

同程旅行 (00780.HK)

买入 (首次评级)

下沉市场 OTA 龙头，深耕产业强化自有供应链

投资要点:

同程旅行是由同程和艺龙合并整合形成的一站式在线旅行平台，规模位居国内前三，深耕下沉市场，强化自有供应链建设提升竞争优势。

➤ 在线旅行渗透率持续提升，开拓下沉市场和年轻用户增量:

旅游预订线上化进程持续加速推动在线旅游市场增长高于旅游大盘，根据嘉世咨询数据，预计2024年我国在线旅游市场规模将达2.2万亿元/恢复至2019年同期的120%；在线旅行用户线上渗透率45.2%，低于网约车(45.7%)、外卖(50.3%)、网络音乐(66.3%)等，对比来看在线旅行线上渗透率仍有提升空间；由于上游资源整合&下游流量门槛高，OTA一超多强格局稳定，2021年携程+去哪儿市场份额约5成，领先其他OTA平台，美团、同程旅行、飞猪市场份额分别为20.6%/14.8%/7.3%。

➤ 同程旅行深耕下沉市场错位竞争，大股东赋能流量&库存的基础上强化自有流量渠道&供应链建设:

同程旅行重视下沉市场用户开拓，截止2024Q2平台注册用户中非一线城市占比达87%，作为同程旅行重要流量来源的微信渠道中新增非一线城市付费用户占比70%；当前高线城市在线旅行渗透率处于较高水平，同程旅行错位竞争、深耕下沉市场，具备更广阔的市场渗透空间。

腾讯流量加持下同程旅行目前是国内流量最大的OTA平台之一，截至2024Q2同程旅行平均月付费用户数/年付费用户数分别达425万/2.3亿，同时公司积极开拓多元流量渠道，强化自有APP建设。同程旅行在深耕微信生态的同时积极开拓多元流量渠道，加大对于兴趣电商、厂商生态、工具生态、私域生态以及线下服务等各类场景的拓展。

背靠携程库存供给，低成本获取丰富资源，携程与同程旅行相继签订《携程旅游资源销售框架协议》以及《携程旅游资源供应框架协议》，实现酒店预订等业务资源的共享；同时公司深耕旅游产业链，深化包括旅行社、酒管公司、PMS系统等在内的自有供应链体系建设，此外强化海外供应链建设，布局国际市场。

➤ 盈利预测与投资建议

同程旅行作为下沉市场OTA龙头，背靠腾讯和携程的流量及库存资源竞争优势突出，国内业务竞争力持续提升；积极布局国际市场，有望推动中长期收入&业绩增量释放。我们预计2024-2026年公司经调整净利润分别为26/31/36亿元，对应PE分别为14/12/10倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

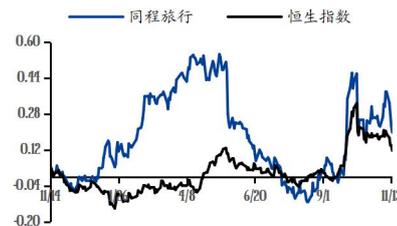
➤ 风险提示

宏观经济风险，行业竞争加剧风险，上游供应商挤压利润，大股东流量及库存依赖度较高，整合不及预期风险

基本数据

日期	2024-11-14
收盘价:	17.12 港元
总股本/流通股本(百万股)	2,326.14/2,326.14
流通市值(百万港元)	39,823.46
每股净资产(港元)	8.77
资产负债率(%)	43.57
一年内最高/最低价(港元)	22.55/12.38

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 赵雅楠(S0210524050007)
zyn30541@hfzq.com.cn
分析师: 李昊臻(S0210524100002)

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	6,585	11,896	16,761	19,304	22,241
增长率	-13%	81%	41%	15%	15%
归母净利润(百万元)	-146	1,554	1,799	2,194	2,678
增长率	-120%	1,164%	16%	22%	22%
EPS(元/股)	-0.06	0.67	0.77	0.94	1.15
市盈率(P/E)	-252.3	23.7	20.5	16.8	13.8
市净率(P/B)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 同程旅行：下沉市场 OTA 龙头，深耕产业积聚先发优势	4
1.1 发展历程：同程&艺龙合并互补，深耕产业积聚先发优势	4
1.2 股权结构&管理层架构：腾讯&携程两大股东赋能，管理层经验丰富	5
1.3 财务表现：盈利能力稳定，疫后复苏强劲	6
2 行业：在线旅行渗透率持续提升，开拓下沉市场和年轻用户增量	9
2.1 在线旅行市场规模超万亿，线上渗透率持续提升	9
2.2 在线旅行用户渗透仍有空间，年轻用户和下沉市场为主要方向	11
2.3 OTA 一超多强格局稳定，头部玩家差异化竞争	12
3 竞争优势：深耕下沉市场错位竞争，大股东赋能流量&库存	14
3.1 深耕下沉市场，拓展年轻客群	14
3.2 腾讯流量加持，开拓多元渠道强化交叉销售	14
3.3 携程库存共享，强化自有供应链资源	16
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	21
5 风险提示	23

图表目录

图表 1：同程旅行发展历程	4
图表 2：同程旅行股权结构（截至 2024H1）	5
图表 3：同程旅行管理层简介	6
图表 4：2019-2023 年同程旅行营收	7
图表 5：2023Q1-2024Q2 同程旅行营收	7
图表 6：2019-2023 年同程旅行经调整净利润	7
图表 7：2023Q1-2024Q2 同程旅行经调整净利润	7
图表 8：2019-2023 年同程旅行营收结构	8
图表 9：2023Q1-2024Q2 同程旅行营收结构	8
图表 10：2019-2023 年同程旅行利润率情况	8
图表 11：2023Q1-2024Q2 同程旅行利润率情况	8
图表 12：2019-2023 年同程旅行期间费用率	9
图表 13：2023Q1-2024Q2 同程旅行期间费用率	9
图表 14：在线旅行产业链	10
图表 15：2019-2025E 在线旅行市场规模	10
图表 16：2017Q1-2023Q1 旅游预订线上渗透率	10
图表 17：2022/6-2024/6 在线旅行用户规模及渗透率	11
图表 18：2022/6-2024/6 网民规模及渗透率	11
图表 19：2022/6-2024/6 手机网民规模及占比	11
图表 20：2024/6 各类互联网应用线上渗透率	11
图表 21：2022/6-2024/6 城镇/农村互联网普及率	12
图表 22：2024/6 网民年龄结构	12
图表 23：2023 年在线旅游用户分城市结构占比	12
图表 24：2023 年在线旅游用户分年龄结构占比	12
图表 25：2021 年 OTA 市场份额（GMV 口径）	13
图表 26：2020 年 OTA 市场份额（GMV 口径）	13
图表 27：头部 OTA 平台差异化竞争	13
图表 28：同程旅行注册用户结构	14
图表 29：同程旅行微信渠道新增付费用户结构	14
图表 30：同程旅行 MAU 及平均月付费用户	15
图表 31：同程旅行 APU	15
图表 32：同程旅行开拓多元流量渠道	16



图表 33:	同程旅行收取携程佣金及支付携程系统维护费	17
图表 34:	同程旅行买断旅游及相关产品成本占收入比重	17
图表 35:	同程旅行通过收购深化供应链体系建设	18
图表 36:	同程旅业旗下分公司布局	18
图表 37:	艺龙酒店科技平台旗下酒店品牌及布局	18
图表 38:	同程旅行“目的地全球计划”新加坡站	19
图表 39:	同程旅行“目的地全球计划”匈牙利站	19
图表 40:	同程旅行收入拆分预测表	20
图表 41:	同程旅行业绩预测表	21
图表 42:	同程旅行估值复盘	22
图表 43:	可比公司估值表	22
图表 44:	财务预测摘要	24



1 同程旅行：下沉市场 OTA 龙头，深耕产业积聚先发优势

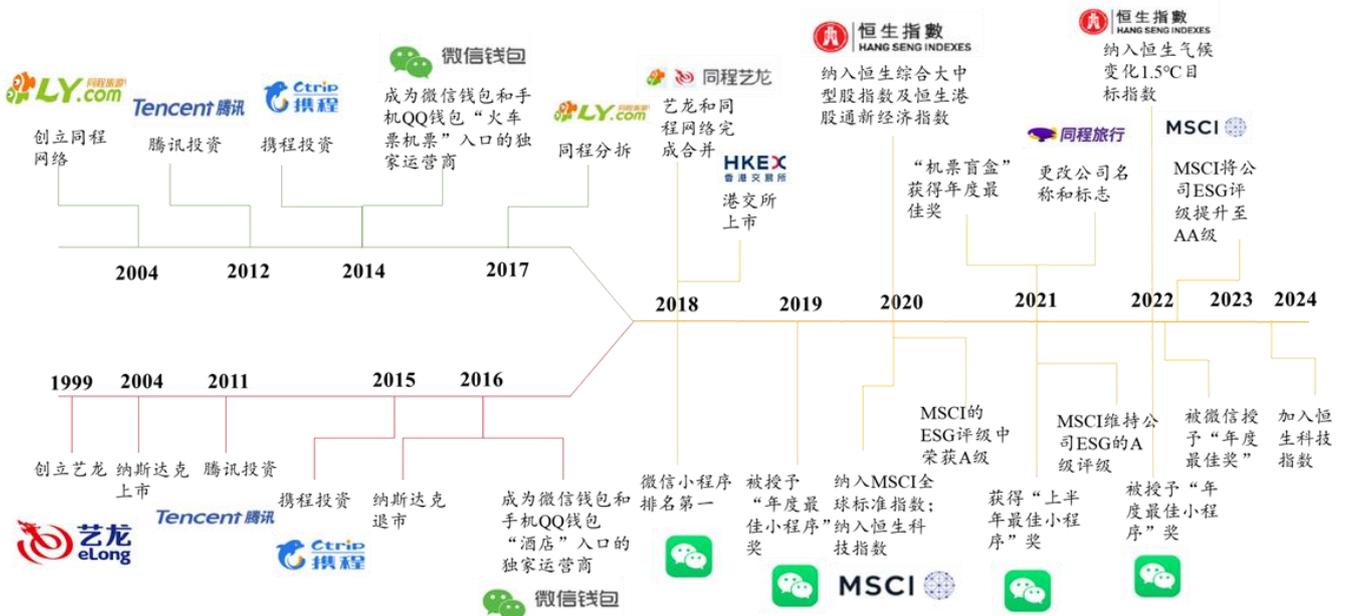
1.1 发展历程：同程&艺龙合并互补，深耕产业积聚先发优势

同程旅行是由同程和艺龙合并整合形成的一站式在线旅行平台，规模位居国内前三：

1) 独立发展时期（1999-2017年）：艺龙、同程先后成立，业务各有侧重。1999年艺龙开始在国内提供在线旅游相关服务，2004年艺龙开曼于开曼群岛注册成立艺龙业务的控股公司。2004年艺龙于纳斯达克上市，公司战略聚焦住宿预订服务，2011年腾讯对艺龙进行战略投资，合作开发旅游产品，通过QQ生态系统为艺龙提供客源，2015年艺龙收到股东腾讯的私有化要约并于2016年正式退市。2004年同程网络成立，初期以“同程旅游”运营并专注于旅游行业B2B服务，2008年同程开始向B2C转型，先后抓住PC互联网和移动互联网流量红利，用户规模大幅增长，2014年起同程也接入腾讯生态，成为微信钱包火车票机票预订业务独家运营商，随后大力发展小程序生态，用户增长显著。

2) 合并发展时期（2018年-2023年）：合并互补，整合资源，打造成为国内领先的在线旅游一站式平台。2018年3月在大股东腾讯推动下同程网络与艺龙旅行网正式完成收购合并项目成立同程艺龙，并于同年11月在港交所上市，合并后同程艺龙实现对住宿、交通、景区等业务的打通、优势互补，构筑起在线旅游一站式平台，此后公司陆续收购同程文化旅游、南京欧亚等公司，拓展景点门票服务以及商旅业务。2021年同程艺龙正式更名为同程旅行，开拓市场份额，并不断向技术型公司升级，借助先进技术转型成为智能出行管家，为用户提供一站式服务。

图表 1：同程旅行发展历程

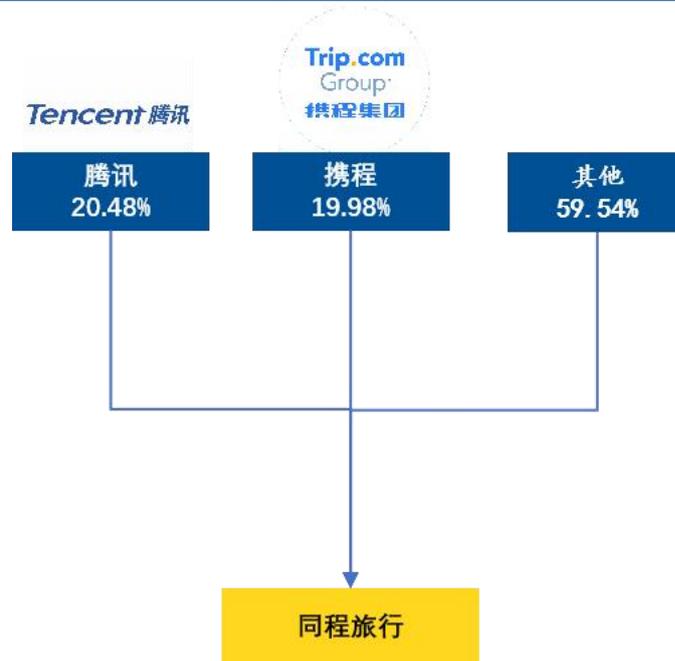


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

1.2 股权结构&管理层架构：腾讯&携程两大股东赋能，管理层经验丰富

与腾讯、携程两大股东深度协作，股权相对集中。截至2024年6月，公司前两大股东分别为腾讯和携程，持股比例分别为20.48%和19.98%，股权结构稳定，同程与两大股东在业务层面深入合作，充分发挥优质股东在流量和旅游资源等层面的优势，叠加同程自身优秀的资源整合及平台技术能力实现快速发展。

图表 2: 同程旅行股权结构（截至 2024H1）



数据来源：彭博，华福证券研究所

管理层深耕在线旅游产业，经验丰富。公司联合创始人吴志祥、马和平多次带领公司成功转型，深耕 OTA 行业十余年、管理经验丰富；核心管理层稳定，副总裁徐建中、余沛、白志伟均在公司任职十年以上，目前分别负责集团出行业务、研发活动、营销及业务发展、度假产品运营及管理，管理架构清晰。



图表 3: 同程旅行管理层简介

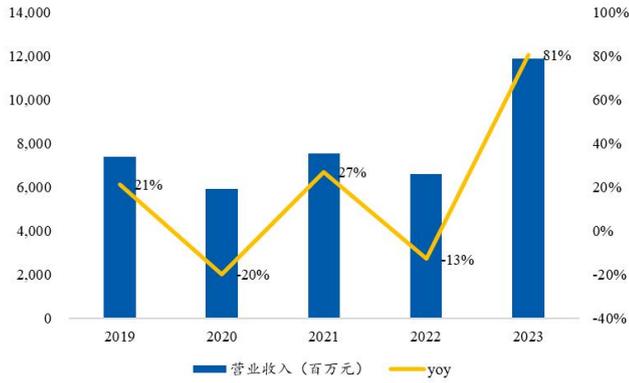
姓名	职位	从业经历
吴志祥	同程网络联合创始人、执行董事、联席主席	2004 年创办同程网络，任董事长；自 2018 年起任董事会联席董事长、执行董事。目前负责战略规划,并持续领导公司的在线旅游平台业务并促进其发展
马和平	同程网络联合创始人、执行董事、首席执行官	自 2018 年 4 月任首席执行官，同年 6 月任执行董事，负责公司业务战略的实施及日常业务营运
范磊	首席财务官	2010-2013 年先后出任联想集团有限公司财务经理及高级财务经理；2013-2016 年出任艺龙开曼财务规划及分析部门总监及高级总监；2016-2018 年出任同程财务副总裁；2018 年出任首席财务官
徐建中	副总裁，负责出行业务	2010 年至今先后担任同程网络度假产品经理、机票事业群产品经理、总监、高级总监、副总裁，出行事业群负责人
余沛	副总裁，负责研发活动	2012-2018 年先后担任艺龙开曼结构设计负责人、结构总监及技术总监；2018 年 3 月出任同程艺龙副总裁
白志伟	副总裁，负责营销及业务发展	2008-2010 年出任艺龙区域高级总监；2010-2014 年于艺龙开曼的销售部门出任高级总监及业务发展副总裁；2014-2018 年出任艺龙开曼副总裁；2018 年 3 月出任同程艺龙副总裁
王凯	副总裁，负责度假产品运营及管理	2010 年至今先后担任同程网络酒店业务销售高级经理、文旅事业部负责人、目的地事业部负责人，度假产品中心负责人
梁建章	联席董事长、非执行董事	2018 年起任董事会联席董事长；此外梁建章先生还于 2003 年起任携程董事会主席

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 财务表现：盈利能力稳定，疫后复苏强劲

疫后营收端保持高速增长，经调整净利润创新高：2023 年以来伴随旅游市场复苏公司营收快速反弹，2023 全年实现营收 119.0 亿元/+80.7%，其中 2023Q1-2023Q4 均保持 50%以上营收增速，2024 年以来公司持续深化流量与供应链优势、延续营收高增趋势，2024Q2 公司实现营收 42.5 亿元/+48.1%。利润端，疫情期间公司盈利能力展现韧性，经调整净利润率基本保持 10%以上，疫情后公司经调整净利润持续创新高、盈利能力出色，2023 全年实现经调整净利润 22.0 亿元/+240.3%、利润端强兑现，2024Q2 实现经调整净利润 6.6 亿元/同比+10.9%，创公司上市以来二季度经调整净利润新高。

图表 4: 2019-2023 年同程旅行营收



数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

图表 5: 2023Q1-2024Q2 同程旅行营收



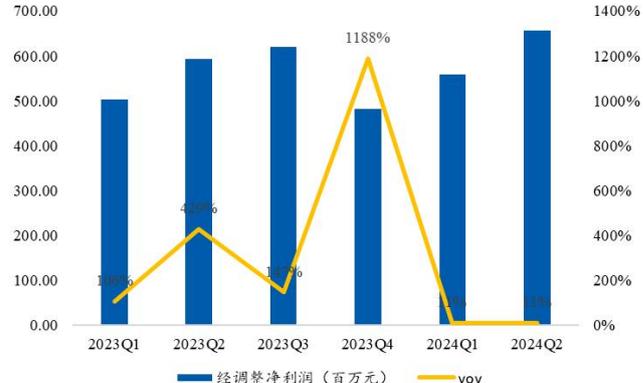
数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

图表 6: 2019-2023 年同程旅行经调整净利润



数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

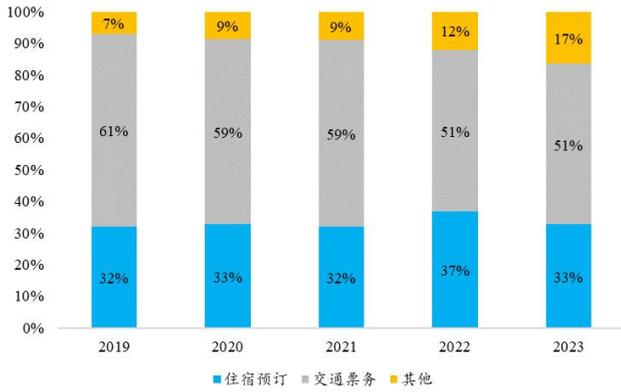
图表 7: 2023Q1-2024Q2 同程旅行经调整净利润



数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

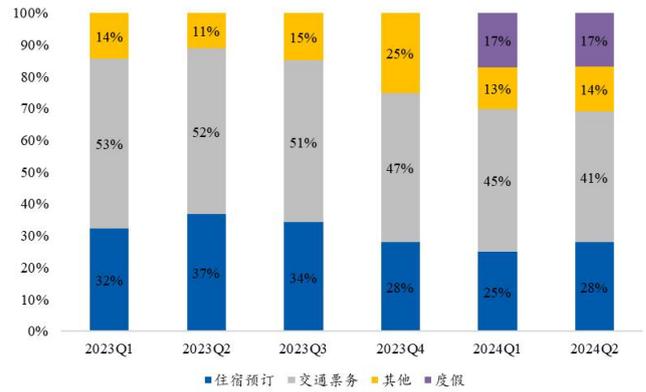
营收结构上以交通票务为主, 度假业务贡献收入增量: 分部收入来看, 2019-2023 年交通票务收入占公司总营收 50% 以上, 住宿预订收入占比达 30% 以上, 构成公司营收主体。2023 年底公司并购同程旅业及呀诺达后拆分披露度假业务, 构成增量收入, 2024Q2 公司实现住宿预订收入 11.9 亿元/+12.8%, 酒店间夜量同比增长约 10%, 国际酒店间夜量同比增长近 140%; 交通票务收入 17.4 亿元/+16.6%, 机票票量同比增长近 20%, 国际机票日均票量创历史新高、同比增长超 160%; 其他业务收入 5.9 亿元/+87.3%, 酒店管理业务快速发展, 开业酒店数量近 1900 家; 度假业务实现收入 7.2 亿元, 旗下旅行社门店数超 800 家。

图表 8: 2019-2023 年同程旅行营收结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

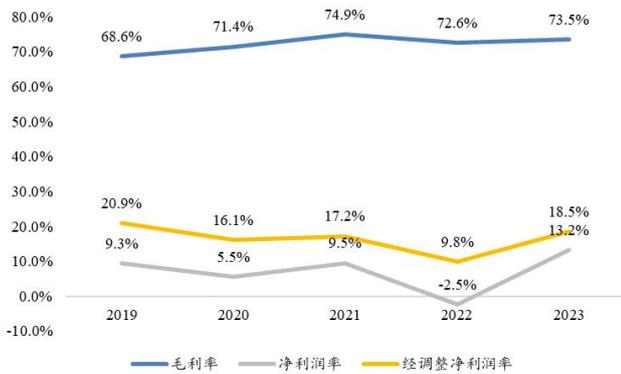
图表 9: 2023Q1-2024Q2 同程旅行营收结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

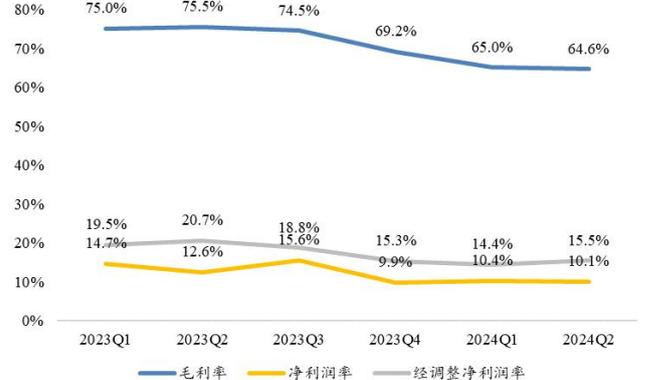
盈利能力稳定, 降本增效费用率改善: 2019-2023 年受益于买断成本占收入比重的改善、公司毛利率呈提升趋势, 净利润率相对稳定, 疫情期间经调整净利润率均维持正值, 管控放开以来公司利润端快速反弹; 2024 年以来主要受并表同程旅游业影响毛利率及净利润率同比有所下滑, 剔除度假业务后核心 OTA 利润率表现仍相对稳定; 费用端, 2019-2022 年公司高投放高收入增长策略下销售费用率水平持续走高, 2023 年以来伴随旅游市场复苏及公司营收快速增长, 费用率水平持续改善。

图表 10: 2019-2023 年同程旅行利润率情况

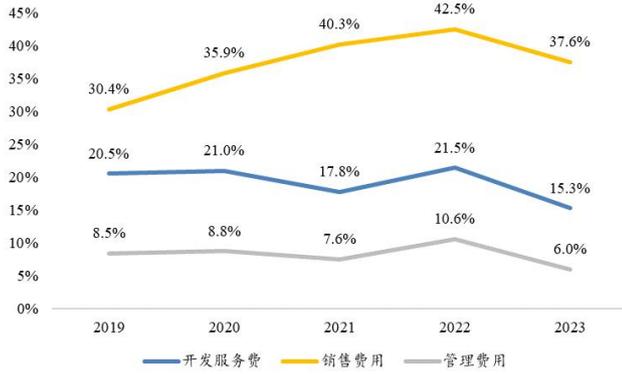


数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

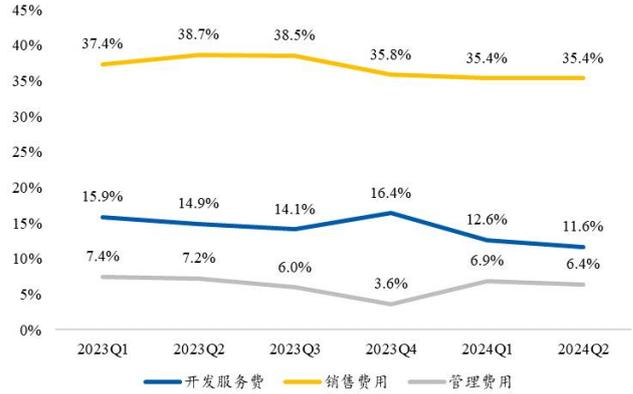
图表 11: 2023Q1-2024Q2 同程旅行利润率情况



数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所


图表 12: 2019-2023 年同程旅行期间费用率


数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

图表 13: 2023Q1-2024Q2 同程旅行期间费用率


数据来源: 公司公告, WIND, 华福证券研究所

2 行业: 在线旅行渗透率持续提升, 开拓下沉市场和年轻用户增量

2.1 在线旅行市场规模超万亿, 线上渗透率持续提升

从产业链来看, OTA 及其他相关代理商位于旅游产业链中游, 上游为旅游资源供应商, 下游为终端消费者:

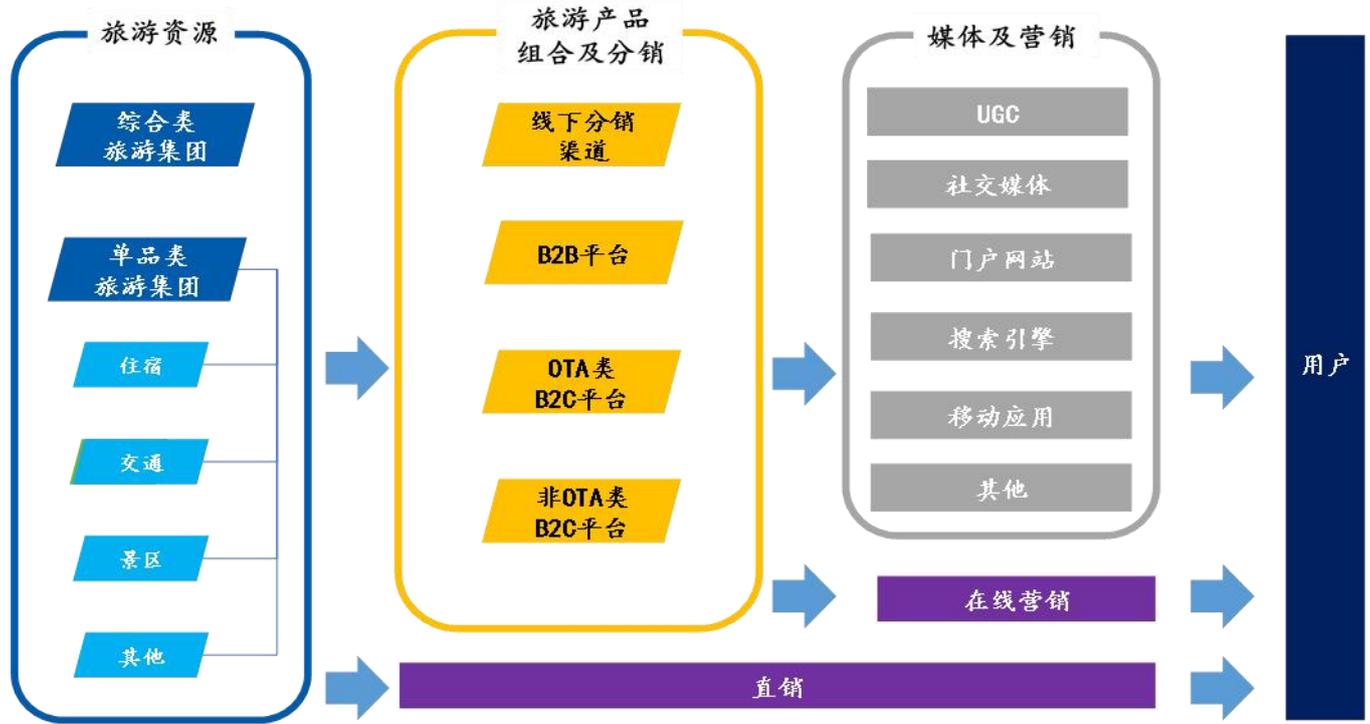
从上游来看, 旅游资源供应商主要可划分为住宿、交通、景点三大赛道: 我国交通票务市场相对成熟、高铁票及机票预订已实现较高在线化率, 后续增量空间主要来自铁路及航空出行需求本身的增长; 住宿领域内酒店及民宿供给量持续增长下对于 OTA 平台的线上流量需求呈提升趋势, OTA 平台通过整合优质住宿供给资源有望促进住宿需求的进一步增长; 度假领域在线化率明显低于交通和住宿, OTA 对于旅行社及景点门票销售的整合将持续渗透下沉市场用户心智、改造目的地旅行销售模式, 在线度假市场增量空间可观。

从中游来看, OTA 构成在线旅游产业链的核心, 承接上游旅游资源供应商产品及服务, 通过批发、代理等模式向下游消费者分销: OTA 平台对于上游商家的意义在于拓宽其分销渠道和丰富客源供给, 对下游消费者的意义在于聚集产品和服务供给丰富消费者可选择性, 同时提供完备的出行信息帮助消费者完成出行旅游规划, OTA 以平台为纽带解决上下游信息不对称的问题并提升匹配效率; 从 OTA 自身商业模式来看形成以批发模式和代理模式为主、平台模式和媒体模式等新形式不断兴起的趋势, 泛内容平台切入在线旅游市场实现流量变现, 以“内容+种草”形式实现更高的转化效率, 倒逼传统 OTA 由交易平台向交易+营销综合平台升级。

从下游来看, 我国旅游需求持续释放叠加在线化率提升推动在线旅游市场规模增长: 2023 年以来我国旅游消费需求持续释放, 政府通过政策支持积极推动旅游消费可持续增长; 而就在线旅游而言, 在线旅游对于下沉市场消费者的触达和心智的培育将推动行业在线化率进一步提升, 因此在线旅游行业成长空间一方面来自于旅

游行业本身的复苏及远期空间，另一方面也来自于在线化率水平的提升，为在线旅游市场带来远超旅游大盘的增速。

图表 14: 在线旅行产业链



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

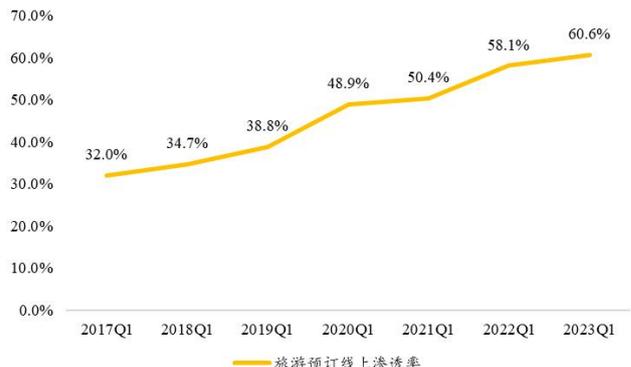
线上渗透率持续提升, 预计 2024 年在线旅游市场规模突破两万亿: 疫情加速旅游预订线上化进程, 根据 Fastdata 数据 2023Q1 我国旅游预订线上渗透率已达 60.6%、较疫情前 2019Q1 提升近 22pct, 推动在线旅游市场增长高于旅游大盘; 根据嘉世咨询数据, 预计 2024 年我国在线旅游市场规模将达 2.2 万亿元/恢复至 2019 年同期的 120%。

图表 15: 2019-2025E 在线旅行市场规模



数据来源: 嘉世咨询, 华福证券研究所

图表 16: 2017Q1-2023Q1 旅游预订线上渗透率

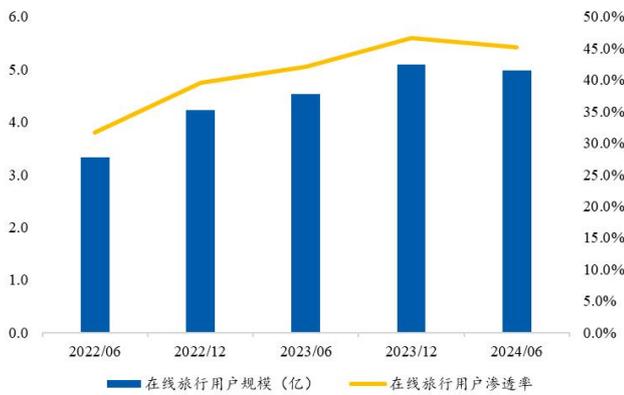


数据来源: Fastdata, 华福证券研究所

2.2 在线旅行用户渗透仍有空间，年轻用户和下沉市场为主要方向

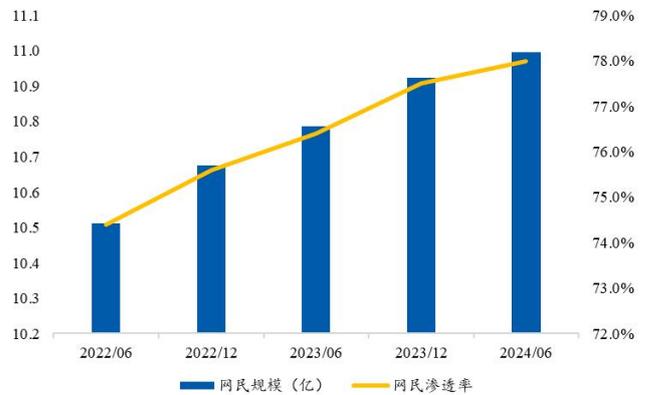
在线旅行用户规模同比持续增长，渗透率提升仍有空间：根据 CNNIC 报告，截至 2024H1 我国在线旅行用户规模约 5.0 亿/较 2023 年同期+9.6%/较 2022 年同期 +49.5%，用户规模同比持续提升；从线上渗透率来看，截至 2024H1 我国网民渗透率已达 78.0%、其中手机网民占总体网民比例达 99.7%，分各类互联网应用来看，在线旅行用户线上渗透率 45.2%，低于网约车（45.7%）、外卖（50.3%）、网络音乐（66.3%）等，对比来看在线旅行线上渗透率仍有提升空间。

图表 17: 2022/6-2024/6 在线旅行用户规模及渗透率



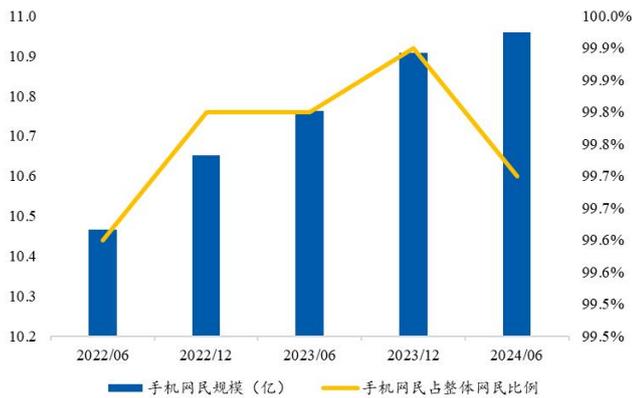
数据来源: CNNIC, 华福证券研究所

图表 18: 2022/6-2024/6 网民规模及渗透率



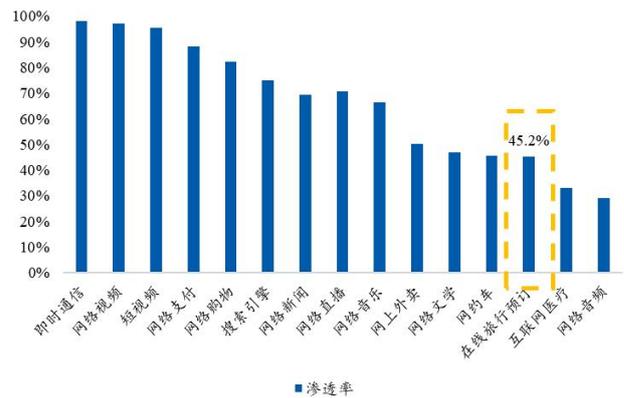
数据来源: CNNIC, 华福证券研究所

图表 19: 2022/6-2024/6 手机网民规模及占比



数据来源: CNNIC, 华福证券研究所

图表 20: 2024/6 各类互联网应用线上渗透率

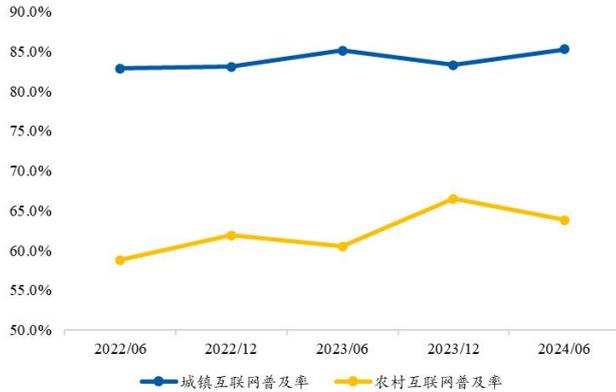


数据来源: CNNIC, 华福证券研究所

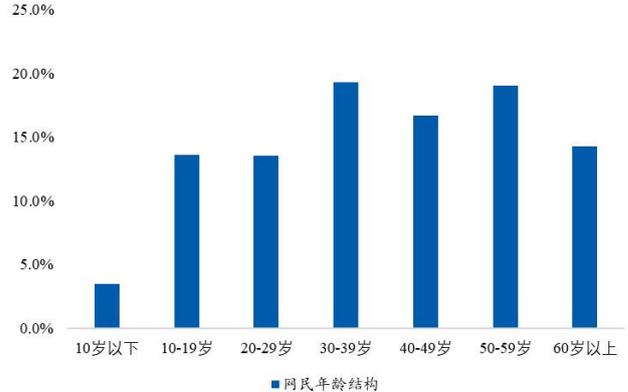
年轻用户重视悦己型消费构成在线旅行主要群体，下沉市场渗透率仍有明显提升空间：从用户画像来看，不同于整体网民年龄结构，年轻用户构成在线旅行的主力群体，根据艾瑞咨询数据，2023 年 90 后群体占在线旅行用户 6 成以上，其中 Z 世代群体占比近 4 成，当代年轻群体更加重视悦己型消费，旅行成为满足精神文化需求的重要形式；分城市结构来看，受益于高线城市更高的互联网普及率及基础设施，



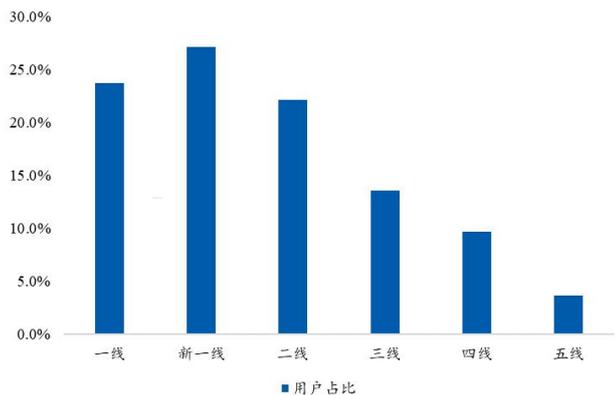
高线用户占在线旅游用户主体，三线及以下下沉市场用户占比仅 27%，相较于人口结构来看，下沉市场在线旅行渗透率具备较大增长空间。

图表 21: 2022/6-2024/6 城镇/农村互联网普及率


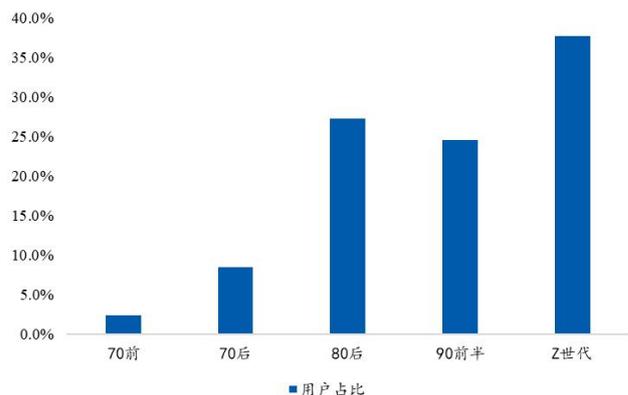
数据来源: CNNIC, 华福证券研究所

图表 22: 2024/6 网民年龄结构


数据来源: CNNIC, 华福证券研究所

图表 23: 2023 年在线旅游用户分城市结构占比


数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

图表 24: 2023 年在线旅游用户分年龄结构占比


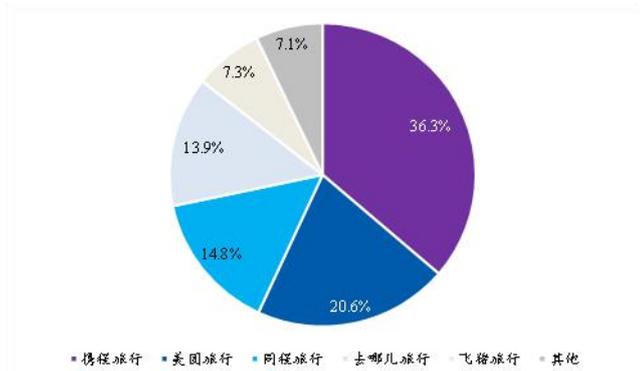
数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

2.3 OTA 一超多强格局稳定，头部玩家差异化竞争

上游资源整合&下游流量门槛高，OTA 一超多强格局稳定：由于在线旅行产业链上游资源复杂且分散，对于 OTA 玩家的资源整合能力提出了极高的要求，以携程、美团、同程旅行等为代表的龙头公司通过整合上游旅游资源形成平台丰富优质供给，深耕产业链提供完善的配套服务，高筑资源壁垒；同时 OTA 平台下游直接面向 C 端用户，对于平台的流量能力同样提出了较高的要求，因此 OTA 一超多强的行业格局稳定、竞争趋于缓和，根据 Fastdata 数据，2021 年携程+去哪儿市场份额约 5 成、领先其他 OTA 平台，美团、同程旅行、飞猪市场份额分别为 20.6%/14.8%/7.3%。

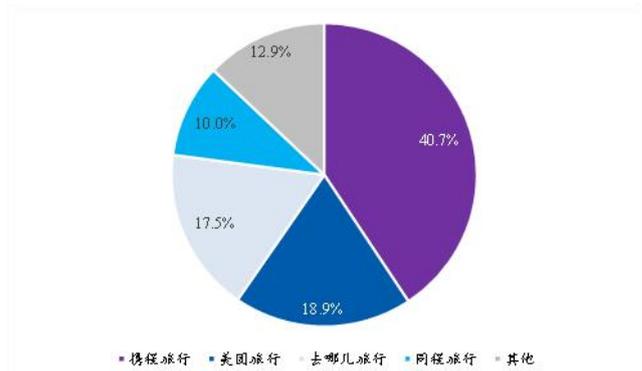


图表 25: 2021 年 OTA 市场份额 (GMV 口径)



数据来源: Fastdata, 华福证券研究所

图表 26: 2020 年 OTA 市场份额 (GMV 口径)



数据来源: Fastdata, 华福证券研究所

OTA 头部玩家差异化竞争: 携程作为 OTA 行业龙头主打高端和优质服务品牌形象, 以高线城市中等及以上消费能力用户为主, 同时以子品牌去哪儿旅行覆盖学生群体等价格敏感用户, 实现差异化覆盖; 同程旅行主打下沉市场与年轻用户, 基于微信九宫格与小程序流量优势渗透下沉市场, 同时以创新性、可玩性高的营销形式吸引年轻用户群体; 美团主要依托主平台构建本地生活生态, 酒旅业务主要聚焦下沉市场的本地生活需求; 三大主流 OTA 平台各有侧重和优势, 对目标客户群体实现差异化覆盖。

图表 27: 头部 OTA 平台差异化竞争



数据来源: 华福证券研究所绘制

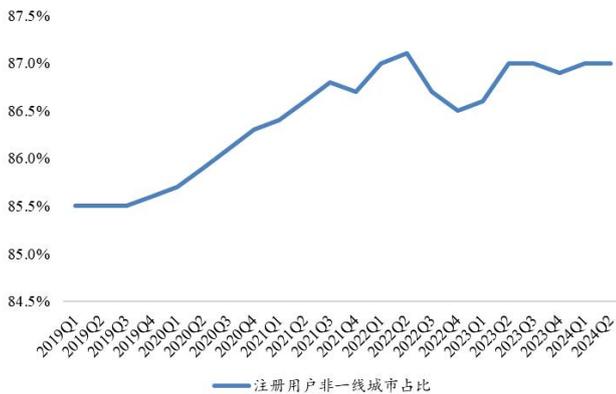


3 竞争优势：深耕下沉市场错位竞争，大股东赋能流量&库存

3.1 深耕下沉市场，拓展年轻客群

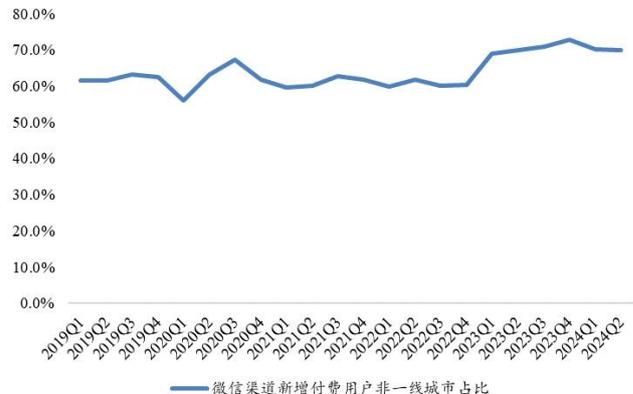
深耕下沉市场，同程旅行错位竞争。从用户结构来看，同程旅行重视下沉市场用户开拓，截止 2024Q2 平台注册用户中非一线城市占比达 87%，作为同程旅行重要流量来源的微信渠道中新增非一线城市付费用户占比 70%；当前高线城市在线旅行渗透率处于较高水平，同程旅行错位竞争、深耕下沉市场，具备更广阔的市场渗透空间。

图表 28：同程旅行注册用户结构



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

图表 29：同程旅行微信渠道新增付费用户结构



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

拓展年轻客户群体，培育消费增长潜力。根据同程旅行发言人公众号，2022 年同程旅行消费用户中 90 后和 00 后用户占比较 2021 年有稳步提升，其中 00 后占比约由 14.7%提升至 16.7%，截至 2022 年 12 月同程旅行小程序用户中 30 岁以下用户占比达 42.1%，以 Z 世代为引领的年轻化客群逐步成为旅游行业主力军的趋势下，同程旅行积极把握年轻客户需求、调整产品结构与市场策略，从而开拓年轻客户群体、培育增长潜力，当前旅游行业复苏下同程旅行通过“旅行+X”打开新营销、新圈层、新生态营销模式。

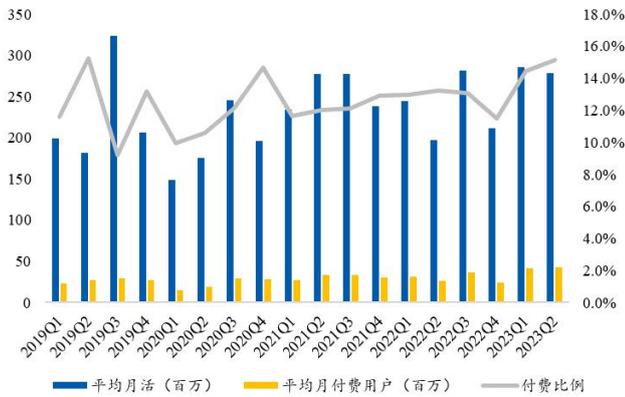
3.2 腾讯流量加持，开拓多元渠道强化交叉销售

腾讯流量加持，同程旅行是国内流量最大的 OTA 平台之一。微信作为同程旅行最主要、最稳定的流量入口，持续为其带来大量新增用户及流量赋能，2023Q2 同程旅行平均月活用户数达到 2.8 亿/同比+41.1%，平均月付费用户数达到 422 万人/较 2019 年同期+52.3%，付费比例达到 15.1%，年付费用户数近 2.2 亿，其中来自微信渠道平均月活用户数约 2.4 亿，贡献同程旅行当季 85%活跃用户；2023 年下半年以来同程旅行逐步将重心由活跃用户规模转向付费用户规模，在高 MAU 的基础上提升客户付费率和留存率，截至 2024Q2 同程旅行平均月付费用户数/年付费用户数分别



达 425 万/2.3 亿，同比持续增长。

图表 30: 同程旅行 MAU 及平均月付费用户



数据来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

图表 31: 同程旅行 APU

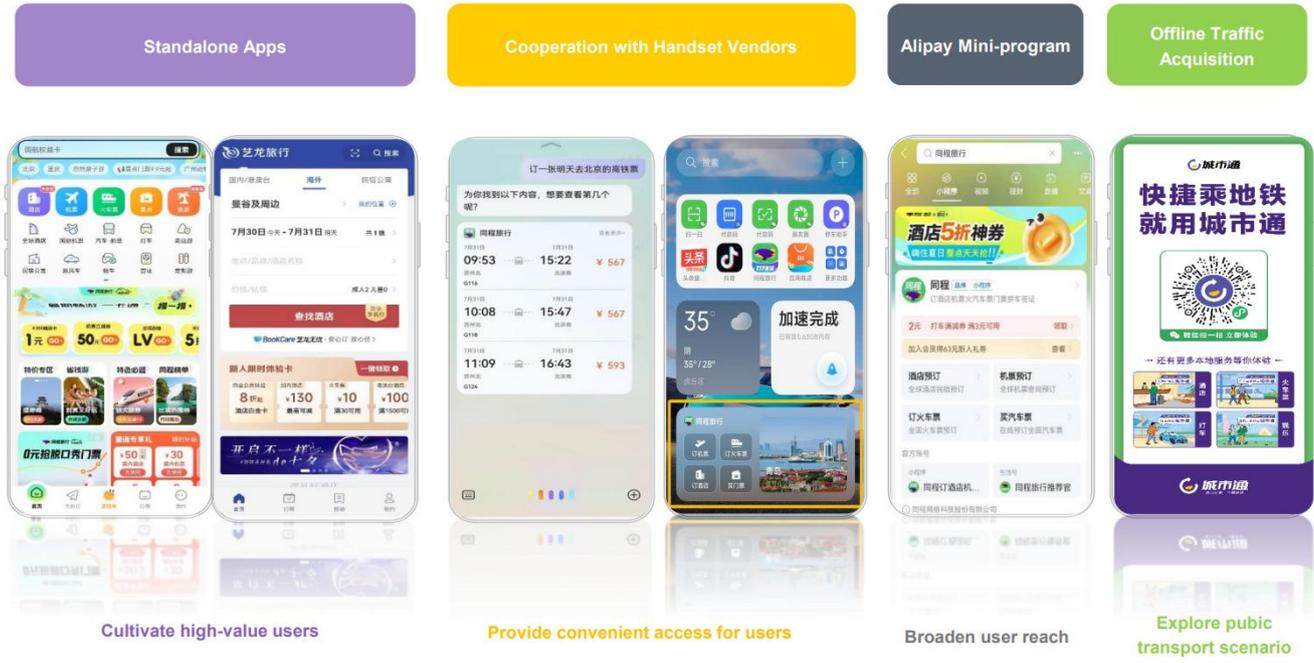


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

同程旅行与腾讯合作协议续签，深度布局微信生态。 同程旅行与腾讯的合作由来已久，同程旅游与艺龙合并后同程旅行与腾讯持续合作，多次续签三年期合作协议，具体包括《腾讯战略合作及营销推广框架协议》、《腾讯技术支援框架协议》、《腾讯支付服务框架协议》、《腾讯商旅相关服务框架协议》、《腾讯旅游资源销售框架协议》，以上协议均已于 2024 年 7 月底前完成续签，开启同程旅行和腾讯深度合作的新周期；同时，针对当前微信端用户更加多元化的出行场景需求，同程旅行于 2024 年 9 月将微信九宫格“酒店”预订入口进一步更名为“酒店民宿”以强化多元化的住宿产品供给、满足用户个性化需求，持续深耕微信生态。

开拓多元流量渠道，强化自有 APP 建设。 同程旅行在深耕微信生态的同时积极开拓多元流量渠道，加大对于兴趣电商、厂商生态、工具生态、私域生态以及线下服务等各类场景的拓展：1) 强化自有 APP 建设，提升高价值客户留存率，其中 2024Q2 期间同程旅行 APP 用户增长保持良好势头，APP 日活跃用户在五一假期期间创下历史新高，黑鲸会员累计购买人次大幅增加；2) 公司与华为的合作持续深化，将公司的产品和服务无缝嵌入华为智能助手界面、将旅游服务融入华为操作系统，有望进一步扩大用户触达面，深化用户对品牌的认知；3) 接入支付宝小程序界面，进一步扩大用户覆盖面和品牌曝光度；4) 推出“城市通”积极参与全国主要城市智慧旅游建设和交通客运服务的数智化改造升级，通过地铁等高频服务需求深耕本地市场；5) 通过音乐节、旅游节等线下活动提升品牌在年轻用户群体中的知名度与好感度，携手腾讯澳门音乐节持续强化在年轻一代中的品牌心智，首次推出“717 旅行节”打造创意营销 IP。

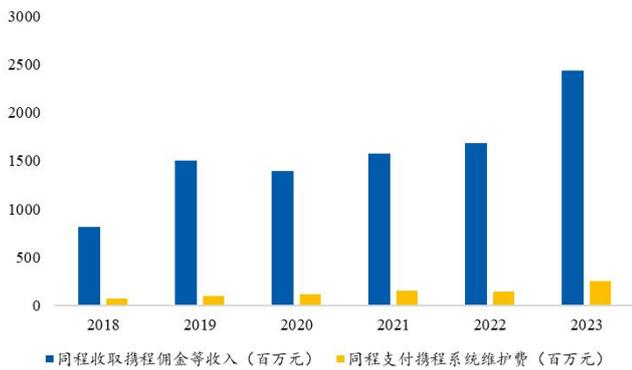
图表 32: 同程旅行开拓多元流量渠道



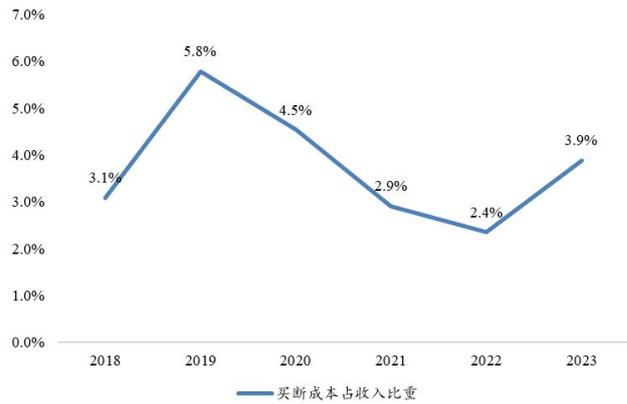
数据来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

3.3 携程库存共享, 强化自有供应链资源

背靠携程库存供给, 低成本获取丰富资源。携程与同程旅行相继签订《携程旅游资源销售框架协议》以及《携程旅游资源供应框架协议》, 实现酒店预订等业务资源的共享。基于双方签订的合作协议, 携程向同程旅行提供酒旅资源由同程旅行进行销售并收取所有佣金, 仅向携程提供系统维护费等固定费用, 2019-2023 年同程旅行向携程支付的系统维护费仅为 1.0/1.2/1.5/1.4/2.5 亿元, 获得的佣金收入则分别为 15.0/13.9/15.7/16.9/24.3 亿元, 同程以低成本获取丰富资源, 同时有助于自身买断成本比重控制。


图表 33: 同程旅行收取携程佣金及支付携程系统维护费


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 34: 同程旅行买断旅游及相关产品成本占收入比重


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

深耕旅游产业链, 深化自有供应链体系建设。

1) 旅行社: 同程旅行自 2022 年以来陆续收购北京同程国青国际旅行社、广东同程创游国际旅行社、同程国际旅行社有限公司和同程旅业等旅行社, 深度覆盖境内游、出境游、定制游等多层次业务, 同时基于收购旅行社掌握上游供应链资源及下游用户销售渠道, 其中 2023 年 12 月公司收购的同程旅业在中国大陆运营超 500 家线下门店, 覆盖国内江苏、浙江、广东、福建、江西、山东、安徽、北京、湖南、湖北等多省份主要旅游目的地及客源地, 在国内外供应链渠道上均有长期积累。

2) 酒管公司: 公司于 2021 年成立艺龙酒店科技平台, 通过内部孵化、投资并购与战略合作, 目前旗下包括美豪酒管、珀林酒管、艺程酒管、安程酒管、良程酒管、吉程酒管、启程酒管、爱电竞酒管、青藤易家酒管、日本艺丽酒管共十家酒管公司以及同驿科技、旅智科技、ROBOT 咖啡等业务中台, 截至 2024 年 6 月, 艺龙酒店科技旗下会员体系艺龙会拥有超 2500 万会员、会员人均消费金额超 1500 元/年、会员复购率高达 42%, 艺龙科技酒店平台旗下开业酒店超 1900 家、签约门店超 2900 家、覆盖全国超 270 个城市。

3) PMS 系统: 公司收购金天鹅等 PMS 品牌, 持续为中小酒店、单体酒店和非标住宿提供物业管理系统, 赋能经营管理效率提升和盈利潜力增长。



图表 35: 同程旅行通过收购深化供应链体系建设

年份	收购/出资标的	主营业务	交易价 (亿元)
2020	南京欧亚	商务旅游	
2021	广州浩宁智能设备	技术研发	
2021	湖南新地科技开发	交通运输软件	
2021	珀林酒管	酒店	
2021	爱电竞酒管	酒店	
2021	广州旅金科技	金融	4.5
2021	金天鹅	酒店PMS	
2022	湖南航空	航空客运	3
2022	北京同程国青国际旅行社	境内外跟团游	0.15
2022	广东同程创游国际旅行社	境内外跟团游	0.16
2022	同程国际旅行社有限公司	境内外跟团游	2
2023	同程旅业	境内外跟团游	7

数据来源: 公司公告, WIND, 格隆汇, 企查查, 华福证券研究所

图表 36: 同程旅业旗下分公司布局



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 37: 艺龙酒店科技平台旗下酒店品牌及布局



数据来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

强化海外供应链建设, 布局国际市场。2023年9月同程旅行启动“目的地全球计划”, 韩国、新加坡、匈牙利、澳大利亚等国家陆续加入计划, 并与马来西亚、葡萄牙、塞尔维亚等国家政府就旅游平台建设、旅游市场营销等领域达成合作, 已全面上线包括航班、酒店、跟团游等在内的各类旅游产品; 此外通过新加坡海外总部的设立统筹国际业务拓展, 目前酒店方面, 公司旗下艺龙酒店科技相关业务覆盖日本、柬埔寨、印度尼西亚等国家, 机票方面, 公司加强海外航司合作强化机票供给资源, 通过具备 ITA 资质的旅行社获取国际机票价格优势, 线下门店方面, 公司首家海外实体店于洛杉矶开业, 旨在强化北美市场线下服务, 以线上+线下的方式为用户提供全球目的地的机票预定、酒店预定、旅游度假及签证办理等一站式服务, 线

上渠道方面，公司计划上线北美本地化 APP “WatsTravel” 以强化北美本土市场渗透。

图表 38: 同程旅行“目的地全球计划”新加坡站



数据来源: 同程旅行发言人公众号, 华福证券研究所

图表 39: 同程旅行“目的地全球计划”匈牙利站



数据来源: 同程旅行发言人公众号, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基于前文对在线旅行行业未来渗透率提升方向及竞争格局的分析，我们预计 2024-2026 年同程旅行核心 OTA 业务将维持 16% 左右收入增速，度假业务在收入端带来明显增量贡献，预计 2024-2026 年度假业务收入分别为 29/33/38 亿元：

(1) **住宿预订业务** 受益于下沉市场目前较低的在线预订率仍有较大的提升空间，当前国内旅游住宿需求呈现多样化、扩散化趋势，下沉市场需求增长形成增量，同时连锁酒店及高质量民宿等住宿设施向下沉市场扩张提升供给端质量，同程旅行依托自身平台优势整合优质供给资源有望加速下沉市场住宿预订线上渗透，因此我们预计 2024-2026 年公司住宿预订业务收入增速 CAGR 为 13%；

(2) **交通票务业务** 主要包括机票、火车票预订，火车票线上预订率相对较高，后续增长主要来自于国内铁路出行需求的自然增长和铁路网络的扩张，机票目前下沉市场仍有渗透率提升空间，同时公司积极布局出境及海外市场机票预订业务，有望推动订单量稳定增长，因此我们预计 2024-2026 年公司交通票务收入增速 CAGR 为 16%；

(3) **其他业务** 主要包括广告、ITA&酒管、景区门票&旅行社、商旅、会员等，



近年来公司积极开拓多元化业务，艺龙酒店科技平台旗下酒管业务规模快速扩张，黑鲸会员规模持续增长，因此我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入增速 CAGR 为 20%；

(4) **度假业务**主要包括自营旅行社和景区业务，2023 年以来国内旅行社市场受供给缺口和自由行替代团队游需求变化影响恢复明显滞后于旅游大盘，公司有望依托平台&品牌优势渗透线下渠道，基于旅行社强化出境资源布局，因此我们预计 2025-2026 年公司度假业务收入增速将保持 15%左右。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 168/193/222 亿元，同比增速分别为 41%/15%/15%。

图表 40: 同程旅行收入拆分预测表

单位:百万元, 特别说明除外	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7392.9	5932.6	7537.6	6584.7	11896.2	16760.6	19303.8	22240.5
yoy		-20%	27%	-13%	81%	41%	15%	15%
Core OTA	7392.9	5932.6	7537.6	6584.7	11896.2	13860.6	15968.8	18405.3
%of 营收	100%	100%	100%	100%	100%	83%	83%	83%
yoy		-20%	27%	-13%	81%	17%	15%	15%
住宿预订	2358.1	1945.2	2408.7	2414.8	3899.5	4445.4	5023.4	5676.4
%of 营收	32%	33%	32%	37%	33%	27%	26%	26%
yoy		-18%	24%	0%	61%	14%	13%	13%
交通票务	4517.7	3471.1	4457.7	3378.9	6030.0	7055.2	8113.4	9330.4
%of 营收	61%	59%	59%	51%	51%	42%	42%	42%
yoy		-23%	28%	-24%	78%	17%	15%	15%
其他	517.2	516.3	671.1	791.0	1966.7	2360.0	2832.0	3398.4
%of 营收	7%	9%	9%	12%	17%	14%	15%	15%
yoy		0%	30%	18%	149%	20%	20%	20%
度假						2900	3335.0	3835.3
%of 营收						17%	17%	17%
yoy							15%	15%

数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

利润端，2024 年受同程旅业及呀诺达并表影响公司毛利率有所下降，后续受益平台规模效应毛利率预计将小幅提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 65.6%/66.0%/66.4%；考虑国际业务投放控制效率提升、对利润端拖累相对有限，预计费用端持续改善，预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 35.0%/35.0%/35.0%，管理费用率分别为 5.9%/5.8%/5.5%，研发费用率分别为 11.8%/11.3%/11.3%；因此预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 26/31/36 亿元。

图表 41: 同程旅行业绩预测表

单位:百万元, 特别说明除外	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7392.9	5932.6	7537.6	6584.7	11896.2	16760.6	19303.8	22240.5
毛利	5076.0	4236.0	5647.9	4777.9	8738.2	10996.0	12741.5	14761.4
毛利率	68.7%	71.4%	74.9%	72.6%	73.5%	65.6%	66.0%	66.4%
销售费用	2246.5	2131.3	3036.5	2801.2	4472.8	5866.2	6756.3	7784.2
销售费用率	30.4%	35.9%	40.3%	42.5%	37.6%	35.0%	35.0%	35.0%
管理费用	625.2	521.7	571.7	701.1	711.2	988.9	1119.6	1223.2
管理费用率	8.5%	8.8%	7.6%	10.6%	6.0%	5.9%	5.8%	5.5%
研发费用	1519.1	1245.5	1344.5	1414.1	1820.6	1977.8	2181.3	2513.2
研发费用率	20.5%	21.0%	17.8%	21.5%	15.3%	11.8%	11.3%	11.3%
归母净利润	688.1	327.6	723.4	-146.0	1554.1	1799.3	2194.2	2678.4
经调整净利润	1544.3	954.0	1296.4	646.2	2199.1	2592.4	3067.0	3643.5
经调整净利润率	20.9%	16.1%	17.2%	9.8%	18.5%	15.5%	15.9%	16.4%

数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

复盘同程旅行上市以来估值水平变化, 动态 PE 整体位于 10X~32X 区间内, 中枢为 18X:

1) 2019~2020 年动态 PE 中枢为 15~16 倍: 2019 年初受公司阶段性表现优异以及纳入恒生指数等利好催化股价上涨, 估值达到 20 倍以上, 此后逐步回落至 13 倍左右; 2020 年初受新冠疫情爆发影响股价大幅下滑, 估值一度下降至 10 倍以下, 达到公司上市以来估值底部, 而后伴随疫情阶段性得到控制估值逐步回升。

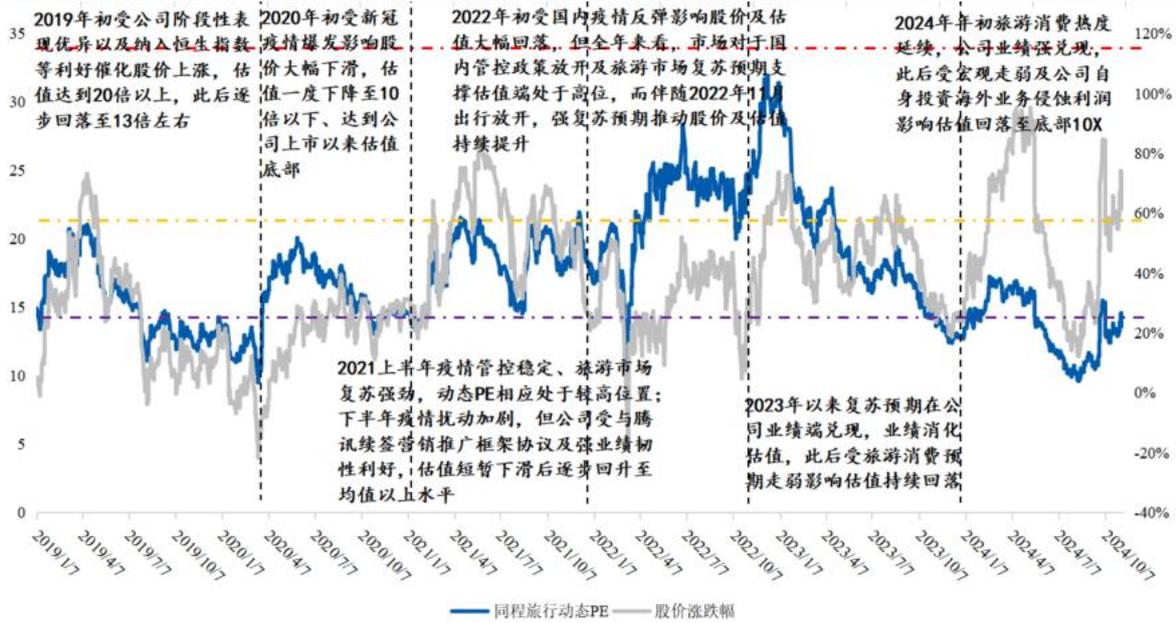
2) 2021 年动态 PE 中枢提升至 18 倍: 上半年疫情管控稳定、旅游市场复苏强劲, 动态 PE 相应处于较高位置; 下半年疫情扰动加剧, 但公司受与腾讯续签营销推广框架协议及强业绩韧性利好, 估值短暂下滑后逐步回升至均值以上水平。

3) 2022 年动态 PE 中枢提升至 23 倍: 2022 年初受国内疫情反弹影响股价及估值大幅回落, 但全年来看, 市场对于国内管控政策放开及旅游市场复苏预期支撑估值端处于高位, 而伴随 2022 年 11 月出行放开, 强复苏预期推动股价及估值持续提升。

4) 2023 年动态 PE 中枢为 21 倍: 2023 年复苏预期在公司业绩端兑现, 业绩消化估值, 同时受宏观经济环境影响市场预期审慎乐观, 估值端整体呈回落趋势。

5) 2024 年以来动态 PE 处于中枢以下: 2024 年初受旅游市场热度提振及在线旅游维持高增速, 公司估值回升接近中枢估值, 此后受宏观经济走弱及公司投资海外业务影响估值回落, 底部约 10x PE。

图表 42: 同程旅行估值复盘



数据来源: 彭博, Wind, 华福证券研究所

可比公司方面，我们选择港股国内 OTA 龙头携程集团-S、美股全球 OTA 龙头 Expedia、Booking 和 Airbnb 为可比公司，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 23/20/18 倍。

投资建议: 同程旅行作为下沉市场 OTA 龙头，背靠腾讯和携程的流量及库存资源竞争优势突出，国内业务竞争力持续提升；积极布局国际市场，有望推动中长期收入&业绩增量释放。我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 26/31/36 亿元，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 43: 可比公司估值表

可比公司	代码	股价	调整后EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
携程	9961.HK	441.3	24.3	26.2	29.7	18.2	16.9	14.9
Expedia	EXPE.O	180.3	11.6	14.0	16.4	15.5	12.9	11.0
Booking	BKNG.O	4,987.4	181.9	209.0	244.5	27.4	23.9	20.4
Airbnb	ABNB.O	132.8	4.4	4.9	5.6	30.3	27.0	23.9
可比公司均值						22.8	20.2	17.5
同程旅行	0780.HK	15.8	1.1	1.3	1.6	14.2	12.0	10.1

数据来源: 彭博, Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司盈利预测来源为彭博一致预期, 港/美股公司股价单位分别为元/美元, EPS 单位分别为元/美元, 数据日期为 2024/11/14



5 风险提示

1. **宏观经济风险：**宏观经济复苏不及预期，居民消费力减弱。
2. **行业竞争加剧风险：**伴随抖音、小红书等内容平台进入 OTA 赛道，冲击行业原有竞争格局。
3. **上游供应商挤压利润：**酒店龙头布局会员体系，直销模式挤压 OTA 平台利润。
4. **大股东流量及库存依赖度较高：**公司目前受益于大股东腾讯的流量支持和携程的库存共享，若大股东取消合作将对公司在流量和库存方面造成重大影响。
5. **整合不及预期风险：**公司并购同程旅业等公司若整合不及预期将影响公司业绩增长。



图表 44: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,192	4,192	4,828	5,562	营业总收入	11,904	16,769	19,312	22,249
应收款项合计	5,588	7,859	9,052	10,429	主营业务收入	11,896	16,761	19,304	22,241
存货	1	0	0	0	营业总支出	10,163	14,598	16,620	19,000
其他流动资产	4,119	4,193	4,218	4,247	营业成本	3,158	5,765	6,562	7,479
流动资产合计	14,900	16,244	18,098	20,238	营业开支	7,005	8,833	10,057	11,521
固定资产净额	2,495	2,771	2,921	2,958	营业利润	1,741	2,171	2,692	3,249
权益性投资	1,430	1,552	1,707	1,878	净利息支出	-16	3	21	-22
其他长期投资	1,723	2,000	2,000	2,000	权益性投资损益	-33	-50	-50	-50
商誉及无形资产	10,008	10,357	10,648	10,891	其他非经营性损益	85	0	0	0
土地使用权	161	246	369	471	非经常项目前利润	1,808	2,118	2,621	3,221
其他非流动资产	1,000	999	1,000	1,000	非经常项目损益	45	100	100	100
非流动资产合计	16,817	17,925	18,645	19,198	除税前利润	1,854	2,218	2,721	3,321
资产总计	31,717	34,169	36,743	39,436	所得税	288	409	503	614
应付账款及票据	4,131	8,071	9,187	10,471	少数股东损益	11	10	24	28
循环贷款	2,540	3,245	2,130	1,987	持续经营净利润	1,554	1,800	2,194	2,679
其他流动负债	5,216	974	1,145	1,307	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	11,887	12,290	12,462	13,765	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	11	511	1,011	11	归属普通股股东净利润	1,554	1,799	2,194	2,678
其他非流动负债	1,272	1,300	1,300	1,300	EPS (最新股本摊薄)	0.67	0.77	0.94	1.15
非流动负债合计	1,283	1,811	2,311	1,311					
负债总计	13,170	14,101	14,773	15,076	主要财务比率				
归属母公司所有者权益	17,703	19,215	21,093	23,456		2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	844	853	877	905	成长能力				
股东权益总计	18,546	20,068	21,970	24,361	营业收入增长率	80.6%	40.9%	15.2%	15.2%
负债及股东权益总计	31,717	34,169	36,743	39,436	归母公司净利润增长率	1,164.4%	15.8%	21.9%	22.1%
					获利能力				
					毛利率	73.5%	65.6%	66.0%	66.4%
					净利率	13.1%	10.7%	11.4%	12.0%
					ROE	9.3%	9.7%	10.9%	12.0%
					ROA	5.5%	5.5%	6.2%	7.0%
					偿债能力				
					资产负债率	41.5%	41.3%	40.2%	38.2%
					流动比率	1.3	1.3	1.5	1.5
					速动比率	1.3	1.3	1.5	1.5
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.7	0.8	0.9	1.2
					每股经营现金流	1.7	0.5	1.9	2.1
					每股净资产	7.6	8.3	9.1	10.1
					估值比率				
					P/E	24	20	17	14
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	20	13	11	10

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn