

00780.HK

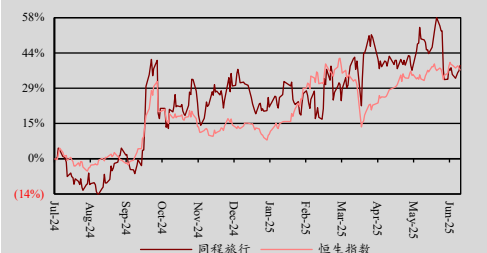
买入

原评级：未有评级

市场价格:港币 20.35

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.7	(5.3)	(2.2)	27.8
相对恒生指数	(7.2)	(6.5)	(6.8)	(7.2)

发行股数 (百万)	2,340.59
流通股 (百万)	2,340.59
总市值 (港币 百万)	47,630.94
3 个月日均交易额 (港币 百万)	374.76
主要股东持股比例	
Trip.com Group Limited	24.07%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 7 月 4 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：旅游及景区

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524080001

同程旅行

下沉市场 OTA 龙头，拥抱大众旅游时代红利

同程旅行作为国内下沉市场的 OTA 龙头企业，有望享受大众旅游的时代红利，背靠腾讯和携程两大股东，自身流量和供给资源优势显著。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **同程旅行：下沉市场的 OTA 龙头。**公司由同程网和艺龙合并而来，是中国领先的一站式旅游服务平台，目前已成功跻身 OTA 行业前三。核心业务为在线旅游平台，为用户提供包括交通、住宿预订及各种配套增值旅游产品及服务。疫后公司业绩迅速反弹并屡创新高，2024 年公司实现营业收入 173.4 亿元，同比+45.8%；经调整净利润 27.9 亿元，同比+26.7%。
- **OTA 行业：受益于旅游市场高景气度，博弈加剧冲击有限。**1) **规模：**受益于文旅行业高景气度，24 年在线旅游市场规模重回万亿。低线城市当前渗透率低，且旅游花费增速高，未来为重要增量市场。交通在线预订 GMV 占比较高，渗透率超 8 成；住宿在线预订渗透率仍处爬升阶段。2) **格局：**当前市场为一超多强，携程占据半壁江山，同程，美团，飞猪等平台错位竞争，各立山头。内容、电商平台加速入局，流量端优势显著，但供应链资源仍显不足，对格局冲击有限。3) **议价能力：**交通方面，航司、铁路供应商集中度高，变现率较低，主要充当引流入口；住宿业务方面，酒店集中度相对较低，变现率较高。龙头酒店集团致力于提升直销比例和会员建设，或加剧和 OTA 渠道的竞争，变现率长期有下降压力；短期内酒店市场供过于求，经营承压，对于 OTA 的导流获客依赖程度较高。
- **公司优势：卡位下沉市场错位竞争，两大股东赋能流量&供给。**公司超 8 成用户来自非一线城市，深耕下沉市场多年，与其他 OTA 平台实现错位竞争，有望享受低线市场的行业红利。公司与两大股东腾讯、携程展开深度合作。前者为公司提供流量入口，以低成本触达海量客户；后者与公司共享酒店库存，以低成本获取优质供应链资源。此外，公司也发力产业链建设，并积极拓展国际业务，有望进一步贡献业绩增量。

估值

- 公司为国内 OTA 行业领先企业，深耕下沉市场，有望坐享低线市场的行业红利；背靠腾讯和携程两大股东，具备低成本获客和优质供给资源的优势，核心 OTA 业务增长空间可观。公司积极拓展酒管、度假等业务，并逐步开拓国际市场，有望进一步贡献业绩增量。我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 27.07/33.69/40.82 亿元，经调整净利润 33.12/39.79/47.97 亿元，对应 P/E 分别为 16.1/12.9/10.7 倍，经调整 P/E 分别为 13.1/10.9/9.1 倍。综上所述，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、上游供应商挤压利润、大股东流量及库存依赖度较高。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	11,896	17,341	19,624	22,069	24,534
增长率(%)	80.7	45.8	13.2	12.5	11.2
EBITDA(人民币 百万)	2,652	3,368	4,424	5,021	5,725
归母净利润(人民币 百万)	1,554	1,974	2,707	3,369	4,082
增长率(%)	1,164.4	27.0	37.1	24.5	21.2
最新股本每股收益(人民币)	0.66	0.84	1.16	1.44	1.74
市盈率(倍)	19.9	19.7	16.1	12.9	10.7
市净率(倍)	1.7	1.9	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(倍)	10.2	10.3	8.2	6.3	4.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

同程旅行：下沉市场 OTA 龙头	5
发展历程：同程艺龙强强联合，积极拓展跻身行业前列	5
股权结构：背靠携程和腾讯，实现深度赋能	5
业务拆解：核心 OTA 业务筑基，收购兼并拓宽业务边界	6
财务表现：疫后实现强劲复苏，核心业务增速亮眼	7
OTA 行业：受益于旅游市场高景气度，博弈加剧冲击有限	8
行业概览：在线旅游市场规模达万亿，线上化率逐步提升	8
竞争格局：一超多强集中度高，博弈加剧冲击有限	9
议价能力：上游资源集中度决定议价能力	11
出游市场：国内迈入大众旅游时代，跨境游复苏正当时	13
核心优势：卡位下沉市场错位竞争，两大股东赋能流量&供给	16
卡位下沉市场实现错位竞争，创新产品服务迎合大众旅游	16
两大股东赋能，流量供给深度合作	17
深化自有产业链布局，积极拓展海外市场	19
盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
投资建议	20
风险提示	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	5
图表 3. 公司主要业务营收构成.....	6
图表 4. 疫后公司 GMV 快速回升.....	6
图表 5. 公司 ARPU 接近疫前水平.....	6
图表 6. 公司 MPU 达历史新高.....	6
图表 7. 公司营业收入及同比增速.....	7
图表 8. 公司经调整净利润及同比增速.....	7
图表 9. 公司毛利率及净利率水平.....	7
图表 10. 公司各项期间费用率.....	7
图表 11. 在线旅游行业处于文旅产业链中游.....	8
图表 12. 我国旅游市场在线交易率趋势.....	8
图表 13. 我国在线旅游市场规模.....	9
图表 14. 在线旅行用户规模及使用率.....	9
图表 15. 我国在线旅游市场结构.....	9
图表 16. 旅游分领域在线交易率趋势.....	9
图表 17. 按 GMV 口径的 OTA 市场规模（2021 年）.....	10
图表 18. 部分旅游服务平台去重用户规模（24M8）.....	10
图表 19. 核心 OTA 平台定位对比.....	10
图表 20. 核心 OTA 企业的持股股东（截至 2024 年末）.....	10
图表 21. 京东宣布“酒店三年最高零佣金计划”.....	11
图表 22. 京东关于国内酒店业务佣金减免政策说明.....	11
图表 23. 2021 年中国在线出行市场细分业务.....	12
图表 24. 2024 年我国航司客运量及市场份额.....	12
图表 25. 我国龙头酒店集团市占率变化（%）.....	12
图表 26. 国内酒店连锁化率增长趋势放缓.....	12
图表 27. 2024 年国内酒店数量超出疫前水平.....	12
图表 28. 国内酒店市场经营恢复情况.....	13
图表 29. 我国国内旅游人次及收入.....	13
图表 30. 各假期国内旅游市场恢复度（VS19 年）.....	13
图表 31. 五一假期县域旅游热度高.....	14
图表 32. 25Q1 城镇居民和农村居民出游状况对比.....	14
图表 33. 国际&境外航线旅客运输量恢复度（VS19 年）.....	14
图表 34. 国际客运航班执行量及恢复度（VS19 年）.....	14

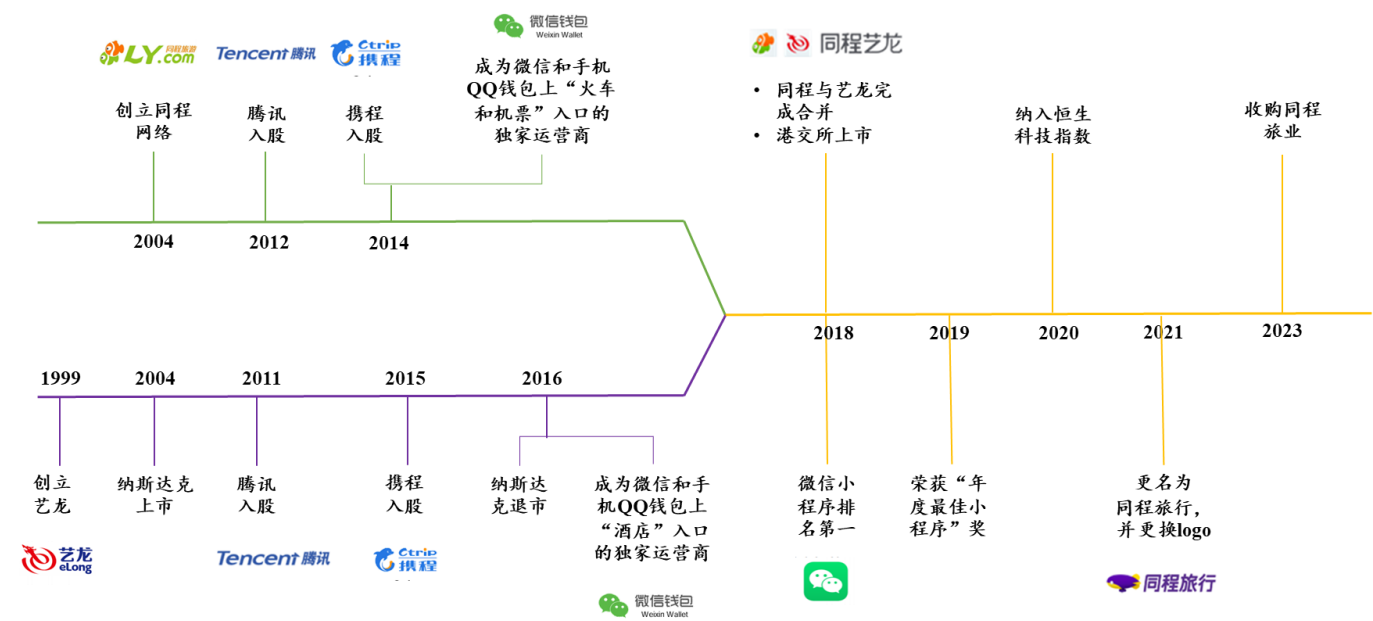
图表 35. 我国入境游人次及恢复度.....	15
图表 36. 我国入境游收入及恢复度.....	15
图表 37. 我国出境游人次及恢复度.....	15
图表 38. 2024 年我国出境目的地分布.....	15
图表 39. 同程非一线城市用户占比超 85%.....	16
图表 40. 同程旅行推出“空铁联程”产品.....	16
图表 41. 同程旅行推出“首乘无忧”服务.....	16
图表 42. 同程旅行的平均月活及付费用户数.....	17
图表 43. 同程旅行超 8 成月活用户来自微信小程序.....	17
图表 44. 腾讯生态下同程旅行业务入口.....	17
图表 45. 公司积极拓展新渠道流量.....	18
图表 46. 同程向携程收取的佣金.....	18
图表 47. 同程向携程支付的系统维护费.....	18
图表 48. 公司近年来收购标的.....	19
图表 49. 艺龙科技旗下酒店品牌矩阵（截至 25Q1）.....	19
图表 50. 同程启动“目的地全球计划”.....	19
图表 51. 同程与塞尔维亚国家旅游局达成战略合作.....	19
图表 52. 公司分部盈利预测.....	20
图表 53. 可比公司估值状况（截至 2025.7.4）.....	21
损益表(人民币 百万).....	23
现金流量表(人民币 百万).....	23
财务指标.....	23
资产负债表(人民币 百万).....	23

同程旅行：下沉市场 OTA 龙头

发展历程：同程艺龙强强联合，积极拓展跻身行业前列

同程艺龙携手，强强合并后赴港上市，实现优质资源整合。同程艺龙由同程网和艺龙合并而来，2021 年更名为同程旅行，是中国领先的一站式旅游服务平台。同程网成立于 2004 年，2014 年成为微信钱包及手机 QQ 钱包“火车票、机票”入口的独家运营商；艺龙成立于 1999 年，2016 年成为微信钱包及手机 QQ 钱包“酒店”入口的独家运营商；两者于 2018 年 3 月合并，并在当年 11 月于港交所上市。按合并后基准，同程艺龙于 15-17 年在中国 OTA 市场的在线交通票务及住宿预订交易额中保持了最快增长。此外，公司还积极拓展新业务领域，如度假和酒管业务，进一步增强了其在在线旅游市场竞争力，目前已成功跻身 OTA 行业前三。

图表 1. 公司发展历程

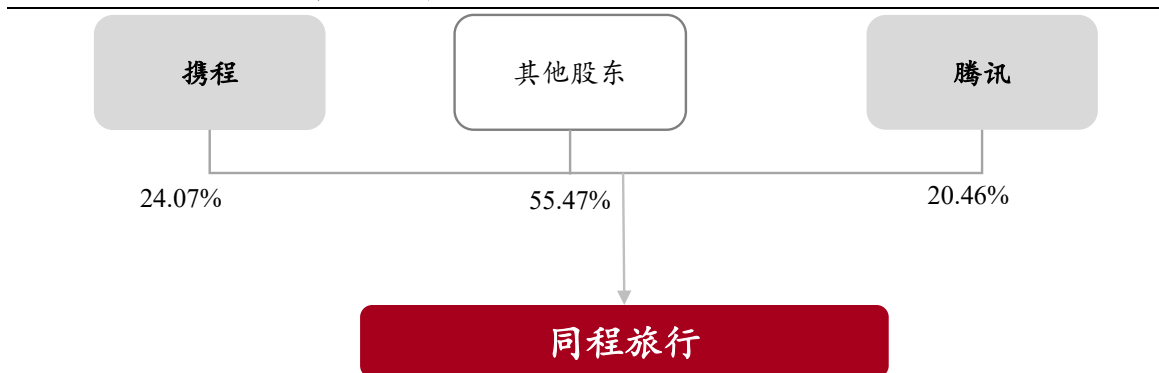


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

股权结构：背靠携程和腾讯，实现深度赋能

与腾讯、携程两大股东深度协作，股权相对集中。截至 2024 年末，公司前两大股东分别为携程和腾讯，持股比例分别为 24.07% 和 20.46%，股权结构较为稳定。同程与两大股东在业务层面深入合作，充分发挥大股东在流量和旅游供应链资源等层面的优势，叠加公司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. 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

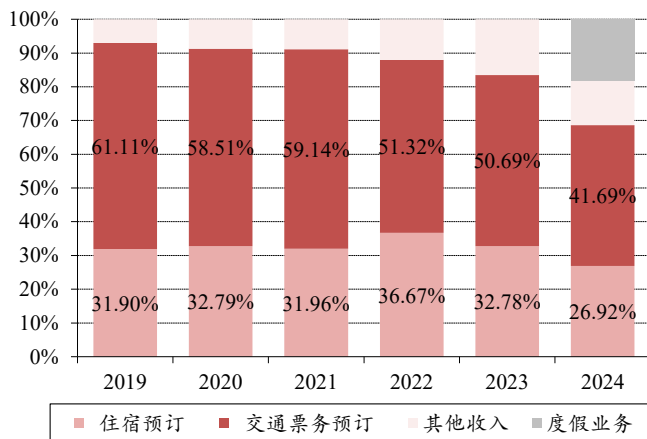


资料来源：公司公告，中银证券

业务拆解：核心 OTA 业务筑基，收购兼并拓宽业务边界

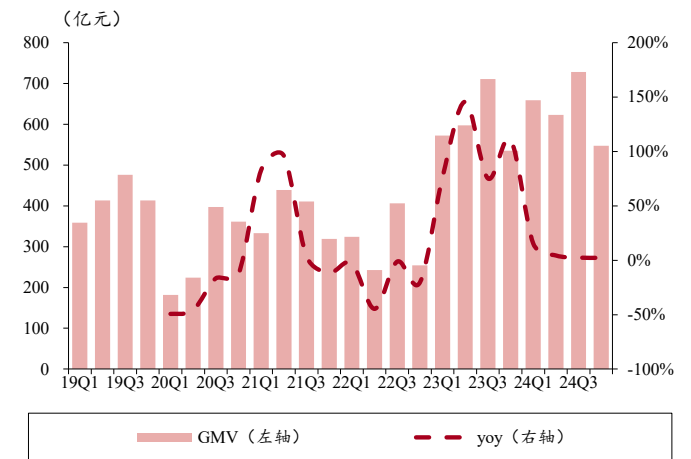
核心业务为在线旅游平台，为用户提供包括交通、住宿预订及各种配套增值旅游产品及服务。核心 OTA 业务收入中住宿预订约占 3 成，交通票务预订约 5 成，其余则来自酒店管理、广告服务、景点门票、商旅服务、配套增值服务收入等。公司以交通票务为引流入口，加大交叉销售比例，加强住宿业务收入变现。作为一站式旅游平台，截至 2025Q1，公司的线上平台提供由超过 760 家航空公司及代理运营的约 45 万条航线，约 400 万家酒店及非标住宿选择、超 17 万条汽车线路、800 条轮渡线路及超 1 万个国内旅游景点门票服务。近年来，公司通过收购酒管公司、旅行社、PMS 系统等打通产业链上下游，并逐步拓展业务边界。

图表 3. 公司主要业务营收构成



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

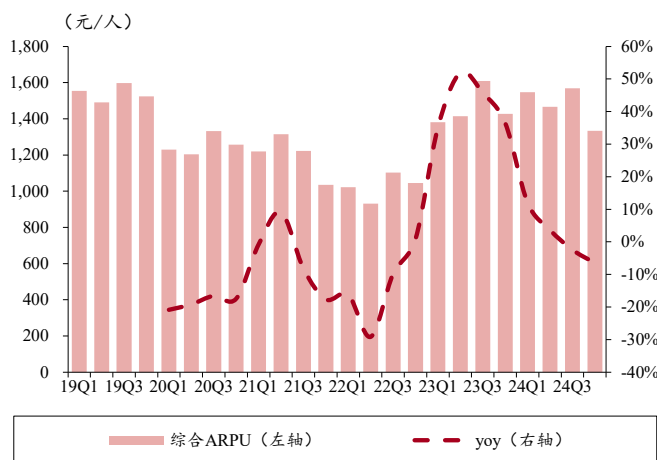
图表 4. 疫后公司 GMV 快速回升



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

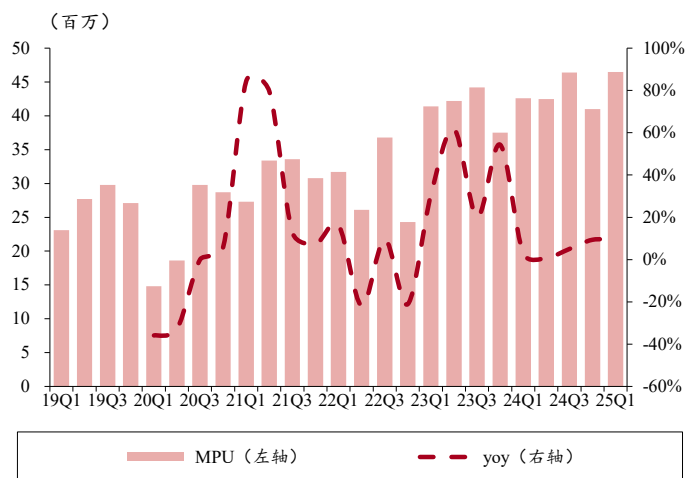
用户客群基数达新高，用户价值逐步提升。1) 客群基数：自 2023 年国内出行恢复正常以来，公司各季度的平均月度付费用户数 (MPU) 同比均实现正增长，2024 年以后新用户增速放缓。公司持续探索多个渠道的流量增长潜力，并注重提高运营效率以提升转化率，2025Q1 公司的 MPU 为 4650 万，同比+9.2%，达到历史新高水平。2) 客群价值：公司通过升级忠诚度计划，注重吸引和留存高等级会员，提升用户质量，2024 年 ARPU 已经接近疫前水平。

图表 5. 公司 ARPU 接近疫前水平



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 6. 公司 MPU 达历史新高

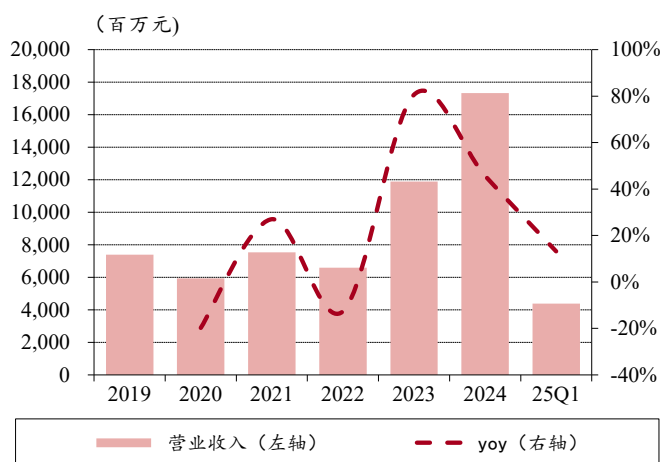


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

财务表现：疫后实现强劲复苏，核心业务增速亮眼

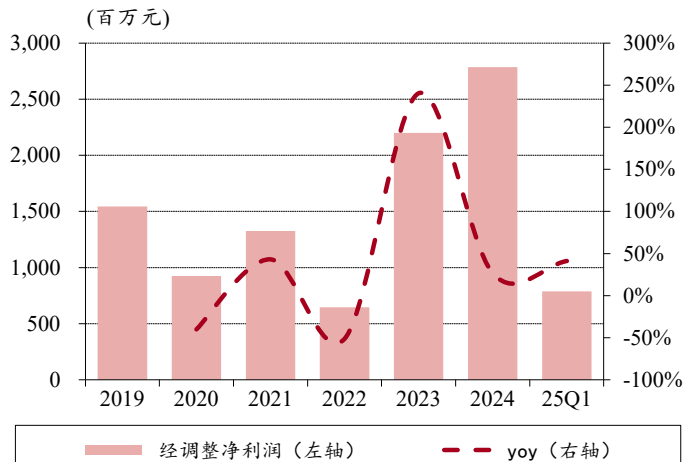
疫后营收端快速恢复，业绩亮眼创新高。2023 年以来伴随旅游市场复苏，公司营收迅速反弹，2023-2024 年公司实现营收 119.0、173.4 亿元，同比分别+80.7%、+45.8%。在旅游市场回归常态化运行后，公司通过精细化运营，营收增速依然亮眼，25Q1 公司的营收同比+13.2%。业绩端，疫情期间公司盈利能力展现出较强韧性，疫后公司经调整净利润创下新高，2024 年实现经调整净利润 27.9 亿元，同比+26.7%；25Q1 经调整净利润同比+41.1%。

图表 7. 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 8. 公司经调整净利润及同比增速

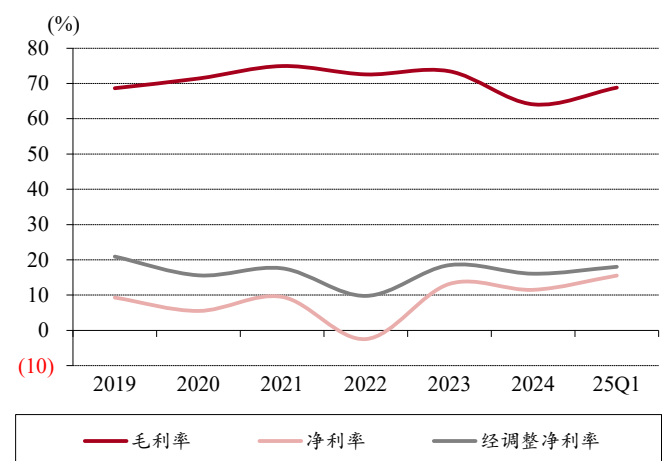


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

毛利率维持较高水平，2024 年受业务结构变化影响有所下滑。公司主要业务为 OTA 平台，属于轻资产运营，毛利率水平较高。受买断旅游相关产品成本下降的影响，2019-2023 年公司的毛利率由 68.7%提高至 73.5%。2024 年以来受同程旅业并表影响，度假业务占比上升，毛利率水平有所下滑至 64.1%，核心 OTA 业务的表现仍然较为稳定，2024 年 OTA 业务的经营利润率为 26.9%，同比+1.5pct。

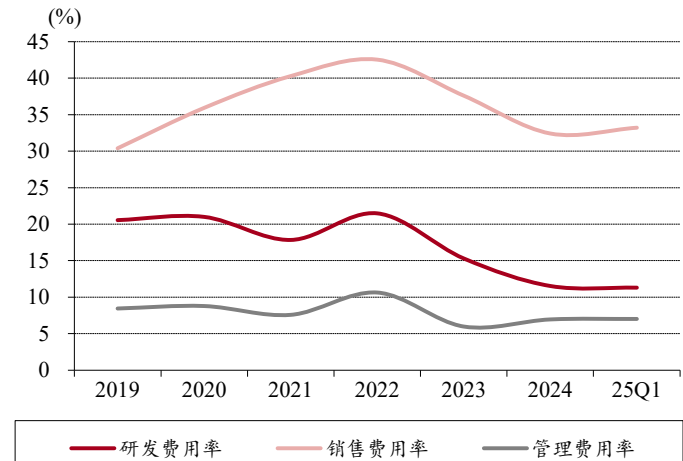
销售费用占比最高，期间费用率整体下行。公司主要费用支出为销售费用，在整体费用中占比约 60%，包括广告及推广开支、销售人员薪酬开支等。2019-2022 年，公司采用高投放高收入的增长策略，销售费用率水平持续走高，2023 年以来伴随着收入端的快速恢复，以及公司降本增效，整体费用率水平逐渐下行。

图表 9. 公司毛利率及净利率水平



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 10. 公司各项期间费用率



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

OTA 行业：受益于旅游市场高景气度，博弈加剧冲击有限

行业概览：在线旅游市场规模达万亿，线上化率逐步提升

OTA 行业处于文旅产业链的中游，对上游的酒旅票务等资源进行整合，并深入参与旅游出行的各个环节，有望受益于出行市场的高景气度和增长。

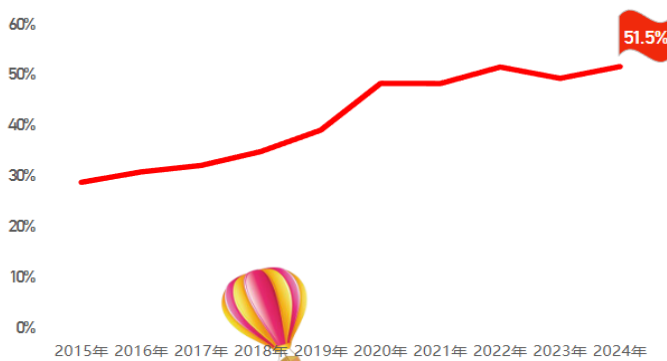
图表 11. 在线旅游行业处于文旅产业链中游



资料来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，中银证券

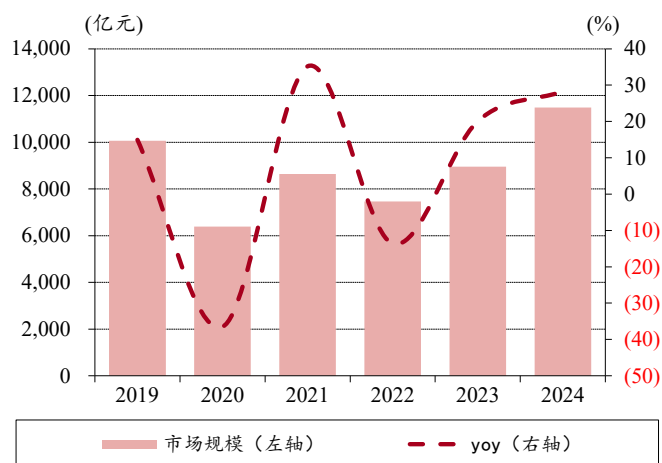
旅游在线交易率逐步提升，在线旅游市场重回万亿规模。近些年来我国已经进入大众旅游时代，国民旅游消费习惯逐渐形成，且受疫情等多种因素影响，加之互联网普及率稳步提高，旅游用户的在线化行为习惯明显得到提升。据 Fastdata 数据，2024 年旅游在线交易率达 51.5%，创历史新高。据 CNNIC 数据，截至 2024 年末，我国在线旅游预订用户规模达 5.48 亿人，占整体网民的 49.5%。受疫情影响，2020 年以后在线旅游市场的用户和规模均锐减，2024 年在线旅游市场重回万亿规模达到 1.15 万亿元。

图表 12. 我国旅游市场在线交易率趋势



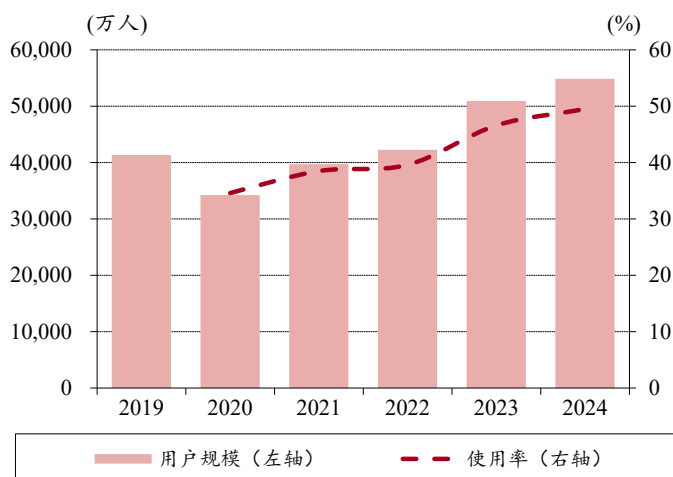
资料来源：Fastdata，中银证券

图表 13. 我国在线旅游市场规模



资料来源: CNNIC, 中银证券

图表 14. 在线旅行用户规模及使用率

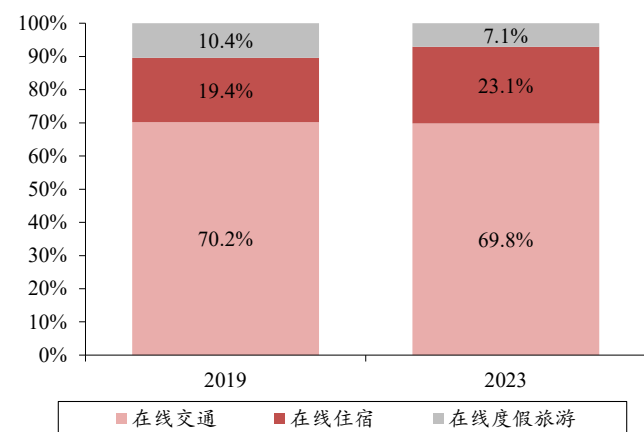


资料来源: CNNIC, 中银证券

交通业务贡献主要 GMV，住宿业务仍有较大渗透空间。从交易额来看，23 年在线交通 GMV 约占 7 成，在线住宿约占 2 成，在线度假旅游约占 1 成。从渗透率来看，交通、门票领域在线交易率均超 80%，增长空间相对有限，酒店在线交易率约 60%+，仍在快速爬升阶段。

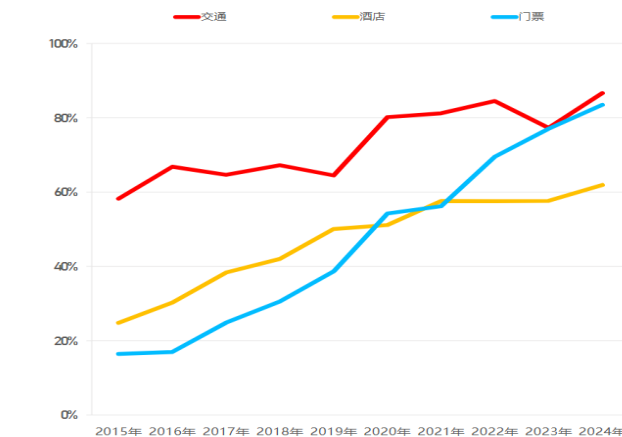
低线城市渗透率较低，未来或成为主要增量市场。据环球旅讯的统计，大交通部分在线化率超 70%，而低线城市为主的汽车票业务线上化率仅 8%，存在较大提升空间；酒店预订低线城市在线化率仅 20-25%，较高线 40-50%水平仍有较大差距。

图表 15. 我国在线旅游市场结构



资料来源: 易观分析, 中银证券

图表 16. 旅游分领域在线交易率趋势

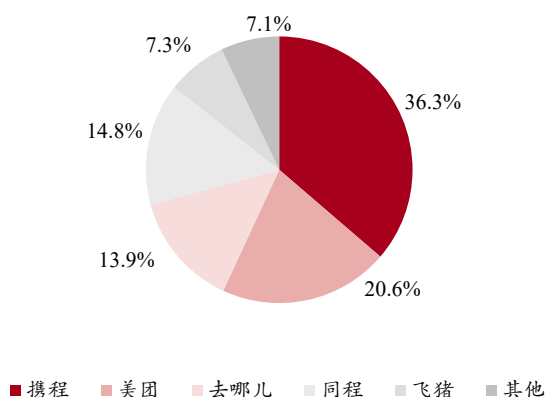


资料来源: Fastdata, 中银证券

竞争格局：一超多强集中度高，博弈加剧冲击有限

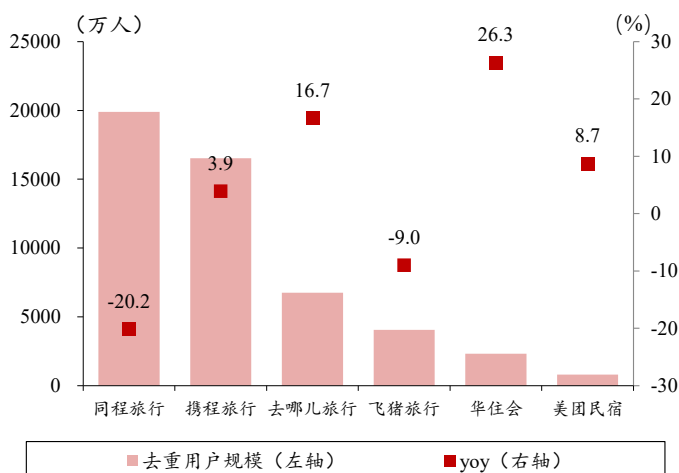
现有竞争者：一超多强集中度高，头部平台实现错位竞争。据 Fastdata 数据，GMV 口径下 2021 年携程、美团、同程、飞猪的市场份额分别为 36.3%、20.6%、14.8%、7.3%，其中携程若加上去哪儿，市场份额占比超过 50%，行业 CR5 超 90%，市场整体的集中度较高。携程主要面向高收入人群和商旅客户，在高星级酒店资源方面领先同行；同程利用腾讯微信的流量入口，主攻下沉市场；美团利用本地生活的流量优势以及优秀的地推团队，主攻低星住宿资源；飞猪则依靠阿里的生态引流，以出境游见长。头部平台均被国内的互联网大厂持股，实现错位竞争，当前市场格局较为稳定。

图表 17. 按 GMV 口径的 OTA 市场规模（2021 年）



资料来源: Fastdata, 中银证券

图表 18. 部分旅游服务平台去重用户规模（24M8）



资料来源: CNNIC, 中银证券

图表 19. 核心 OTA 平台定位对比

	携程	同程	美团	飞猪
用户定位	高学历、高收入、商旅人士	下沉用户	小镇青年、学生、年轻白领	消费能力较强的年轻用户
产品侧重	全品类	交通领域优势，下沉市场有差异化优势	中低端酒店和周边游	定制游、出境游、自由行
核心优势	高星酒店资源、忠诚度较高的商旅用户、较早布局海外业务	腾讯流量入口+携程住宿资源共享、卡位非一线城市	美团的流量成本优势、低星住宿资源优势	阿里生态引流、支付宝的信用体系

资料来源: 红星新闻, 公司公告, 中银证券

图表 20. 核心 OTA 企业的持股股东（截至 2024 年末）



资料来源: Wind, 企查查, 中银证券

潜在竞争者：内容、电商平台纷纷加码，对现有格局冲击有限。近年来，抖音、快手、小红书等内容平台积极布局酒旅市场，但总体来看，对 OTA 平台造成的威胁有限。内容平台的主要优势在于庞大的用户基础和流量，平台试图构建“种草决策+下单购买”的商业闭环。一方面，酒旅出行交易链条较长，涉及预订、出行、住宿、售后等多个环节，用户决策周期长，“冲动下单”等决策行为的占比更少，导致通过种草行为下单的核销率较低；另一方面，OTA 平台在机酒领域积累多年，建立了较强的供应链壁垒，部分 OTA 平台还持股或者投资了酒旅企业，对产业链上游进行延伸布局，新入局的内容平台无法在短期内与众多分散的上游资源商达成深度合作。

京东高调入局，供应端仍处劣势。今年 618，京东发布公开信，宣布参与“京东酒店 PLUS 会员计划”享最高三年 0 佣金，类似于进军外卖市场的举措，京东再次以高补贴的形式入局酒旅市场。但根据其发布的佣金减免政策说明，享受免佣的条件是商家的活动力度大于原价的 85 折且原价不高于其他所有公开售卖渠道的到手价，且佣金采取先收取后返还的制度。作为电商平台巨头，京东的优势在于其庞大的高净值用户和 PLUS 会员体系。资源方面，酒旅行业整体的供应链壁垒较高，目前平台上入驻的酒店商家较少，尤其是中高星级酒店，大型酒店集团更多持观望态度。消费者方面，以补贴来竞争更多获取的是低频消费的长尾客户，与京东自身自营高品质的定位存在出入，用户心智培育耗时较长。因此我们认为，京东入局对现有 OTA 平台的影响有限。

图表 21. 京东宣布“酒店三年最高零佣金计划”

参与“京东酒店PLUS会员计划”
享最高三年0佣金

各位酒店经营者朋友们：

近年来，旅游市场日益繁荣，同步催生出了更多元的需求，京东希望通过新通路的方式为酒店行业提供供应链服务，优化供应链成本，共同把握增长机遇、携手并进，推动酒店行业的健康可持续发展。

为帮助酒店合作伙伴提升经营效益，京东将推出以下重点举措：

- 1、酒店商家参与“京东酒店PLUS会员计划”，享受最高三年0佣金。京东希望帮助酒店行业降低经营成本，从而释放更多资源聚焦服务品质与体验焕新。
- 2、京东有全国超8亿高消费力用户，与全国超30000家大型企业和超800万中小企业客户深度合作，京东用户及合作伙伴与四星以上酒店主力客群高度重合，能够为大家带来更丰富多样的高潜力客流。
- 3、截至目前，京东是国内本地生活流量第一阵营的平台，海量用户的高频消费也催生出游出行等更多消费需求，京东希望携手更多合作伙伴，更好满足用户需求。

京东期待与您携手打造更好的产品，为消费者带去更便宜的价格和更好的服务，为酒店合作伙伴带来更多客流和订单。相信我们能够成功，能够为行业创造价值。同进退，共发展！如您入驻，可前往京东App首页搜索“酒店入驻”。

京东旅行

资料来源：京东黑板报，中银证券

图表 22. 京东关于国内酒店业务佣金减免政策说明

关于国内酒店业务佣金减免政策说明

原创 京东旅行商家中心 京东旅行商家中心 2025年06月23日 18:38 北京

尊敬的京东酒店商家您好：

为了助力国内酒店商家经营，我们将对已入驻的酒店商家（仅限直签酒店，不含渠道商家）给予部分订单佣金减免政策。

自6月18日起，符合条件的商家参加Plus/学生专享价【活动力度大于等于原价85折，且原价需不高于商家线下实体或所有公开渠道（含 OTA，自有渠道及其他第三方渠道）的到手价】所产生的订单，均可享受佣金减免至0的政策（简称“0佣金政策”）。

0佣金政策结算方式：京东先按正常标准收取佣金，月度后返，即每月20日前京东将一个自然月内享受0佣金政策的订单对应的佣金后返至商家钱包账户。

本政策至2028年6月18日23点59分59秒止。

资料来源：京东旅行商家中心，中银证券

议价能力：上游资源集中度决定议价能力

我国 OTA 企业的主要商业模式为根据平台的酒旅票务等业务的交易额抽取佣金（营收=GMV*take rate）。根据嘉世咨询数据，国内 OTA 平台的在线度假、在线交通、在线住宿的佣金率分别为 5%-10%、1%-2%、10%左右。

交通：核心流量入口，佣金率较低

上游资源商集中度较高，政策影响佣金率优化空间有限。在线交通预订是 OTA 平台交易额最高的板块，也是最大的流量入口，但因为上游资源主要由国央企主导运营，集中度较高，且均一定程度进行了直营化渠道布局，议价能力较强，变现率较低。据艾瑞咨询数据，2021 年，在线机票、火车票、汽车票和船票的交易市场规模分别占在线出行市场规模的约 53%、43%、4%、0.2%。机票和火车票为主要的细分市场：

1) 机票：2016 年以后受到“提直降代”政策影响，导致在线机票预订整体增速持续放缓。但民航仍以 OTA 分销为主，直销率仍处于较低水平，据航旅新零售的数据，2024 年，通过 OTA 预订机票的旅客占比为 75%。**2) 火车票：**由于 12306 是中国铁路面向社会提供互联网票务服务的唯一官方渠道，OTA 平台并不通过售卖火车票收取佣金，主要是作为票务代理方，并通过搭售增值旅游产品和服务等获取收入。

图表 23. 2021 年中国在线出行市场细分业务



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 24. 2024 年我国航司客运量及市场份额

排名	航司	旅客运输量 (万人次)	市场份额 (%)	合计 (%)
1	南方航空	11,533.7	15.80	
2	东方航空	11,301.9	15.48	
3	中国国际航空	8,452.3	11.58	42.86
4	海南航空	4,144.9	5.68	
5	四川航空	3,455.7	4.73	
6	厦门航空	3,445.4	4.72	
7	深圳航空	3,401.7	4.66	
8	春秋航空	2,855.0	3.91	
9	山东航空	2,731.6	3.74	
10	吉祥航空	2,067.7	2.83	73.13

资料来源：CADAS，中银证券

住宿：核心利润来源，佣金率长期或呈下降趋势，短期内仍然稳定

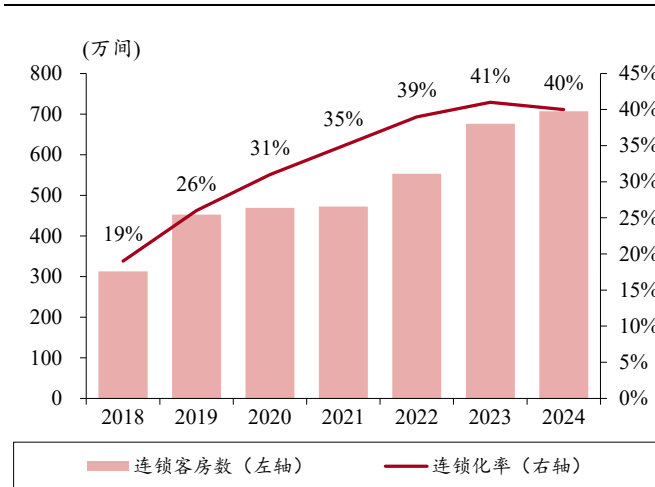
酒店连锁化率和直销率提升，加剧与 OTA 的渠道竞争。疫情期间大量单体酒店受到冲击，连锁酒店趁机跑马圈地，促进连锁化率显著提升，2019-2022 年由 26% 提升至 39%。三大酒店集团 2021 年的市占率合计为 48.14%，达到了疫情以来的顶峰。2023 年以后，由于国内旅游市场出现报复性增长，疫情期间出清的单体酒店卷土重来，据奥维云网统计，2024 年上半年新开业酒店达到 2.3 万家，其中大部分是单体酒店，连锁化趋势有所放缓。疫情前酒店市场整体较为分散，因此对于 OTA 渠道的依赖较强，议价能力也显著低于航空、铁路集团。此外，酒店集团受困于 OTA 的高抽成，愈发重视 CRS 系统的建设和会员心智培育，提升直销比例，以华住为例的头部酒店集团，2024 年约 75% 的客房通过自有渠道出售。长期来看，住宿渠道的变现率或存在下降压力。

图表 25. 我国龙头酒店集团市占率变化 (%)

排名		2019		2020		2021		2022		2023		2024
1	锦江	19.50	锦江	20.18	锦江	22.11	锦江	20.38	锦江	17.62	锦江	18.25
2	华住	11.99	华住	13.91	华住	15.96	华住	14.63	华住	13.50	华住	15.39
3	首旅	9.27	首旅	9.22	首旅	10.07	首旅	8.46	首旅	7.13	首旅	7.33
CR3		40.76	43.31		48.14		43.47		38.25		40.97	
CR10		59.76	64.35		69.46		62.37		55.24		60.48	

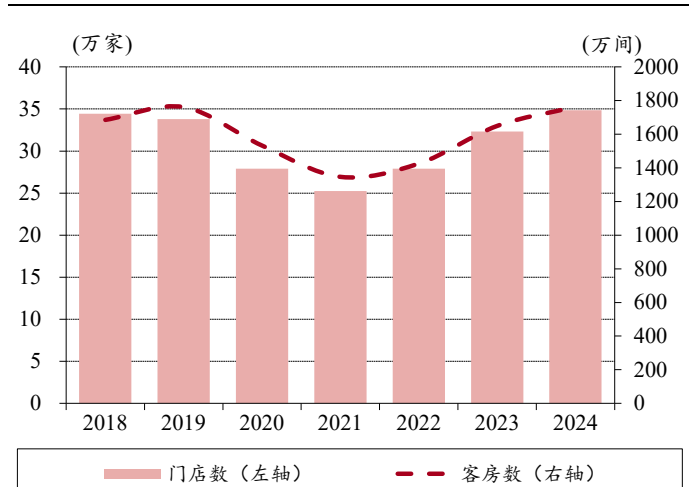
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 26. 国内酒店连锁化率增长趋势放缓



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 27. 2024 年国内酒店数量超出疫前水平



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

供需错配下酒店经营短期承压, OTA 导流获客能力仍然凸显。从酒店市场的供需状况来看, 供给侧, 截至 2024 年末, 我国的酒店门店和客房数量都已经超出 2019 年的水平, 分别为 34.87 万家和 1764 万间; 而需求侧, 休闲度假需求增速放缓, 商旅需求受限, 2024 年经济型酒店 Revpar 恢复状况领先酒店大盘, 除了经济型的 ADR 超出 2019 年以外, 其他档次的酒店无论是 OCC 还是 ADR 均未恢复至疫前水平。酒店扩张增速与下游需求增长并不匹配, 经营普遍承压。短期来看, 酒店行业对 OTA 平台的导流获客仍有较大的依赖性。

图表 28. 国内酒店市场经营恢复情况

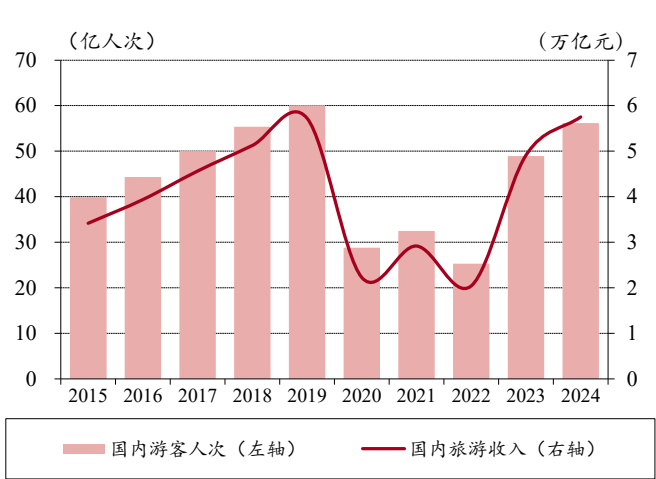
酒店类型	2019 年			2024 年			2024 年恢复度		
	OCC	ADR (元)	Revpar (元)	OCC	ADR (元)	Revpar (元)	OCC	ADR	Revpar
全部	63.59%	212.1	134.88	58.81%	199.92	117.58	92.5%	94.3%	87.2%
经济型	63.31%	144.62	91.55	59.53%	146.46	87.19	94.0%	101.3%	95.2%
中档型	64.64%	241.5	156.1	58.58%	238.37	139.63	90.6%	98.7%	89.4%
高档型	61.61%	372.08	229.23	51.56%	352.31	181.66	83.7%	94.7%	79.2%
豪华型	51.06%	749.82	382.84	45.23%	739.37	344.4	88.6%	98.6%	90.0%

资料来源: 酒店之家, 中银证券

出游市场: 国内迈入大众旅游时代, 跨境游复苏正当时

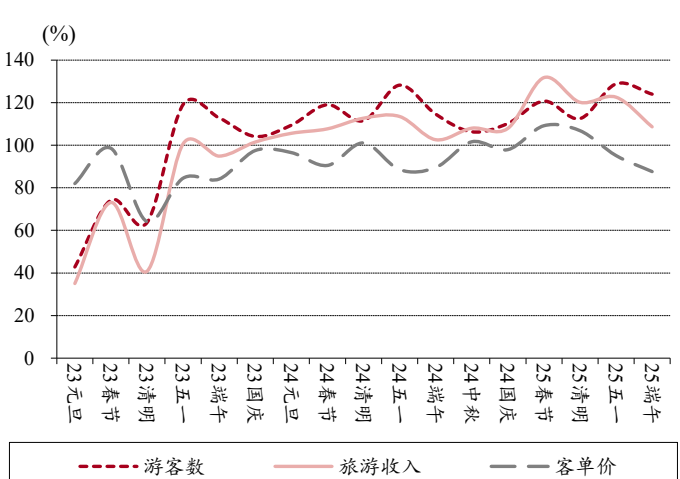
国内游: 出行人次稳步增长, 客单逐步恢复略有承压。在 2023 年出行需求报复性释放的高基数下, 2024 年以来旅游市场持续回暖, 出行人次稳步增长。2024 年国内旅游总人次 56.2 亿人次, 同比+14.8%, 恢复至 2019 年同期的 93.6%。实现旅游收入 5.8 万亿元, 同比+17.1%, 恢复至 2019 年同期的 100.5%。从各个假期的数据来看, 旅游市场整体景气度较高, 出游人次持续创新高, 人均消费方面较疫前仍有一定差距。

图表 29. 我国国内旅游人次及收入



资料来源: 文旅部, 中银证券

图表 30. 各假期国内旅游市场恢复度 (VS19 年)



资料来源: 文旅部, 中银证券

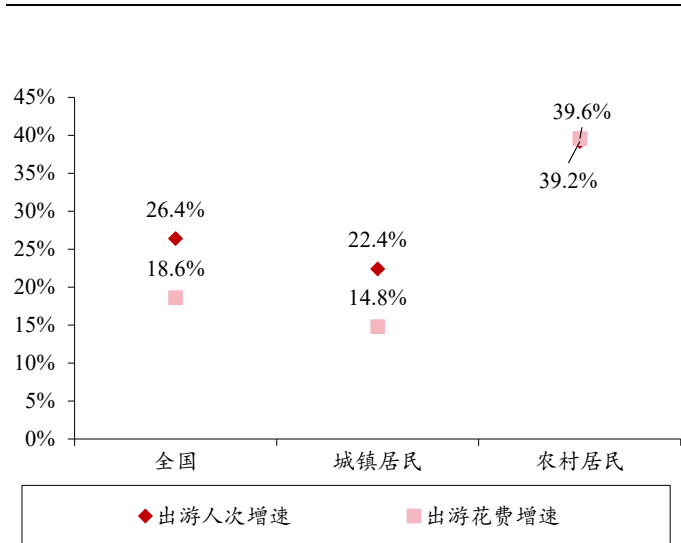
大众旅游时代来临, 关注下沉市场增量。量增价跌成为旅游市场新常态, 出游人次的持续增长, 可以看出旅游市场的需求并未下降, 反而成为了更加大众化的需求, 旅游出行变成了更加普惠高频的休闲方式; 但人均消费增长乏力, 消费者更加关注产品的性价比, 对于旅游服务商而言, 竞争逻辑也在发生重构。此外, 低线城市、县域居民的需求升级为旅游下沉市场带来了增长的新动能。中国旅游研究院专项调查显示, 我国 78.2% 的农村居民有出游意愿。农村居民占劳动节旅游市场份额从 2022 年的 4.5% 提升至 2024 年的 10.5%。自 2024 年以来, 三线以下城市与县域旅游人次增长显著, 众多中小城市成为游客的新选择。2025Q1, 农村居民和城镇居民的出游人次增速分别为 39.2%/22.4%; 出游花费增速分别为 39.6%/14.8%, 农村居民增速显著超过城镇居民的水平。

图表 31. 五一假期县域旅游热度高



资料来源：同程旅行，中银证券

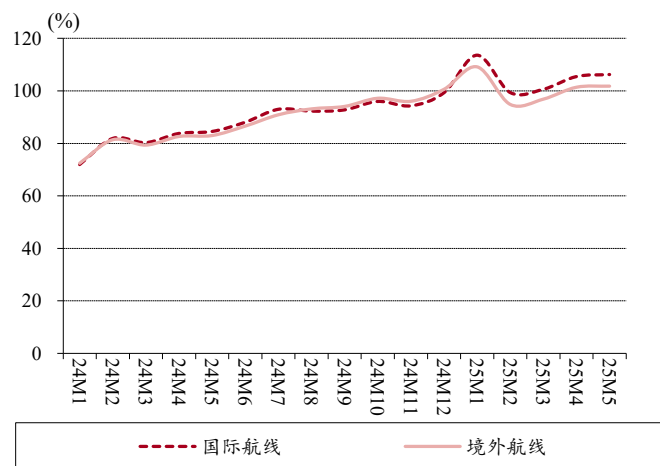
图表 32. 25Q1 城镇居民和农村居民出游状况对比



资料来源：文旅部，中银证券

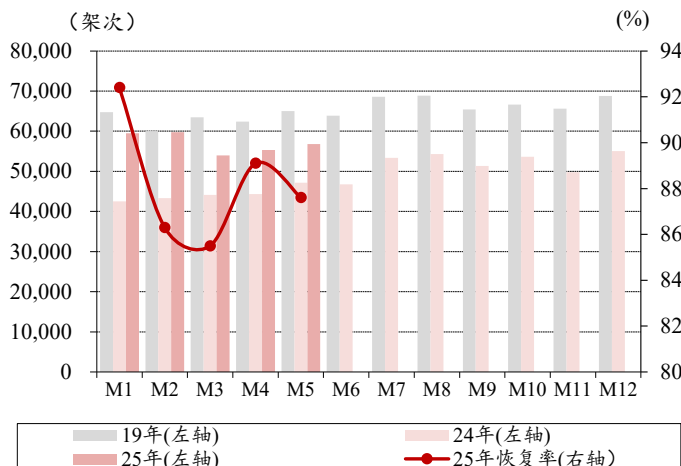
跨境游：供给逐步修复，需求加速释放。受益于航班运力的修复和免签政策的红利，截至 2024 年末，我国入境游和出境游的人次分别恢复至 2019 年的 90.8%和 94.2%，较 2023 年显著提升，跨境游有望延续快速增长的趋势。据航班管家数据，截至 2025 年 5 月，我国国际航班的执飞量恢复至 2019 年同期的 87.6%。

图表 33. 国际&境外航线旅客运输量恢复度（VS19 年）



资料来源：航班管家，中银证券

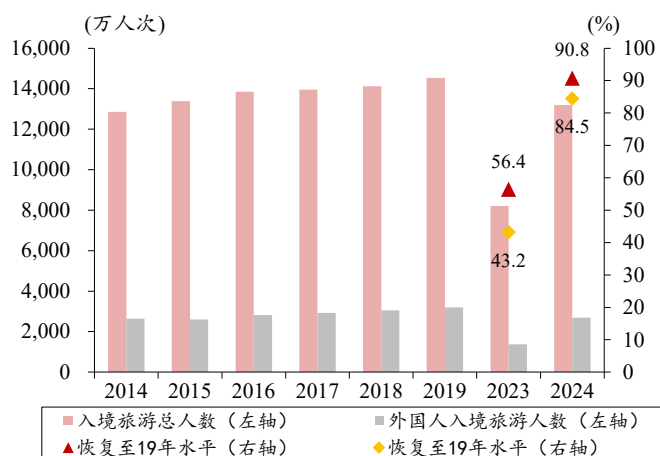
图表 34. 国际客运航班执行量及恢复度（VS19 年）



资料来源：航班管家，中银证券

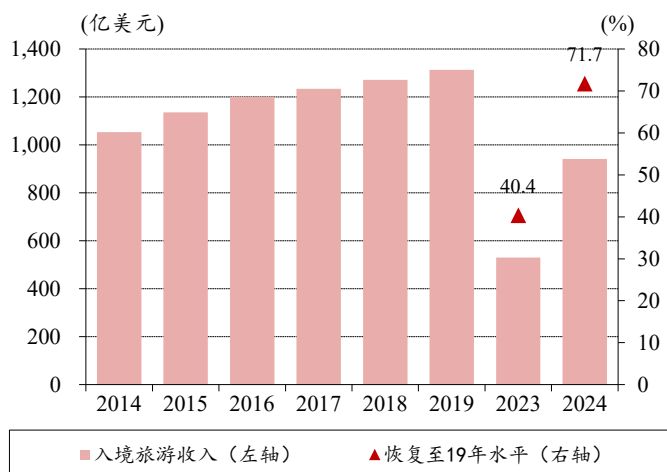
1) 入境游：免签“朋友圈”持续扩大，离境退税政策升级优化，“China Travel”显著升温。2025 年 6 月，中方对沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员试行免签政策，至此适用单方面免签政策来华国家已扩展至 47 个；6 月 12 日，国家移民管理局宣布对印度尼西亚公民适用 240 小时过境免签政策，至此该政策适用国家增至 55 个。据国家移民管理局数据，2025Q1 入境外国游客 921.5 万人次，同比+40.2%。其中免签入境 657 万人次，占比达到 71.3%。随着免签政策的持续完善，叠加“即买即退”、移动支付全场景覆盖等配套设施的落地，入境游对海外游客的吸引力持续提升。

图表 35. 我国入境游人次及恢复度



资料来源：文旅部，国家统计局，中银证券

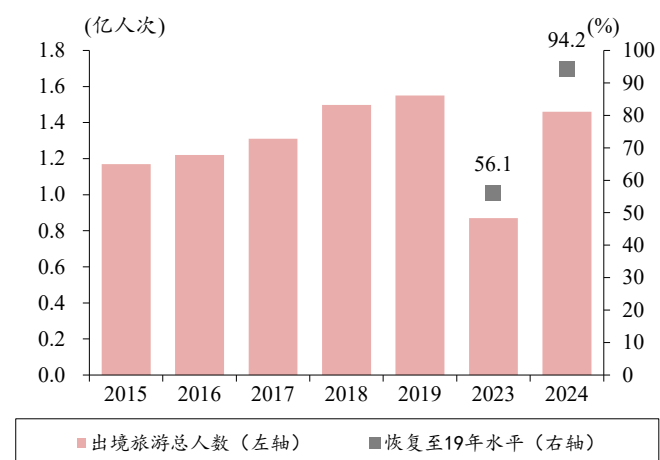
图表 36. 我国入境游收入及恢复度



资料来源：文旅部，国家统计局，中银证券

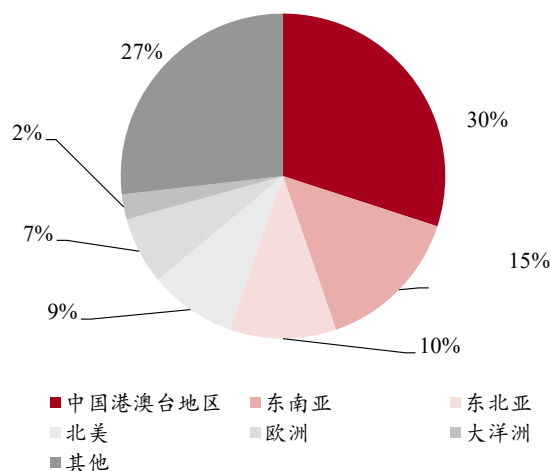
2) 出境游：周边目的地热度较高，重游客源占比提升。2024 年出境游市场同样实现快速增长，以东南亚和东北亚为代表的周边目的地保持着较高热度。且二线城市成为增长主力，贡献了 38% 的高消费客源。今年仍将呈现出强劲反弹势头，据环球时报预测，2025 年中国出境游人次将超过 1.55 亿。2025 年第一季度中国出境游情绪调查报告显示，重复出境游客占比持续上升，首次国际旅行者占比从 2024 年第三季度的 43.8% 降至 38%，这标志着中国市场趋于成熟。

图表 37. 我国出境游人次及恢复度



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 38. 2024 年我国出境目的地分布



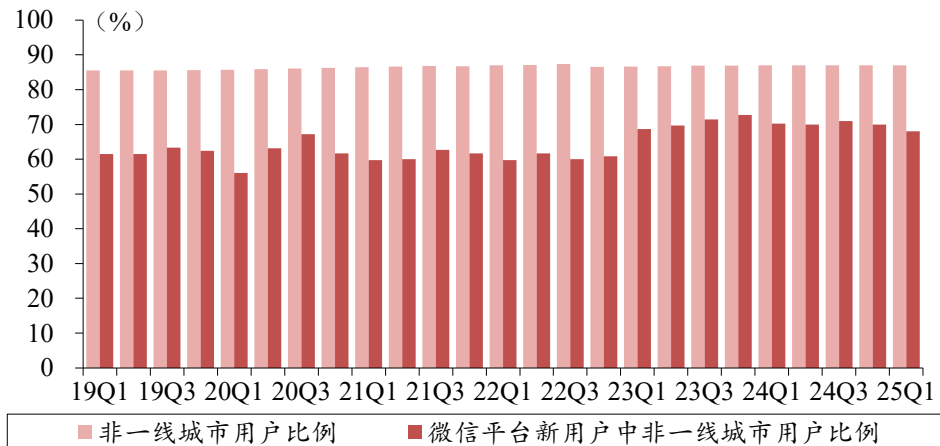
资料来源：中国旅游研究院，中银证券

核心优势：卡位下沉市场错位竞争，两大股东赋能流量&供给

卡位下沉市场实现错位竞争，创新产品服务迎合大众旅游

深耕下沉市场，实现错位竞争。从公司的用户结构来看，截至 2025Q1 平台注册用户中非一线城市占比超 87%，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超 68%。当前低线城市无论是旅游客群增速还是在线旅游的渗透率增长空间均高于整体市场，公司深耕下沉市场多年，与其他 OTA 平台实现错位竞争，有望享受低线市场的行业红利。

图表 39. 同程非一线城市用户占比超 85%



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

创新产品服务，迎合大众旅游。随着非一线城市居民的旅游需求日益增长，且更加高频和注重性价比，针对这些特点，公司创新推出“空空中转”“空铁联程”“空巴联程”等一系列经济实惠的交通方案。2025Q1，同程旅行的火火联程产品预订量同比提升 22%，空空联程产品预订量同比提升 44%。此外，公司聚焦大众出行的“第一公里”和“最后一公里”，构建丰富的出行产品体系，实现汽车票、跨城巴士等更具个性化的预订服务。针对特定人群的出行需求，公司还于 2025 年 1 月份启动了“首乘无忧”计划，为首乘旅客提供机场静音仓、贵宾室优惠、机场美食优惠及优先登机等服务。截至 25Q1 末，同程旅行已经与超 20 家机场开展首乘服务合作，累计服务首乘用户数超 3 万。

图表 40. 同程旅行推出“空铁联程”产品



资料来源：同程出行公众号，中银证券

图表 41. 同程旅行推出“首乘无忧”服务

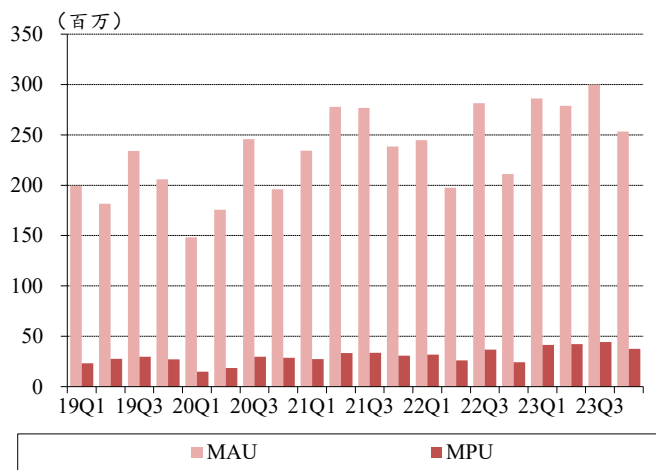


资料来源：同程旅行，中银证券

两大股东赋能，流量供给深度合作

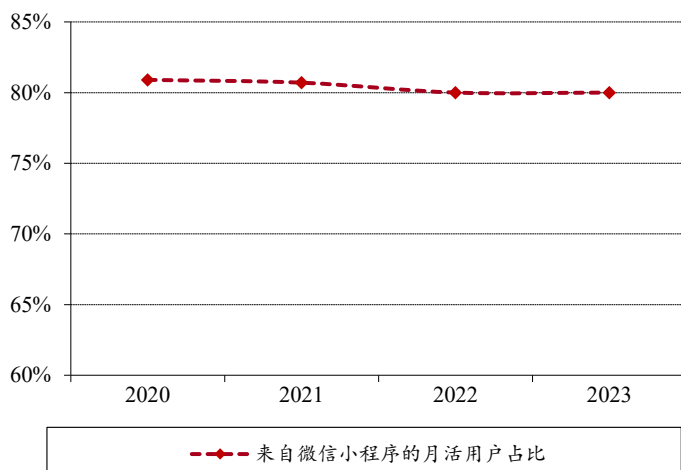
流量端：腾讯生态流量加持，触达广泛用户群体。公司与腾讯签署若干合作协议，腾讯为公司提供流量支持、技术服务以及广告营销服务等；目前同程来自腾讯的流量入口包括：1) 微信小程序；2) 微信钱包的“火车票机票”及“酒店”入口；3) QQ 钱包以及移动 QQ 中若干其他的“火车票机票”及“酒店”入口。2020-2023 年，公司约 80% 的平均月活用户来自微信小程序，微信小程序持续为公司贡献主要用户流量，助力公司高效触达下沉市场的广泛用户群体。此外，腾讯生态下的多个产品和渠道也可以助力公司提高品牌曝光度。

图表 42. 同程旅行的平均月活及付费用户数



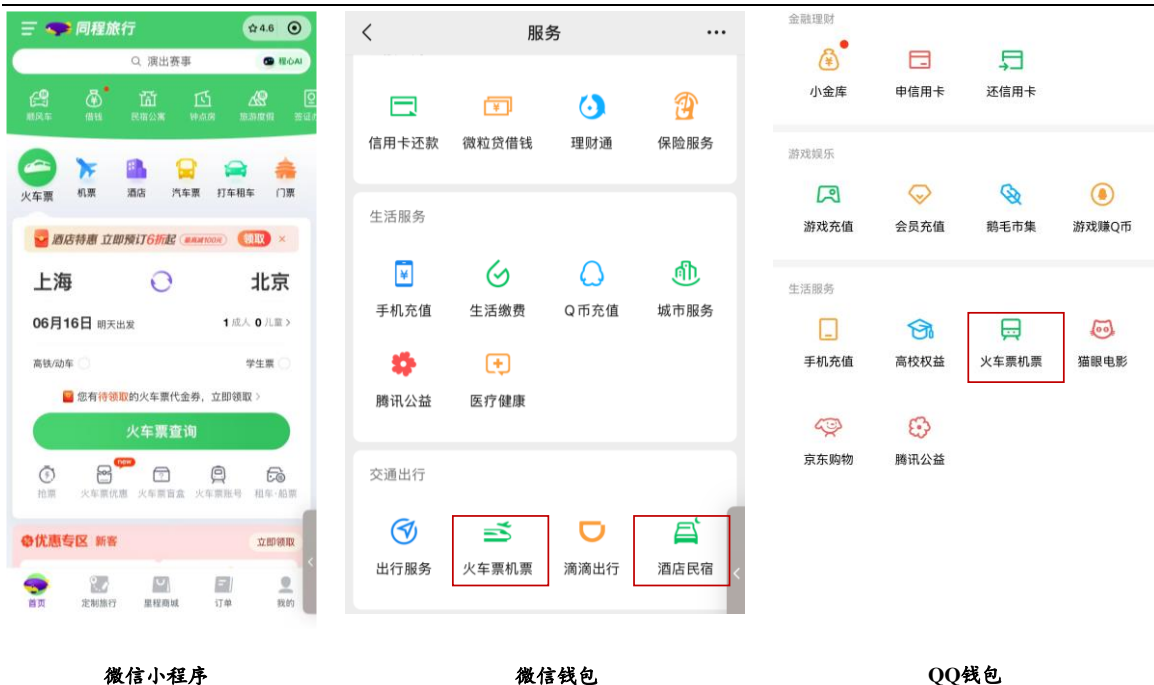
资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 同程旅行超 8 成月活用户来自微信小程序



资料来源：公司公告，中银证券

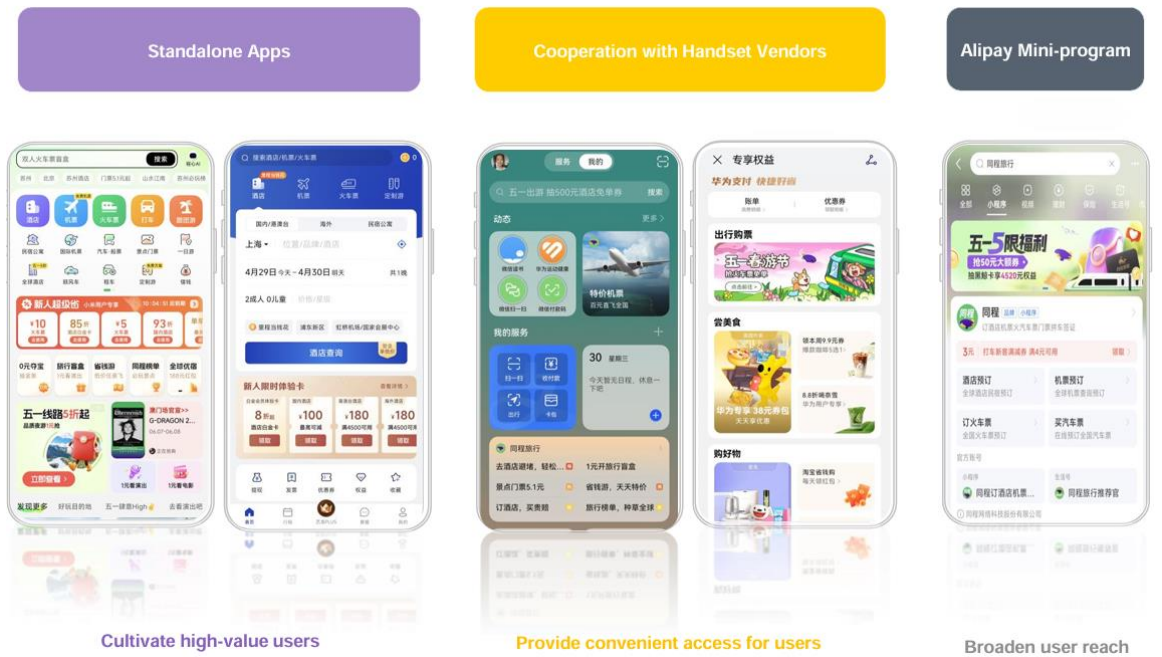
图表 44. 腾讯生态下同程旅行业务入口



资料来源：中银证券

拓展多元流量渠道，发力自有 APP 打造。公司在深耕微信生态的同时，也在拓展多元流量渠道，通过打造自有 APP、与手机厂商合作预装机、入驻支付宝小程序等方式寻找新增量，2024 年公司加大对自有 APP 的投入，日活用户数同比增超 1 倍。

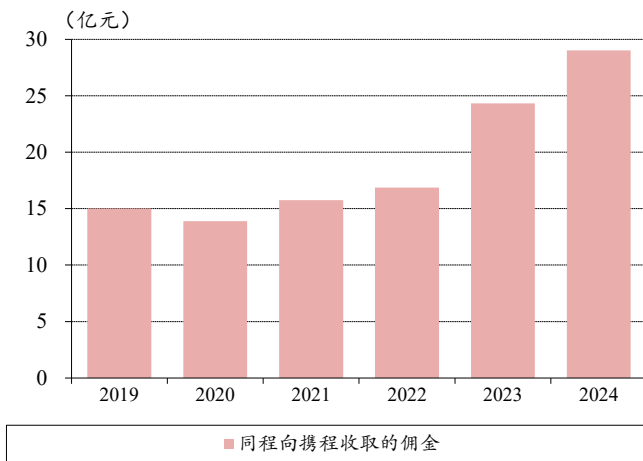
图表 45. 公司积极拓展新渠道流量



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

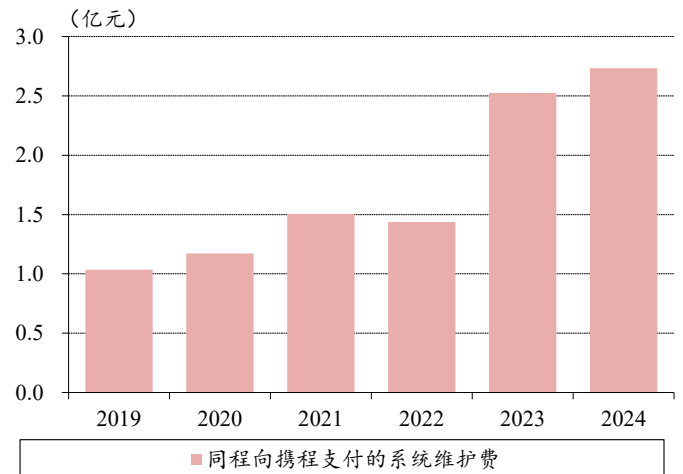
供给侧：与携程共享酒旅库存，低成本获取优质资源。携程与公司签订多项合作协议，为公司共享旅游资源。基于《携程旅游资源供应框架协议》，携程向公司提供酒旅资源，公司进行销售并向资源方收取全部佣金，仅向携程提供系统维护费用。2019/2024 年同程旅行向携程支付的系统维护费分别为 1.0/2.7 亿元，获得的佣金收入则分别为 15.0/29.0 亿元。通过与携程的资源共享，公司可以以低成本获取酒旅资源。且携程与同程本身错位竞争，主攻不同市场，双方合作可以实现优势客群互补。

图表 46. 同程向携程收取的佣金



资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. 同程向携程支付的系统维护费



资料来源：公司公告，中银证券

深化自有产业链布局，积极拓展海外市场

兼并收购上游公司，补足旅游产品生态圈，深化一站式服务。1) **旅行社**：2023 年，公司完成对同程国旅及同程旅业的收购。截至 2024 年 3 月，同程旅业在国内（不含港澳台地区）运营约 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。同程国旅则深耕休闲度假旅游以及目的地景区，在入境、出境、国内游业务方面均有涉及。2) **酒店管理**：公司于 2021 年成立艺龙酒店科技平台，2022 年，公司陆续收购上海美豪和湖南珀林酒管；2025 年 4 月，公司宣布收购万达酒管，进一步扩充酒店管理规模。通过内部孵化以及兼并收购等多种方式，截至 2025Q1，艺龙酒店旗下共有 12 个酒店品牌，在营酒店超 2500 家，储备店超 1400 家，旗下会员超 3000 万人。3) **PMS**：公司陆续收购金天鹅、米天下等 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 48. 公司近年来收购标的

收购时间	收购标的	涉及业务
2025 年 4 月	万达酒管	酒店管理
2023 年 11 月	同程旅业	旅行社
2023 年 1 月	同程国旅	旅行社
2022 年 10 月	湖南珀林酒店管理有限公司	酒店管理
2022 年 9 月	上海美豪商业管理有限公司	酒店管理
2022 年 2 月	北京米天下科技股份有限公司	PMS
2021 年 9 月	长沙金天鹅科技有限公司	PMS

资料来源：公司公告，中银证券

图表 49. 艺龙科技旗下酒店品牌矩阵（截至 25Q1）



资料来源：公司官网，中银证券

构建国际供应链，积极拓展海外市场。2022 年，公司重新开始开拓国际市场，积极构建国际供应链。在旅游目的地方面，公司于 2023 年 9 月启动“目的地全球计划”，韩国、新加坡、匈牙利、西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。2024 年 3 月，同程旅行首个海外实体店在洛杉矶正式开业，是公司在海外市场投入运营的第一家线下服务门店，开启同程以“线上+线下”的方式为北美用户提供旅行服务的新篇章。2024 年上半年，公司推出了国际旅游预订平台 HopeGoo，7 月将首个海外客户体验中心正式落地马来西亚吉隆坡。2024 年公司的国际机票的票务量同比增超 130%，国际酒店间夜量销售同比增超 110%。优先拓展出境业务以及全球业务布局也是公司目前的重要战略。

图表 50. 同程启动“目的地全球计划”



资料来源：公司公众号，中银证券

图表 51. 同程与塞尔维亚国家旅游局达成战略合作



资料来源：公司公众号，中银证券

盈利预测与投资建议

盈利预测

1) 营收: 我们预计 2025-2027 年公司的营收分别为 196.24、220.69、245.34 亿元, 同比分别+13.17%、+12.46%、+11.17%。

住宿预订: 2025Q1 公司的住宿预订业务营收增速为 23.3%, 公司有望受益于下沉市场需求升级以及出境业务占比提升。我们预计 2025-2027 年的营收分别为 53.57、59.56、65.57 亿元, 同比分别+14.75%、+11.18%、+10.09%。

交通票务预订: 国内市场, 节假日出游仍然保持较高热度, 航班及铁路客运量稳定增长, 且公司持续丰富增值产品及服务, 注重市场推广回报率; 国际市场, 公司践行国际化扩张战略, 且目前业务占比基数较低, 受益于跨境游的逐步修复, 业务增量可期。我们预计 2025-2027 年的营收分别为 82.58、91.75、101.07 亿元, 同比分别+14.24%、11.10%、+10.16%。

其他业务: 2025Q1 其他业务的营收增速为 20.0%, 且 4 月公司宣布收购万达酒管, 酒店管理业务版图进一步扩充, 我们预计 2025-2027 年的营收分别为 29.93、36.81、44.18 亿元, 同比分别+30.00%、+23.00%、+20.00%。

度假业务: 受到东南亚地区安全问题影响, 度假业务短期内可能受到冲击, 我们预计 2025-2027 年的营收分别为 30.16、32.57、34.52 亿元, 同比分别-4.00%、+8.00%、+6.00%。

2) 毛利: 一方面预计受益于下沉旅游市场升级, 另一方面预计受益于公司营收结构的改善, 我们预计 2025-2027 年公司的毛利率分别为 65.8%、66.0%、66.3%。

图表 52. 公司分部盈利预测

(单位: 百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
住宿预订	3,899.51	4,668.18	5,356.74	5,955.62	6,556.54
Yoy(%)	61.49	19.71	14.75	11.18	10.09
交通票务预订	6,030.05	7,229.03	8,258.45	9,175.13	10,107.33
Yoy(%)	78.46	19.88	14.24	11.10	10.16
其他收入	1,966.68	2,302.24	2,992.91	3,681.27	4,417.53
Yoy(%)	148.64	17.06	30.00	23.00	20.00
度假业务	0.00	3,141.24	3,015.59	3,256.84	3,452.25
Yoy(%)			-4.00	8.00	6.00
总收入	11,896.24	17,340.69	19,623.68	22,068.86	24,533.64
Yoy(%)	80.67	45.77	13.17	12.46	11.17
毛利率(%)	73.45	64.09	65.80	66.00	66.30

资料来源: 公司公告, 中银证券

投资建议

公司为国内 OTA 行业领先企业, 深耕下沉市场, 有望坐享低线市场的行业红利; 背靠腾讯和携程两大股东, 具备低成本获客和优质供给资源的优势, 核心 OTA 业务增长空间可观。公司积极拓展酒管、度假等业务, 并逐步开拓国际市场, 有望进一步贡献业绩增量。我们预计 2025-2027 年公司将实现经调整净利润 33.12/39.79/47.97 亿元, 对应经调整 P/E 分别为 13.1/10.9/9.1 倍。

我们选取国内 OTA 龙头携程、以及全球 OTA 龙头 Booking、Expedia 作为可比公司, 可比公司 2025-2027 年的平均经调整 P/E 为 18.9/16.6/14.6 倍。同程 2025-2027 年经调整 P/E 为 13.1/10.9/9.1 倍, 相对可比公司而言估值较低。综上所述, 首次覆盖, 给予买入评级。

图表 53. 可比公司估值状况 (截至 2025.7.4)

股票代码	公司简称	市值(亿)	调整后净利润 (亿)				调整后 P/E		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9961.HK	携程集团-S	3,031	180.41	174.02	202.03	231.89	17.4	15.0	13.1
BKNG.O	Booking	1,860	63.74	69.39	78.11	87.93	26.8	23.8	21.2
EXPE.O	Expedia	224	16.22	17.99	20.52	23.7	12.5	10.9	9.5
综合平均值							18.9	16.6	14.6
0780.HK	同程旅行	434	27.85	33.12	39.79	47.97	13.1	10.9	9.1

资料来源: Wind, 中银证券, 可比公司数据来 bloomberg 一致预测

注: 港股公司单位为元, 美股公司单位为美元

风险提示

行业竞争加剧风险：伴随抖音、小红书、京东等内容、电商平台进入 OTA 赛道，冲击行业原有竞争格局，挤压公司份额。

上游供应商挤压利润：酒店龙头加码布局会员体系，直销模式占比提高，可能冲击 OTA 平台的利润。

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。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,904	17,341	19,624	22,069	24,534
营业收入	11,896	17,341	19,624	22,069	24,534
营业成本	3,158	6,227	6,711	7,503	8,268
毛利	8,738	11,113	12,912	14,565	16,266
研发费用	1,821	2,001	2,159	2,428	2,453
销售费用	4,473	5,621	6,280	6,841	7,605
管理费用	711	1,206	1,374	1,545	1,693
财务费用	(16)	44	11	(84)	(167)
其他费用	0	0	0	0	0
其他收益	130	145	145	145	145
投资收益	(33)	11	10	10	10
利润总额	1,854	2,398	3,245	3,991	4,837
所得税	288	410	519	599	726
净利润	1,566	1,988	2,726	3,393	4,111
少数股东损益	11	14	19	24	29
归母净利润	1,554	1,974	2,707	3,369	4,082
经调整净利润	2,199	2,785	3,312	3,979	4,797
EBITDA	1,365	709	2,652	3,368	4,424

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,900	18,241	20,722	26,128	30,811
货币资金	5,192	8,020	10,224	14,687	18,537
应收账款及票据	5,588	7,178	7,335	8,079	8,746
存货	1	7	7	7	7
其他流动资产	4,118	3,036	3,157	3,354	3,522
非流动资产	16,817	19,537	19,013	18,344	17,732
固定资产	2,495	3,147	3,117	3,091	3,066
权益性投资	1,430	1,682	1,682	1,682	1,682
无形资产	9,580	10,814	10,429	9,883	9,380
长期投资	1,723	2,287	2,287	2,287	2,287
其他非流动资产	1,588	1,607	1,498	1,402	1,317
资产合计	31,717	37,777	39,735	44,471	48,544
流动负债	11,887	11,597	11,623	12,967	12,928
短期借款	2,540	1,359	1,000	1,000	1,000
应付账款及票据	4,131	4,467	4,481	5,523	5,500
其他流动负债	5,216	5,771	6,142	6,444	6,428
非流动负债	1,283	5,218	4,423	4,423	4,423
长期借款	11	2,794	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	1,272	2,423	2,423	2,423	2,423
负债合计	13,170	16,815	16,047	17,391	17,352
少数股东权益	844	961	980	1,004	1,032
归属母公司股东权益	17,703	20,001	22,708	26,077	30,160
负债和股东权益合计	31,717	37,777	39,735	44,471	48,544

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,554	1,974	2,707	3,369	4,082
折旧摊销	911	1,083	1,324	1,269	1,211
营运资金变动	911	(688)	207	602	(723)
其他	628	601	57	33	38
经营活动现金流	4,003	2,970	4,295	5,273	4,609
资本支出	(974)	(415)	(800)	(600)	(600)
投资变动	549	190	(100)	(200)	(150)
其他	(1,337)	(609)	145	145	145
投资活动现金流	(1,762)	(834)	(745)	(645)	(595)
银行借款	(73)	1,415	(1,154)	0	0
股权融资	57	285	0	0	0
其他	(576)	(1,022)	(193)	(165)	(165)
筹资活动现金流	(592)	679	(1,347)	(165)	(165)
净现金流	1,649	2,814	2,204	4,464	3,850

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	80.7	45.8	13.2	12.5	11.2
归母净利润增长率(%)	1,164.4	27.0	37.1	24.5	21.2
EBIT 增长(%)	1,429.3	31.3	35.6	21.0	20.3
EBITDA 增长(%)	273.9	27.0	31.4	13.5	14.0
获利能力					
息税前利润率(%)	14.6	13.2	15.8	17.0	18.4
毛利率(%)	73.5	64.1	65.8	66.0	66.3
归母净利润率(%)	13.1	11.4	13.8	15.3	16.6
ROE(%)	8.8	9.9	11.9	12.9	13.5
ROIC(%)	3.7	(1.0)	7.0	7.5	9.8
偿债能力					
资产负债率	29.1	36.1	41.5	44.5	40.4
净负债权益比	(12.7)	(7.8)	(14.2)	(18.4)	(30.5)
流动比率	1.6	1.7	1.3	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.2	1.4
应收账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.9	2.9
应付账款周转率	0.9	1.4	1.5	1.5	1.5
费用率					
销售费用率(%)	37.6	32.4	32.0	31.0	31.0
管理费用率(%)	6.0	7.0	7.0	7.0	6.9
研发费用率(%)	15.3	11.5	11.0	11.0	10.0
财务费用率(%)	(0.1)	0.3	0.1	(0.4)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新)	0.7	0.8	1.2	1.4	1.7
每股经营现金流(最新)	1.7	1.3	1.8	2.3	2.0
每股净资产(最新)	7.6	8.5	9.7	11.1	12.9
估值比率					
P/E(最新)	19.9	19.7	16.1	12.9	10.7
P/B(最新)	1.7	1.9	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.2	10.3	8.2	6.3	4.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371