

同程旅行 (00780.HK)

下沉用户旅游景气风向标，利润率进入上行周期

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:	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:

经营回顾: 背靠微信小程序积累超 2 亿付费用户，2024 年 ARPU 提升战略成效显著。公司由业务互补的同程、艺龙于 2018 年 3 月正式合并而来，作为后发玩家，早期不论是同程以景区门票切入获客还是艺龙走二三线酒店发展战略，均在灵活打造差异化定位。2018 年二者合并后重点投入微信小程序深耕下沉市场，2023 年付费用户突破 2 亿实现翻倍，战略重点从用户数量逐步转向提升 ARPU 值；24Q1 国际投放增加阶段拖累利润率，24Q2 以来公司积极梳理微信补贴、优化营销 ROI，以激活老用户思维促进交叉销售，成效突出。2024 年平台 ARPU 73 元，较 2019 年增长 50%；贡献 100 元以上的用户从 2019 年的 7%提升 13%。伴随效率优化，OTA 经营利润率从 Q1/Q2 分别-3.7/-2.2pct 到 Q3/Q4 的+6.0/+4.8pct，盈利水平进入上行通道。

后续展望: 1) 旅游有望景气延续，服务消费提振政策核心受益。2025 清明假期国内游人次+6.3%，五一出游有望延续景气。2024 年国内游七大节假日人次占全年 35.8%，较 2019 年增加 8.7pct，继去年政策约定法定节假日新增至 13 天，政府积极鼓励地方探索春秋假和落实带薪休假。综合出游意愿不减与假期持续优化，OTA 有望充分受益。2) 公司国内平台预定量增速有望好于行业，出境游构筑新增长曲线。我国酒店在线化率仍有提升空间（我国酒店行业约 40%+vs 美国 70%+），公司积极推动用户线上预订培养、提高交叉销售（2024 年平台为 12%），并逐步提升频次与出行半径，叠加 APP 与黑鲸会员增强粘性，国内游预订量增速有望好于行业。同时伴随下沉出游需求更丰富，公司积极拓展出境游业务，2024 年出境机票量/酒店量分别增长 130%/110%，2024 年末占平台机酒收入约 5%，后续有望继续提升。3) OTA 业务利润率进入上行通道。2024 年公司 OTA 经营利润率 26.9%，相比于行业龙头 30%+有提升空间，其中微信端倾斜老用户补贴叠加营销 ROI 改善、固定费用经营杠杆效应；新业务端出境游预计 2025 年扭亏，中线更高客单价下利润率有望不低于国内。当前相对行业格局与公司战略股东合作关系均相对稳定，为利润率上行奠定基础。

风险提示: 下沉市场增长不及预期，行业竞争加剧，股东战略合作关系变化，新业务拖累加大。

投资建议: 我们维持公司 2025-2027 年经调净利润至 33.0/38.9/45.3 亿元，对应动态 PE 为 14/12/10x。公司系下沉市场旅游及线上渗透率的综合景气度反映指标，当前增长与利润目标相对更平衡，在核心用户价值提升战略下营销效率有望持续优化，出境游业务兼顾新成长曲线与效益，整体盈利水平进入上行通道，有望支撑未来 3 年经调整利润 CAGR 超 17%，目前估值仍然具备性价比。当前行业格局及战略股东合作均较为稳定，假期优化等促内需政策及出行旺季有望带来催化，维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 经营回顾: 同程旅行的 ARPU 提升战略正在逐步兑现，利润率处于上行通道

复盘公司过往发展，把握流量红利变迁错位竞争，成就下沉市场在线旅游龙头。公司由同程、艺龙于 2018 年 3 月合并而来，早期同程以交通票务、景点业务为主，艺龙以酒店业务为主，均是细分领域的 TOP 玩家。作为后发玩家，早期不论是同程以景区门票切入获客还是艺龙走二三线的酒店发展战略，均在灵活错位竞争打造产品差异化优势；同时适时把握住流量红利变迁浪潮，从同程转型拥抱百度 SEO、All in 无线移动端，到 2018 年合并后 All in 微信超级渠道，在组织灵活应变调整中跃居在线旅游行业下沉市场前三。2024

年公司收入 17.34 亿元，2018-2024CAGR 为 22%；经调整净利润 27.85 亿元，2018-2024CAGR 为 20.4%。

积累超 2 亿付费用户，2023 年起公司更侧重 ARPU 提升战略，2024 年成效显著。借力微信生态，伴随下沉市场“汽车票机、酒店扫码住”等多渠道的线下获客转化，2018-2023 年实现在线旅游用户初始积累，付费用户规模翻倍增长。2023 年起战略重点从用户数量向 ARPU 值侧重，以更丰富的供给与老用户精准营销以提高消费频次与交叉销售。2024 年在年付费用户数同比增长 1.5% 的背景下，公司年化 ARPU73 元/+44%，其中用户年均消费频次实现 8.1 次/+7.6%、交叉销售率提升至约 12%、Take rate 提升至 5.6%；贡献 100 元以上的用户从 2019 年的 7% 提升至 2024 年的 13% 左右。

图1：同程旅行 2018-2024 年用户数变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

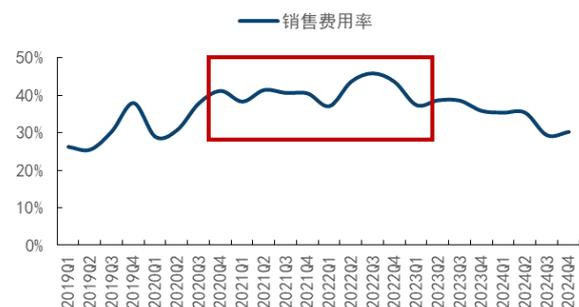
图2：同程旅行 2018-2024 年 ARPU 值变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

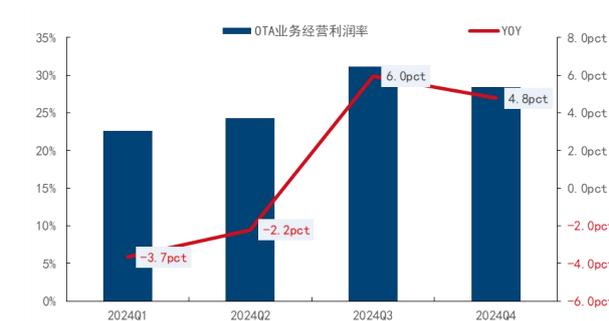
投放精细化、营销 ROI 改善助力，二季度以来公司利润率边际向好。伴随出境航班恢复，公司一方面于 2023 年 12 月并表出境游占比更高的线下旅行社，另一方面于 2024Q1 增加国际投放，后者阶段拖累利润率。Q2 以来公司积极优化 ROI，重点做收益管理，其中营销端全面梳理微信用户红包卡券，收缩新用户补贴、以补贴老用户思维促进交叉销售转化；业务上，交通业务重视收益管理和交叉销售，酒店收窄用户补贴，出境游业务投放更精细化。综合来看 OTA 经营利润率从 Q1/Q2 分别 -3.7/-2.2pct 提升至 Q3/Q4 的 +6.0/+4.8pct。后续交叉销售持续改善有望助力 ARPU 提升，同时在营销效率改善以及经营杠杆下，叠加出境游兼顾成长与效益，核心 OTA 盈利水平有望进入上行通道。

图3：同程旅行销售费率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：同程 OTA 业务经营利润率



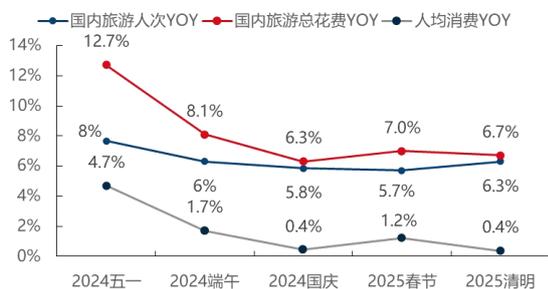
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 展望一：旅游有望景气延续，提振内需政策受益方向

清明旅游景气度延续，五一黄金周预计热度不减。经文化和旅游部数据中心测算，清明节假期 3 天，全国国内出游 1.26 亿人次，同比增长 6.3%；国内出游总花费 575.49 亿元，同比增长 6.7%；人均消费 457 元，同比增长 0.4%。根据中国休闲发展年度报告，2024 年居民利用闲暇时间外出休闲的意愿更为强烈，其中城镇居民居家休闲占比工作日、周末和节假日分别比 2019 年下降 7-8 个百分点。2023-2024 年旅游成为相

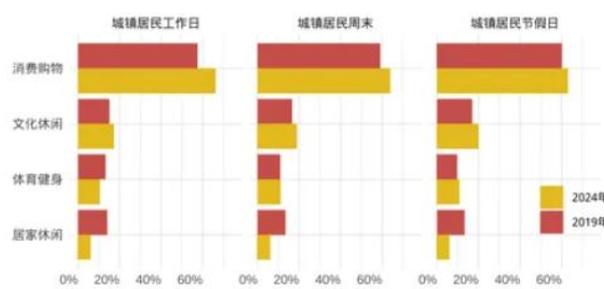
对抗周期的消费赛道，消费者更注重精神层面的解压与愉悦，旅游出行为低频可选消费中的相对刚需。

图5: 国内游旅游人次增长



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图6: 2024年城镇居民休闲活动选择年度对比



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

提振内需政策预期抬升，假期制度优化有望成为重要方向之一，近期地方政府响应国家号召探索春秋假。2023年起假期消费旺季更旺，假日优化对扩大内需具有现实意义，2024年法定节假日国内游人次、国内游花费占全年为35.8%、30.0%，同比各增加3.2/2.6pct，较2019年增加8.7/3.2pct。去年国务院发文明确2025年起法定节假日增至13天，将除夕重新纳入放假并减少1天五一调休；此后2025年政府工作报告、提振消费专项行动方案中均提及假期优化方向。其中在鼓励地方探索春秋假背景下，浙江杭州、湖北利川先行针对中小学推出春假，近日新疆乌鲁木齐在全市各学校试行春假、雪假，后续若有更多区域跟进有望推动全年在暑期旺季、国家鼓励打造的冰雪季基础上，新增春秋双旺季。

OTA作为出行ETF有望直接受益。是信息与服务的一站式平台，拥有链条化且差异化的供给能力，满足休闲旅客对产品的丰富多样性的需求。可结合大数据分析，基于庞大的供应链体系灵活调整自身产品配置并针对客户特点进行有效推广。伴随假期制度持续优化，OTA作为旅游行业ETF有望充分受益。

表1: 节假日制度变化和各地落实情况

相关政策	放假安排
《全国年节及纪念日放假办法》修订 《政府工作报告》 《提振消费专项行动方案》	全体公民放假的假日增加2天，即农历除夕和5月2日，放假总天数由11天增加至13天。 优化落实节假日制度安排 严格落实带薪年假制度 ，将带薪年假执行情况作为工会维护职工权益的重要内容。地方党委组织部、人力资源社会保障部门 加强对各单位休息休假制度执行情况的常态化监督 ，并将带薪年假落实情况作为重点监督内容。鼓励带薪年假与小长假连休，实现弹性错峰休假。 鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假。
春秋假落实-具体区域/学校	放假安排
北京信息科技大学	2025年4月7日至13日放春假，共7天，期间停课不调课、不补课。
中国人民大学	2025年4月底放春假。
厦门大学嘉庚学院	2025年4月26日至5月4日放春假，共9天。
武汉大学	2025年4月下旬增设3天春假。
四川西南航空职业学院	2024年3月30日至4月5日放春假。
浙江杭州	杭州市上城区、拱墅区、钱塘区等城区中小学已发布2024-2025学年春假时间安排，有的春假连上“五一”假期，最多能放9天。
湖北利川	义务教育阶段2025年4月7日至8日放春假2天，与清明假期相加，可连休5天。
新疆乌鲁木齐	将于2025年起在全市各学校试行放“春假”“雪假”：2025年4月28日至4月30日为“春假”

资料来源：中国政府网，地方政府官网，学校官网，国信证券经济研究所整理

图7：我国节假日国内游收入与人次占比逐步提升



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图8：我国法定节假日天数调整

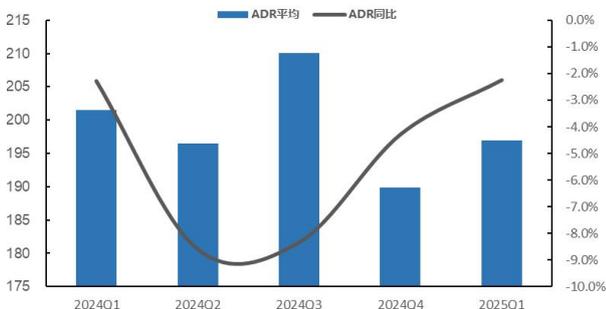
实施时间	2000年	2008年	2014年	2025年
元旦	1天	1天	1天	1天
春节	3天	3天	3天	4天
清明	/	1天	1天	1天
劳动节	3天	1天	1天	2天
端午节	/	1天	1天	1天
中秋节	/	1天	1天	1天
国庆节	3天	3天	3天	3天
法定节假日天数	10	11	11	13

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

◆ 展望二：国内下沉市场线上渗透助力平台预定量好于大盘，出境游构成新增长曲线

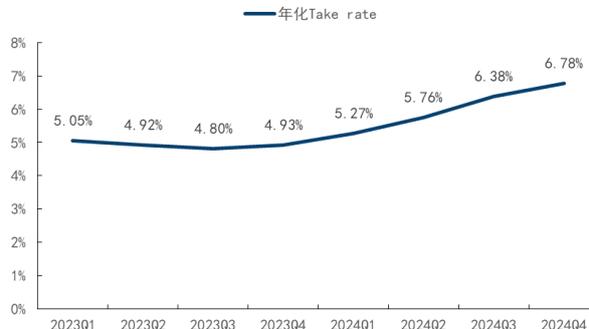
国内业务当前更平衡量价与收益的全局情况，最终有望实现收入快于行业整体。目前公司国内业务仍占核心，结合公司公开交流，2024Q4 出境游业务占机酒比例约 5%左右。公司在补贴端自我把控余地较大，以酒店业务为例，同程酒店收入=ADR x 间夜量 x 佣金率；参考 2024 年各季度经营情况，在上游行业供过于求、价格下行期间，公司在兼顾需求量增长基础上优化用户补贴，最终实现全年酒店收入增速 20%，其中预计酒店间夜量增长 10-15%，价格同比个位数下滑，Take rate 提升贡献剩余部分。往后看，在补贴方向侧重于老用户、竞争环境更趋稳定的背景下，公司当前 Take rate 具备较强可持续性，且如果借助更多机酒辅营产品的设计与丰富仍有挖掘潜力，不过今年下半年起国内收入核心的增长预计更多来自量的维度。

图9：酒店之家 ADR 变化



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图10：同程整体年化 Take rate 变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下沉市场出行逐步丰富，下沉人群构成同程平台重要用户画像。2024 年底平台上非一线城市注册用户占比 87%，全年微信平台新付费用户中 70%来自非一线城市。下沉市场居民旅游出行增长好于行业，2021 年三线城市人均 GDP 逐步突破 1 万美元，其他城市也处于从 5000 到 1 万的发展过程中，预计出行与旅游需求正在逐步丰富；另一方面，抖音三线及以下用户占比约 57%，内容平台推广旅游热点有助于拉动下沉市场年轻用户出游频次。以农村居民为例，2024 年前三季度国内出游人次增速、出游花费增速分别比城镇居民高 1.9、5.4 个百分点。此外根据《航旅大数据研究院》，根据证件号码统计，2024 年国内全年乘坐飞机的旅客人数达到 2.09 亿人，较 2019 年旅客人数增加了 1 千万人，带动整体旅客吞吐人次提升。

图11: 同程平台下沉用户为主导



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图12: 下沉市场人均 GDP 逐步提升 (万元)



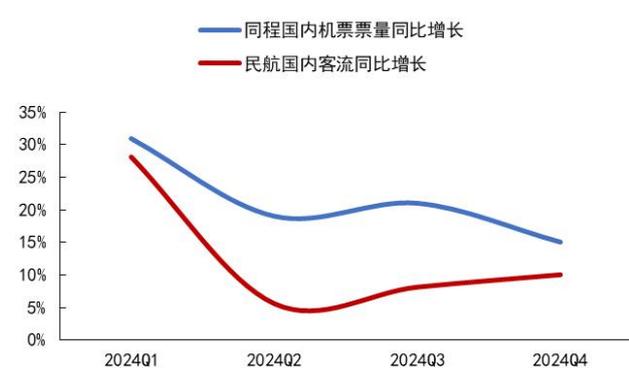
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

线上渗透率提升及公司自身交叉销售提升驱动下, 同程国内机酒预订量增速好于行业整体。受益于下沉市场本身出行更丰富以及在线化渗透率提升, 结合公司自身积极交叉销售转化, 如下图所示, 同程 2024 年各季度机酒间夜量增长快于行业大盘。

后续来看, 1) 国内下沉市场酒店在线化率仍有提升空间 (我国酒店行业 40%vs 美国 70+)、机场扩建推动下沉渗透, 同时公司推动用户线上预订习惯培养并逐步提升频次与出行半径, 提高交叉销售 (2024 年为 12%), 机酒票量增速有望持续好于行业。下沉市场居民出游首次乘机、首次出境等占比更高, 今年 3 月同程旅行宣布“首乘无忧”服务正式面向所有用户开放, 为第一次乘坐飞机的用户提供乘机引导及服务, 目前已有超过 20 家机场达成首乘服务合作意向, 有望继续引导下沉人群价值提升助力。

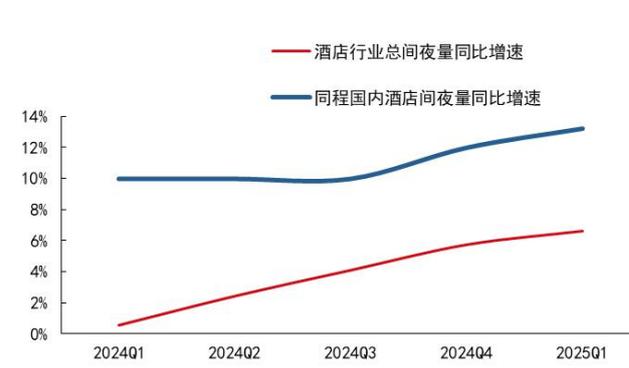
2) 同程在传统微信生态基础上重点培育 APP 渠道与巩固会员流量, 贡献增量。公司把更高频、高客单的 APP 流量作为重点培育的新用户增量渠道, APP 获客成本更高、投资回收期更长, 但长期的 ARPU 和用户粘性更高, 国庆假期 APP 日活创 300 万新高; 根据 Questmobile, 2024 年前三季度同程旅行月活在 1400-1600 万人次, 同比增长 50-60%。此外, 公司积极巩固会员流量, 2024 年末黑鲸会员累计近 9000 万/+86%, 其 ARPU 值为普通会员的 2.7 倍以上。把握 AI 发展红利, 同程旅行发布旅游专属 AI “程心”完成与 DeepSeek 的技术融合, 推出“AI+实时预订”服务。

图13: 同程国内机票票量增速快于行业



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

图14: 同程国内机酒票量增速快于行业



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

出境游有望构筑新增长曲线。去年以来下沉市场人群出境游增速显著体现, 由于更多国家免签, 加上更便宜的机票和酒店价格, 越来越多的非一线城市居民可以用更低的成本出国旅行, 目的地以短线国家为主。比如十一黄金周期间, 2024 年同程平台出境机酒量增长 130%、酒店量增长 110%。

表2: 假期下沉市场人群出境游增速更快

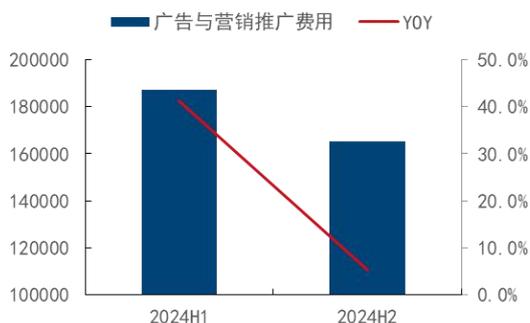
平台	2024 国庆	2025 春节
同程	国庆假期出境游机票出发地中, 临沂、西宁、贵阳、石家庄等城市出境航班预订热度涨幅最高。有 20 多个西部城市出境机票预订同比涨幅超过 1 倍。	2025 春节假期中国三线以下城市居民出境预订热度增长超 1 倍。中国香港、日本、中国澳门、马来西亚、泰国位列内地居民出境游热门目的地榜单前五。
去哪儿	常住地在三线及以下城市居民出境游订单量较去年增长近 3 倍, 增幅远超其他城市。二线城市出境游订单量较去年增长了七成, 新一线城市增长了四成, 一线城市基本持平。	春节三线及以下城市居民购买的出境游机票量已经占总量的三成以上, 同比去年春节增长逾一倍。增幅最高的包括, 河北张家口、山东滨州、内蒙古鄂尔多斯、广东阳江等, 其居民在春节期间预订的出境游机票量同比都增长了 2 倍以上。
携程	一二线城市居民开始走得更远、花得更多, 出境游 TOP20 目的地国家中, 有英国、美国、澳大利亚等 12 个长线目的地, 占其出境旅游总消费的 37%。四线和五线城市居民成为出境游新的增长点, 国庆假期日均出境游订单分别同比增长 1 倍、3 倍。四五线城市居民仍以短线目的地为主, TOP20 出境游目的地国家中, 有 13 个为短线目的地	25 年春节期间, 跨境游订单同比增长三成。热门出境游目的地包括日本、中国香港、泰国、马来西亚、新加坡、澳大利亚、韩国、美国、中国澳门、越南。短途出境游中, 赴日订单同比去年春节增长翻倍。美国、西班牙、意大利、法国等长线游目的地也颇受游客欢迎, 分别增长 53%、82%、56%、50%。

资料来源: 官方公众号, 国信证券经济研究所整理

◆ 展望三: 盈利中枢进入上行通道, 行业格局与股东战略合作关系稳定提升确定性

销售费用投放优化: 公司销售费用主要包括广告营销推广、腾讯流量入口费用、用户补贴、人员费用等, 2023-2024 年广告与营销推广开支占比分别为 65%/63%, 其中 2024H2 精细化营销支出, 期间广告营销推广费用/OTA 收入降低至 22.1% (24H1 为 27.8%、23H2 为 25.4%), 降低至疫后最低并接近 2019 年水平。此外, 公司自去年下半年以来, 关注国际投资的 ROI 改善, 对利润率提升和销售营销效率优化有显著帮助。

图15: 2024H2 广告与营销推广增速收窄



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

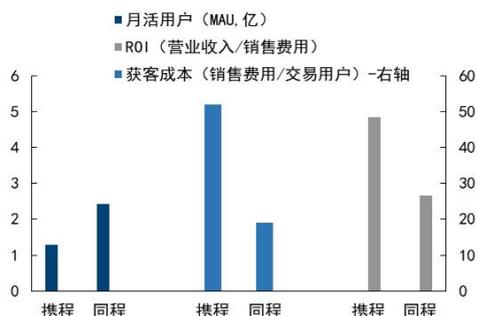
图16: 2024H2 广告与营销推广费用率回落



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

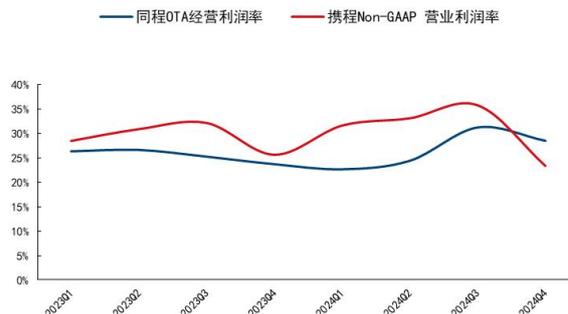
后续来看, 一方面, 销售费用继续存在优化空间: 如下图所示, 考虑到同程此前营销效率与转化较行业龙头存在较大挖潜空间, 体现在 ROI (营业收入/营销费用) 与营销费用率差异, 其中: 1) 品牌推广营销预计仍有望进一步精细化; 2) 用户补贴老用户倾斜下, 其花费频次和 ARPU 提高有助于营销 ROI 改善; 3) 腾讯流量入口成本每年个数增长有望带来 0.3pct 左右经营杠杆。4) 针对需要投入的新业务, 公开电话会上管理层表示 2025 年初以来已为 APP 业务、出境游业务推出利润率改进计划, 预计 2025 年出境业务将实现盈亏平衡, 进一步支撑核心 OTA 业务整体利润率扩张。**另一方面, 人员费用、折摊等有望继续发挥规模效应。**

图17: 不同获客成本估算、不同ROI (以2023年数据为例)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 在线旅游龙头营销费用率开出现优化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外, 公司与腾讯、携程等战略股东合作稳定, 行业格局亦处于相对稳定, 为盈利上行确定性提供支撑。截止2024H1末, 携程、腾讯分别持股公司24.10%、20.48%股权比例, 公司分别在2023年12月与携程续签供应框架协议至2026年, 2024年7月与腾讯续签战略合作与营销推广框架协议至2027年, 作为携程下沉市场布局及微信生态线旅游布局的重要抓手, 公司与两位战略股东合作关系稳定。另一方面, 去年以来下沉市场龙头通过调整酒店佣金率政策或对C端补贴更趋精细化, 平衡成熟业务的增长与利润率, 而短视频平台轻资产打法相对难以撼动现有竞争格局, 存量玩家竞争已进入相对稳定和理性阶段。

图19: 同程旅行腾讯流量框架协议内容 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 同程旅行携程供应链框架协议内容 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

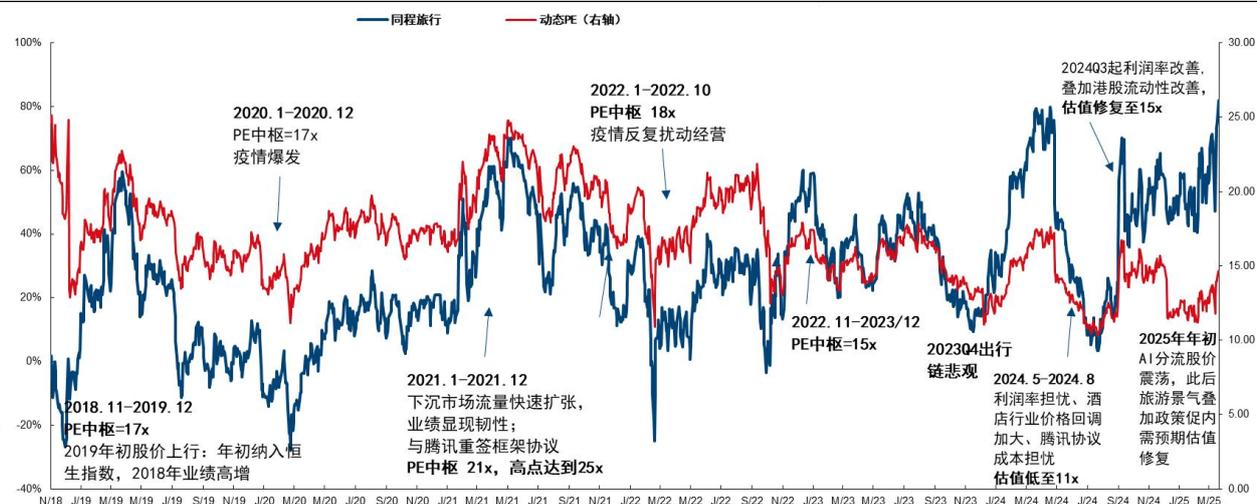
我们维持公司2025-2027年经调净利润至33.0/38.9/45.3亿元, 对应动态PE为14/12/10x。公司当前与腾讯、携程等战略股东合作稳定, 有望受益于旅游行业景气度及下沉市场线上渗透率提升; 考虑核心用户价值提升战略下营销效率持续优化, 出境游业务兼顾效益与增长, 整体盈利水平进入上行通道, 有望支撑未来3年经调整利润CAGR超17%, 目前估值仍然具备性价比, 维持“优于大市”评级。

表3: 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
		2025-4-15	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
0780.HK	同程旅行	476	1.2	1.4	1.7	2.0	16	14	12	10	优于大市
9961.HK	携程集团-s	2,988	26.4	26.7	30.6	35.8	16	16	14	12	优于大市

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

图21: 同程旅行股价走势及复盘



资料来源: 公司公告等, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

下沉市场增长不及预期, 行业竞争加剧, 股东战略合作关系变化, 新业务拖累加大。

相关研究报告:

- 《同程旅行 (00780. HK) -深耕用户价值提升战略, 核心业务盈利水平上行》 ——2025-03-23
- 《同程旅行 (00780. HK) -核心业务盈利较大改善, 单客贡献同比提升》 ——2024-11-21
- 《同程旅行 (00780. HK) -二季度经调净利润增长 11%, 下半年有望兼顾收入与效益发展》 ——2024-08-22
- 《同程旅行 (00780. HK) -下沉市场变现能力强化, 出境游投放加码》 ——2024-05-23
- 《同程旅行 (00780. HK) -国内继续挖潜下沉市场流量变现, 海外逐步加码布局》 ——2024-03-21

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5192	8020	11975	14614	18234	营业收入	11896	17341	19626	22329	25331
应收款项	5588	7178	8124	9242	10485	营业成本	3158	6227	6667	7361	8196
存货净额	1	7	7	8	9	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	145	136	154	176	199	销售费用	4473	5621	6380	7365	8403
流动资产合计	14900	18241	23160	27548	32787	管理费用	3210	3934	4299	4705	5140
固定资产	2495	3147	3784	4387	4947	财务费用	(18)	36	(6)	(4)	(64)
无形资产及其他	10008	11723	11134	10544	9955	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1161	698	698	698	698	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3153	3969	4169	4369	4569	其他收入	735	848	690	690	690
资产总计	31717	37777	42944	47546	52954	营业利润	1808	2371	2976	3591	4346
短期借款及交易性金融负债	2540	1359	2600	2600	2600	营业外净收支	45	27	100	100	100
应付款项	4330	4635	5181	5724	6374	利润总额	1854	2398	3076	3691	4446
其他流动负债	5017	5602	6210	6992	7855	所得税费用	288	410	554	664	800
流动负债合计	11887	11597	13991	15316	16829	少数股东损益	11	14	18	21	26
长期借款及应付债券	11	2794	2844	2894	2944	经调整净利润	2199	2785	3304	3885	4535
其他长期负债	1272	2423	2623	2823	3023						
长期负债合计	1283	5218	5468	5718	5968	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13170	16815	19459	21034	22797	净利润	1554	1974	2505	3006	3620
少数股东权益	844	961	979	1000	1026	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17703	20001	22506	25512	29131	折旧摊销	911	1083	1053	1086	1130
负债和股东权益总计	31717	37777	42944	47546	52954	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(18)	36	(6)	(4)	(64)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1049	918	389	385	446
每股收益	0.98	1.24	1.42	1.67	1.95	其它	11	14	18	21	26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3526	3989	3964	4498	5221
每股净资产	7.90	8.87	9.66	10.95	12.50	资本开支	0	(1007)	(1100)	(1100)	(1100)
ROIC	9%	10%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(810)	1073	0	(609)	(351)
ROE	9%	10%	11%	12%	12%	投资活动现金流	18	(750)	(1300)	(1909)	(1651)
毛利率	73%	64%	66%	67%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	12%	13%	14%	负债净变化	(1847)	2784	50	50	50
EBITDA Margin	17%	15%	17%	18%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	81%	46%	13%	14%	13%	其它融资现金流	1796	(5979)	1241	0	0
净利润增长率	-1164%	27%	27%	20%	20%	融资活动现金流	(1898)	(412)	1291	50	50
资产负债率	44%	47%	48%	46%	45%	现金净变动	1645	2828	3955	2639	3620
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3547	5192	8020	11975	14614
P/E	29.4	23.3	14.4	12.3	10.5	货币资金的期末余额	5192	8020	11975	14614	18234
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	1.6	企业自由现金流	0	2286	2212	2747	3421
EV/EBITDA	31	25	21	18	16	权益自由现金流	0	(939)	3507	2800	3524

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提及的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