

携程集团-S (09961.HK)

2025 乘政策东风，旅游龙头高质量进阶

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
证券分析师：	杨玉莹		yangyuying@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070006

事项：

近两年 OTA 成为出行链中稀缺的强势验证赛道，2024 年携程集团跑出翻倍行情，本文为深度跟踪系列之三。

- ◆ **2024 携程集团缘何成就翻倍股？** 2024 年携程港股涨 95%。市场从年初起交易补偿性释放后旅游需求可持续、竞争格局与公司自身经营效率较疫前实质性改善，到 8 月后反应上游酒店内卷价格走弱下平台的产业链份额提升、出境自由行支撑线上渗透加速，再到 9 月下旬政策积极转向迎来估值修复，后续三季报扎实基本面对估值形成支撑。2024 前三季度公司收入增长 19%，Non-GAAP 归母净利润净利润增长 44%。
- ◆ **居民旅游需求韧性来自哪里？** 继国家假期制度优化，2025 开年中央进一步细化文旅消费提振措施。当前消费者信心指数仍处相对低位，但居民旅行消费倾向不减，追求理性消费的同时强化体验升级与情绪价值，2024 年前三季度国内游人次同比双位数增长，全年服务比商品消费增速高 3pct。国内游收入占经济比重处于恢复通道，参考海外人均 GDP 突破 1 万美元服务消费跃升历史演进，其有望好于 GDP 增速。
- ◆ **如何展望公司国内利润核心——酒店业务的后续发展？** 2024 年供需失衡二三季度酒店房价下探，四季度收窄至低个位数，假设供给增速温和则预计后续价格呈现企稳；间夜量由需求与线上渗透推动，2024 年休闲强商旅弱，携程间夜量增速比行业快 10-15pct。展望后续，预计休闲游仍韧性，若政策传导至商旅修复，则又一增长引擎有望启动，同时我国酒店 40%左右在线化率提升（美国超 70%）支撑平台好于行业增速；2023 年底我国酒店仍相对分散，平台与中央预订需求分化，目前连锁化率提升影响有限。
- ◆ **2024 年出境游高利润、高弹性，2025 年增长势能如何？** 2024 年国际航线运力从 1 月 65%恢复至 12 月 80%，自由行趋势下公司机票恢复度比行业快 20-40%，行业出境机票价格较 2019 年增幅逐季回归理性区间。展望后续，航班管家预计 2025 年国际航班增长 17%，跟踪地缘关系缓和和对长线游修复可能。复盘 10 余年居民出境游变迁，目的地本身可替代性强，安全事件、地缘政治、汇率变化动态影响周边国家出游次序。2019 年我国出境人次渗透率约 11%，签证含金量正逐步提升，参考全球约 26%有较大空间。
- ◆ **入境免签潜在效果？如何理解国际化新成长曲线？** 国际平台 Trip 是携程发展战略重心，目前在维持边际盈亏平衡的基础上优先提升规模与市占率，2024 年 10 月-2025 年 1 月 Trip 在中国香港、韩国、泰国、新加坡、马来西亚等地已经稳居旅游行业下载量前列，获客与留存策略持续验证。我国入境免签政策利好带动自由行提升，或加速 Trip 海外扩张乃至盈利进程，中线入境游对应万亿市场。考虑国内业务经营杠杆与营销效率持续改善，短期国际平台投放加大及占比提升对利润率扰动有限，潜在规模潜力大。
- ◆ **投资建议：** 公司国内、出境、国际业务三驾马车驱动成长，其中国内+出境基本盘优于行业增长、规模杠杆与效率优化支撑盈利改善，Trip 多个国家已跃居前列、入境政策利好释放或加速扩张进程。维持 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润 174/197/229 亿元，考虑过去两年行业格局与公司自身经营 α 的充分验证，2025 年叠加受益于政策提振经济带来的 β 弹性，兼顾后续股东回报提升潜力，参考可比估值给予公司 2025 年 20-22x 估值，对应市值约 4223-4645 亿港元，较当前有 16%-28%空间，维持“优于大市”评级。

风险提示： 宏观系统性风险、居民消费力不及预期、地缘政治、外部安全事件、海外竞争加剧。

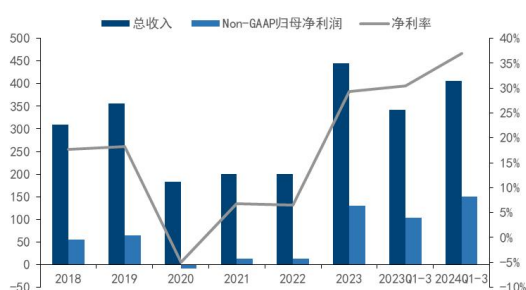
评论：

◆ 1、2024 携程集团缘何成就翻倍股？

2024 年携程集团美股涨 91%、港股涨 95%，自 2017 年达到高位历经多年调整后再次突破新高，在消费渐进复苏过程中仍录得翻倍行情，原因为何？

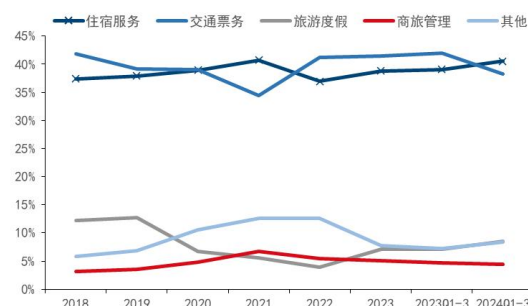
经营方面，2023 年国内游复苏+效率显著优化驱动业绩较 2019 年翻倍，2024 年出境游贡献重要增量。2023 年公司强势兑现国内中长线旅游复苏、线上渗透提升的逻辑，加之营销效率优化与规模杠杆作用下盈利能力实现大幅优化，公司收入较 2019 年增长 25%、Non-GAAP 归母净利润较 2019 年增长 100%。2024 年出境游成为公司增长重要增量、领先于行业运力 20-40% 的恢复度，前三季度携程收入增长 19%，Non-GAAP 归母净利润增长 44%。尽管国内出行普遍呈现“量增价减”趋势，二三季度机酒行业价格降幅扩大背景下，携程平台用户人均 GMV 贡献同比仍然持平，验证平台需求韧性、用户粘性与产业链议价能力；同时在补偿性需求释放过后费用率的优异管控，再次显示出 OTA 行业格局与公司效能相比于疫前的实质性改善。

图1：携程集团收入与利润增长



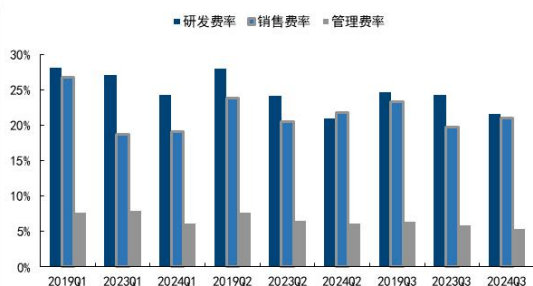
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：携程集团各业务占比情况



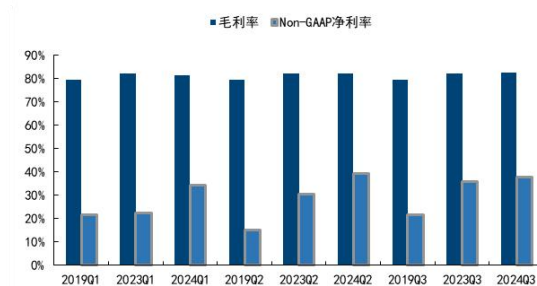
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：携程集团费用率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：携程集团毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

具体看 2024 年行情可分为以下三个阶段：

① 年初-5 月底股价累计涨 60%，业绩与估值双击。a 经历 2023 年的补偿性旅游需求释放后，市场担心旅游可持续性不足。但事实显示，2024 年以春节为起点的重要节假日期间国内游录得同比良好增长，多地文旅热点出圈形成持续催化，体验服务性消费依然好于商品销售、为相对景气赛道。b 内容玩家跨界未带来较大冲击。国内 OTA 玩家默契维持现有格局，跨界内容玩家使用场景与主流酒店预订对时间、空间的确定性要求存在错配，更多作为营销渠道谋求轻资产差异化发展。c 携程效率改善延续至国内游平稳增长区间，2023Q4 国内需求常态化后携程国内销售费率也并未明显走高、人员固定费用继续体现经营杠杆，行业格局较疫前实质性改善，公司自身三年内功修炼的效率优化再度被验证，APP 深耕内容也迎来营销优化收获期。

② 5月底-9月下旬累计跌10%，酒店行业走弱，市场悲观情绪扰动估值下修。酒店是OTA核心利润源，行业层面5-6月中高端酒店价格逐步走弱，市场担心行业价格对公司业绩的传导以及背后消费力变化反映的需求压力，携程股价从5月下旬起回调近30%，但二季报业绩展现酒店压力并未体现到OTA，反而验证在上游竞争加剧背景下平台在产业链话语权增强，平台酒店预订量增速维持双位数增长、价格好于行业降幅，股价反弹约30%。

③ 9月下旬-年底股价涨35%，政策积极定调驱动估值修复，扎实基本面有支撑。9月下旬国家政府明确大力提振经济、扩大内需，市场迎来估值修复行情；后续市场跟随实际基本面变化有所调整，部分个股回调至政策转向前，公司受益于扎实基本面、股价表现相对坚挺，其中三季度业绩再次高水准达成市场预期，出境游业务先于行业运力40%左右的恢复度，行业机酒价格均回落基础上平台用户人均GMV同比依然持平。

股价逆势翻倍的核心影响因素是旅游景气度与线上化渗透率持续演绎、行业良性竞争格局、携程自身坚实竞争力与迭代的经营效能。

图5：携程股价复盘



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理估算

总体来看，过去两年公司自身经营α充分验证，2025年还有望受益于政策提振经济带来的β弹性，国内、出境、国际业务三驾马车共同推动公司持续增长，基本盘业务良性格局下的持续效率优化与盈利改善支撑业绩确定性，也为Trip快速开拓海外市场提供底气，同时增强公司后续股东回报提升潜力。

◆ 如何展望后续国内旅游需求？

① 政策层面，2025年扩内需方向明确，服务消费政策利好频出。2024年12月中央政治局会议、经济工作会议先后召开，两次会议发出明确讯号，将扩大内需列为2025年经济工作的重要着力点，大力提振消费列为明年重点任务之首。其中商品消费达到一定水平之后改善的空间有压力，但是服务消费却有很大的提升空间，并且文化旅游业是服务消费的重要载体。继2024年8月国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，目前已出台优化节假日制度、地方消费补贴等多个举措。2025年1月，国务院办公厅再发布《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，进一步明确提升文旅消费。

表1：近期服务消费政策梳理

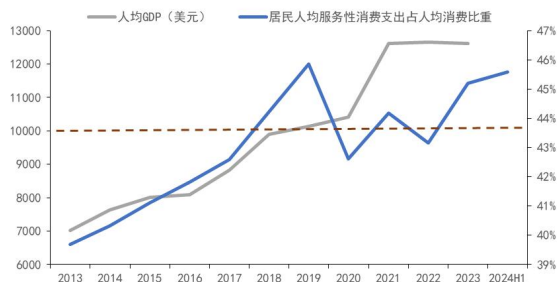
时间	发文机关	文件名称	简要内容
2024.5.17		全国旅游发展大会	着力完善现代旅游业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远
2025.7.31	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费措施的通知》	深入实施扩大内需战略，充分发挥消费对经济发展的基础性作用。其中提及扩大服务消费：扩大餐饮服务消费、丰富文旅消费、促进文体体育会展消费、提升健康服务消费
2024.8.3	国务院	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障。
2024.11.6	国务院办公厅	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点

2024. 11. 12	国务院	关于修改《全国年节及纪念日放假办法》的决定	春节、劳动节假期各新增一天，结合落实带薪年假休假等制度，实际形成较长假期。
2025. 12. 12	中央经济工作会议		会议确定了 2025 年九大重点任务，“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”是首要任务，其中指出扩大服务消费，促进文化旅游业发展；积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
2025. 1. 13	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

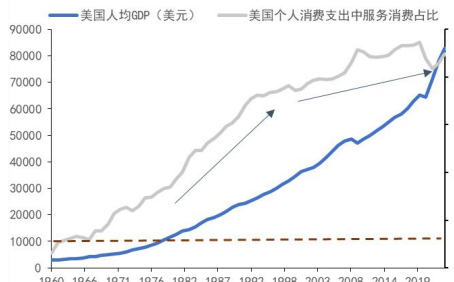
对比美国服务消费跃迁之路，我国服务消费提升潜力大。2013 年至 2023 年，我国居民人均服务性消费占居民消费的比重由 39.7% 提升到 45.2%，参考美国人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费快速跃升，预计我国服务消费提升潜力较大。

图6：我国服务性消费占比仍有提升空间



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

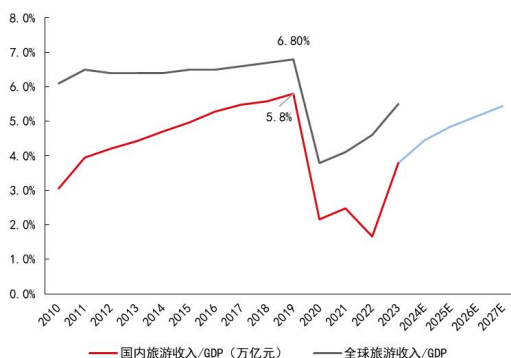
图7：美国人均 GDP 突破 1 万美元后服务消费加速提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

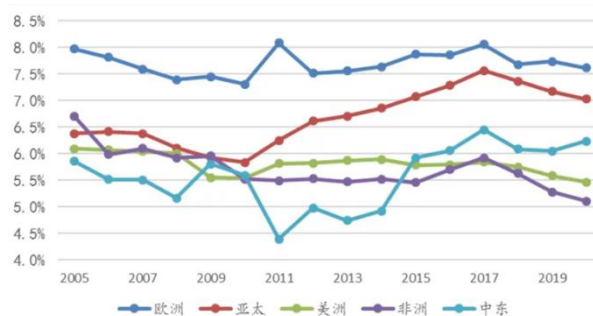
其中旅游作为服务消费的重要载体之一，占经济比重仍处于恢复通道。2019 年我国国内旅游总收入/GDP 比重为 5.8%，加上入境游收入后约为 6.7%，对比看 2019 年全球旅游总收入/GDP 平均水平为 6.8%、亚太为 7.0%、欧洲为 7.6%、中东为 6.2%、美洲为 5.5%、非洲为 5.1%，整体上较亚太及全球平均水平仍有提升潜力。若按照文旅部预测的 2024 年国内游收入实现 6 万亿元，则占 GDP 比重约 4.4%。后续预计旅游收入占 GDP 比重有望逐步恢复至疫前水平，并支撑行业增速快于 GDP 增速。

图8：我国国内旅游总收入占 GDP 的比重



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

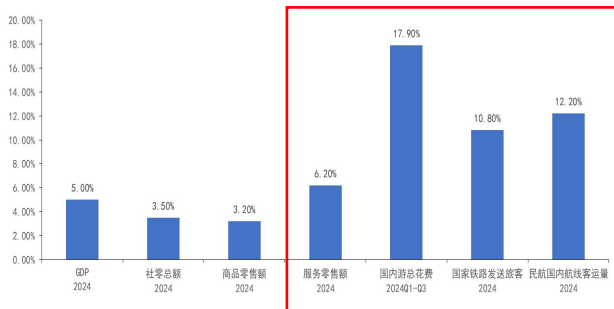
图9：五大区域旅游总收入相当于 GDP 的比重



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

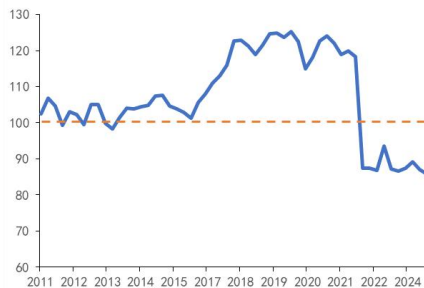
②从消费意愿上，2023-2024 年旅游成为相对抗周期的消费赛道。疫后经济环境趋于温和复苏，2022 年以来我国消费者信心指数仍处于相对低位，2024 年商品零售额低于 GDP 增速，消费者实物消费支出更加理性与精打细算。居民追求理性消费的同时强化体验升级与情绪价值，选择出游旅游目的地时不再拘泥于传统热门城市，而是以精神体验满足为先，整体服务消费增速持续好于商品消费 3pct、2024 年前三季度国内游总消费同比实现双位数增长。

图10: 服务消费增长是结构性亮点



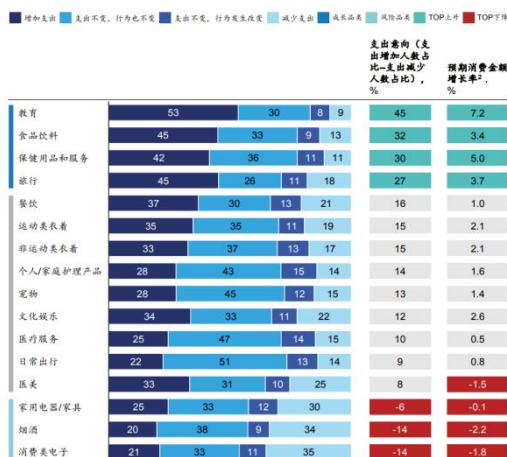
资料来源: 国家统计局、航班管家, 国信证券经济研究所整理

图11: 我国消费者信心指数处于相对低位



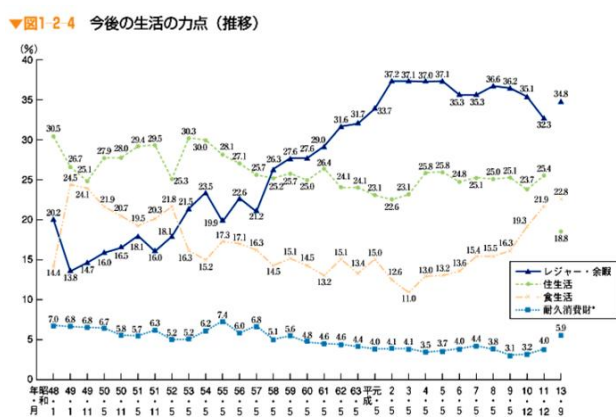
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 旅游消费倾向提升



资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理

图13: 日本居民生活重点调研



资料来源: 内阁府, 国信证券经济研究所整理

参考麦肯锡对我国不同年龄、不同城市的消费者信心调研，其中城市高收入人群、Z世代、一线富裕银发族展现积极消费观，一二线新中产相对悲观。尽管如此，在具体不同品类消费预算上，平均看受访者预期旅行支出也呈现同比增长。邻国日本来看，人均GDP突破5000美元、1万美元期间（昭和51年、昭和58年），休闲倾向呈现快速跃升趋势；在平成年初经济泡沫破裂后休闲需求仍然维持10年左右的相对韧性。究其本质，消费者更注重精神层面的解压与愉悦，旅游出行作为低频可选消费中的相对刚需。

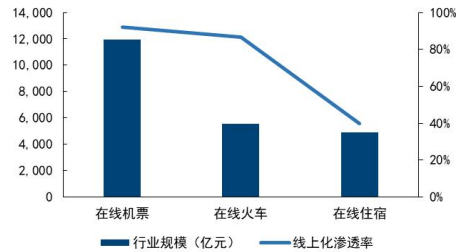
综上所述，考虑政策将旅游提升至战略地位，同时人均GDP上涨过程中旅游消费占比有望逐步向上恢复，同时居民支出偏理性谨慎但旅游消费仍然呈现韧性，我们预计后续国内游趋于常态化增长趋势下仍有望好于GDP增速。旅游市场包括交通、住宿、观光、餐饮、购物及其他旅游活动，其中考虑携程核心业务交通、酒店是旅游可选消费中的相对必选项，有望直接受益于需求景气度，对比各行业上市公司业绩也可验证。

2、国内酒店构成国内业务利润核心，如何展望酒店发展？连锁化率提升带来的影响？

① 携程国内酒店业务增速快速交通预定与行业大盘，线上渗透率提升驱动。根据弗若斯特沙利文统计，2023年我国在线交通预定、在线酒店预订规模分别为1.7、0.5万亿元，因二者变现率不同（上游话语权差异，估算携程国内交通2%左右，酒店8-10%）、成本不同（交通人工需求更高、渠道支付费用更高、研发技术需求更多），携程国内酒店利润率显著高于国内交通，也系市场关注重点。尽管上游行业增速均趋于成熟，但携程国内酒店间夜量增长快于交通票量，主要系线上化渗透率差异（交通90%左右、酒店40%

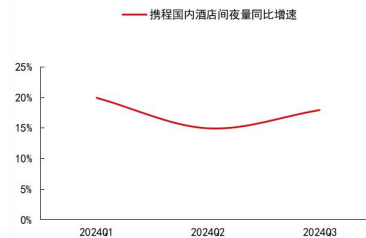
左右），因此在行业格局稳定下携程国内交通业务增速与行业基本相近，而酒店线上化渗透率提升叠加携程持续推进机酒交叉销售率，其酒店业务增速快于行业整体。

图14：在线旅游规模及线上化渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图15：携程国内酒店间夜量增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

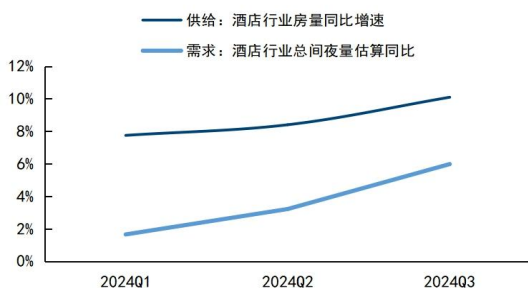
具体来看，**携程国内酒店收入=ADR x 间夜量 x 佣金率。**

携程国内上游酒店佣金率维持相对稳定。结合跟踪，携程系酒店统一与商户端谈判，目前设置10%、12%、15%三档基础佣金率，商户会根据携程提供的流量和合作情况进行选择。目前携程更多以生态合作共赢为基础，预计上游酒店佣金率整体维持相对稳定，仅结构性占比变化或带来变动。

ADR由行业价格主导，2024年行业供需失衡二三季度房价下探，预计2025年房价边际相对企稳。2024年酒店行业供需失衡，结合酒店之家数据估算，前三季度国内酒店行业房量供给增长（8-10%）快于出行间夜需求（酒店间夜量初步估算增2-6%）增长，单个酒店之间流量竞争相对更趋激烈，叠加上一二三季度需求快速释放、供给尚未回补下的高基数，2024年酒店行业ADR下滑，尤其高星级酒店下滑更为显著。携程依靠优化套餐酒店产品展示、完善酒店亮点实现2024年平台上套餐酒店ADR逆势提升29%，预计平台ADR降幅略好于行业。结合酒店之家数据跟踪，四季度以来国内酒店行业供需趋于平衡（供给与需求均6-7%左右增长），房价也稳定在低个位数下滑，假设供给增速温和则预计2025年房价有望呈现企稳态势。

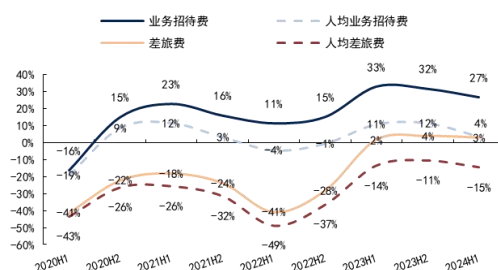
间夜量由行业与线上渗透共同主导，2024年休闲强商旅弱，携程间夜量增速比行业快10-15pct。2024年休闲强商旅弱背景下，平台流量阶段占优，酒店品牌连锁龙头OTA占比也阶段提升。同时在此背景下，公司P&D团队通过技术与需求洞察在运营、营销、售卖、服务整个经营周期赋能上游商家，比如2024年携程口碑榜为合作伙伴带来20%额外流量和10%额外订单；通过进一步完善酒店亮点及套餐产品展示，提升转化及收益。平台2024年前三季度国内酒店间夜量均实现15%以上增长，间夜量增速比行业快10-15pct。展望后续，预计休闲游仍韧性，若政策传导至商旅修复，则又一增长引擎望启动，同时我国酒店40%左右在线化率提升（美国超70%）支撑平台好于行业增速。

图16：今年以来酒店行业供给增长快于需求



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图17：A股上市公司商务需求指标（VS2019年变动）

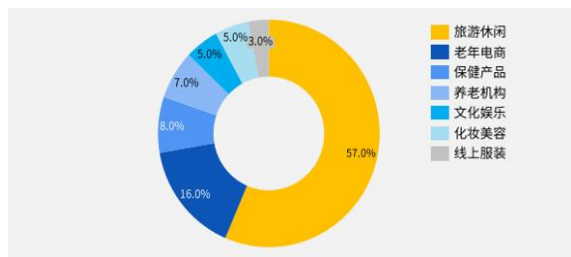


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

另外携程积极从人口变迁与消费趋势布局、助力酒店行业增量。携程针对50岁以上银发人群推出老友会，借助高品质的一站式度假产品、传统旅游淡季的专享价格，有效把握细分市场需求。2024年前三季度，50

岁及以上银发人群旅游订单同比增长 26%，高于其他年龄段人群增速，且人均支出比群体平均水平高 30%。针对年轻客群积极布局展演+旅游赛道，2024 年携程在线展演活动日均超 1.4 万场，同比增长近 5 倍。**针对旅游市场碎片化趋势**，携程团队游业务 2024 年推进携程 App“旅游”频道改版，从之前的宫格视角改为用户视角，将原先大团、小团、私家团、自由行混在一起的格局拆分为跟团游（大团、拼小团）和独立出行（私家团、定制游、自由行打包产品）两个板块，孵化出旅游司导平台，优化市场供给。

图18：中国老年群体可选消费结构



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图19：携程推出老友会



资料来源：携程，国信证券经济研究所整理

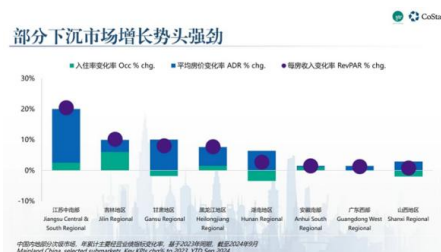
未来酒店在线化渗透率相比于海外还有提升空间（美国 2018 年 OTA+直销渠道+TMC 占比约 75%）。当前居民消费趋于理性化，社交媒体的蓬勃发展、不断改善的交通设施网络让越来越多小众旅游目的地被发掘、被传播，游客不再盲目追求热门景点，而是更注重个性化、深度游的体验。STR 数据显示，前三季度部分下沉市场酒店量价增势强劲。OTA 龙头通过技术迭代与大数据分析，精准捕捉用户自由行、多元化、小众下沉的需求，从而推动线下份额线上化提升。

图20：美国 2018 年酒店渠道分布



资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

图21：2024 年前三季度部分下沉市场酒店增势强



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

②就竞争格局而言，携程平台中高端酒店贡献国内酒店业务中将近 100%利润，中高端格局是关键。

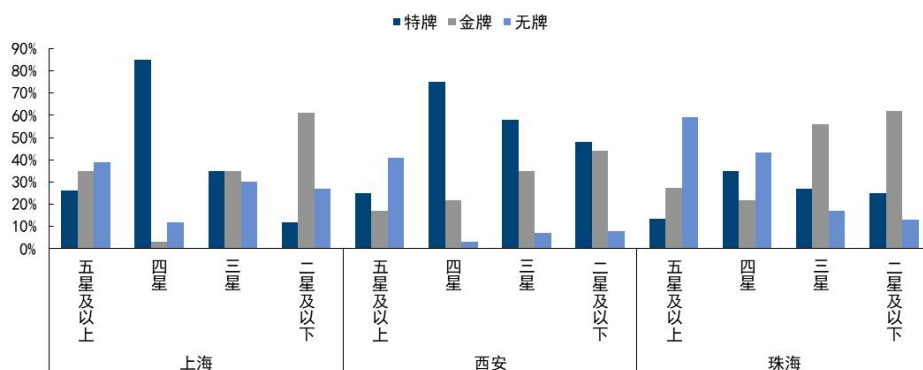
携程中高端客群主导，逐步突出高价值客群的 VIP 增值服务。携程最早 90 年代末通过机场发卡等积累优质的中高端商旅客群，流量先发优势突出，且在国内 PC 端向移动互联网转换红利期中有效完成了客户迁移，形成了稳定的 APP 端自有流量基石。发展过程中，携程坚持 7x24 小时自营客服呼叫中心，过往携程营业成本占收入比重约 20%左右，其中近一半成本来自客服，相应成本高于其他 OTA，有效服务重视时间成本的中高端客群。在机酒自动化解答率已超过 75%的背景下，公司依旧兼顾效率优化与服务品质，人工客服单均成本与用户满意度系双重考核重点。携程平台花费前 40%的用户贡献近 9 成 GMV，为巩固中高端客群基本盘，公司积极发力会员体系，2023 年公司会员奖励计划应计负债超过 10 亿，较疫前翻倍；同时会员权益实际兑换也开始提升，估算近一年来会员积分等权益兑换占销售费用比重从 2-3%逐步增至约 10%。

借助优质服务与产品深度绑定中高端用户与酒店，已有竞争格局良好，其他玩家颠覆难度较大。中高端酒店本身有相对完整的价格体系，对于自身品牌价值的维护意识更高；同时酒店注重平台的实际导流能力及对接售后能力，相应要求平台具备中高端流量心智，同时配备更大量专业的供应链开发团队来进行维护，

也即携程的“水泥”战略（预计 2023 年底携程开发团队约 8000 余人）。中高端酒店与中高端客群本质上均更追求品质服务，佣金/价格敏感度相对更低，因此已经积累中高端流量基因的平台借力双边效应有望发挥更显著的先发优势。（简言之，中高端用户心智+规模化 BD 团队→中高端流量转化高→提高上游议价能力，库存分配多、旺季间夜数占优、价格更倾斜→愿意在平台上更多曝光、佣金率更高→巩固用户粘性）。参考下图，我们选取在携程 APP 上抽样三个城市不同星级的前 100 家酒店统计挂牌与无牌酒店，考虑挂牌酒店本身对平台在库存与价格上更有倾斜，可看出携程平台三四星酒店资源优势突出。

从公司自身销售费率优化情况也可进一步反映现有竞争格局稳定，2023 年、2024Q1-3 携程经调整后销售费率分别为 20%、21%，而 2019 年为 26%。

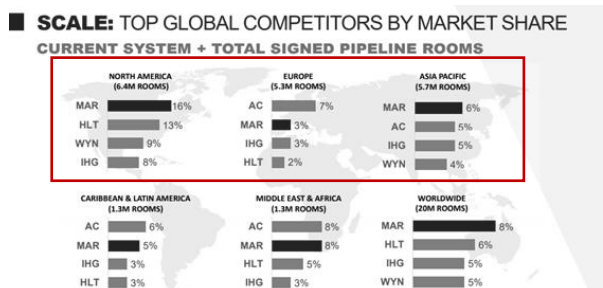
图22：携程平台在中高星级酒店优势突出（不同城市、不同等级酒店选取前 100 家中的挂牌情况）



资料来源：携程 APP，国信证券经济研究所整理

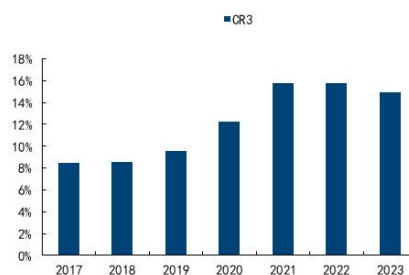
③关于连锁率提升对 OTA 影响，酒店高经营杠杆下运营客流为王，单体酒店愿意为其消费流量（酒店品牌方或在线旅游平台方）支付相对较高的溢价，单体酒店也因此成为 OTA 与酒店集团共同争取的对象。首先参考欧美，不同供需背后的酒店集中度与连锁化率下 OTA 市场有所差异（参考万豪公告中酒店行业全口径下，欧洲 CR4=15%、北美 CR4=46%；美国酒店连锁化率超 70%、欧洲约 40%左右），由此也带来 OTA 发展空间不同，美国不到 25%住宿预定通过线上旅游平台（根据 Statista），2023 年间夜数对比 Booking10.5 亿 VS Expedia 3.5 亿，但平台在各自区域的 OTA 行业份额均占 5-7 成。

图23：北美集中度高于欧洲



资料来源：万豪公告，国信证券经济研究所整理

图24：我国酒店行业 CR3 趋势变化



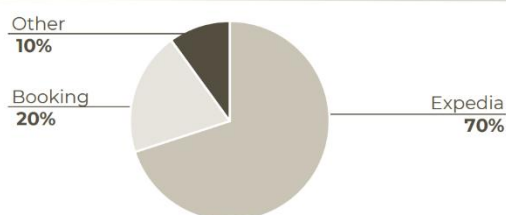
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图25: 北美集中度高于欧洲



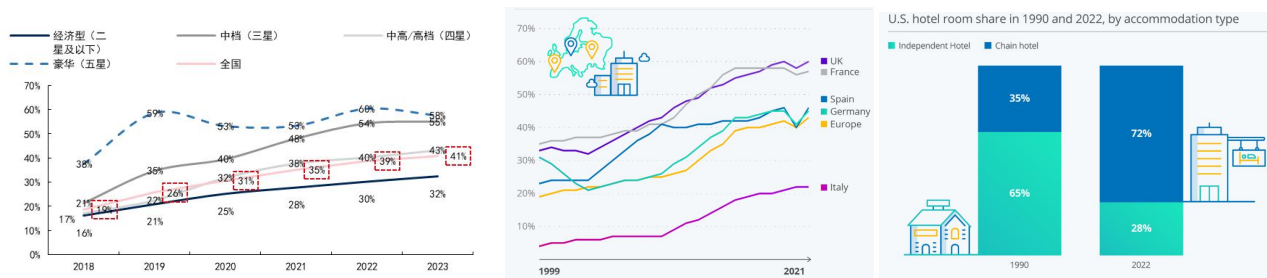
资料来源: phocuswright、国信证券经济研究所整理

图26: 美国市场 OTA 酒店预订市场份额



资料来源: 精选国际公告、国信证券经济研究所整理

图27: 从左至右依次是我国、欧洲、美国酒店连锁化率变化



资料来源: statista、盈碟咨询、国信证券经济研究所整理

当谈论到连锁化率提升对 OTA 的影响时，主要是在考虑连锁酒店自身中央预订渠道对 OTA 的替代作用。1) 我国 OTA 兴起于 90 年代末连锁酒店尚未发展阶段、OTA 成熟期我国酒店连锁化率不到 20%，给予平台规模做大窗口期。根据盈碟数据，2023 年我国酒店连锁化率提升至 41%、但上游酒店集中度尚低 CR3 仅 15%，疫前我国酒店集中度以 1pct 左右提升，疫情加速集中后 2023 年又回归常态化趋势，预计短中期头部集团快速提升至行业主导地位的概率不高。2) 对于携程来说，多元化选择下平台上休闲需求占比更高，休闲需求景气度更高时 OTA 平台在产业链份额也更高。平台本身与头部连锁酒店间交叉性相对有限，中央预订渠道占比高低取决于酒店本身的品牌力与用户粘性，商旅用户对标准化产品稳定性输出要求、更高品牌忠诚度更高（例如图 26），现有头部上市公司中华住、亚朵 CRS 占比较高约 60%以上，约 20-25%占比的 OTA 更多作为门店导入期与成长期的获客渠道、以及休闲流量重要来源，集团与 OTA 保持更多合作的关系；其他酒店集团多处于 30-40%左右、后续进一步提升比较考验产品力与品牌粘性的长期打造。我们预计短中期连锁化率提升对 OTA 份额影响相对有限，目前更多是在线化渗透率提升阶段的双方共赢。参考美国市场，即使在 2013 年酒店行业 CR5 接近 50%的情况下，Expedia2013-2019 年在美国市场的营收实现 18%复合增速。

图28: 不同人群预订偏好



资料来源: 2023 小城住宿行业趋势洞察报告、国信证券经济研究所整理

图29: 不同酒店集团 CRS 渠道占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

总结而言，2024 年多重因素驱动 OTA 在酒店产业链优势进一步凸显，携程好于大盘的间夜增速；后续即

使酒店供需增速更加均衡，在中高端酒店在线预定稳定竞争格局下，携程凭借自身稳定输出的优质服务、精准捕捉细分客群的用户需求仍有望继续受益于在线化渗透率提升。

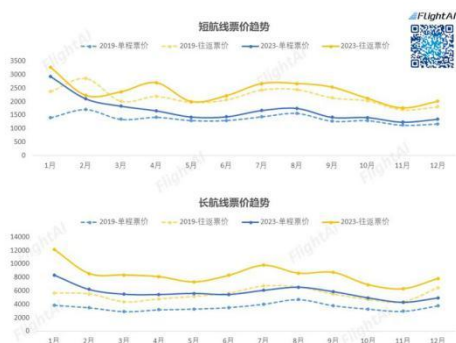
3、经过 2024 年快速修复后，2025 年出境游增长势能如何？

携程布局出境游已十余年，高客单下利润率更高。携程出境游布局最早可追溯到 2009 年，先后收购中国台湾、中国香港的本地旅行社为国内居民出境游搭建海外资源，估算 2019 年其出境游收入规模近 90 亿元、占集团收入约 25%，相应利润率更高（出境游对应更高的客单价，参考 FlightAI 数据跨境机票平均约为国内机票的 2 倍，2024Q2 万豪亚太区酒店 ADR 是中国区的 1.4 倍），估算出境游利润率比国内高 10pct 以上。

2024 年是出境游贡献公司核心增长驱动。2023 年起公司出境业务开启渐进复苏、2024 年贡献核心增长驱动，我们测算 2024 年前三季度携程出境机票票量同比分别增长 100%、65%、50%，其中交通价格同比双位数回落，预计全年出境机酒收入增长有望超 40%。展望后续，考虑出境机酒均为佣金率模式（GMV × 佣金率），其中在佣金率相对稳定，重点看 GMV 趋势。

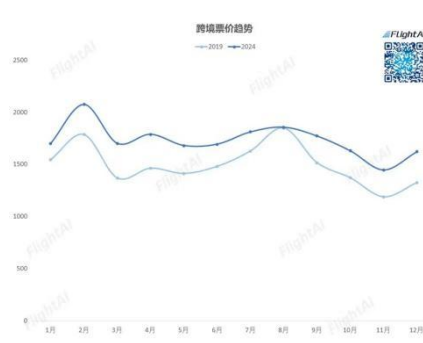
平台出境游机票价格回归理性价格区间，后续预计趋于平稳增长。经历了从 2023 年较疫前快速攀升（较 2019 年增长 20-50%）到 2024 年伴随供给增加重回理性价格区间（较 2019 年增长 5-25%），较 2019 年呈现逐季度增幅收窄。其中携程国庆假期至泰国、新加坡、马来西亚等出境短航线机票价格与 2019 年持平。

图30：2023 年出境票价较 2019 年增幅趋于收窄



资料来源：flight AI、国信证券经济研究所整理

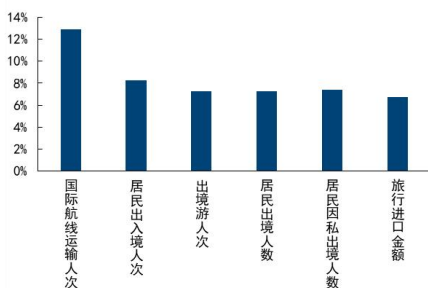
图31：2024 年我国跨境机票较 2023 年下降，但高于 2019 年



资料来源：flight AI、国信证券经济研究所整理

平台出境机酒量与行业运力恢复直接挂钩，2023 年以来伴随航线恢复、签证优化，我国出境人数逐步恢复，其中国家地区结构受航班或签证优化成都差异、以及区域安全事件、汇率波动等动态变化，同时在出行方式上呈现自由行趋势，携程平台份额较疫前增长。

图32：2015-2019 年我国出境 CAGR 增速一览



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图33：民航国际旅客运输量及恢复度



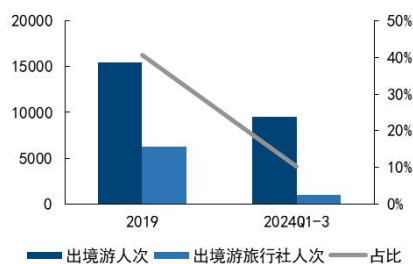
资料来源：航班管家、国信证券经济研究所整理

疫前国际航线人次双位数增长，2023、2024 我国旅客恢复至 37.5%、75.7%。2019 年中国出境人数 1.69 亿元，其中因私出境 1.62 亿人，文旅部统计的出境游人次为 1.55 亿人次，2015-2019 年均复合增速均约 7%左右。从航空出行来看，2015-2019 我国民用机场国际航线运输人次年均复合增速约 13%。根据航班管家，2023 年民航国际客运航班整体恢复至 2019 年的 37.5%，从年初的不足 10%上升至年末 55.8%；2024 年我国民航国际旅客运输总量达 0.95 亿人次，恢复至 2019 年的 75.7%，航班恢复从 1 月份 65.6%恢复至 12 月份 80.5%，其中境内航司承运人次从 1 月 72%恢复至 12 月 93.1%，全年恢复至 87.7%，外航约为疫前 57.6%。

展望后续，预计 2025 年国际航线仍处于恢复通道中，航班管家预计国际航班同比增长 17%。航班管家预测民航全年旅客运输量达 8 亿人次、同比增长 9.6%，其中国际航线仍以恢复为主，预估国际航班达 68.5 万班次、恢复至 2019 年的 88%，同比 2024 年增长 17%。

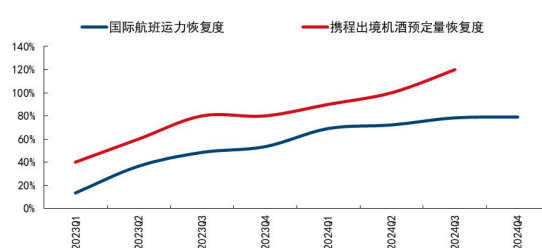
自由行趋势助力线上平台受益，携程市场份额有望继续扩张，从而维持优于行业增速。2024 年前三季度，中国出境旅游人数近 9500 万人次，恢复到 2019 年的 82%；其中全国旅行社出境旅游组织 965 万人次，仅恢复至 20%。我们分析主要系疫后需求端客群结构年轻化、且随出境次数增加自由行偏好提升，同时旅行社供应链资源搭建和恢复偏慢，航司运力未恢复至常态化水平时对旅行社渠道的低价包仓模式偏好降低，2024 年携程平台自由行出境机票量较 2019 年恢复度在旺季假期高于行业运力恢复 30-40pct，平日则高于 20-30pct，估算携程出境游机票份额从疫前 10-20%提升至接近 20-30%；但团队游恢复也相对渐进。中旅院预计 2024 年中国公民出境旅游市场将接近 2019 年水平。

图34：旅行社在出境游中占比



资料来源：航班管家、国信证券经济研究所整理

图35：携程出境机酒恢复 VS 航班运力恢复



资料来源：航班管家、国信证券经济研究所整理

复盘出境目的地历史变迁，安全事件、地缘政治、汇率变化动态影响居民出游偏好，出境游的目的地多元且可替代性强。疫前我国出国占比逐步提升，根据中国旅游研究院数据，赴中国港澳台人次从 2010 年左右的 70%多降低至 2019 年不到 60%。2024 年东南亚、日韩、中国港澳台为主的短线依旧是热门区域，占比超 70%。前几大出国目的地处于动态波动中，日本曾于 2010 年为境内居民第一大出国目的地，此后被超越 2019 年居第二位，受益于汇率变化提升旅游偏好，2024 年超越泰国重回第一。韩国曾于 2011 年超过日本成为居民第一大出境游目的地，2015 年 MERS 阶段扰动、2017 年萨德事件影响，2017-2019 年位于泰国、日本之后，略高于越南，2024 年在低基数上恢复程度好于泰国和日本。2015 年泰国超越韩国排名第一，2023-2024 年先后多起区域性安全事件扰动疫后恢复节奏，同为免签的新、马免恢复度相对领先。从签证角度，2024 年 3 月起我国与泰国互免协定生效，11 月先后放开对日韩单方面免签入境，根据韩联社与新华社报道的相关政府会议，日韩也在积极研讨放宽中国入境条件与团队游签证限制。

其他方面，相较 2019 年中东、欧洲、非洲恢复较快，12 月客运量已超 19 年同期水平；受航权限制等因素影响，美加恢复较慢，12 月仅恢复至 31%，后续存在进一步修复空间。

图36: 2024 年 TOP20 国家航班量分布



资料来源: 航班管家, 国信证券经济研究所整理

图37: 我国境内居民出境游人次占比变化

	2024	2019	2024年1-11月	2019年1-11月	2024年1-9月	同口径恢复度
泰国	670	1100	/	/	/	61%
日本	698	959	/	/	/	73%
韩国	/	602	430	551	/	78%
越南	370	580	330	/	/	64%
新加坡	/	360	289	/	/	预计接近9成
马来西亚	/	311	/	/	250	超2019年同期

资料来源: 各地旅游局, 国信证券经济研究所整理

图38: 2024 年 TOP20 国家航班量分布



资料来源: Flight AI, 国信证券经济研究所整理

图39: 我国境内居民出境游人次占比变化



资料来源: Flight AI, 国信证券经济研究所整理

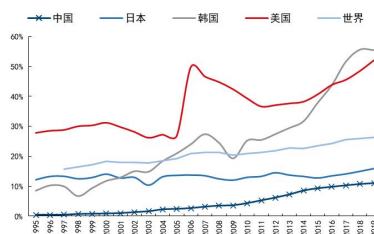
中线看, 我国签证含金量正逐步提升, 出境游渗透率相比海外还有提升空间。2019 年中国出境游规模达到 1.55 亿人次, 总渗透率约 11%, 横向对比全球约 26%仍有较大提升空间。根据国家管理局 2019 年 10 月发布, 2018 年持有有效普通护照的内地居民约占内地总人口的 13%; 2024 年共签发普通护照 2331.9 万本, 同比上升 26.5%, 恢复至 2018 年的 78%, 预计目前我国居民签证持有率处于 10-15%区间 (对比美国护照持有率 50%以上; 日本 2019 年护照保有率约 24%, 疫后下滑至不足 17%)。我国签证含金量正逐步提升, 根据 Henley & Partners2025 年亨利护照指数排行榜, 2025 年中国签证排名提升至 60/106。另外根据另一 VisaGuide2025 护照指数, 截止 2025 年 1 月我国护照拥有免签、电子签、落地签权限的国家或地区分别为 53 个、26 个、33 个。

图40: 中国历史签证排名 (Henley Passport Index)



资料来源: Henley Passport Index、国信证券经济研究所整理

图41: 各国出境游渗透率对比



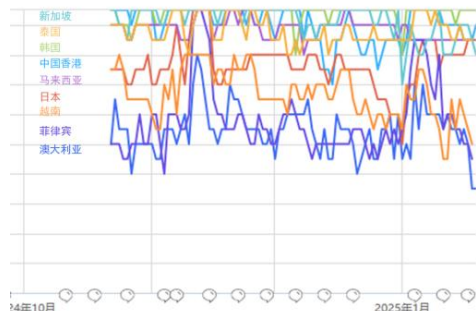
资料来源: Passport Index、国信证券经济研究所整理

总体而言, 复盘历史变迁, 出境游本身目的地多元、可替代性较强, 部分区域性事件或动态影响对于当地的出行偏好, 但对比海外我国出境游整体仍处于渗透提升阶段。参考疫前国际航线客流双位数增长, 当前出境行业运力本身处于可恢复通道区间, 2025 年行业运力有望继续呈现双位数增长。自由行趋势下携程出境游份额提升支撑公司表现出好于行业整体的增速表现。

4、入境免签的潜在效果有多大？如何理解 Trip.com 第二成长曲线？短期是否拖累利润？

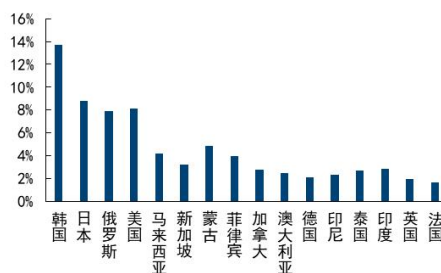
海外平台 Trip.com 是携程发展战略重心，多个国家用户下载稳居前三。Trip.com 系公司战略重心，估算 2024 年占集团总收入超 10%，在海外扩张的过程中在维持边际利润贡献盈亏平衡的基础上优先提升规模与市占率，目前未来 3-5 年均复合增速 50%，通过交通端补贴引流以差异化姿态减少直面竞争，酒店向上游收取更低的佣金率推行性价比战略，借助一站式 APP 持续推动机酒交叉销售率提升，以质价比与本地化人工客服服务留存用户。根据 Data.ai 应用排行榜，2024 年 10 月-2025 年 1 月 Trip 在中国香港、韩国、泰国、新加坡、马来西亚等地已经稳居旅游行业下载量前列。

图42: Trip.com 应用下载排行榜



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图43: 2018 年我国入境游国别占比

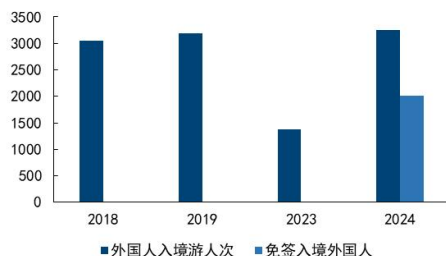


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

短期 Trip.com 对于集团利润率影响相对有限。2024 年四季度公司积极把握海外出游旺季增加品牌营销投放，以把握窗口期获取份额。目前 Trip 仍处于前期投放阶段，边际支出主要包括客服、支付手续费等成本，以及销售营销费用，其他的 IT/BD 费用则与携程主站出境业务共担。尽管国际平台投放加大及占比提升对利润率阶段存在稀释作用，但考虑国内业务经营杠杆与营销效率持续改善，公司整体利润率仍有望相对平稳。

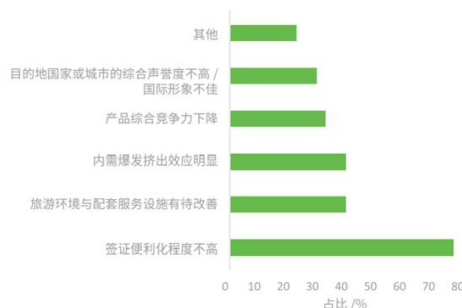
我国入境游免签政策优化至新高度，为 Trip.com 获客提供良好切入点。2023 年底以来我国入境游政策持续放宽，包括对签证放宽至新高度、酒店接待与支付相关流程优化等，结合 China travel 主题在海外社媒上的广泛传播，入境游有望迎景气发展阶段。其中，2024 年 12 月 17 日起，我国已同 26 个国家实现全面互免，对 38 个国家单方面免签，对 54 个国家实施过境 24 小时免签政策。2024 年，全国移民管理机构累计查验出入境外国人 6488.2 万人次、同比上升 82.9%，其中免签入境外国人 2011.5 万人次、同比上升 112.3%，此前 72/144 小时过境免签政策期间 80%以上人员临近期限届满才离开。

图44: 外国人入境人次及免签人次



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图45: 影响团队入境游客问题



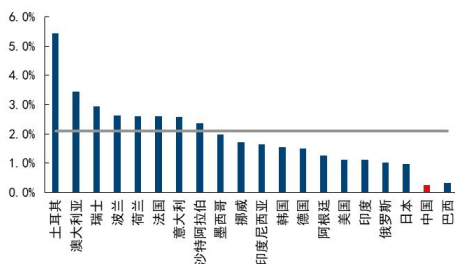
资料来源：WTA、国信证券经济研究所整理

传统入境游旅行社恢复偏慢，国际玩家不少退出市场，格局变化下 Trip 直接受益。2019 年旅行社接待外国人人次数占入境游约 55%，疫后线下旅行社资源和人才重建需时间，且传统热门线路与目前免签和社交媒体广泛传播下外国友人更多元的旅游需求匹配度也在变化，前三季度接待外国人次中 22%来自旅行社。国

际竞争主体不少退出国内市场。Trip.com 快速发展，在亚太区域用户规模与知名度显著提升，背靠携程国内非常完备的资源优势和热点捕捉不断获得份额，今年前 11 个月携程平台入境游人次同比增长 119%，酒店预订同比增长约 100%。2024Q2 入境游业务占 Trip.com 收入比重超 25%，较 2019 年约 10% 左右显著提升。

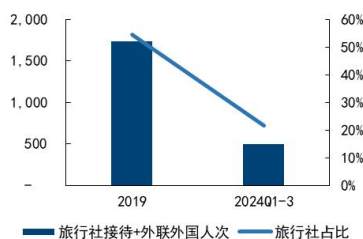
长期看入境游市场潜力较大，2019 年国际旅游收入中交通住宿占比 46%。我国 2019 年外国人贡献的国际旅游收入占 GDP 比值不到 0.5%，参考世界主要经济体的入境旅游收入占 GDP 比例在 1%-3%，以 2024 年 GDP 静态估算提升 1% 对应旅游规模上万亿市场。参考国家统计局数据，国际旅游收入中 OTA 平台有关的长途交通贡献 31%、住宿贡献 15%，合计占比 46%。

图46：入境游收入/GDP 比重



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图47：入境游旅行社占比降低



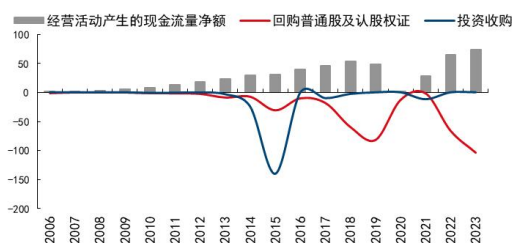
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

5、对标海外 OTA 龙头，如何看待携程估值？

携程目前 GMV 已成为全球第一，参考可比公司 Booking，2010-2024 年平均估值中枢约 20x，2024 年提升至 23-27x，公司长期目标为收入端增长高于 8%，EPS 高于 15%，彭博一致预期公司 2024-2026 年经调整净利润 CAGR 增速约 11%，经调整 EPS CAGR 增速为 16%，OTA 优异商业模式叠加国际龙头地位稳固下业绩增长确定性以及积极的股东回报，Booking 享受估值溢价。

当下来看，携程国内、出境、国际业务三驾马车共同推动公司持续增长，酒店在线化渗透率提升较欧美仍有提升空间，携程国内中高星竞争壁垒稳固，目前国内酒店分散、连锁化率提升对 OTA 影响无需过多担忧；出境游 2025 年增速仍有支撑，自由行趋势下出境游市场份额提升；Trip.com 快速扩张周期中线上有望形成第二成长曲线，入境政策利好或加速扩张进程。维持 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润 174/197/229 亿元，过去两年公司自身经营充分验证，2025 年还有望受益于政策提振经济带来的 β 弹性，叠加后续在股东回报层面有望更积极，参考可比估值我们给予公司 2025 年 20-22x 估值，对应市值约 4223-4645 亿港元，较当前有 16%-28% 空间。

图48：Booking2006-2023 年现金流情况（亿美元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图49：Booking 历史估值中枢



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

宏观系统性风险、消费力复苏不及预期风险、航班运力恢复不及预期、海外扩张节奏不及预期、股东减持风险、地缘政治风险。

表2：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值（亿）	EPS					PE			投资评级
		2025-1-21	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
9961. HK	携程集团-s	3,389	19.1	25.4	28.8	33.5	26	20	17	15	优于大市
0780. HK	同程旅行	406	1.0	1.2	1.5	1.7	18	14	12	10	优于大市
BKNG. 0	Booking	1,631	152	183	209	245	32	27	24	20	无评级
ABNB. 0	Airbnb	857	8.4	4.0	4.3	4.0	16	34	31	34	无评级
EXPE. 0	Expedia	240	9.7	11.9	14.2	17.2	19	16	13	11	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：EPS 均为经调整后口径，Booking、Airbnb、Expedia 来自彭博一致预期；携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元

相关研究报告：

- 《携程集团-S（09961. HK）-国内旺季经营优异，国际业务蓄力成长》——2024-11-21
- 《携程集团-S（09961. HK）-二季度经调净利润同比增长 45%，经营效能再次验证》——2024-08-28
- 《携程集团-S（09961. HK）-拟发行 13 亿美元可转换优先票据，积极拓展海外业务》——2024-06-06
- 《携程集团-S（09961. HK）-公司深度二：打通国内外出行闭环，龙头迈向全新发展周期》——2024-05-31
- 《携程集团-S（09961. HK）-一季度经调净利润同比增长 96%，出境游复苏核心受益龙头》——2024-05-23

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17000	41592	48826	64356	84518	营业收入	20039	44510	52926	61709	71249
应收款项	16655	26046	37410	45310	50557	营业成本	4513	8121	9844	11601	13466
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2235	3346	5134	5986	7125	销售费用	4250	9202	11917	14249	16577
流动资产合计	61435	88732	110005	138014	169035	管理费用	11838	16513	17928	19385	20959
固定资产	5204	5142	6265	6052	5804	财务费用	(532)	(23)	(760)	(717)	(637)
无形资产及其他	72898	72577	71851	71133	70421	投资收益	(586)	1072	3100	2945	2798
投资性房地产	1977	3344	3344	3344	3344	资产减值及公允价值变动	2015	(667)	1300	0	0
长期股权投资	50177	49342	49342	49392	49442	其他收入	(2464)	1538	1403	1431	1460
资产总计	191691	219137	240807	267934	298046	营业利润	(1065)	12640	19799	21567	25142
短期借款及交易性金融负债	32674	25857	27150	28507	29933	营业外净收支	3114	(888)	700	600	600
应付款项	8404	18497	17078	20286	23344	利润总额	2049	11752	20499	22167	25742
其他流动负债	20161	28057	32955	37704	42643	所得税费用	682	1750	3485	4212	4891
流动负债合计	61239	72411	77183	86497	95920	少数股东损益	(36)	84	(68)	(81)	(96)
长期借款及应付债券	13177	19099	19099	19099	19099	经调整归属于母公司净利润	1294	13071	17364	19717	22907
其他长期负债	4256	4621	4641	4661	4691						
长期负债合计	17433	23720	23740	23760	23790	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	78672	96131	100923	110257	119710	净利润	1294	13071	17364	19717	22907
少数股东权益	736	822	754	673	577	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	112283	122184	139130	157005	177759	折旧摊销	1291	1240	1403	1431	1460
负债和股东权益总计	191691	219137	240807	267934	298046	公允价值变动损失	(2015)	667	(1300)	0	0
						财务费用	(532)	(23)	(760)	(717)	(637)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	400	6485	(9653)	(776)	1642
每股收益	1.89	19.12	25.40	28.85	33.51	其它	73	(3069)	(486)	(1923)	(2249)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1043	18394	7328	18449	23760
每股净资产	164.27	178.75	203.55	229.70	260.06	资本开支	0	139	(500)	(500)	(500)
ROIC	0%	10%	11%	13%	15%	其它投资现金流	4021	7797	(887)	(3727)	(4472)
ROE	1%	8%	12%	11%	12%	投资活动现金流	(1195)	8771	(1387)	(4277)	(5022)
毛利率	77%	82%	81%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-3%	24%	25%	27%	28%	负债净变化	2084	5922	0	0	0
EBITDA Margin	4%	27%	28%	29%	30%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	0%	122%	19%	17%	15%	其它融资现金流	(6834)	(14417)	1293	1357	1425
净利润增长率	-5%	910%	33%	14%	16%	融资活动现金流	(2666)	(2573)	1293	1357	1425
资产负债率	41%	44%	42%	41%	40%	现金净变动	(2818)	24592	7234	15530	20163
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	19818	17000	41592	48826	64356
P/E	261.9	25.9	19.5	17.2	14.8	货币资金的期末余额	17000	41592	48826	64356	84518
P/B	3.0	2.8	2.4	2.2	1.9	企业自由现金流	1316	16949	2236	13500	19001
EV/EBITDA	606	39	32	26	22	权益自由现金流	(3079)	8473	4160	15438	20943

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032