

BDA 关于客路的尽职调查 研究

7/31/2017
BDA China
BDA Team

Contents

| | |
|---------------------------------|----|
| 报告摘要: | 3 |
| 1. 亚太自由行当地旅游观光市场规模..... | 4 |
| 2. 客路标准旅游产品市场规模及利润预测: | 8 |
| 3. 客路其他产品规模及利润预测: | 14 |
| 4. 公司整体估值分析: | 18 |
| 附录 1 – 亚洲境内人群休闲旅游和自由行出境人次 | 19 |
| 附录 2 – 客路管理层背景及评价 | 20 |

报告摘要:

目前客路的核心优势体现在对于当地标准旅游产品的开发以及用户的培育等先发优势上；其在非标准旅游产品的供应链 **BD** 实力仍相对较弱，用户接受度低，尚不成气候；未来随着用户规模积累，有望进入酒店和餐饮领域；但其他业务的演化均依赖于其在标品积累的用户规模。

针对标准的当地旅游产品市场，如主题公园等，客路已经在香港、台湾、新加坡等区域市场通过先发优势及流量红利积累了一定规模的用户群，其在东南亚不存在明显竞争，未来随着廉价航空以及亚太中产阶级的兴起，其整体市场规模有望达到 **USD 562 MN (17x of 2016)**；海外市场目前处于流量竞争早期阶段，具备一定流量红利，但其获客成本的增长趋势也跟国内 **OTA** 早期一致，处于高速上涨阶段，根据 **BDA** 的测算，单纯标准旅游产品难以获利，因此客路若图求发展，必须进入利润更高的非标、酒店等。

针对非标、酒店以及餐饮等业务，其供应链更为复杂，用户习惯尚需积累培养；客路现有团队能力相对薄弱，如要发展需要能进一步突破。根据现有基本假设情形，**BDA** 认为客路目前合理估值应在 **USD 229 MN**；但倘若能革新突破瓶颈，**BDA** 认为其估值能上升到 **USD 465 MN**。但单就公司目前团队的以往表现，**BDA** 认为客路想要非标产品，酒店及餐饮的供应链方面突破瓶颈会比较有挑战。

1. 亚太自由行当地旅游观光市场规模：

- **出境人次：**受益于廉价航空以及中产阶级的兴起，亚洲境内出境旅游¹人次的井喷带动了整体区域内旅游市场的高速发展。**2016**年中国大陆和亚洲其他国家地区²在亚洲境内出境休闲旅游的人次总计突破**1.05**亿，其中自由行占整体出境旅游人次的**70%**；就目的地而言，日本和泰国是亚洲境内最受欢迎的目的地，入境人次在**2016**年分别达到**1,800**万和**1,403**万。根据**BDA**的预测，继续受益于地区内廉价航空的航运扩张及东南亚地区中产阶级的兴起，亚洲非中国地区的亚洲境内旅游出行人次在**2023**年将达到**1.86**亿人次，自由行出境人次将达到**1.39**亿人次，**2017-2023**年的复合增长率分别为**9%**和**10%**；到**2023**年，自由行人群中来自发达国家日本、韩国的贡献是**1,917**万人次，复合增长率为**8%**；来自于汉文化香港、台湾及新加坡的人次是**2,258**万，复合增长率为**9%**；来自东南亚其他五国的人次是**3,020**万人次，复合增长率为**14%**。
 - **休闲旅游人次：**2016年中国大陆和亚洲其他国家及地区在亚洲境内出境休闲旅游的人次分别达到**5,315**和**5,161**万人次，2011-2016年的复合增长率分别为**17%**和**11%**。随着东南亚等国中产阶级的兴起和廉价航空行业的扩张，预计**2017-2023**年亚洲境内出境游的人次保持**9%**的年复合增长率，在**2023**年达到**1.86**亿人次，其中来自中国和非中国地区的人次分别为**9,108**万和**9,486**万，分别维持**8%**和**9%**的年复合增长率。
 - **自由行：**2016年亚洲境内出境旅游自由行的人次达到**7,334**万，约为整体出境旅游人次的**70%**，2011-2016年的复合增长率为**15%**。其中，2016年中国游客出境旅游自由行的人次为**3,829**万，5年间的复合增长率为**17%**；来自亚洲非中国地区的自由行人次为**3,506**万，5年间的符合增长率为**14%**，自由行比例从2010年的**57%**提升到2016年的**68%**。预计**2017-2023**年亚洲境内出境游自由行的人次保持**10%**的增长率，在**2023**年达到**1.39**亿人次，占总体出境旅游人次的比例上升到**75%**。
 - **旅行目的地：**从亚洲境内自由行目的地的分布来看，2016年香港是中国大陆自由行游客的主要目的地，占比达到**65%**，其次分别是泰国、韩国和日本，占比依次为**10%**、**10%**和**4%**；日韩的自由行游客出境游的主要目的地是日本、韩国和泰国，占比分别是**29%**、**13%**和**13%**；港台新的自由行游客最青睐马来西亚、日本和泰国，占比依次为**27%**、**22%**和**12%**（新加坡每年前往马来西亚有近**1300**万人次）；东南亚五国自由行游客在出境时前往最多的分别是泰国、马来西亚和新加坡，占比依次为**24%**、**20%**和**15%**。总体来看，日本和泰国是亚洲境内自由行的热门目的地。

¹ 亚洲境内出境旅行：统计了中国大陆、日本、韩国、香港、台湾、新加坡、泰国、菲律宾、越南、印尼、马来西亚这11个国家和地区彼此之间相互的旅游人次；但这里不包括其余10个国家地区千万中国大陆的人次，因其非客路的主要的目的地市场。

² 亚洲非中国地区：日本、韩国、香港、台湾、新加坡、泰国、菲律宾、越南、印尼、马来西亚。

亚洲境内自由行目的地分布, 2016

| 目的地国家 | 单位 | 中国大陆 | 日韩 | 港台新 | 东南亚 |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 日本 | [%] | 4% | 29% | 22% | 10% |
| 韩国 | [%] | 10% | 13% | 9% | 7% |
| 香港 | [%] | 65% | 12% | 8% | 11% |
| 台湾 | [%] | 3% | 7% | 5% | 2% |
| 新加坡 | [%] | 2% | 4% | 3% | 15% |
| 泰国 | [%] | 10% | 13% | 12% | 24% |
| 马来西亚 | [%] | 2% | 3% | 27% | 20% |
| 印度尼西亚 | [%] | 1% | 3% | 7% | 7% |
| 菲律宾 | [%] | 1% | 7% | 2% | 1% |
| 越南 | [%] | 3% | 8% | 3% | 3% |
| 总人次 | [百万人次] | 38.29 | 10.90 | 12.17 | 11.99 |

来源: 各国家旅游局、BDA 分析

- 自由行出境消费: 亚洲境内出境旅游的人均花费整体保持平稳而略有增长, 主要原因是亚洲整体游客消费能力的增长, 与廉价航空带动更多消费实力较弱的游客出境, 这两个因素此消彼长, 相互平衡; 港台新自由行游客的人均花费最高, 其次是中国大陆和日韩游客, 东南亚游客的人均花费较低; 其中中国游客在购物方面的人均花费远高于其他亚洲国家, 日韩游客购物花费的比例则最低, 其他游客的花费主要集中在长途交通和购物方面。2016 年亚洲境内出境旅游自由行游客在旅游观光产品方面的总体花费达到 USD 7,632 MN, 其中 38% 的消费来自于中国游客; 标准产品占比为 54%, 高于非标准产品的占比 46%, 绝对规模分别达到 USD 4,256 MN 和 USD 3,376 MN。旅游产品的线上市场规模与出行国家的电子商务渗透率和信用卡渗透率有关, 标准产品的线上渗透率略高于非标产品, 2016 年标准产品的线上规模达到 USD 376 MN, 非标产品为 USD 123 MN, 其中东南亚国家的线上渗透率远低于亚洲其他国家。

 - 人均花费: 2016 年, 中国自由行游客的人均花费为 USD 1,468, 中国游客在购物方面消费的绝对金额和占比都远高于亚洲其他国家, 达到 USD 727, 占比为 50%; 日韩自由行游客的人均花费为 USD 1,431, 其中在长途交通方面的花费最高, 达到 USD 525, 占比为 37%, 这是由于日韩游客较少使用廉价航空导致的, 日韩游客在购物方面的消费远低于亚洲其他国家, 为 USD 221, 仅占 15%; 港台新自由行游客的人均花费最高, 达到 USD 1,548, 其中花费最多的是长途交通和购物, 分别为 USD 412 和 USD 355, 占 27% 和 23%; 东南亚国家自由行游客的人均花费最低, 为 USD 1,392, 其中花费较多的是长途交通和购物, 分别占 24% 和 21%。

亚洲境内自由行花费项目分布, 2016

| 出行国家 | 单位 | 中国大陆 | 日韩 | 港台新 | 东南亚 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 人均出行花销 | [USD] | 1,468 | 1,431 | 1,548 | 1,392 |
| 长途交通 | [USD] | 211 | 525 | 412 | 332 |
| 酒店住宿 | [USD] | 171 | 229 | 261 | 203 |
| 食品饮料 | [USD] | 156 | 164 | 190 | 175 |
| 购物 | [USD] | 727 | 221 | 355 | 290 |

亚洲境内自由行花费项目分布, 2016

| 出行国家 | 单位 | 中国大陆 | 日韩 | 港台新 | 东南亚 |
|---------------------|-------|-----------|------------|------------|------------|
| 观光与本地活动 | [USD] | 75 | 117 | 125 | 163 |
| 目的地交通 | [USD] | 64 | 79 | 110 | 98 |
| 其他 | [USD] | 65 | 96 | 95 | 130 |
| Wallet Share | [%] | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 长途交通 | [%] | 14% | 37% | 27% | 24% |
| 酒店住宿 | [%] | 12% | 16% | 17% | 15% |
| 食品饮料 | [%] | 11% | 11% | 12% | 13% |
| 购物 | [%] | 50% | 15% | 23% | 21% |
| 观光与本地活动 | [%] | 5% | 8% | 8% | 12% |
| 目的地交通 | [%] | 4% | 6% | 7% | 7% |
| 其他 | [%] | 4% | 7% | 6% | 9% |

来源: 各国家旅游局、BDA 分析

- **当地旅游观光总体消费:**

- 总体花费:** 2016 年亚洲境内出境旅游自由行的总体花费达到 USD 107,322 MN, 其中来自中国的游客花费为 USD 56,193 MN, 非中国游客的花费为 USD 51,129 MN。预计 2017-2023 年中国游客的花费将保持 12% 的年复合增长率, 略低于非中国地区 13% 的年复合增长率。到 2023 年亚洲境内出境旅游自由行的总体花费规模将达到 USD 248,854 MN, 其中来自中国和非中国的花费分别为 USD 127,701 MN 和 USD 121,153 MN。
- 标准产品和非标准产品:** 2016 年中国自由行游客在亚洲境内旅游观光产品的消费达到 USD 2,879 MN, 其次是东南亚、港台新和日韩自由行旅客, 花费分别为 USD 1,954 MN, USD 1,523 MN 和 USD 1,277 MN, 其中标准产品的花费基本都在 50% 以上, 高于非标准产品的占比。

亚洲境内自由行旅游观光产品的消费规模, 2016

| 出行国家 | 单位 | 中国大陆 | 日韩 | 港台新 | 东南亚 | 合计 |
|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | [USD MN] | 2,879 | 1,277 | 1,523 | 1,954 | 7,632 |
| 标准产品 | [USD MN] | 1,699 | 647 | 859 | 1,051 | 4,256 |
| 占比 | [%] | 59% | 51% | 56% | 54% | 56% |
| 非标准产品 | [USD MN] | 1,180 | 630 | 664 | 903 | 3,376 |
| 占比 | [%] | 41% | 49% | 44% | 46% | 44% |

来源: 各国家旅游局、BDA 分析

- 线上市场规模:** 标准和标准的旅游观光产品线上的市场规模可以通过整体消费规模乘以标品和非标品线上的渗透率得到, 其中线上渗透率可以参考各地区的电子商务渗透率和信用卡渗透率。根据 BDA 的计算, 2016 年中国自由行游客在亚洲境内线上旅游观光产品的消费达到 USD 274 MN, 其中标准产品为 USD 221 MN, 非标品为 USD 53 MN, 线上渗透率分别为 13.0% 和 4.5%; 日韩自由行游客在线上标品和非标品的花费分别为 USD 61 MN 和 USD 28 MN; 港台新自由行的游客在线上标品和非标品的花费分别为 USD 93 MN 和 USD 29 MN;

由于电子商务和信用卡的渗透率较低，东南亚五国在线上旅游观光产品的消费较少，仅为 USD 14 MN。

亚洲境内自由行旅游观光产品线上的消费规模，2016（单位 USD MN）

| 出行国家 | 中国 | 日本 | 韩国 | 香港 | 台湾 | 新加坡 | 泰国 | 马来西亚 | 印尼 | 菲律宾 | 越南 |
|----------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 线上市场规模 | 274 | 29 | 60 | 35 | 51 | 35 | 1 | 4 | 0 | 9 | 0 |
| 标准产品 | 221 | 18 | 43 | 30 | 39 | 24 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 标品线上渗透率 | 13% | 7% | 11% | 15% | 10% | 9% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 非标准产品 | 53 | 11 | 18 | 5 | 12 | 11 | 0 | 4 | 0 | 9 | 0 |
| 非标线上渗透率 | 5% | 4% | 5% | 3% | 5% | 4% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% |
| 总体线上渗透率 | 10% | 5% | 8% | 10% | 8% | 7% | 0% | 0% | 0% | 4% | 0% |
| 电子商务渗透率 | 24% | 7% | 9% | 3% | 15% | 4% | 2% | 1% | 3% | 2% | 4% |
| 信用卡渗透率 | 14% | 40% | 54% | 59% | N/A | 31% | 4% | 17% | 1% | 2% | 1% |

来源：Euromonitor、Statista、BDA 分析

2. 客路标准旅游产品市场规模及利润预测：

- 研究方法：标准产品作为客路的主要流量及收入来源，带动非标、酒店和餐饮等其他业务的发展。**主题公园、旅游景点门票等属于标准产品，其供应商相对集中，供应链并不复杂，客路容易做到集中采购，同时该类活动也属于明星产品，其 IP 价值更容易吸引消费者；而对于非标当地一日游、体验类活动，供应商及消费者的需求都非常长尾，客路难以直采和作出爆款，更多的是通过标品的流量转化和交叉销售。客路本身在早期成立时候曾经尝试过以非标产品作为入口（尼泊尔体验类活动），但效果不佳，后期转向以主题公园及当地机场快线为主的标准产品。类似，随着标准产品的用户积累到一定规模，客路也可能通过交叉销售进入到住宿以及当地饮食领域。因此，我们将客路业务分成了标准当地旅游产品、非标准当地旅游产品、GDS 销售、酒店预订、餐饮券五类；以标准当地旅游产品为核心，分析其市场规模、流量以及对于其他领域的交叉销售情况。就成本而言，标品业务承担了绝大部分市场及人员相关费用；而针对酒店及餐饮等新兴业务会有额外的成本支出，这部分将在下一章节分析。



- 市场规模预测：整体而言，日韩市场相对难以进入；港台新市场未来仍作为客路的优势区域，贡献最大收入；而东南亚市场处于缺少竞争的早期萌芽阶段，客路具备潜力；**据预测，对于标准产品，客路到 **2023 年**整体销售规模达到 **USD 562 MN**，**2017-2023 年**的复合增长率达到 **33%**，线上市场份额从 **22%**达到 **43%**；就地区而言，台湾作为最大的来源贡献了近 **45%**的收入，依次是马来西亚 **12%**、香港 **11%**和新加坡 **8%**
 - 各市场规模及进入情况：**就亚洲区域而言，客路以香港为核心，扩张到周边文化相近的台湾、新加坡等区域；同时再向韩国、东南亚等地区进行布局；根据公司披露及 BDA 的测算，就目前标品市场而言，客路目前香港、台湾、新加坡地区的线上景点旅游市场份额分别在 **28%**、**24%**和 **27%**；韩国 **16 年**末才进入，目前市场份额在 **~1%**，日本尚未进入；东南亚其他区域份额也相对忽略不计
 - 市场竞争分析：BDA 将客路的市场分成三个维度；1.日本和韩国：**日本当地传统旅行社和韩国线上资源丰富，面临本土竞争及当地相对排外的氛围，客路难以切入，我们预期其能获取当地市场 **~10%**的份额；**2. 香港、台湾、新加坡：**香港本土没有其他成规模线上竞争对手，传统旅行社线上运营较差；台湾客路面临 **KKDay** 的直接竞争，其具备供应链优势，但在移动端转化步伐明显落后于客路；新加坡当地竞对

BeMyGuest 已经转向 **2B** 生意，当地也不存在明显竞争；同时，因为都处于华语圈的文化，发展水平以及人群往来紧密，客路相对容易把其在香港模式快速向台湾和新加坡输出及复制，我们乐观预计其最终在香港、台湾和新加坡的市场份额分别能达到 **80%、50%和 70%**；**3. 东南亚**：东南亚目前处于互联网及 **OTA** 早期阶段，除印尼有较大的 **Traveloka** 以外，当地单一国家市场规模较小，不存在规模线上玩家，我们认为客路在该市场有一定的成功可能性；除印尼外地区认为其市场份额能达到 **80%**，印尼达到 **40%**。以 **TripAdvisor, Expedia** 等国际玩家主要以欧美游客向当地入境旅游为主，当地获客不作为主要方向，因此和客路间不存在明显直面竞争

1. 日本、韩国市场：日本人比较喜欢在线下购买旅游产品，日本主要旅行社，如 **JTB、HIS** 等，在线下铺设了广泛的渠道，深耕于日本市场，有很高的国民接受度，他们同时也有线上的网站，因此日本线上习惯较弱，同时国民对于本国旅行社已经习惯，客路难以切入。韩国主要是韩国当地大旅行社的网站 **Hanatour**（门票业务主要是他的子公司 **Webtour**）、**Modetour、TourBaska**，以及电商网站 **Interpark**，因此在韩国竞争已经相对激烈，作为新进入者客路不具备优势，我们预期客路在日韩能获取~10%的市场份额。
 2. 香港、台湾、新加坡市场：客路在香港有先发优势，竞对主要是当地旅行社的线上网站，如 **永安旅游（携程子公司）、星辰旅游、新华旅游、纵游网**等，旅行社在网页 **UI** 设计较为粗糙，依旧秉持传统化思维，一般会把门票打包成 **Package Tour**，与客路打法不同，对客路不构成威胁。台湾同类竞争对手是 **KKDay**，团队背靠台湾最大的旅游网站 **易游网**，以及 **易飞网、灿星旅游网**等线上 **OTA**；**KKDay** 在台湾和日本旅游资源丰厚，价格略低于客路，但其移动端发力很晚，暂时没有 **APP**。新加坡本地竞争对手不多，曾经的 **BeMyGuest** 已经转型成 **B2B**，当地竞争不激烈。作为客路的主战场，我们认为其在香港的优势比较容易复制到相同文化和社会背景的台湾以及新加坡，再考虑到台湾市场的竞争，我们乐观预计其最终在香港、台湾和新加坡的市场份额分别能达到 **80%、50%和 70%**
 3. 东南亚市场：除印尼外，东南亚主要的竞争对手是当地的旅行社，没有强大的线上竞争者，因此目前客路进入的话具备一定先发优势。印尼的 **OTA Traveloka** 主营机票酒店，但也切入了票务市场，同时也提供东南亚各国家语言版本，也正大力发展印尼以外的东南亚市场。考虑到竞争，我们预计除印尼外地区其市场份额能达到 **80%**，印尼达到 **40%**
 4. 国际竞对在目标区域发展状况：携程、同程、驴妈妈等中国主要 **OTA** 没有大力在东南亚做推广。海玩、我趣网和出国去等创业公司在国内做门票业务，只有海玩网有出海计划，但是由于本地化做的不好，最终现金流断裂，已经与其他公司合并。国际竞争对手，如 **TripAdvisor**（他的子公司 **Viator** 主要在做门票），**Expedia** 和 **GetYourGuide**，70%以上的用户来自欧美，东南亚市场不是他们的主营战场，所以都没有投入过多资源，对客路不构成太大威胁
- **收入规模**：据预测，对于标准产品，客路到 **2023** 年整体销售规模达到 **USD 562 MN**，**2017-2023** 年的复合增长率达到 **33%**，线上市场份额从 **22%到 43%**；就地区而言，台湾作为最大的贡献来源贡献了近 **43%**的收入，依次是马来西亚 **12%**、香港 **11%**和新加坡 **8%**

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/408131007053006027>