

公司研究

用户价值持续提升，核心 OTA 利润率增长明显

——同程旅行（0780.HK）跟踪报告

要点

24Q3 业绩保持高增，核心 OTA 利润率提升：24Q3 公司营收 49.91 亿元，同比+51%；实现经调整净利润 9.1 亿元，同比+46.6%；营收与经调整净利润均超公司此前指引。核心 OTA 营收达到 40.13 亿元，同比+22%；度假业务营收达到 9.79 亿元，环比+36%，亦超公司此前指引。24Q3 公司的经调整净利润率环比增长 2.7pcts 至 18.2%；核心 OTA 利润率达到 31.3%，同比+5.9cpts，环比+6.8pcts。利润率增长主要是由于：1) 住宿板块收窄用户补贴，推动酒店 net take rate 水平提升；2) 优化国际业务投资策略，注重收益管理和更精准的定价策略，国际业务对利润率的负影响减弱；3) 调整销售费用的用户投放侧重，微信端针对老客进行补贴优化。24Q3 公司销售费用率达到了 29.4%，同比-9.1pcts，环比-6.0pcts。4) 24Q3 度假业务实现盈亏平衡，利润率为 2.4%，减轻对利润端的拖累。

用户价值提升明显，加速开拓新流量与国际业务：自 2023 年以来，公司持续深挖用户价值，取得较好成效：1) 24Q3 公司的平均月付费用户数为 4640 万人，同比+5%；2) 截至 2024 年 9 月底，公司的用户购买频次每年超过 8 次，而 2019 年的用户购买频次约 5.5 次；3) 24Q3 公司的 ARPU 增长至约 70 元人民币，同比+53%；4) 24Q3 的 GMV 变现率提升至 6.9%，同比+2.2pcts。另外，公司通过自有 APP 持续拓展新增高质量流量。24 年国庆节前，APP 的日活跃用户突破 300 万，创历史新高。根据 Questmobile，2023 年 8 月至 2024 年 8 月，同程旅行 APP 的流量贡献从 4%提升至 8%。国际业务方面，公司在新加坡成立了海外总部，24 年中期推出国际旅游预订平台——HopeGoo。目前公司的国际业务营收贡献尚低，未来有望逐渐提升营收规模与盈利能力，扩大在全球市场的份额。

OTA 业务 24Q4 有望保持双位数增长，后续重点关注盈利能力提升：住宿预订板块，24 年国庆期间公司住宿预订量同比双位数增长，我们预计 24Q4 酒店的 net take rate 同比亦将增长，24Q4 公司住宿预订营收预计将保持同比双位数增长。交通预订板块：1) 根据航班管家，24 年 10/11 月中国民航的旅客运输量分别同比+15.2%/15.4%，行业趋势向好。24 年国庆期间公司的机票预订量同比双位数增长，公司的机票辅营产品丰富，尤其是保险产品的销售率稳定，机票预订量增长有望带动辅营产品销售，继而推动机票预订营收增长，我们预计 24Q4 公司的机票预订营收亦将保持同比双位数增长。2) 火车票预订方面，公司通过优化慧行系统持续提升火车票业务变现能力。综上，我们预计 24Q4 公司的核心 OTA 业务营收将保持同比双位数增长。考虑到公司的用户策略改变，后续重点关注公司通过优化费投效率，提升用户价值，驱动盈利能力增长的进展。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持公司 24-26 年营收分别为 172.63、201.95、231.34 亿元，经调整归母净利润分别为 27.40、32.52、38.72 亿元，当前股价对应 24-26 年经调整 PE 分别为 15/13/11 倍。维持“买入”评级。

风险提示：居民旅游支出不及预期风险、与大股东的战略合作不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,585	11,896	17,263	20,195	23,134
营业收入增长率	-12.64%	80.67%	45.12%	16.98%	14.55%
经调整归母净利润（百万元）	664	2,188	2,740	3,252	3,872
经调整归母净利润增长率	-50%	230%	25%	19%	19%
经调整 EPS（元）	0.30	0.97	1.18	1.40	1.66
经调整 P/E	62	19	15	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-12-12；2022/2023 年末的股本数分别为 22.40/22.55 亿股；2024 年 11 月末股本数为 23.26 亿股。港币兑人民币为 1: 0.91。

买入（维持）

当前价：20.05 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.26
总市值(亿港元)	466.42
一年最低/最高(港元)	12.38/22.34
近 3 月换手率	35.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.43	20.79	22.82
绝对	7.97	40.28	47.65

资料来源：Wind

目 录

1、 公司用户价值持续提升，核心 OTA 利润率明显改善	4
1.1 24Q3 业绩保持高增，核心 OTA 利润率达到 31.1%.....	4
1.2 用户价值提升明显，加速开拓新流量与国际业务	7
2、 盈利预测、估值和评级	8
3、 风险提示.....	9

图目录

图 1: 2024Q1-Q3 公司营业收入与同比增速	4
图 2: 2024Q1-Q3 公司经调整净利润与同比增速	4
图 3: 2024Q1-Q3 公司核心 OTA 营收与同比增速	4
图 4: 2024Q1-Q3 公司 OTA 各业务营收 (亿元)	5
图 5: 2024Q1-Q3 公司 OTA 各业务营收占比.....	5
图 6: 2024Q1-Q3 公司度假业务营收与环比增速	6
图 7: 23Q1-24Q3 公司毛利率	6
图 8: 23Q1-24Q3 公司销售费用率.....	6
图 9: 23Q1-24Q3 公司经调整净利润率.....	6
图 10: 23Q1-24Q3 公司核心 OTA 利润率.....	6
图 11: 2024Q1-Q3 公司平均月付费用户数与同比增长	7
图 12: 2023Q1-24Q3 公司 GMV 变现率情况	7
图 13: 同程旅行 APP 推出的火车票换座服务	7
图 14: 同程旅行 APP 的流量贡献持续提升	7
图 15: 同程旅行推出的国际旅游预订平台 HopeGoo	8
图 16: 外宾抵达湖南莫林风尚酒店张家界天门山店.....	8

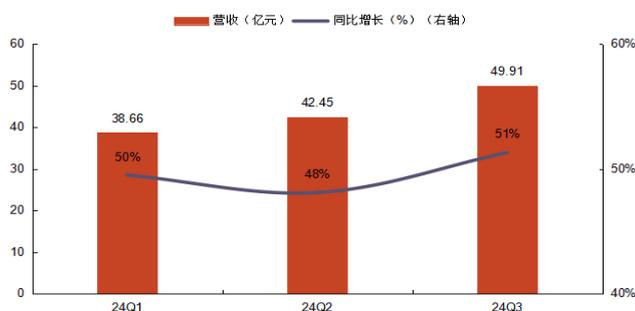
1、公司用户价值持续提升，核心 OTA 利润率明显改善

受益于机酒预订量增长、酒店 net take rate（净佣金率）水平提升、销售费用率下降以及国际业务减亏，24Q3 公司实现营收 49.91 亿元，同比增长 51%，超出公司此前指引（45%~50%）；经调整净利润 9.1 亿元，同比增长 47%，超出公司此前指引（8.0~8.5 亿元）。公司自 2023 年以来深挖用户价值，24Q2 以来注重国际业务效率提升，24Q3 已取得较好的成效，单个用户消费频次与 ARPU 分别提升至超 8 次/70 元，核心 OTA 利润率提升至 31.1%。

1.1 24Q3 业绩保持高增，核心 OTA 利润率达到 31.1%

24Q3 公司营收达到 49.91 亿元，同比增长 51%；实现经调整净利润 9.1 亿元，同比+47%。其中，24Q3 公司的核心 OTA 营收达到 40.13 亿元，同比+22%。

图 1：2024Q1-Q3 公司营业收入与同比增速



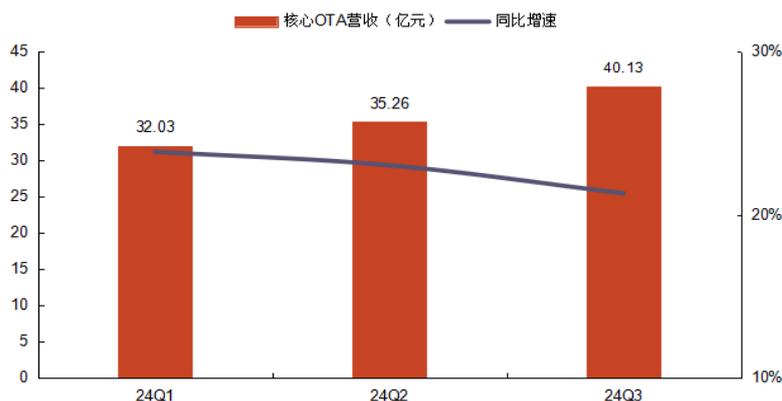
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：2024Q1-Q3 公司经调整净利润与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2024Q1-Q3 公司核心 OTA 营收与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

OTA 业务分板块看，24Q3 住宿预订实现营收 13.8 亿元，同比+22%，贡献 OTA 营收份额增至 34.3%。24Q3 酒店 ADR 同比下滑 4%~5%（公司的酒店 ADR 降幅低于行业降幅，主要原因是同程的酒店结构中，中低星级酒店占比较大，而中低星级酒店 24 年的 ADR 同比降幅较低），酒店间夜量同比增长部分中和了 ADR 下滑的影响，同时由于 net take rate 水平提升，因此 24Q3 住宿业务营收实现增长。

具体体现为：

- 24Q3 公司收缩用户补贴至历史最低水平，酒店 net take rate 水平提升；
- 公司 15 天交叉销售率从 23Q3 的 10% 增长至 24Q3 的 12%；
- 24Q3 整体住宿预订量同比增长约双位数，其中，国际酒店间夜预订量同比 +130%。
- 公司主要定位低线城市，而低线城市的酒店间夜量增速更快。

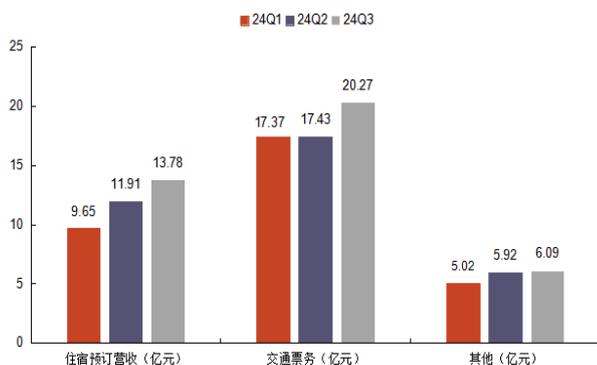
24Q3 交通票务实现营收 20.3 亿元，同比+21%，贡献 OTA 营收份额增至 50.5%。24Q3 交通业务的 GMV 占公司总 GMV 的份额约 70%+。其中，机票 GMV 占比约 50%+，地面交通 GMV 占比约 40%+，地面交通中的主要构成是火车票。24Q3 交通票务营收增长主要得益于公司优化机票的增值服务、提升火车票业务的变现能力以及机票票量增长。

具体体现为：

- 24Q3 同程的机票总交易量同比增长超过 20%，超过行业增速。其中，国际机票预订量同比增长超过 110%，国内机票预订量同比增长双位数。
- 机票预订量增长带动保险等辅营产品的销售，公司的保险产品购买率稳定在较高水平。
- 24Q3 公司通过完善替行系统提升火车票业务的变现能力，以及与线下票源合作收取服务费。

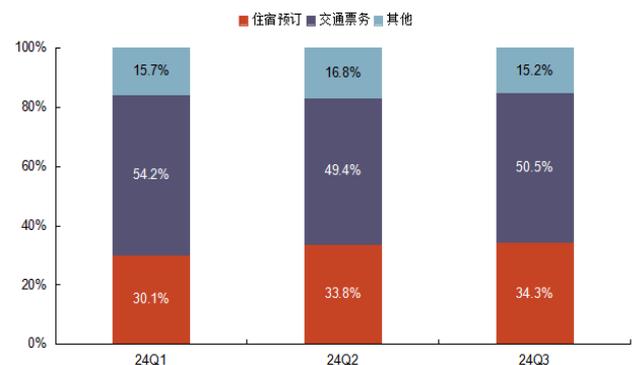
24Q3 其他业务实现营收 6.1 亿元，同比+24%。主要受益于酒店管理和在线旅游业务收入的增长。24Q3 公司为提升用户体验，对广告业务进行策略调整，广告营收表现相对较弱。24 年以来，商旅整体恢复较弱，24Q3 公司的商旅营收表现一般。

图 4：2024Q1-Q3 公司 OTA 各业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

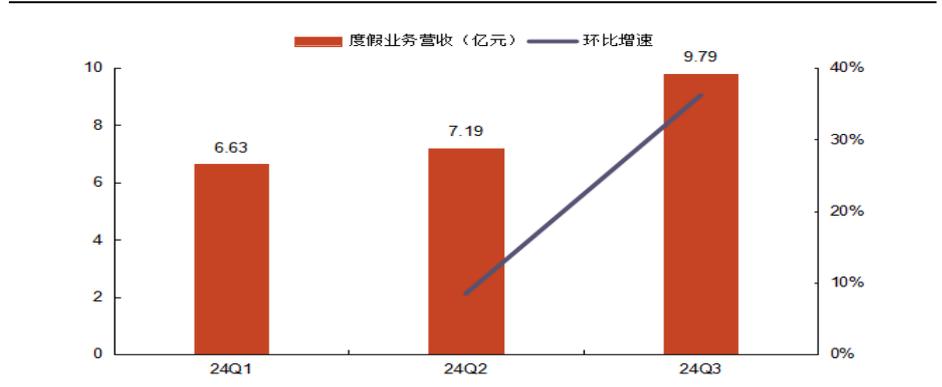
图 5：2024Q1-Q3 公司 OTA 各业务营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

从度假行业整体情况来看，2024Q3 国内的跟团游已恢复至 2019 年同期的水平，出境跟团游仅恢复至 2019 年同期的 30%。24Q3 公司的度假业务营收达到 9.79 亿元，环比+36%，超出公司此前指引（9-9.5 亿元），主要在于公司把握市场复苏机遇，提升运营效率，市场渗透率进一步提高。度假业务利润率已逐季改善，24Q3 公司度假业务的利润率为 2.4%，实现盈亏平衡。截至 24Q3 末，公司的线下门店数量超过 900 家。

图 6: 2024Q1-Q3 公司度假业务营收与环比增速

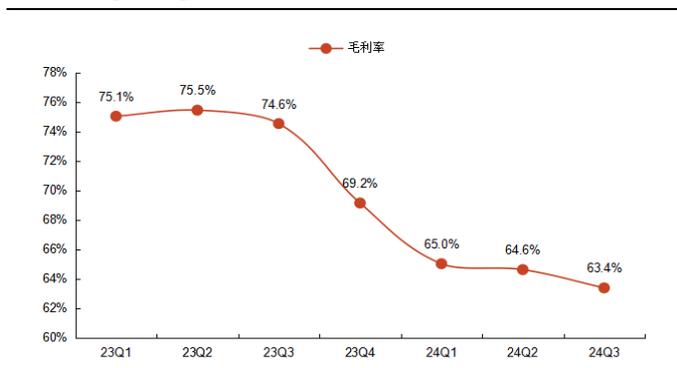


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

24Q3 同程旅行的毛利率为 63.4%，同比-11.2pcts，环比-1.2pcts，主要是由于整合度假业务。24Q3 经调整净利润率与核心 OTA 利润率均环比改善，经调整净利润率达到了 18.2%，同比-0.6pcts，环比+2.7pcts。

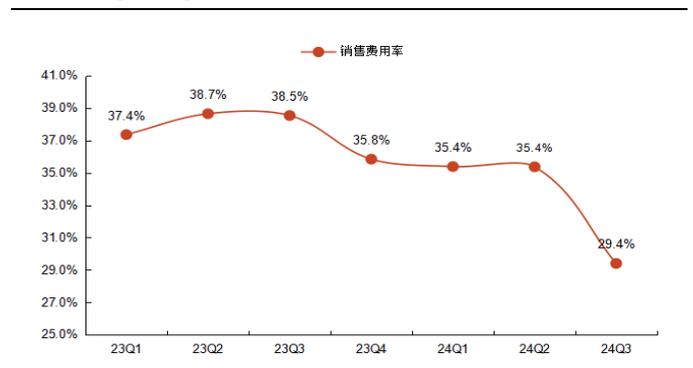
公司核心 OTA 业务利润率达到了 31.1%，同比+5.9pcts，环比+6.8pcts。主要得益于：1) 24Q3 公司调整销售费用的用户投放侧重，向老用户倾斜，提升微信端的费投效率。并且收窄住宿预订用户补贴。24Q3 销售费用率为 29.4%，同比-9.1pcts，环比-6.0pcts；2) 公司在国际业务方面专注于收益管理和更精准的定价策略，国际业务对利润率的负面影响减少。

图 7: 23Q1-24Q3 公司毛利率



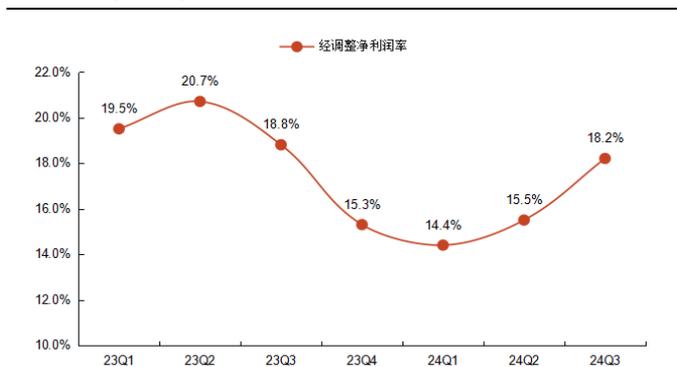
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 8: 23Q1-24Q3 公司销售费用率



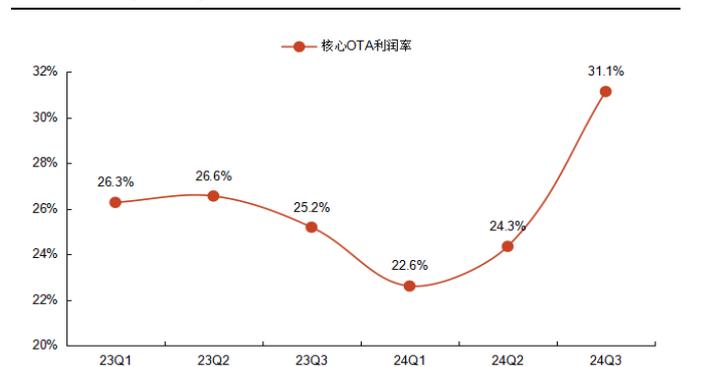
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 9: 23Q1-24Q3 公司经调整净利润率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 10: 23Q1-24Q3 公司核心 OTA 利润率



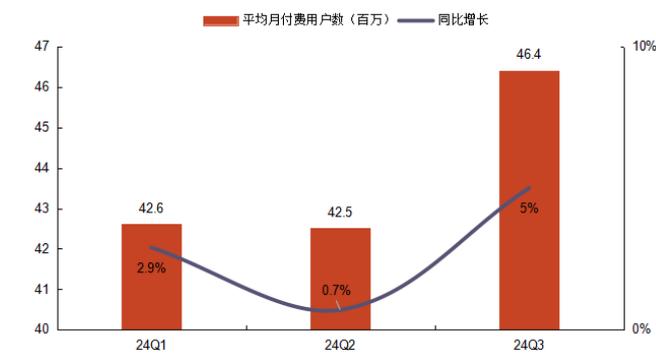
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

1.2 用户价值提升明显，加速开拓新流量与国际业务

公司在微信端的渗透率已保持在较高水平，增长空间有限，因此公司的用户策略重点逐渐从追求用户规模转变为提升用户价值和购买频率，目前该策略已体现出较好的成效。具体体现为：

- 公司平均月付费用户数进一步增长。24Q1-Q3，公司平均月付费用户数分别为 4260/4250/4640 万人，分别同比+2.9%/ +0.7%/+5%。
- 从 GMV 变现率来看，24Q3 公司的 GMV 变现率提升至 6.9%，同比+2.2pcts。
- 从用户购买频次来看，截至 24 年 9 月底，公司的用户购买频次每年超过 8 次，而 2019 年的用户购买频次约 5.5 次。
- 公司的 ARPU 增长至约 70 元人民币，较 2023 年同期增长 53%。

图 11: 2024Q1-Q3 公司平均月付费用户数与同比增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 12: 2023Q1-24Q3 公司 GMV 变现率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：GMV 变现率=交易额/营业收入

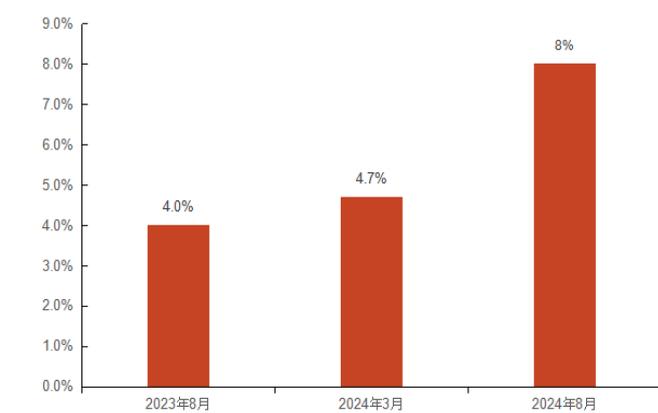
公司通过手机预装、品牌推广以及功能创新等持续推广自有 APP，APP 与微信的用户重合度较低，且出行频率更高，通过发展 APP，有望为公司吸引到新增且具备高价值潜力的用户群体。24 年国庆节前，同程旅行 APP 的日活跃用户突破 300 万，创历史新高。根据 Questmobile，2023 年 8 月至 2024 年 3 月，同程旅行 APP 的流量贡献从 4.0% 提升至 4.7%，2024 年 8 月，同程旅行 APP 的流量贡献进一步提升至 8%。

图 13: 同程旅行 APP 推出的火车票换座服务



资料来源：同程旅行 APP，光大证券研究所

图 14: 同程旅行 APP 的流量贡献持续提升



资料来源：Questmobile，光大证券研究所

以 Hopegoo 与艺龙酒店科技平台为抓手，加速布局国际旅游业务。2024 年公司在新加坡成立海外总部，并于 24 年中期推出国际旅游预订平台——HopeGoo，覆盖机票、酒店、火车票、门票、船票、当地玩乐等六大领域，支持全球 16 种货币支付和多种操作语言。另外，同程旅行以艺龙酒店科技平台为抓手，启动四海“艺”家计划，酒店针对入境游核心客源市场的消费习惯优化外宾入住体验，例如：门店双语服务指南、店内双语标识牌、双语礼宾服务以及更贴近外宾饮食习惯的特色早餐等。截至 24 年 7 月，艺龙酒店科技已开业酒店中，具备港澳台来宾及外宾接待能力的酒店超过 400 家，覆盖了全国 21 个省份的 80 多个城市。

图 15：同程旅行推出的国际旅游预订平台 HopeGoo



资料来源：HopeGoo 旅游，光大证券研究所

图 16：外宾抵达湖南莫林风尚酒店张家界天门山店



资料来源：同程旅行发言人，光大证券研究所

2、盈利预测、估值和评级

分业务板块来看，核心 OTA 业务方面，1) 住宿预订业务：2024 年国庆期间公司的住宿业务订单量实现同比双位数增长，叠加去年同期基数较低，我们预计 24Q4 公司住宿预订业务营收将实现同比双位数增长。2) 交通预订业务：机票方面，行业趋势向好，根据航班管家，2024 年 10/11 月中国民航的旅客运输量分别同比+15.2%/15.4%。2024 年国庆期间公司的机票预订量表现亮眼，实现同比双位数增长。受益于机票预订量增长，公司的辅营产品销售有望持续提升，驱动机票预订营收增长。火车票方面，预计公司持续通过优化慧行系统提示变现能力，我们预计 24Q4 公司交通预订业务营收有望实现同比双位数增长。3) 其他业务：考虑到酒管与会员业务增势较好，我们预计 24Q4 其他业务营收实现同比双位数增长。综合来看，我们预计 24Q4 公司的核心 OTA 业务营收将保持同比双位数增长。

度假业务方面，考虑行业整体情况，国内跟团游复苏良好，出境跟团游复苏节奏较慢，我们预计公司的度假业务营收将保持稳健增长。

我们基本维持公司 24-26 年营收预测分别为 172.63、201.95、231.34 亿元，考虑公司的费投效率提升明显，国际业务对净利润的负面影响逐渐降低，我们基本维持 24-26 年的经调整归母净利润预测分别为 27.40、32.52、38.72 亿元，当前股价对应 24-26 年经调整 PE 分别为 15/13/11 倍。维持“买入”评级。

3、风险提示

- 居民旅游支出不及预期风险

若用户出行意愿降低，消费支出乏力，将对公司营收增长造成负面影响。

- 市场竞争加剧风险

若市场竞争加剧，或将导致公司销售费用投放超预期增长，对公司业绩增长造成一定压力。

- 与大股东的战略合作风险

若公司与腾讯或携程无法按时续约，或对公司业务经营造成重大不利影响。

- 商誉减值风险

若发生商誉减值，将对公司净利润造成直接不利影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6585	11896	17263	20195	23134
销售成本	-1807	-3158	-6206	-6961	-7743
毛利	4778	8738	11057	13234	15392
服务开发开支	-1414	-1821	-1906	-2447	-2803
销售及营销开支	-2801	-4473	-5544	-6334	-7133
行政开支	-701	-711	-1138	-1340	-1535
其他收入	123	125	125	125	0
经营利润	-24	1869	2619	3263	4071
财务收入	58	175	209	269	338
财务费用	-137	-157	-165	-176	-174
应占联营公司业绩	-14.126	-33.402	-26.799	-26.799	-26.799
税前利润	-117	1854	2637	3329	4208
所得税	-46	-288	-554	-699	-884
净利润	-164	1566	2083	2630	3324
归母净利润	-146	1554	2068	2611	3300
经调整归母净利润	664	2188	2740	3252	3872

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产:					
存货	0	1	1	2	2
受限制现金	88	145	145	145	145
现金及现金等价物	3547	5192	13810	17789	22421
短期贸易应收款项	888	1218	1419	1660	1901
短期预付款项及其他应收款项	2697	4370	3784	4426	5071
按公允价值计量且其变动计入损益的短期投资	2669	1632	1586	1541	1495
物业、厂房及设备	1598	2495	2943	3470	4072
使用权资产	111	589	589	589	589
无形资产	8581	9580	8933	8289	7651
长期贸易应收款项	48	0	47	55	63
长期预付款项及其他应收款项	121	793	236	277	317
采用权益法入账的投资	1379	1430	1403	1376	1349
按公允价值计量且其变动计入损益的投资	758	1039	1104	1169	1233
其他	2547	3232	3232	3232	3232
资产合计	25035	31717	39232	44019	49541
负债:					
短期借款	443	2540	2520	2500	2480
贸易应付款项	2522	4131	7141	8010	8909
其他应付款项及应计费用	3040	4939	6801	7629	8485
合约负债	51	111	170	191	212
其他	803	1363	1363	1363	1363
长期借款	1858	11	11	11	11
其他应付款项	327	75	153	172	191
负债合计	9044	13170	18160	19875	21652
权益:					
股本	8	8	8	8	8
股份溢价	19877	20116	20116	20116	20116
其他储备	-2686	-2508	-2508	-2508	-2508
保留盈利 / (累计亏损)	-1467	87	2613	5685	9430
非控股权益	258	844	844	844	844
权益总额	15990	18546	21072	24144	27890
权益及负债总额	25035	31717	39232	44019	49541

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营所得现金	298	4023	9884	5508	6463
已收利息	54	173	0	0	0
已付所得税	-50	-192	-554	-699	-884
经营活动现金流入净额	302	4003	9330	4809	5580
投资活动所得现金流					
购买物业、厂房及设备	-515	-772	-661	-773	-886
购买无形资产	-18	-22	-32	-37	-42
其他	136	-968	0	0	0
投资活动现金流出净额	-397	-1762	-692	-810	-928
融资活动所得现金流					
借款所得款项	1993	720	0	0	0
偿还银行借款及利息	-69	-772	-20	-20	-20
其他	37	-389	-540	0	0
融资活动现金流入 / (流出) 净额	1535	-592	-20	-20	-20
年末现金及现金等价物	3547	5192	13810	17789	22421

资料来源: wind, 光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP