



OTA 优势增强， 边际改善趋势确定

—— OTA 专题报告

社会服务行业首席分析师：顾熹闽



OTA 优势增强，边际改善趋势确定

—— OTA 专题报告

2024 年 09 月 04 日

核心观点

- **1H24 出行需求增长稳健，OTA 平台渗透率持续提升。** 受益于 1H24 出行需求增长，以及疫情以来居民旅游预订习惯向线上迁移，OTA 龙头携程、同程上半年均交出亮眼成绩。尤其是出境游业务，在国际航班供应恢复和中国出境游旅客自由行占比提升的背景下实现快速增长，部分抵消了国内市场量增价跌对业务带来的影响，并推动龙头平台用户人均消费实现增长。
- **OTA 龙头 Q2 业绩反映哪些趋势？** 1) 净利率：各平台与 19 年之间的差异，主要反映各平台之间在产品结构上的不同差异，尤其是国际业务（含出境游）占比不同带来的影响，其中携程 Non-GAAP 净利率自疫后均超过 2019 年水平；而同程受发力国际机票业务影响，净利率仍落后于 19 年同期；2) 盈利能力均处优化趋势，尤其是在当前消费弱复苏背景下，拥有流量优势的 OTA 在产业链利润分配中处于主导地位，我们认为这一趋势在未来数季仍将延续。
- **2H24 展望：Q3 出行数据好于预期，Q4 有望迎接边际改善。** 今年暑运交通需求表现强劲，铁路、民航客运量均好于先前预期，且国际出行同比维持较快增长，因此我们预计 OTA 平台 Q3 收入增速仍将在高基数上保持相当韧性。展望 Q4，我们预计在去年低基数背景下，国庆出游人次增幅有望得到可观提升，出境游市场在航班稳步恢复下需求预计将持续释放，预计 OTA 平台收入增速环比 Q3 将进一步提速。
- **投资建议：** 我们看好 OTA 龙头在 Q3 维持较快收入增速，而 Q4 的收入增速则有望环比 Q3 提速。净利率方面，考虑当前 OTA 平台竞争格局改善、费用投放效率优化，以及国际业务占比提速，未来行业净利率提升趋势亦较为确定。中期维度看，我们认为携程、同程海外业务均处于发力阶段，未来仍有成长空间，叠加海外降息概率逐步提升，我们认为当前国内 OTA 平台龙头估值仍有向国际龙头靠拢趋势，推荐携程集团-S、同程旅行。
- **风险提示：** 宏观经济下行的风险；极端天气和不可抗力的风险，国际航班恢复不及预期的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	经调 EPS			经调 PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9961.HK	携程集团-S	19.11	25.84	28.16	18.28	14.18	13.01	推荐
0780.HK	同程旅行	0.95	1.14	1.49	20.93	16.38	11.93	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

社会服务行业

推荐 维持

分析师

顾熹闽

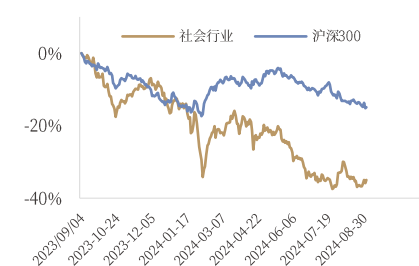
☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

相对沪深 300 表现图

2024-09-04



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】中企出海系列：中资 OTA 平台国际化起航，逐鹿东南亚

目录

Catalog

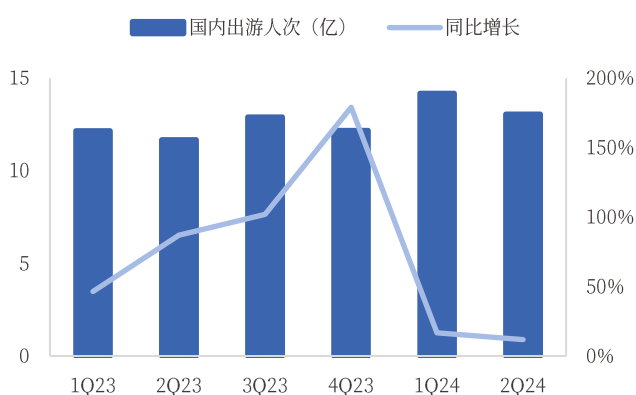
一、 1H24 出行需求增长稳健，OTA 渗透率提升	4
(一) 整体出行需求延续增长，出境需求加速复苏	4
(二) OTA 渗透率预计保持提升	5
(三) 受益于国际业务增长+用户粘性提升，OTA 平台用户消费力企稳	6
二、 国际业务+盈利能力优化是未来核心跟踪变量	9
(一) 分化：国际业务占比不同，推动携程、同程盈利表现分化	9
(二) 共性：盈利能力优化的趋势明显	10
三、 投资建议：下半年基本面环比有望提速	12
四、 风险提示	15

一、1H24 出行需求增长稳健，OTA 渗透率提升

(一) 整体出行需求延续增长，出境需求加速复苏

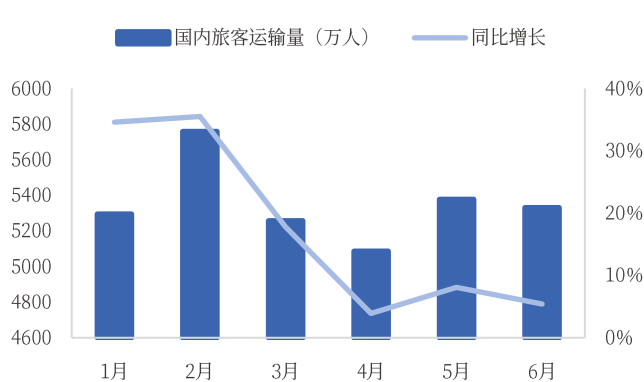
1H24 居民出行需求延续，民航运输量稳步增长。据文旅部数据，1H24 国内旅游出行人次为 27.3 亿人次，同比+14.2%，恢复至 2019 年的 88.5%；1Q24 出行人数为 14.2 亿人次，同比+16.7%；2Q24 出行人数为 13.06 亿人次，受二季度高基数影响同比增速较一季度虽有所下滑，但仍保持在 11.8%，表明居民出行意愿仍在延续。交通数据统计方面，1Q24 全行业完成运输量近 1.8 亿人次，同比+37.7%。较 2019 年+10.2%，创下了历年一季度运输量新高，2Q24 运输总量达 1.58 亿人次，同比+6.0%，较 2019 年同期+10.6%。由此可见，居民出行需求后完在疫后完全恢复后仍展现出较强的增长动能。

图1: 1Q23-2Q24 居民出游情况和同比增速



资料来源: 文旅部, 中国银河证券研究院

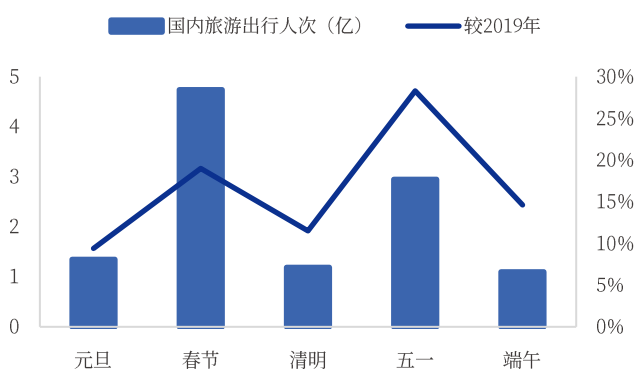
图2: 1H24 国内客运情况



资料来源: 交通部, 中国银河证券研究院

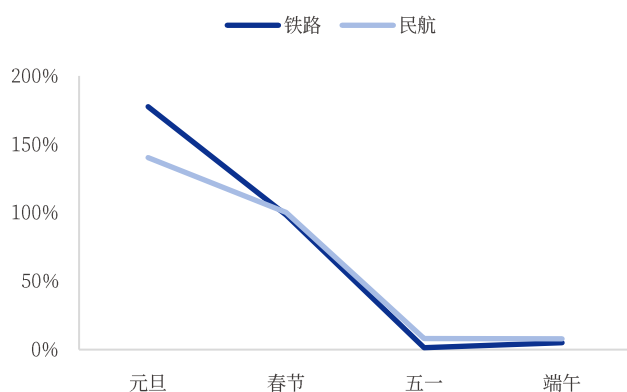
1H24 重点节假日出行仍呈现火热态度，高基数影响下五一、端午仍保持良好增长态势。据文旅部数据，各重点假期的出行人数均实现了显著的增长，元旦/春节/五一/端午出行人数分别同比+155.3%/34.3%/7.6%/6.3%，且较 2019 年同期有不同程度的提升。此外，民航和铁路的客运量也在各大节假日区间保持了良好的增长态势，进一步证明了居民假期出行需求的旺盛。尽管五一和端午假期受高基数影响增速有所放缓，但整体增长依然强劲。

图3: 1H24 重点节日出行人次和较 2019 年增速



资料来源: 文旅部, 中国银河证券研究院

图4: 1H24 重点节日铁路/民航客运量同比增长趋势

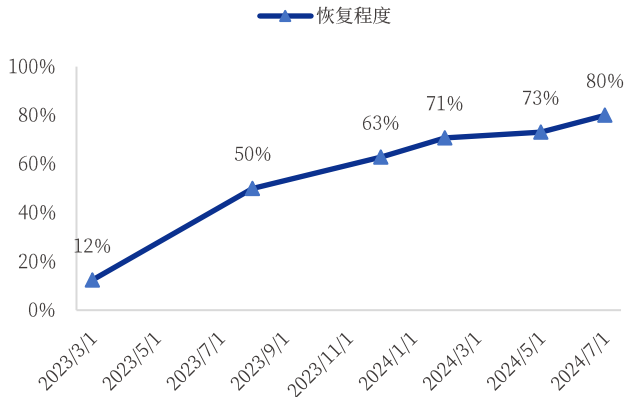


资料来源: 交通部, 中国银河证券研究院

国际航班恢复至疫情前八成左右，需求恢复速率好于供给。民航局最新数据显示，截至 7 月 7 日当周，中外航司共执行国际客运航班 6045 班，已恢复至 2019 年近八成，恢复速率超越年初

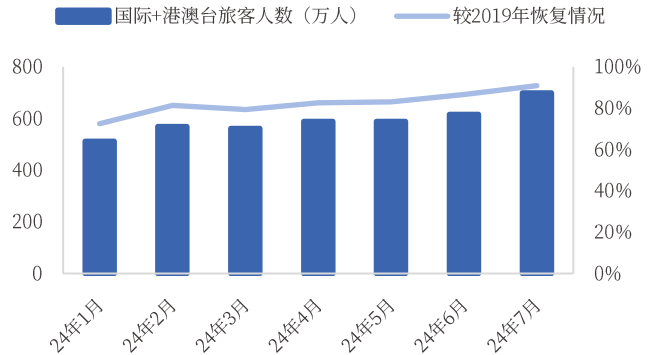
预期。同期，截至 2024 年 6 月底，国际+港澳台航空旅客运输量达 616 万人，同比+186.0%，恢复至 2019 年的 87%。由此可见，国际航班数量虽未完全恢复至疫情前，但实际旅游需求已显著回升，在国际航班继续增多的基础上居民出境游需求仍有释放空间。

图5：国际航班数量较 2019 年恢复情况



资料来源：民航局，中国银河证券研究院

图6：国际+港澳台旅客运输量较 2019 年恢复情况

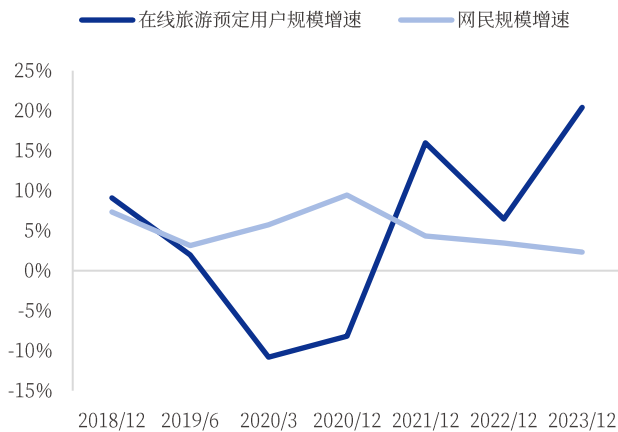


资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

(二) OTA 渗透率预计保持提升

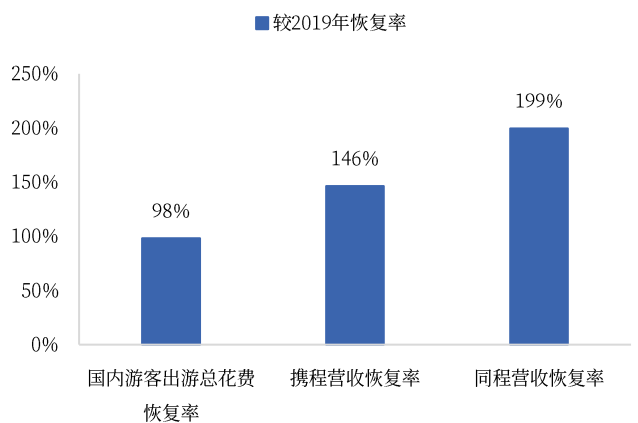
OTA 用户增速和业务恢复情况远超市场水平，渗透率持续提升。自 2021 年起我国在线旅游预定规模用户增速持续领先全国网民规模增速，截至 2023 年，在线旅游用户和网民规模增速分别为 20%/2%，表明在线旅游用户规模在网民中渗透率不断提升。同时，1H24 OTA 龙头公司携程与同程营收较 2019 年恢复水平大幅领先国内游客出游总花费的恢复情况，反映在线旅游行业市场渗透率提升的趋势仍在延续。

图7：在线旅游预定用户规模增速和网民规模增速



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

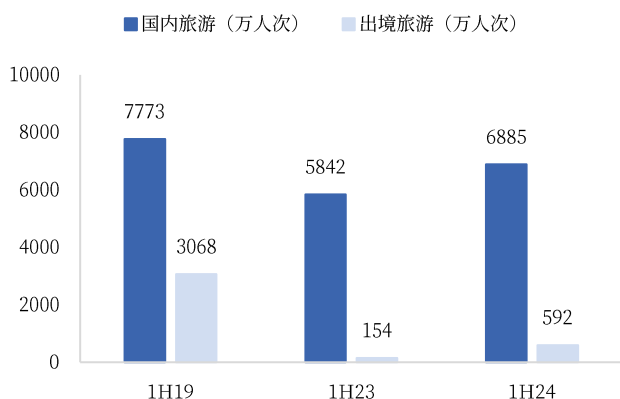
图8：1H24 游客出行总花费/携程营收/同程营收较 2019 年恢复率



资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院

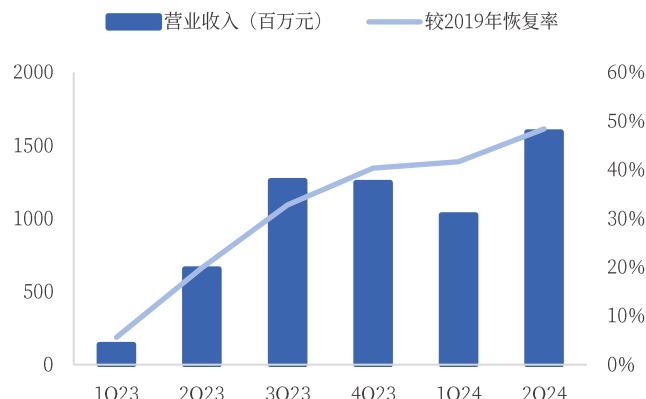
线下渠道恢复速率不及线上渠道，据疫情前水平仍存较大差距。从线下旅行社经营情况来看，1H24 国内旅游组织人次和出境旅游组织人次各为 6885 万人和 592 万人，分别恢复至 2019 年 89% 和 19%，跟线上渠道相比整体恢复程度较弱。以线下旅行社龙头企业众信为例，其营收恢复程度虽稳定提升，但截至 1Q24 营收恢复率仍不及 50%。整体而言，由于供应链与用户消费习惯变化，当前中国居民旅游预订习惯向线上迁移的趋势仍在持续，我们认为线下旅游预订渠道恢复率难以完全恢复到疫情前。

图9：国内旅行社旅游组织人次



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图10：1Q23-2Q24 众信旅游营收和较 2019 年恢复情况

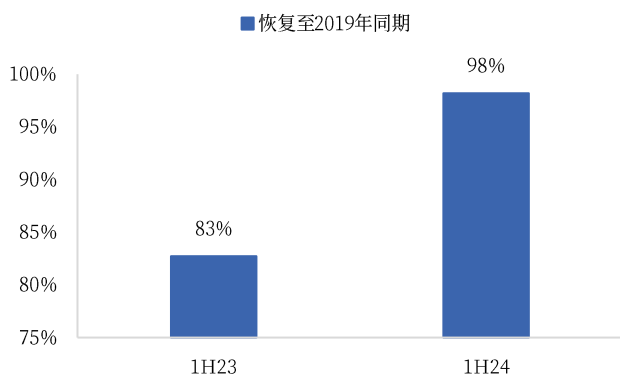


资料来源：众信旅游公司公告，中国银河证券研究院

（三）受益于国际业务增长+用户粘性提升，OTA 平台用户消费力企稳

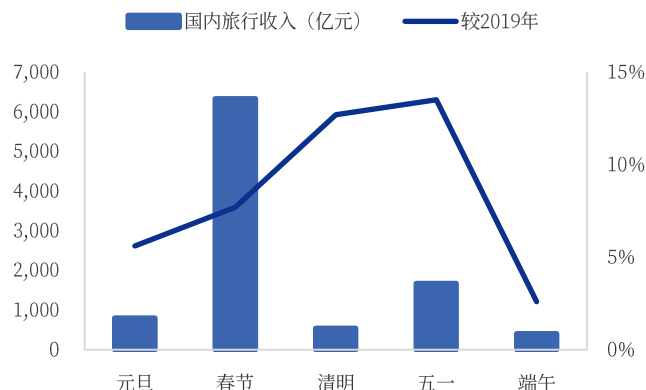
1H24 国内旅游消费总量提升但人均消费不及 2019 年同期水平。从总量上来看，1H24 国内游客出游总共花费 2.73 亿元人民币，同比+19%，恢复至 2019 年 98%左右，较 2023 年恢复情况提高 15pct。而从人均角度看，虽然 1H24 人均旅游消费同比增长，但仍不及 2019 年水平。从原因上看，一方面是居民理性消费的趋势仍在延续，另一方面也受国内交通、住宿产品供给量超过疫情前，导致机酒价格同比和较 2019 年均下行。

图11：1H23/1H24 国内旅游消费恢复情况



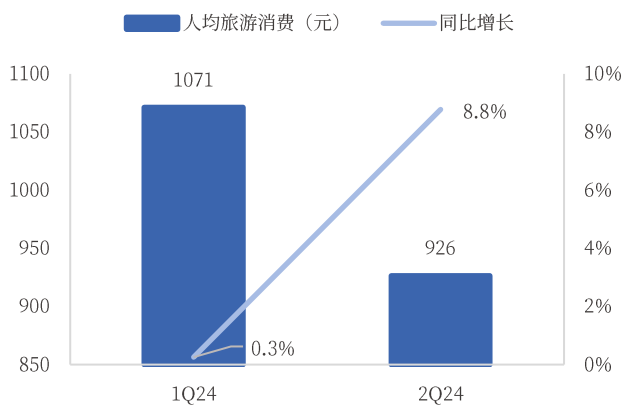
资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图12：2024 年重大节假日国内旅游消费及较 2019 年增长趋势



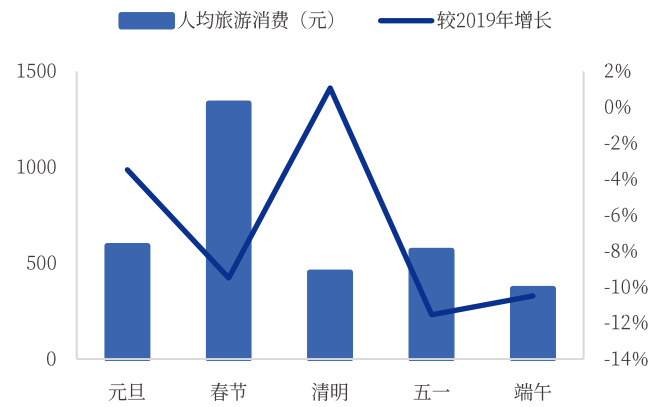
资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图13: 2024年第一/第二季度国内旅游人均消费及增长趋势



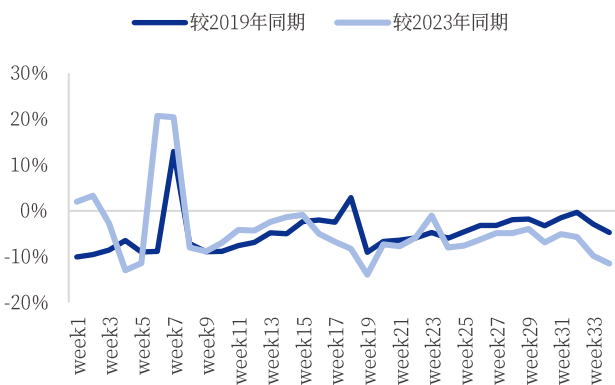
资料来源: 文旅部, 中国银河证券研究院

图14: 2024年重大节假日国内旅游人均消费及增长趋势



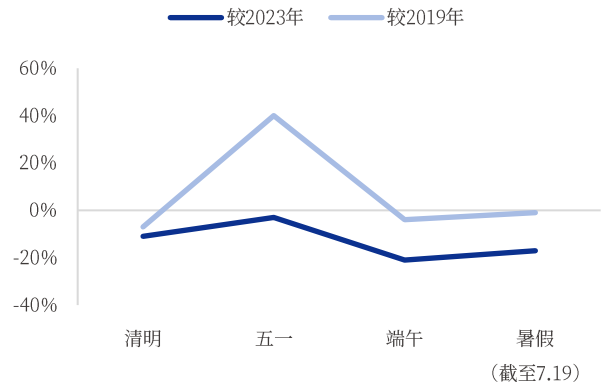
资料来源: 文旅部, 中国银河证券研究院

图15: 2024年酒店ADR较2019年/2023年对比



资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

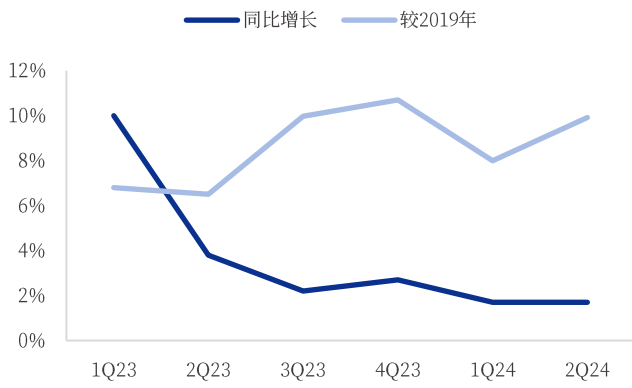
图16: 2024重点节日航班价格较2019年/2023年增幅



资料来源: 航班管家, 中国银河证券研究院

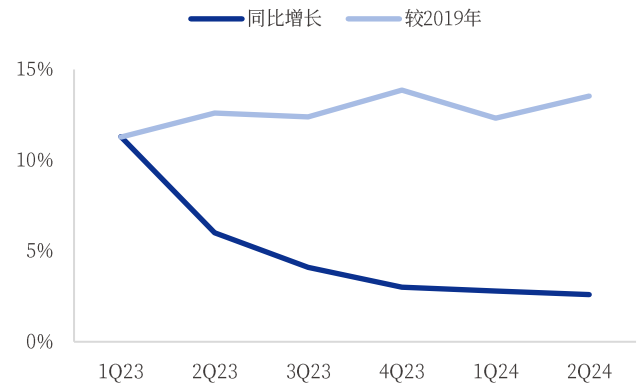
OTA 平台用户消费力稳中有增。1H24 携程人均 GMV 同比 23 年保持, 且超过疫情前水平; 1H24 同程 ARPU 值约 64 元人民币, 较 2019 年同比+30%左右。由此可见, 虽然国内旅游人均消费较 2019 年稍下滑, 但 OTA 平台用户的人均消费仍保持平稳, 甚至有所提升。我们认为, 核心原因在于: 1) 酒店产品价格提升, 背后体现的是国内酒店业产品结构由经济型向中高端提升; 2) 海外机酒产品供给恢复不均, 叠加部分区域市场酒旅产品价格因通胀因素提高, 以国际龙头酒店集团万豪酒店和希尔顿酒店为例, 公司 2024 年 ADR 同比及较 2019 年均有明显提升; 3) OTA 平台渗透率提升, 以及用户粘性增强, 带来更高的消费频次, 以同程为例, 截至 2024 年 6 月, 平台消费频次约为 8.1 次, 较 2019 年提升 48%。

图17: 2024年希尔顿酒店ADR较2019年/2023年对比



资料来源: 希尔顿酒店公司公告, 中国银河证券研究院

图18: 2024万豪酒店ADR较2019年/2023年对比



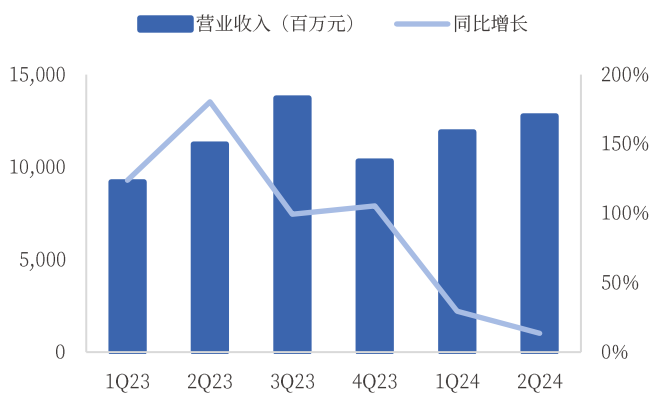
资料来源: 万豪酒店公司公告, 中国银河证券研究院

二、国际业务+盈利能力优化是未来核心跟踪变量

(一) 分化：国际业务占比不同，推动携程、同程盈利表现分化

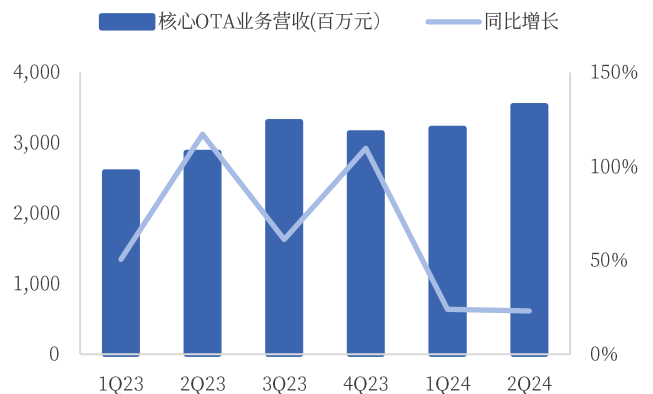
OTA 龙头公司 1H24 营收均保持较快增长。携程 1Q24/2Q24 分别实现营收 119 亿元/128 亿元人民币，在去年二季度高基数上仍实现了 14% 的同比增长，同程近年来核心 OTA 业务保持稳定增长趋势，受出境游业务扩张驱动 1Q24/2Q24 核心 OTA 业务营收增速各为 24%/23%，此外，美团 2Q24 到店、酒店及旅游业务交易金额和订单量同比增幅超越 60%；抖音 1H24 酒旅板块 GMV 同比+102%，其中，细分板块酒店、景区、旅行社分别同比+143%/+82%/+74%。

图19：携程营业收入和增速



资料来源：携程集团公司公告，中国银河证券研究院

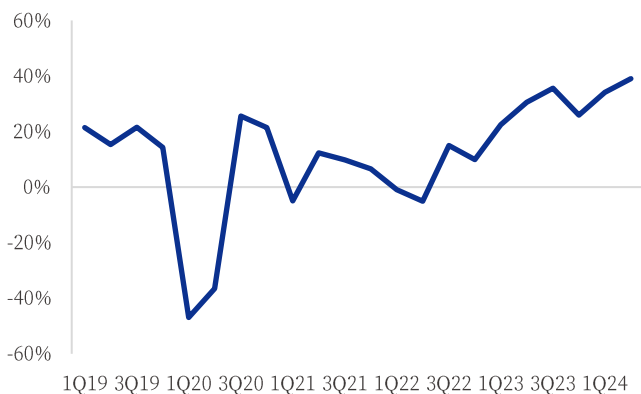
图20：同程营业收入和增速



资料来源：携程旅行公司公告，中国银河证券研究院

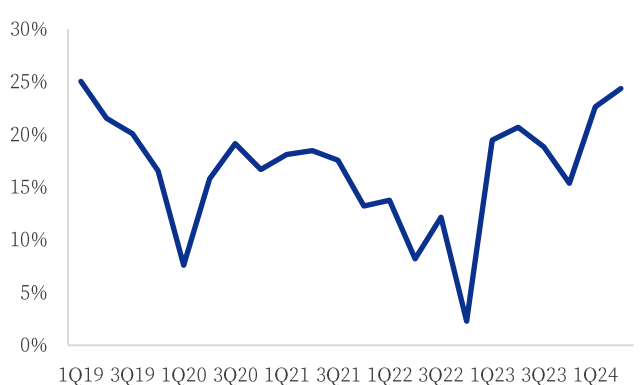
从净利率角度看，携程与同程表现有所分化。1) 携程：Non-GAAP 净利率持续提升，从 1Q23 以来，公司 Non-GAAP 净利率均超过 2019 年水平；2) 同程：2H23 通过折扣策略推动国际机票销售起量，但对核心 OTA 平台 Margin 产生影响，3Q23-1Q24 核心 OTA 平台 Margin 仅为 19 年同期的 90%-94%。

图21：携程 Non-GAAP 净利率



资料来源：携程集团公司公告，中国银河证券研究院

图22：同程核心 OTA 平台 Margin



资料来源：同程公司公告，中国银河证券研究院

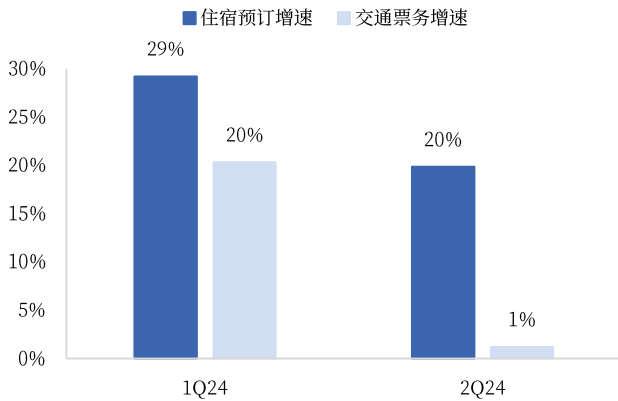
我们认为净利率表现分化的背后，主要反映各平台之间的产品结构差异，尤其是国际业务（含出境游）占比不同带来的影响：

1) 携程：国际机酒业务增长强劲。1H24 住宿板块增速远超交通票务板块增速，特别是 2Q24，住宿预订和交通票务增速分别为 20%和 1%，背后原因主要在于公司出境游机酒预订已全面恢复至

2019 年同期水平，以及借助 Trip.com 优势在入境游板块上的出色表现，根据公司公告，1H24 入境游业务营收同比+150%，免签地区游客营收同比+190%。

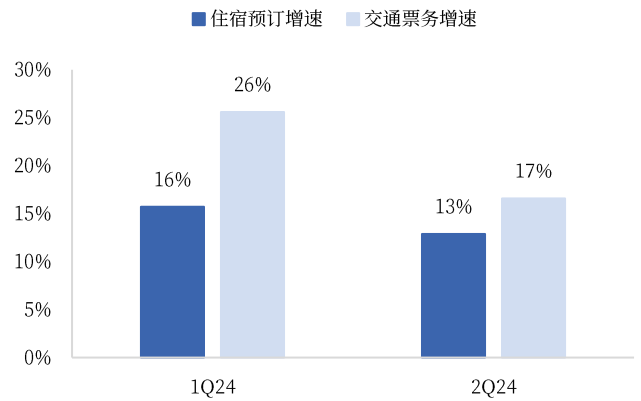
2) 同程：国际业务起步阶段，虽调整折扣策略，但对利润率仍有拖累。同程 2023 年下半年开始通过折扣、返点等方式加大出境机票业务发展，2Q24 出境游机票和酒店间夜数分别同比+160%/+140%。但受制于前期国际业务起步需要以价换量，叠加机票业务本身较酒店更为薄弱的利润率，导致其整体盈利能力未如携程实现较明显的提升。

图23：携程住宿预订和交通票务板块营收增速



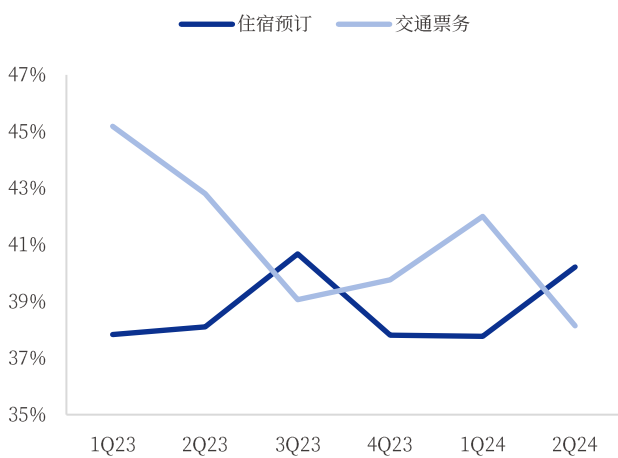
资料来源：携程集团公司公告，中国银河证券研究院

图24：同程住宿预订和交通票务板块营收增速



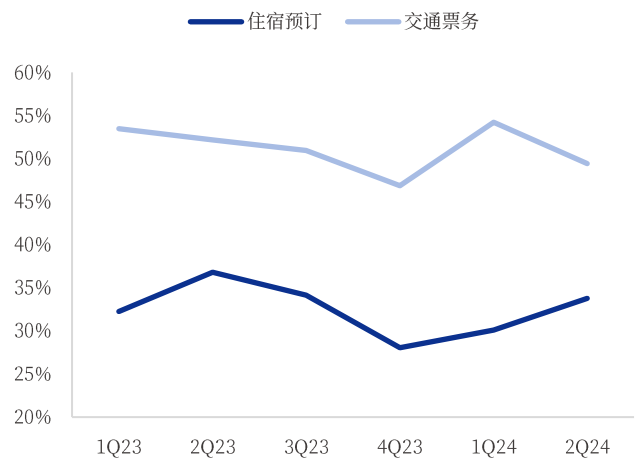
资料来源：同程公司公告，中国银河证券研究院

图25：携程住宿预订和交通票务板块在总营收中占比



资料来源：携程集团公司公告，中国银河证券研究院

图26：同程住宿预订和交通票务板块在核心 OTA 业务总营收中占比

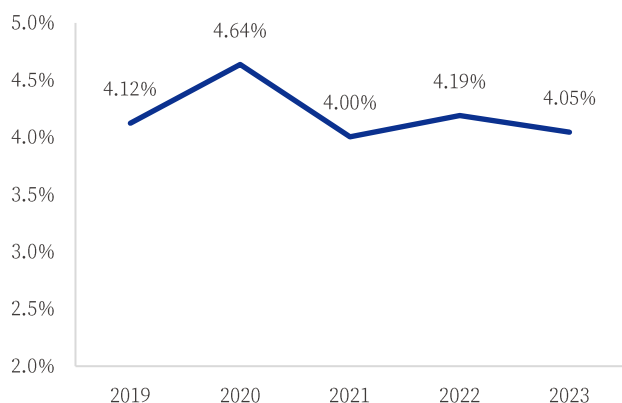


资料来源：同程公司公告，中国银河证券研究院

（二）共性：盈利能力优化的趋势明显

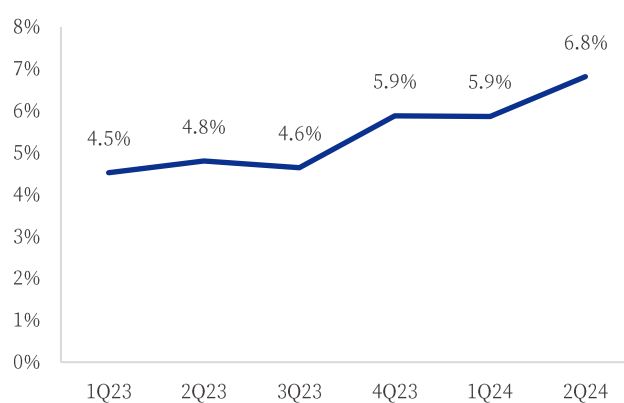
行业 take rate 企稳回升。基于 OTA 平台的流量优势，以及行业竞争格局整体趋稳，我们认为 OTA 平台的 Take rate 趋势已逐步回暖。从携程数据看，营收/GMV 的比例自 19 年以来保持平稳，同程亦在 2Q24 略微提升其 take rate 水平。从其他行业玩家情况，抖音酒旅今年在重新回归本地生活服务板块后，开始提高其佣金率，自 7 月 1 日起抖音酒旅的住宿板块 take rate 已从 4.5% 提升至 8.0%。

图27: 携程集团佣金率 (GMV/营收)



资料来源: 携程集团公司公告, 中国银河证券研究院

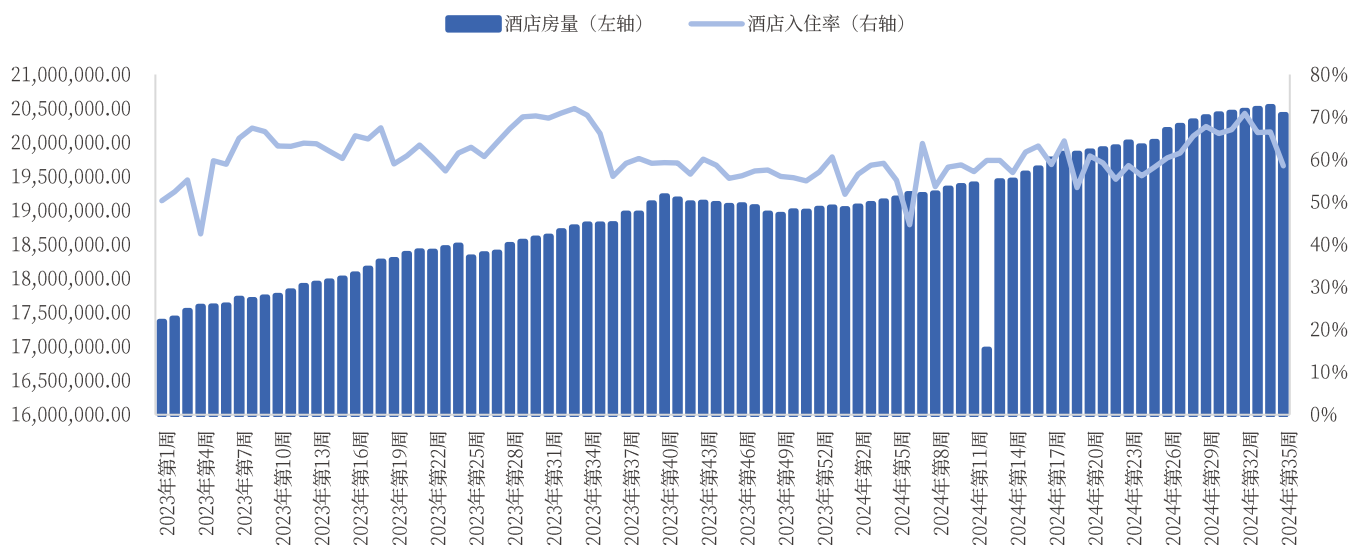
图28: 同程旅行佣金率 (GMV/营收)



资料来源: 同程公司公告, 中国银河证券研究院

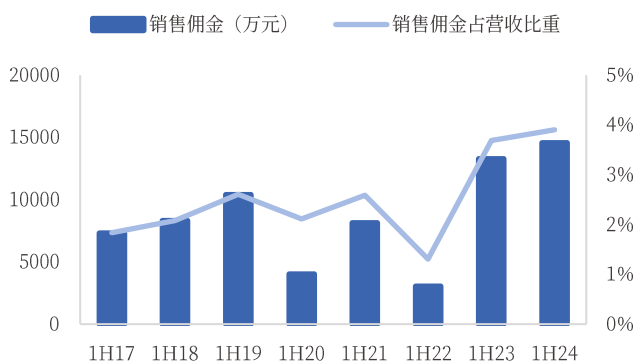
供需失衡背景下, 流量环节在产业链上的议价优势凸出, 预计佣金率未来一段时间仍将维持高位。国内出行市场供给恢复快于需求, 尤其是酒店、航班供应量均已超越疫情前水平, 叠加整体经济复苏动能偏弱, 导致商旅需求较淡、休闲游消费者消费亦趋于理性。在此背景下 OTA 平台作为流量掌握方, 在产业链上的议价权显著增强, 从首旅酒店和华住集团数据变化易知, 23 年以来支付给 OTA 平台费用占比持续提升。

图29: 2023 年初至今全国酒店房量和入住率



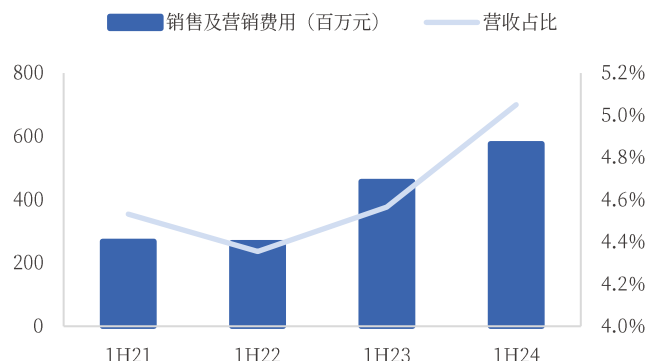
资料来源: 酒店之家, 中国银河证券研究院

图30: 首旅酒店销售佣金和营收占比



资料来源: 首旅酒店公司公告, 中国银河证券研究院

图31: 华住集团销售佣金和营收占比



资料来源: 华住集团公司公告, 中国银河证券研究院

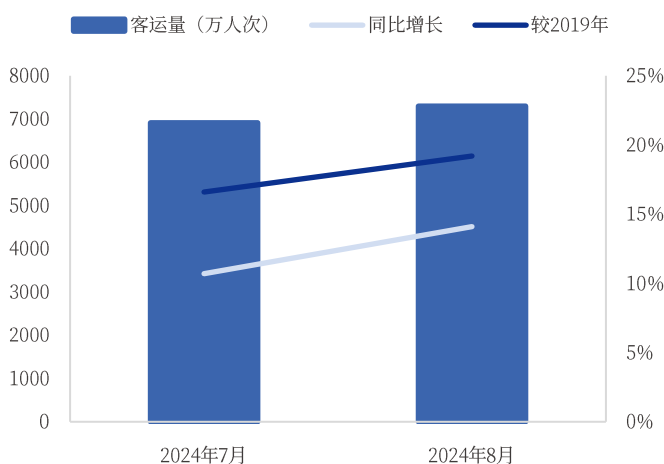
费用端在保持研发投入的背景下, OTA 营销费用、人员结构优化有望进一步推动盈利能力提升。2Q24 携程与同程产品研发/服务开发费用在营收中占比同比均呈现下滑趋势, 行政费用基本保持稳定, 公司运营效率的提升和研发成果的体现。同时, 虽然两家公司均在销售和营销费用上增加投入, 但多数主要用于国际/出境游业务扩张, 且投放策略注重优化和提升效率, 例如同程 2Q24 虽仍保持对国际机票的促销投放, 但在策略上通过优化, 推动净利率环比回升。

三、投资建议: 下半年基本面环比有望提速

(一) Q3 需求维持韧性, 交通运输量均超此前预期

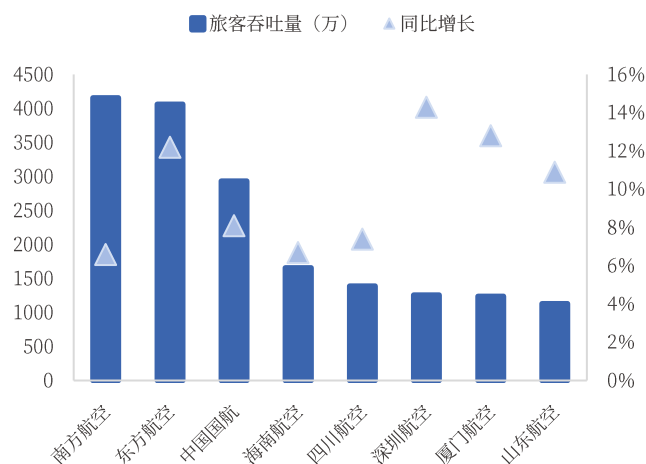
Q3 暑运旺季交通客运增长强劲, 铁路、航空客运量均超预期。1) 铁路: 全国铁路暑运期间累计发送旅客 8.9 亿人次/同比+6.7%, 好于暑运前 8.6 亿人的预期; 2) 民航: 据航班管家数据, 暑运期间民航运输旅客达 1.42 亿人次, 好于暑运前 1.35 亿人次的预期, 同比+12.4%, 较 2019 年+17.9%。3) 价格层面仍反映量增价跌趋势, 民航票价同比-9%, 但较 2019 年+6%。

图32: 7月/8月全民航空客运量和增长趋势



资料来源: 航班管家, 中国银河证券研究院

图33: 暑运期间主要航空公司吞吐量和同比增速



资料来源: CADAS, 中国银河证券研究院

出境游暑期继续保持更快增长, 且恢复率仍有提升空间。参考航班管家数据(仅含境内航司), 暑运期间民航国际旅客运输量同比+80, 恢复至 2019 年的 92.6%, 客座率则与 2019 年基本持平,

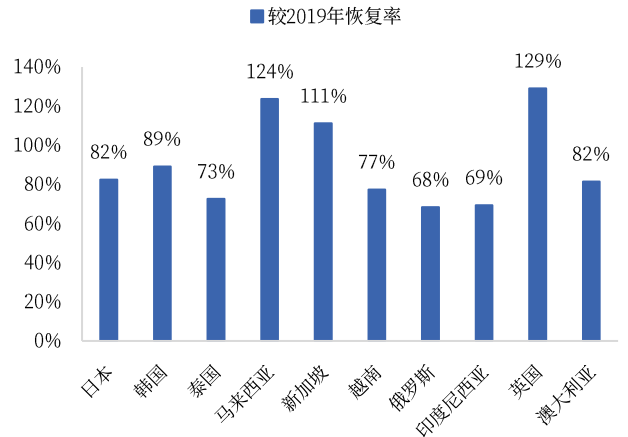
反映当前供给可能仍不能充分满足市场需求。从民航局数据看,7月国际+港澳台客运量恢复至2019年同期的91%,预计8月国际+地区客运量恢复率实现进一步提升。而从价格维度看,民航国际线同样显现量增价跌趋势,FlightAI显示国际机票价格同比-16%,但其原因主要在于去年同期的国际航班供应量稀少,导致票价高企。

图34: 7月/8月全民航空客运量和增长趋势



资料来源: 航班管家, 中国银河证券研究院

图35: 暑运 TOP10 国家航班恢复情况

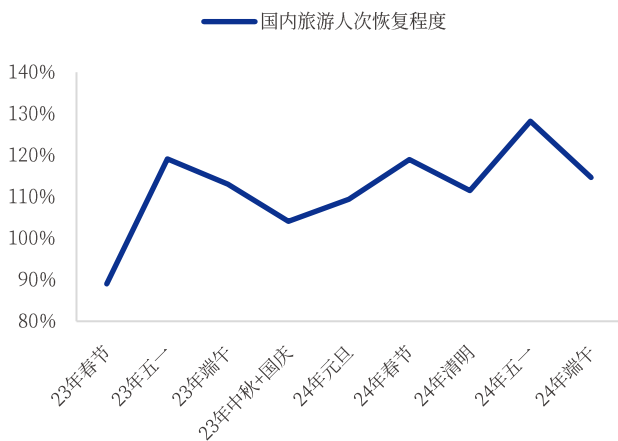


资料来源: 航班管家, 中国银河证券研究院

(二) Q4 国内游低基数, 国际出行预计仍有提升空间

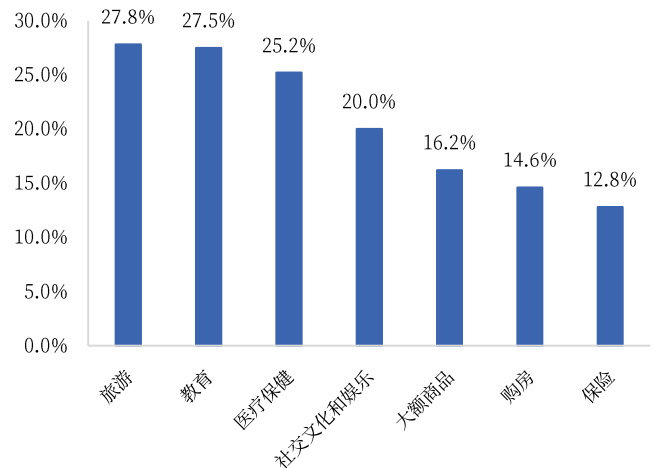
从 Q4 展望看, 国内游受益低基数效应+需求韧性, 预计增速有望边际改善。受补偿性需求释放影响, 2023 年四季度国内出游人次回落较为明显, 基数较低, 尤其是 2023 年中秋国庆假期出游人次恢复率大幅回落至 104%。我们预计受益于这一低基数影响, 24 年四季度的国内游人次增长将好于二、三季度。参考 CADAS 预测, 今年国庆日均旅客运输量预计同比+9%。

图36: 疫情后重大节日出游人次较 2019 年恢复情况



资料来源: 文旅部, 中国银河证券研究院

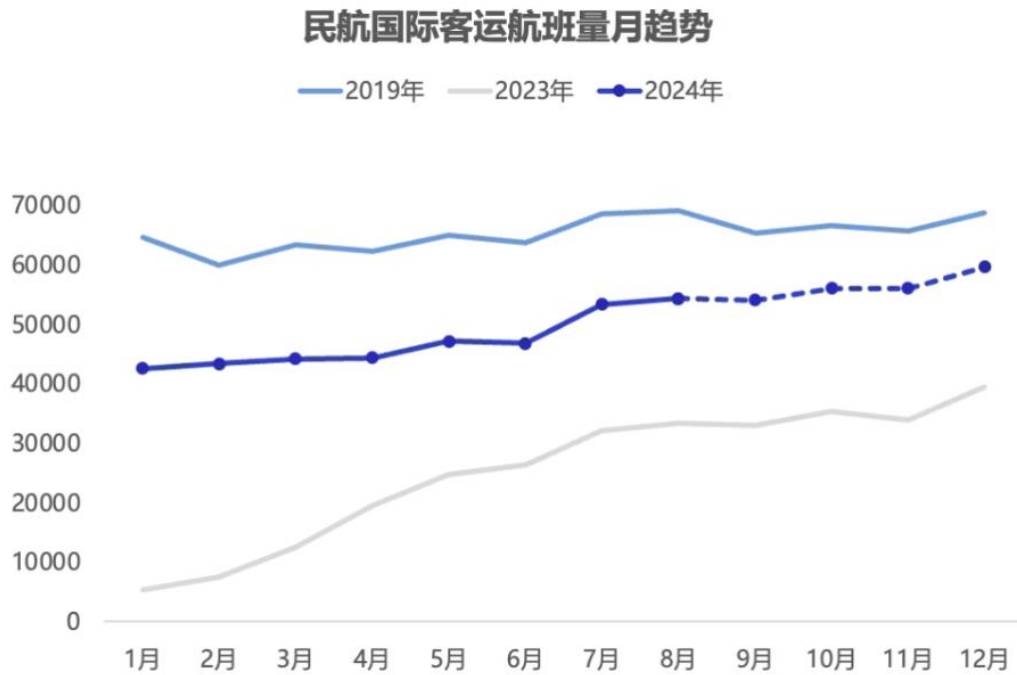
图37: 2Q24 未来三个月居民准备增加支出项目选择比例



资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究院

国际航班供应有望进一步恢复, 出境游预计可继续保持较快增长。整体而言, 我们认为当前出境游需求的增长, 仍在相当程度上依赖国际航班的供给恢复, 尤其是当前供给在不同区域的恢复并不充分。短期来看, CADAS 预测 2024 年国庆国际旅客运输量预计同比+54%, 可恢复至 2019 年的 93%/95%, 而伴随 9 月及 Q4 国际航班供应进一步恢复, 机票价格下降有望驱动需求进一步增长。

图38：2024年下半年民航国际航班供应量恢复趋势



资料来源：航班管家，中国银河证券研究院

(三) 投资建议

综上所述，我们看好 OTA 龙头在 Q3 维持较快收入增速，而 Q4 的收入增速则有望环比 Q3 提速。净利率方面，考虑当前 OTA 平台竞争格局改善、费用投放效率优化，以及国际业务占比提速，未来行业净利率提升趋势亦较为确定。中期维度看，我们认为携程、同程海外业务均处于发力阶段，未来仍有成长空间，叠加海外降息概率逐步提升，我们认为当前国内 OTA 平台龙头估值仍有向国际龙头靠拢趋势，推荐携程集团-S、同程旅行。

表 1：重点公司 PE 预测（截至 9 月 4 日）

公司	2023A	2024E	2025E	2026E
携程	18.28	14.18	13.01	11.01
同程	20.93	16.38	11.93	8.99
Booking Holdings	25.05	21.54	18.89	16.07
Expedia	18.38	15.35	12.17	9.59

资料来源：公司公告、NASDAQ、中国银河证券研究院

四、风险提示

1) 宏观经济下行的风险：旅游需求高度依赖经济的健康状况，宏观经济表现疲软，居民旅游消费减少，OTA 平台交易量和营收随之减少。

2) 极端天气和不可抗力的风险：可能导致特定地区旅游需求骤降。游客出于安全和出行舒适度考虑会取消或推迟旅行计划，直接导致旅行行业收入锐减。

3) 国际航班恢复不及预期的风险：国际航班恢复进度直接影响出境游旅游市场的复苏，航班恢复不及预期将使 OTA 平台出境游业务拓展和收入受到明显限制。

图表目录

图 1: 1Q23-2Q24 居民出游情况和同比增速.....	4
图 2: 1H24 国内客运情况	4
图 3: 1H24 重点节日出行人次和较 2019 年增速	4
图 4: 1H24 重点节日铁路/民航客运量同比增长趋势	4
图 5: 国际航班数量较 2019 年恢复情况	5
图 6: 国际+港澳台旅客运输量较 2019 年恢复情况.....	5
图 7: 在线旅游预定用户规模增速和网民规模增速.....	5
图 8: 1H24 游客出行总花费/携程营收/同程营收较 2019 年恢复率.....	5
图 9: 国内旅行社旅游组织人次	6
图 10: 1Q23-2Q24 众信旅游营收和较 2019 年恢复情况.....	6
图 11: 1H23/1H24 国内旅游消费恢复情况.....	6
图 12: 2024 年重大节假日国内旅游消费及较 2019 年增长趋势	6
图 13: 2024 年第一/第二季度国内旅游人均消费及增长趋势	7
图 14: 2024 年重大节假日国内旅游人均消费及增长趋势	7
图 15: 2024 年酒店 ADR 较 2019 年/2023 年对比.....	7
图 16: 2024 重点节日航班价格较 2019 年/2023 年增幅	7
图 17: 2024 年希尔顿酒店 ADR 较 2019 年/2023 年对比	8
图 18: 2024 万豪酒店 ADR 较 2019 年/2023 年对比	8
图 19: 携程营业收入和增速.....	9
图 20: 同程营业收入和增速.....	9
图 21: 携程 Non-GAAP 净利率.....	9
图 22: 同程核心 OTA 平台 Margin.....	9
图 23: 携程住宿预订和交通票务板块营收增速	10
图 24: 同程住宿预订和交通票务板块营收增速	10
图 25: 携程住宿预订和交通票务板块在总营收中占比.....	10
图 26: 同程住宿预订和交通票务板块在核心 OTA 业务总营收中占比.....	10
图 27: 携程集团佣金率 (GMV/营收)	11
图 28: 同程旅行佣金率 (GMV/营收)	11
图 29: 2023 年初至今全国酒店房量和入住率.....	11
图 30: 首旅酒店销售佣金和营收占比	12
图 31: 华住集团销售佣金和营收占比	12
图 32: 7 月/8 月全民航空运量和增长趋势	12

图 33: 暑运期间主要航空公司吞吐量和同比增速 12

图 34: 7 月/8 月全民航客运量和增长趋势 13

图 35: 暑运 TOP10 国家航班恢复情况..... 13

图 36: 疫情后重大节日出游人次较 2019 年恢复情况..... 13

图 37: 2Q24 未来三个月居民准备增加支出项目选择比例..... 13

图 38: 2024 年下半年民航国际航班供应量恢复趋势..... 14

表 1: 重点公司 PE 预测 (截至 9 月 4 日) 14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn