足线下的有形载体，提供有温度有内容的服务：截止 2017 年 12 月中国内地网民规模达到 7.72 亿人，普及率为 55.8%，其中手机网民规模为 7.53 亿人，拥有 5.33 亿网络购物用户。国民的消费活动线上化习惯已培养出来，OTA 向在线度假领域的发展也将是融合线上线下布局，轻重结合的过程。目前市场上提供度假产品的包括线下旅行社和 OTA 企业，线下旅行社通过异地开店模式进行扩张，OTA 同样也通过布局线下门店进行扩张。线下旅行社由于地域限制导流能力相对较弱，而线上 OTA 对于产品内容和服务的把握上相对空白。线上线下的融合将是现有线上流量的基础在结合线下的有形服务载体附加价值。

图表 43：2010-2020E 中国在线度假市场交易规模（自营类）



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 44：17 年在线旅游度假市场份额（按照交易规模，自营类）



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 未来在线度假领域将较长一段时间处于相对分散的格局，线上 OTA 和线下旅行社共存，但线上对线下的收购将越演越烈：旅游板块中度假领域已经呈现出充分竞争的格局，线上 OTA 布局线下旅行社，线下旅行社进行异地开店。同时定位商旅的 OTA 也纷纷布局在线度假领域，按照过去的思维来看拥有流量优势的 OTA 企业拥有较好的客群基础，能够在线上线下争夺战中获胜。但是在实际情况下尽管线上 OTA 发力布局线下旅行社，但是传统旅行社仍然有生存空间。首先度假市场量级较大，同时规模逐步提升，能够容纳线上线下企业共同发展；其次由于线上 OTA 进行线下旅行社布局，在风险控制的情况下将依赖于与线下旅行社的合作，同时 OTA 对于上游资源端的控制较为薄弱，需要线下旅行社提供。第三是一般 OTA 布局线下主要采取直营和加盟模式，直营模式下开店成本和管理成本将影响开店效益和扩张速度，加盟模式下对于分店的管控能力较低，难以保证服务质量。所以一段时间在线度假领域线下旅行社及线上 OTA 将以深度的竞合关系共存。

## 五、风险提示

- **过度依赖腾讯流量入口。**腾讯的微信及 QQ 端口为同程艺龙提供平均月活用户 7960 万，大约贡献了同程艺龙 17 年平均月活用户（1.21 亿）约 7 成水平。如社交软件发生用户习惯变化，入口流量将发生巨变。
- **航空公司、酒店集团通过自营服务平台到达终端客户的渠道愈发多样和高效，其直销业务的普及和价格的透明化，进一步压缩了同程艺龙们的生存空间。**在“标品”市场中，当获客成本相同时，中间商有可能会被供应商釜底抽薪。供应商加大技术投入后崛起，提高直销比例。酒店集团如锦江、首旅和华住以及各大航司都在加强直销力度。航司以南航为例，乘客简单注册即可加入名为“南航明珠俱乐部”的常旅客里程奖励计划，提供比网络购票的里程更优惠的权益，时有会员特价票活动，其退票政策也比购票网站更灵活；如今，南方航空在自营平台中也开始推出“机+酒”的旅游套餐服务，价格颇具竞争力。酒店集团以华住为例，会员体系完整，会员可享受客房升级、延迟退房、线上选房、早餐免费等服务。
- **在线旅游标品及度假市场受到途牛、携程、飞猪甚至美团的夹击。**目前 OTA 的市场从标品向度假、从线上到线下。平台主要依赖住宿和交通的在线化率，将受到大平台的流量挤压，同时度假领域的布局同样受到这几个大的 OTA 企业的夹攻。
- **同程艺龙合并产生大额商誉，需警惕商誉减值风险。**商誉由 2018 年 3 月完成的同程艺龙合并产生 37.92 亿元。



附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1844</b>	<b>8752</b>	<b>10141</b>	<b>11543</b>
现金及现金等价物	872	5990	7281	8706
交易用投资	236	1320	1320	1320
应收款项	539	776	821	781
其他应收款	196	665	719	735
存货	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>924</b>	<b>9355</b>	<b>9165</b>	<b>9017</b>
可供出售投资	63	60	60	60
联营和共同控制实体的投资	0	0	0	0
投资物业	0	0	0	0
固定资产	85	289	321	324
在建工程	357	494	464	434
土地使用权	0	16	16	16
无形资产	309	8157	7981	7862
<b>总资产</b>	<b>2768</b>	<b>18107</b>	<b>19306</b>	<b>20560</b>
<b>流动负债</b>	<b>1578</b>	<b>4659</b>	<b>4755</b>	<b>4764</b>
短期借款	20	20	20	20
应付款项	1115	2842	2807	2709
预收账款	-	-	-	-
其他	443	1797	1928	2036
<b>非流动负债</b>	<b>6522</b>	<b>901</b>	<b>548</b>	<b>436</b>
长期借款	172	162	162	162
其他	6350	738	385	274
<b>负债合计</b>	<b>8100</b>	<b>5560</b>	<b>5302</b>	<b>5200</b>
股本	0.99	7.19	7.19	7.19
储备	4784	20602	20511	20415
保留溢利	3581	1970	1175	276
非控制性股东权益	5	6	6	6
<b>总权益</b>	<b>-5332</b>	<b>12547</b>	<b>14004</b>	<b>15359</b>
<b>总负债和总权益</b>	<b>2768</b>	<b>18107</b>	<b>19306</b>	<b>20560</b>

综合现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除所得税前溢利	134	1142	935	1058
折旧和摊销	84	198	257	205
利息费用	10	-86	-182	-223
营运资本的变动	492	1471	313	417
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>720</b>	<b>2725</b>	<b>1323</b>	<b>1457</b>
资本性支出	525	1259	32	32
投资、贷款于联营和共同控制实体	-1067	-645	-64	-64
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-542</b>	<b>614</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>
借款变动	190	-10	0	0
发行股份	0	1798	0	0
支付的股利和利息	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>186</b>	<b>1789</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
现金净变动	364	5128	1291	1425
现金的期初余额	339	702	5840	7131
<b>现金的期末余额</b>	<b>702</b>	<b>5840</b>	<b>7131</b>	<b>8556</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

综合收益表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业额</b>	<b>2519</b>	<b>4658</b>	<b>5750</b>	<b>6249</b>
销售成本	812	1137	1404	1490
<b>毛利</b>	<b>1706.81</b>	<b>3521</b>	<b>4347</b>	<b>4759</b>
销售、一般性和行政开支	1714	3367	3596	3926
研究发展费用	-	-	-	-
其他营业收入	35	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>28</b>	<b>154</b>	<b>751</b>	<b>833</b>
折旧和摊销	21	198	257	205
<b>EBIT</b>	<b>49</b>	<b>353</b>	<b>1008</b>	<b>1038</b>
融资收入净额	10	-86	-182	-223
分占联营和共同控制实体溢利	-	-	-	-
<b>除所得税前溢利</b>	<b>134</b>	<b>1142</b>	<b>935</b>	<b>1058</b>
所得税开支	-60	171	140	159
<b>除所得税后溢利</b>	<b>194</b>	<b>970</b>	<b>795</b>	<b>899</b>
非控制性股东应占溢利	-1	0	0	0
股息	-	-	-	-
<b>母公司股东应占溢利</b>	<b>196</b>	<b>970</b>	<b>795</b>	<b>899</b>
<b>EPS</b>	<b>-</b>	<b>0.47</b>	<b>0.39</b>	<b>0.44</b>

主要财务比率

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长性</b>				
营业额增长率	14.2%	85.0%	23.4%	8.7%
EBIT 增长率	-	620.0%	185.8%	3.0%
净利润增长率	-	396.2%	-18.1%	13.1%
<b>盈利能力</b>				
EBIT/营业额	1.9%	7.6%	17.5%	16.6%
EBITDA/营业额	1.1%	3.3%	13.1%	13.3%
毛利率	67.8%	75.6%	75.6%	76.2%
净利率	7.8%	20.8%	13.8%	14.4%
ROE	5.4%	7.3%	5.4%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	292.6%	30.7%	27.5%	25.3%
流动比率	85.6%	53.2%	46.9%	41.3%
速动比率	85.6%	53.2%	46.9%	41.3%
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.99	0.45	0.31	0.31
应收帐款周转率	3.54	7.08	7.20	7.80
应付帐款周转率	0.80	0.57	0.50	0.54
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股资料</b>				
每股收益	-	0.47	0.39	0.44
每股经营现金流	-	1.33	0.64	0.71
每股净资产	-	6.11	6.81	7.47
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-	22.39	27.34	24.17
PB	-	1.73	1.55	1.41
EV/EBITDA	-	138.9	26.5	22.1

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH