



绘制一站式旅游体验的全球化蓝图

公司简介

携程集团 (代码: 9961.HK/TCOM) 创立于 1999 年, 是中国领先的一站式旅行服务平台, 集团目前通过“携程”和“去哪儿”在中国市场占据龙头地位; 旗下 Trip.com 侧重海外市场、“Skyscanner-天巡”为全球机票比价直连平台; 目前公司业务覆盖全球 200+ 个国家, 已成为全球市值第三大的在线旅游企业。

投资逻辑

- 1) 国内旅游业务是基本盘, 市占率领先&业务稳固。在当下酒店供给增加的背景下, OTA 渠道价值进一步凸显。携程前端具备流量优势, 据 QuestMobile 数据, 2025 年 5 月携程&去哪儿 APP 自有流量位列行业 Top2。携程后端供应链基础扎实, 积累覆盖国内 600 多个城市的 75 万+酒店资源。
- 2) 出境业务: 具备“重服务+供应链资源丰富”的优势。携程 2023 年至今出境游恢复率持续快于行业, 且据 Fastdata 数据 2024 年 7 月携程出境游人次市占率达 48.3%, 我们认为其出境游优势主要来源于: ①客服沟通、界面操作等方面更符合国人操作习惯, 重服务模式有效解决国人出境游痛点, 携程拥有世界最大的旅游业呼叫中心提供 7*24 小时中文服务; ②出境资源布局早, 供应链资源最丰富。
- 3) 海外业务: 未来增长驱动力量之一。2024 年携程海外地区 (含 Skyscanner 及国际 OTA 平台 Trip.com 等) 实现收入 77.2 亿元, yoy+31.0%; 25Q1 集团国际 OTA 平台预订同比增长超 60%, 并有望在未来的 3-5 年保持中双位数增长。我们认为携程国际化扩张的主要优势为: ①以亚太切入, 复用出境游供应链; ②比国际化 OTA 平台更低的货币化率切入供应链资源; ③一站式旅游资源实现用户更好的体验及交叉销售, APP 基因优势深厚。
- ④加码战略布局入境游, 加速海外获客。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 FY2025/FY2026/FY2027 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 174.07/206.23/239.88 亿元, 分别同比 -3.5%/+18.5%/+16.3%; GAAP 归母净利润 152.97/183.47/216.99 亿元, 同比 -10.4%/+19.9%/+18.3%。参考国际 OTA 平台, 我们给予 FY2026 年 18X PE (Non-GAAP 口径), 目标价 574.67 港币, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

旅游消费市场表现不及预期风险; 外部竞争加剧风险; 行业政策变动风险; 佣金率下降风险; 重大负面事件冲击。

海外和传媒互联网组

分析师: 易永坚 (执业 S1130525020001)

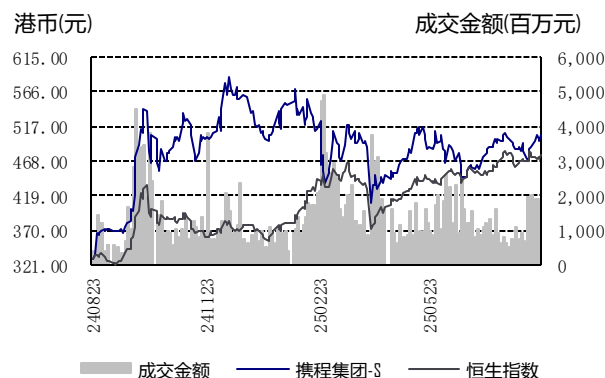
yiyongjian@gjzq.com.cn

分析师: 李华熠 (执业 S1130525030003)

lihuayi@gjzq.com.cn

市价 (港币): 505.000 元

目标价 (港币): 574.67 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,510	53,294	61,028	69,594	79,473
营业收入增长率	122.12%	19.73%	14.51%	14.04%	14.19%
归母净利润(百万元)	9,918	17,067	15,297	18,347	21,699
归母净利润增长率	606.91%	72.08%	-10.37%	19.94%	18.27%
摊薄每股收益(元)	14.13	24.31	21.79	26.13	30.90
每股经营性现金流净额	32.19	28.71	23.76	28.83	34.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.12%	11.97%	9.68%	10.40%	10.96%
P/E	18.08	20.44	21.33	17.78	15.04
P/B	1.43	2.38	2.07	1.85	1.65
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	13,071	18,041	17,407	20,623	23,988
Non-GAAP 归母净利润增长率	910.1%	38.0%	-3.5%	18.5%	16.3%
Non-GAAP P/E	12.98	19.34	18.74	15.82	13.60

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、一站式 OTA 龙头，旅游垂类资源深厚.....	4
二、国内旅游：业务基本盘，流量&资源领先，业务稳固.....	5
2.1 OTA 渗透率持续提升，渠道价值逐步凸显.....	5
2.2 携程国内流量优势领先，且高端酒店供应链壁垒深厚.....	7
三、出境游业务：具备“重服务+供应链资源”的优势.....	8
3.1 出境游仍是携程主要增长点之一.....	8
3.2 重服务模式有效解决国人出境游痛点.....	9
3.3 出境资源布局早且优势深厚.....	11
四、海外业务：未来增长重要驱动力量之一.....	13
4.1 一站式、APP、重服务等优势有利于国际扩张之路.....	13
4.2 多个市场发展态势良好，全球化持续推进.....	16
五、盈利预测与投资建议.....	17
5.1 盈利预测.....	17
5.2 投资建议及估值.....	18
六、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 携程旗下主要 OTA 品牌.....	4
图表 2： 2018-2025Q1 年携程集团收入及增速.....	4
图表 3： 2018-2025Q1 年携程 Non-GAAP 净利润及利润率.....	4
图表 4： 2018-2025Q1 年携程集团业务结构.....	5
图表 5： 2019-2024 年携程集团收入区域结构.....	5
图表 6： 2019-2024 年公司大中华区/海外收入及增速.....	5
图表 7： 2014-2024 年国内旅游人数及增速.....	6
图表 8： 2014-2024 年国内旅游收入及增速.....	6
图表 9： 2015-2024 年中国 OTA 平台交易额（万亿元）.....	6
图表 10： OTA 渗透率持续提升.....	6
图表 11： 2021-2024 年酒店供给进入增加周期.....	7
图表 12： 携程自有流量优势领先.....	7
图表 13： 国内高星酒店为稀缺资源.....	8
图表 14： 携程在酒店供应链资源扎实.....	8
图表 15： 国内出境游人群主要分布在一二线城市.....	8
图表 16： 对标美/日/韩等国家，出境游渗透有提升空间.....	8



图表 17: 携程出境游恢复度持续快于行业	9
图表 18: 2024 年 7 月中国 OTA 平台出境游市占率 (服务人次口径)	9
图表 19: 影响国人出境游的主要因素	9
图表 20: Booking APP 操作界面	9
图表 21: 携程 APP 操作界面	10
图表 22: 携程 SOS 紧急支援服务界面	10
图表 23: 携程境外打车可实现中文操作及人民币支付	10
图表 24: 2024 年呼叫中心员工数量占总员工比例高达四成	11
图表 25: 携程海外资源布局梳理	11
图表 26: 同程、途牛、飞猪、美团出境游资源布局梳理	12
图表 27: 中国人出境旅游主要分布区域	13
图表 28: 亚太主要国家旅游市场规模	13
图表 29: 亚太 OTA 渗透率低于北美	14
图表 30: 亚太部分国家 OTA 渗透率仍具备提升潜力	14
图表 31: 携程集团/Booking/Expedia 货币化率对比	14
图表 32: 主流国际 OTA 平台业务构成	15
图表 33: 2024 年全球主要区域 OTA 交易中 APP 占比	15
图表 34: 2024 年亚太主要国家/地区 OTA 交易中 APP 占比	15
图表 35: 2010-2024 年我国入境游人次	16
图表 36: 携程团队游板块在 Trip.com 国际平台的展示	16
图表 37: Trip.com 下载量及 MAU 呈持续上涨趋势	16
图表 38: 亚太市场占据 Trip.com 60% 累计下载量	16
图表 39: 24Q3 Trip.com 登顶韩国旅游 APP Top1, 也进入日本及东南亚旅游 APP 前 10	17
图表 40: 分业务营收预测	17
图表 41: 成本及费用预测	18
图表 42: 可比公司估值比较	18



一、一站式 OTA 龙头，旅游垂类资源深厚

携程集团（代码：9961.HK/ TCOM）创立于 1999 年，是中国领先的一站式旅行服务平台，集团业务覆盖全球 200+个国家/地区，提供机票预订、酒店住宿、度假套餐、商务差旅、高铁租车、景点门票等全品类旅游一站式服务。携程集团通过“携程”和“去哪儿”在中国市场占据龙头地位；旗下 Trip.com 目前侧重海外市场，2022H1 便进入了全球 OTA 下载量 Top10；旗下“Skyscanner 天巡”为全球机票比价直连平台。携程于 2003 年在美国纳斯达克交易所上市，并于 2021 年在香港联合交易所上市，公司现已成为全球市值第三大的在线旅游企业。

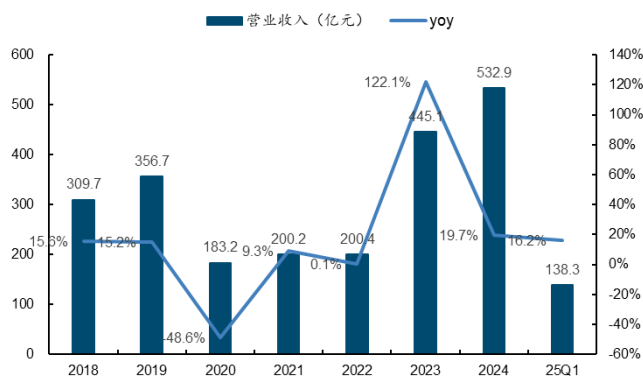
图表1：携程旗下主要 OTA 品牌



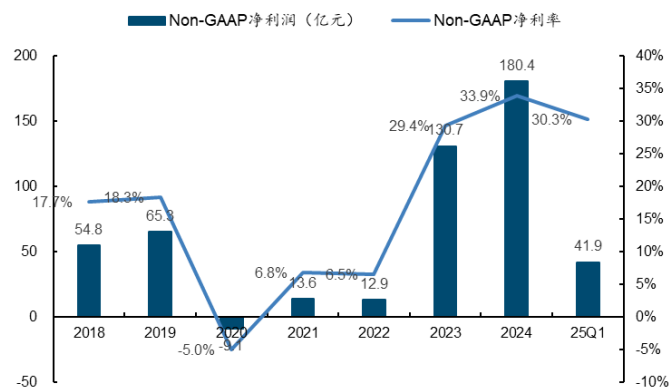
来源：携程集团官网，携程商旅官网，Fastdata, Apptopia, skyscanner 官网，Bloomberg，国金证券研究所

2023 年开始公司逐步恢复正常经营状态，2024 年实现营收 532.9 亿元，yoy+19.7%，实现 Non-GAAP 净利润 180.4 亿元，Non-GAAP 净利率达 33.9%的历史新高(主要系出境游在 2024 年热度高，投放费用减少&公司人效提升)。25Q1 公司实现营收 138.3 亿元，yoy+16.2%，实现 Non-GAAP 净利润 41.9 亿元，Non-GAAP 净利率为 30.3%，费用投放逐步正常化带动利润率有所回落（24Q1 Non-GAAP 净利率为 34.1%）。

图表2：2018-2025Q1 年携程集团收入及增速



图表3：2018-2025Q1 年携程 Non-GAAP 净利润及利润率



来源：公司公告，国金证券研究所

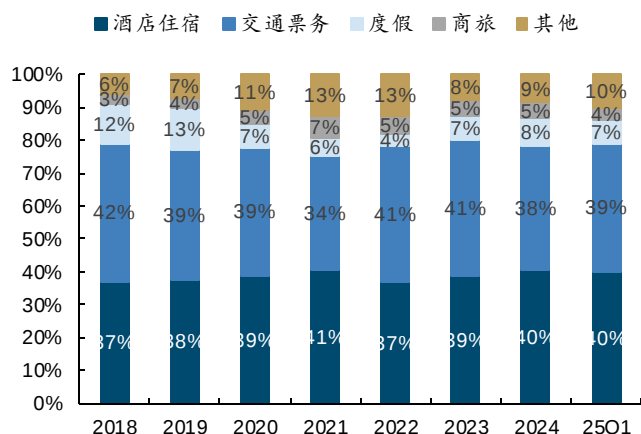
来源：公司公告，国金证券研究所

近年来携程业务结构相对稳定。作为一站式旅游服务平台，携程业务包含酒店、交通、团队游（度假）、商旅及其他（广告&金融等）。公司业务结构相对稳定，交通及酒店业务营收占比为 40%上下，酒店为公司盈利主要来源，交通业务承担引流&交叉销售的重要职能。受“自由行”逐步成为趋势，2024 年集团出境度假业务仍未恢复，度假业务占收入比较 2019 年下降 5pct。而伴随企业商旅降费需求增加，增量用户带来携程商旅业务稳健发展。

海外业务占比呈提升趋势。携程业务主要分为国内、出境及海外，国内及出境业务（在线渠道为大中华区）目前仍是公司的主要收入及利润来源，集团于 2019 年提出“高品质（Great Quality）”和“全球化（Globalization）”的“G2”战略，将海外全球化扩张作为战略发展方向。2024 年海外地区（含 Skyscanner 及国际 OTA 平台 Trip.com 等）实现收入 77.2 亿元，yoy+31.0%，海外收入占比达 14.5%，yoy+1.2pct。海外业务依旧呈高增长态势，25Q1 携程国际 OTA 平台预订同比增长超 60%。

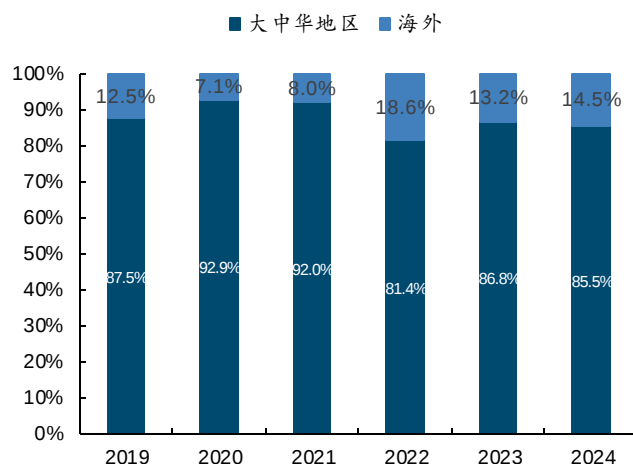


图表4：2018-2025Q1 年携程集团业务结构



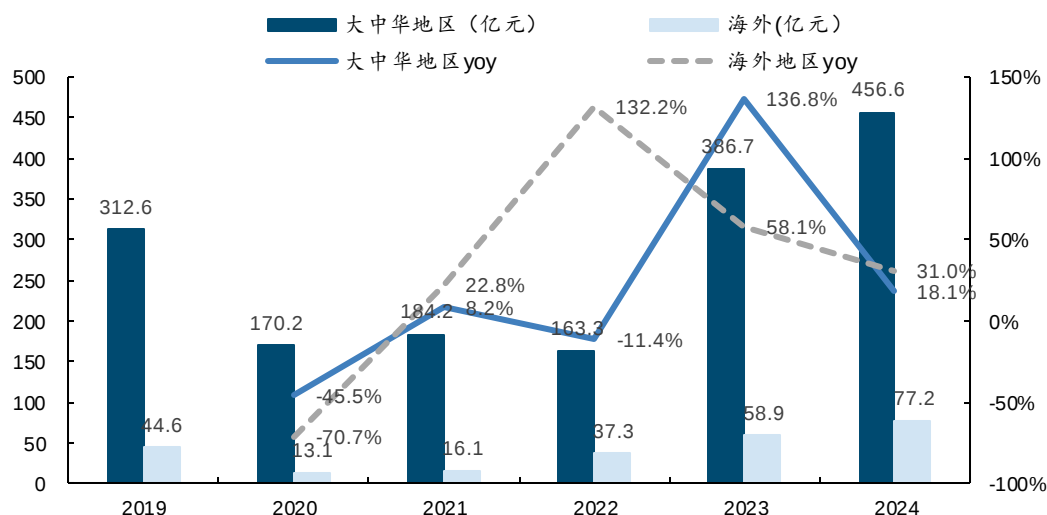
来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：2019-2024 年携程集团收入区域结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：2019-2024 年公司大中华区/海外收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

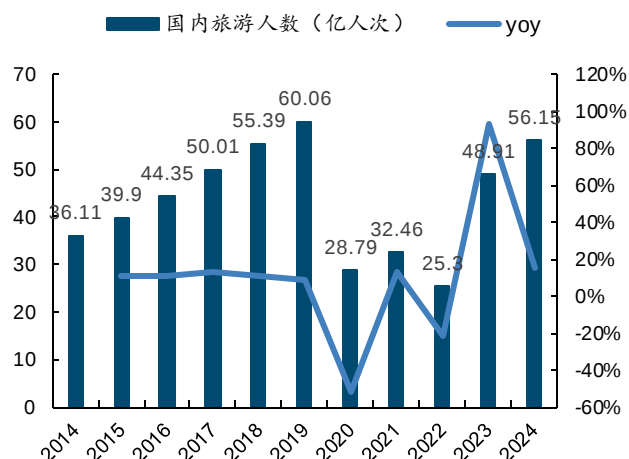
二、国内旅游：业务基本盘，流量&资源领先，业务稳固

2.1 OTA 渗透率持续提升，渠道价值逐步凸显

国内旅游市场稳步增长，OTA 渗透率持续提升。2024 年我国国内旅游人次为 56.15 亿人次，yoy+14.8%，实现旅游收入 5.75 万亿，yoy+17.1%，旅游市场稳健增长为 OTA 交易额提供基本盘。伴随年轻消费者线上消费习惯逐步养成，过去几年线下旅行社团队受限等影响，OTA 渗透率持续提升，据 Fastdata 数据，2024 年我国 OTA 平台实现交易额 2.07 万亿元，OTA 渗透化率达到 51.5%，且近年来呈持续上升趋势。

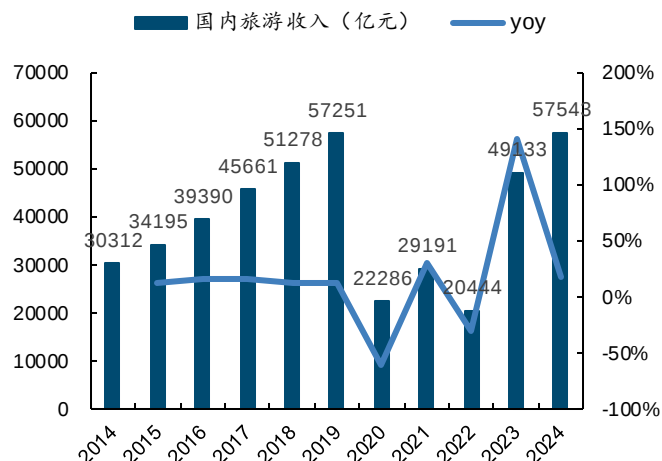


图表7：2014-2024 年国内旅游人数及增速



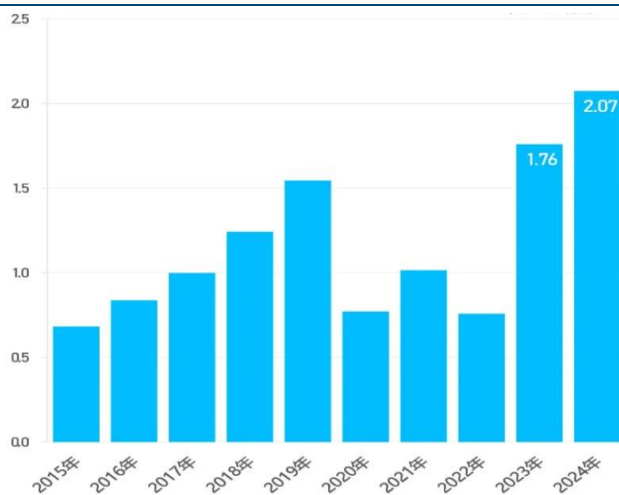
来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所

图表8：2014-2024 年国内旅游收入及增速



来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所

图表9：2015-2024 年中国 OTA 平台交易额 (万亿元)

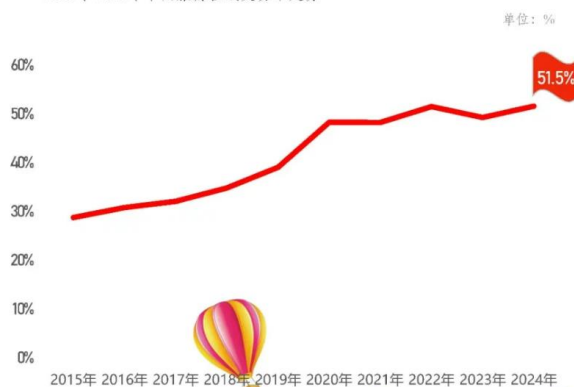


来源：Fastdata，国金证券研究所

图表10：OTA 渗透率持续提升

中国旅游在线交易率趋势

2015年-2024年中国旅游在线交易率趋势

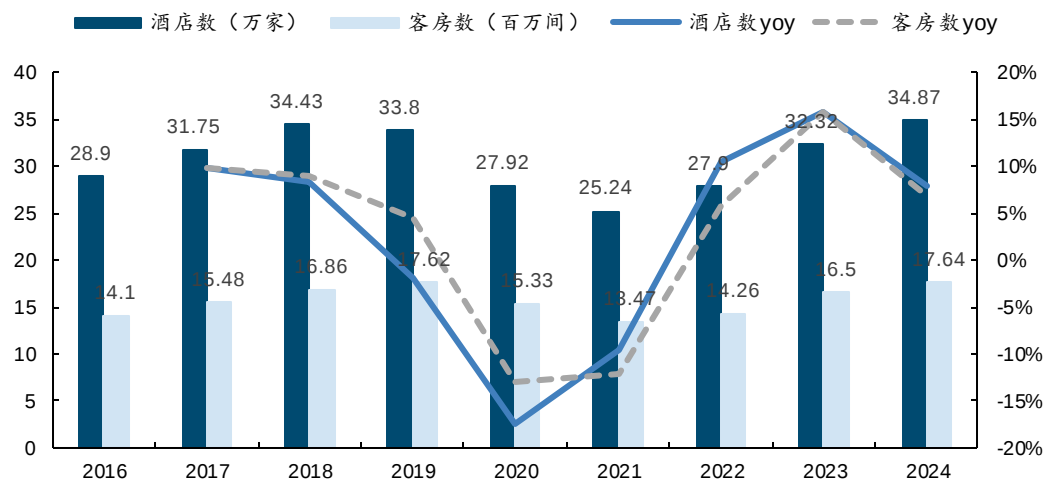


来源：Fastdata，国金证券研究所

酒店供给持续增加，OTA 的渠道价值进一步凸显。尽管整体 OTA 线上化率高达 50%+，但交通、酒店等交易线上化率存在分化，据环球旅讯，大交通在线化率达 70%+，但低线城市为主的汽车票业务线上化率仅 8%，酒店预订高线城市线上化率达 40-50%水平，低线城市在线化率仅 20-25%，酒店线上化率仍有提升潜力。2021 年以来，酒店供给进入增加周期，而需求端相对平稳增长，酒店行业竞争更为激烈的情况下，OTA 渠道的价值有望进一步凸显。



图表11: 2021-2024 年酒店供给进入增加周期



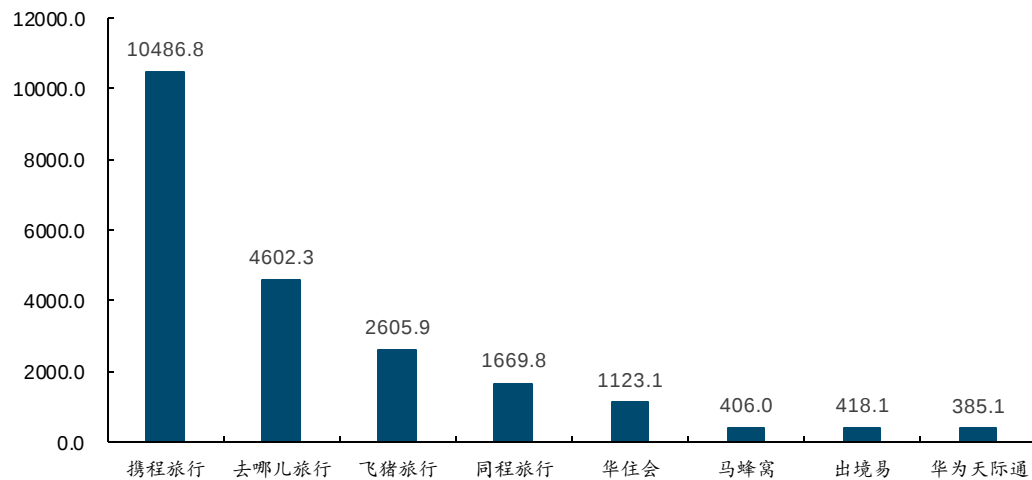
来源: 盈蝶咨询, 中国饭店业协会, 国金证券研究所

2.2 携程国内流量优势领先, 且高端酒店供应链壁垒深厚

前端自有流量具备优势。一方面, 携程集团国内 APP 流量优势领先, 据 QuestMobile 数据, 2025 年 5 月, 携程&去哪儿 APP 在国内旅游服务行业内自有流量位列行业 Top2, 说明用户心智&平台粘性相对较强。

图表12: 携程自有流量优势领先

2025年5月APP流量用户 (万)

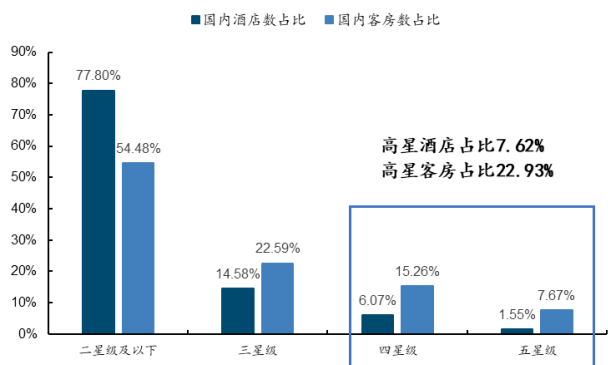


来源: QuestMobile, 国金证券研究所

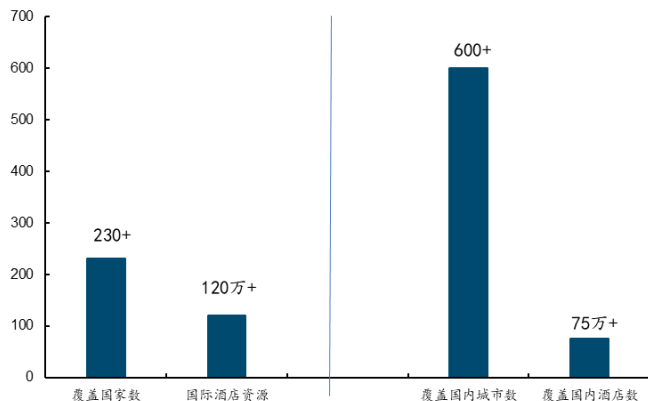
后端供应链资源扎实, 与高星酒店实现深度绑定。酒旅供应链相对较长, 其中涉及酒店、交通、景区等多个环节, 对于 OTA 盈利能力最强的酒店业务而言, 因酒店存在“时间&空间的供给均有限”的特点, 相比短期营销带来的爆发性需求, 酒店端更需要“稳定而持续”的客流; 尤其对于高星酒店而言, 库存有限而各 OTA 平台共同消耗库存, 酒店商家有控制低价的需要, 更愿意与用户消费力更强的 OTA 平台合作。携程通过长期在用户端及供应链资源的积累覆盖全球 200 多个国家和地区的 120 万家国际酒店资源, 覆盖国内 600 多个城市的 75 万酒店资源。四星级及以上的高星酒店在国内为稀缺资源, 据盈蝶咨询数据, 四星及以上酒店客房占比仅为 22.93%, 携程与优质高星酒店资源深度绑定, 如与洲际、希尔顿等品牌实现会员体系互通, 把握优质高星酒店资源。



图表13：国内高星酒店为稀缺资源



图表14：携程在酒店供应链资源扎实



来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，国金证券研究所（注：数据截止 2024 年 12 月 31 日。）

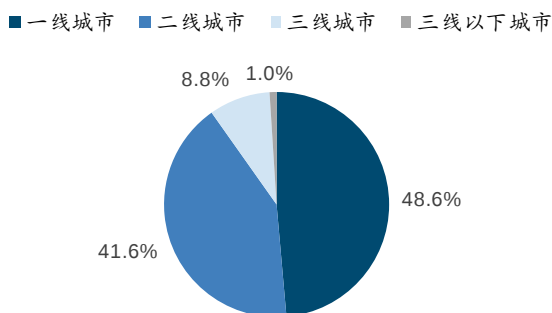
来源：携程商旅公众号，国金证券研究所（注：国际酒店覆盖数据截止 2024 年 8 月；国内酒店覆盖数据截止 2022 年 12 月。）

三、出境游业务：具备“重服务+供应链资源”的优势

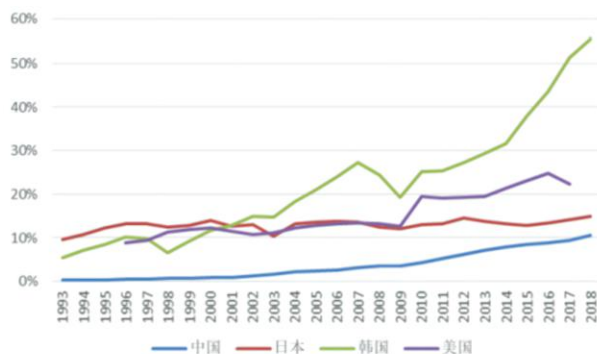
3.1 出境游仍是携程主要增长点之一

国内出境游未来发展空间大，国人出国旅行依然是携程主要增长点之一。国家移民管理局数据显示，至 2019 年 9 月，持有效普通护照的内地居民有 1.8 亿人，相当于国内 87% 的人尚未进入出境游市场（截至 2025 年 7 月这一数据恢复至 1.6 亿）。同时，从已出境游人群分布来看，据中国旅游研究院及艾媒咨询数据，48.6%/41.6% 的人群仍然分布在一二线城市，目前国人出境游渗透率对标美、日、韩等国家，仍有提升空间。伴随多国免签政策逐步放开&国际航班恢复度进一步提升&出国旅行信息门槛逐步降低，出境游仍有提升潜力。

图表15：国内出境游人群主要分布在一二线城市



图表16：对标美/日/韩等国家，出境游渗透有提升空间



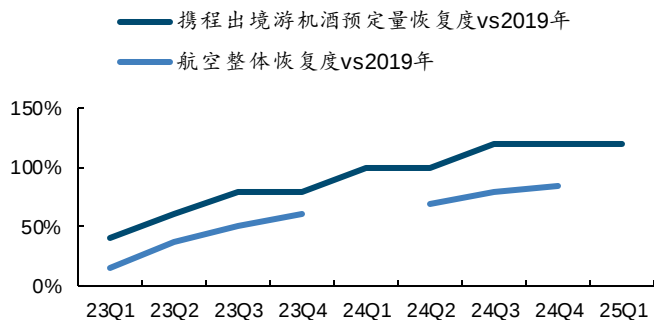
来源：中国旅游研究院，艾媒咨询，国金证券研究所

来源：智研咨询，国金证券研究所

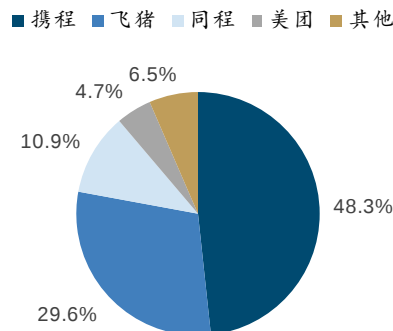
携程出境游恢复度持续领先于行业。自 2023 年出境游逐步回归正常化以来，携程出境游恢复度持续快于行业；据 Fastdata 数据，出境游领域携程在 2024 年 7 月人次口径市占率更高达 48.3%。我们认为，携程出境游业务国内领先一方面在于海外旅游资源丰富，另一方面解决了国人出境游痛点。



图表17: 携程出境游恢复度持续快于行业



图表18: 2024年7月中国OTA平台出境游市占率(服务人次口径)



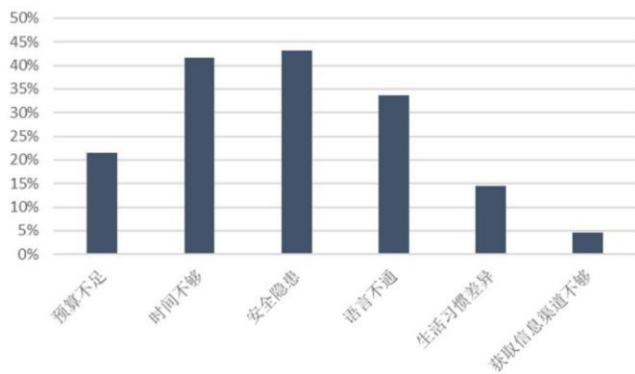
来源: 公司公告, 携程财报会, 国金证券研究所

来源: Fastdata, 国金证券研究所

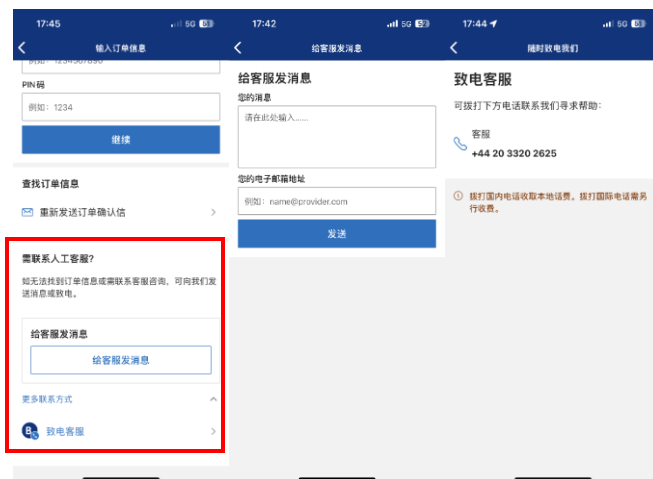
3.2 重服务模式有效解决国人出境游痛点

服务本土化有效解决国人出境旅游痛点。据中国旅游研究院发布的《中国出境旅游发展年度报告 2022-2023》，影响国人出境的主要因素包括安全隐患、时间不够、语言不通等原因。与国外的OTA平台相比，国内OTA在客服沟通、界面操作等方面更符合国人操作习惯，满足国人的服务需求。Booking主要通过邮件&电话两种方式联系人工客服：1) 邮件沟通：客服会通过邮箱与顾客联系，效率相对较低。2) 电话沟通：默认英文客服，可选择中文客服。在开发票方面，Booking没有直接的开发票入口，需要联系客服或者入住后要求酒店提供。携程主要通过智能客服&电话两种方式联系客服：1) 在线咨询：目前主要为智能客服，解决顾客常规化及简单问题。2) 电话沟通：对于国内客户，主要提供中文服务，且沟通和响应速度快，解决效率较高，客服全程追踪直到问题解决。在开发票方面，携程的预订界面直接可以开票，直接在线提交发票信息，获取电子发票。更符合国人使用习惯。

图表19: 影响国人出境游的主要因素



图表20: Booking APP 操作界面



来源: 中国旅游研究院, 国金证券研究所

来源: Booking APP, 国金证券研究所



图表21: 携程 APP 操作界面

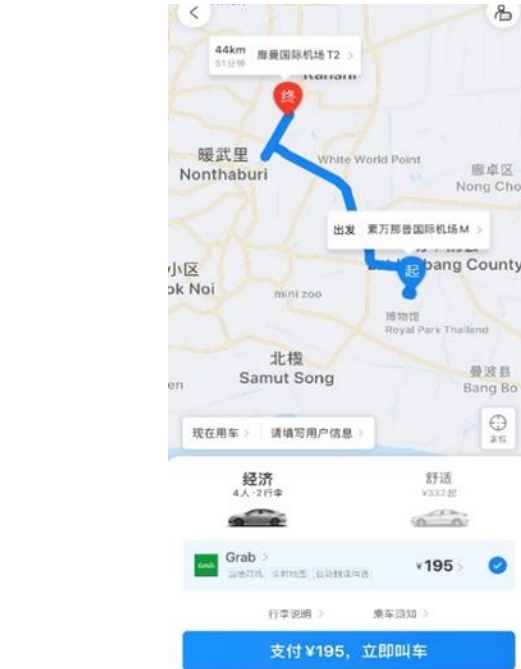
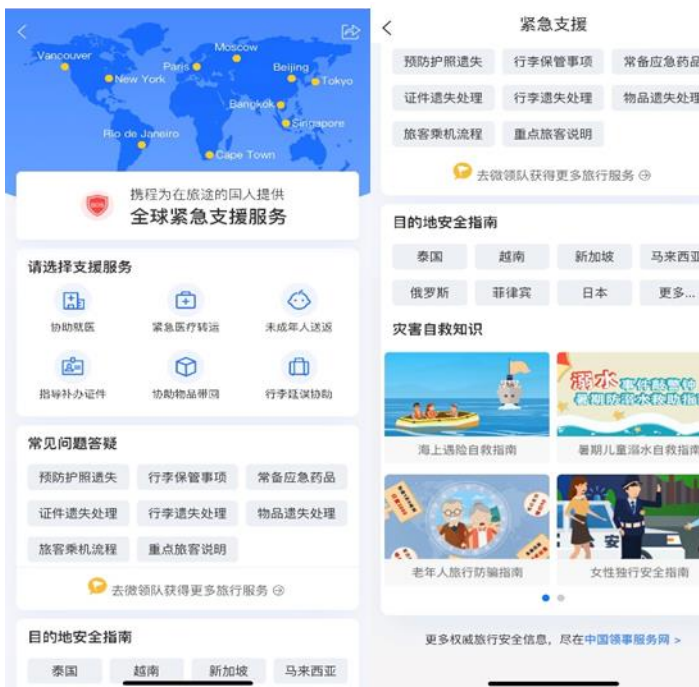


来源: 携程 APP, 国金证券研究所

此外, 携程还推出了 SOS 紧急支援服务, 并且拥有世界最大的旅游业呼叫中心提供 7*24 小时中文服务、中英双语入住凭证等服务, 重服务模式有效解决国人出境游后顾之忧; 以境外打车为例, 携程境外打车提供 24 小时中文客服、人民币在线支付、同时提供与司机中文沟通自动翻译。旅游服务存在“非标准”的特征, 携程通过“服务本土化”完善服务体验, 是在竞争中取得优势, 并积累出一批核心高质量用户的软实力之一。呼叫中心方面, 携程拥有世界领先的旅游呼叫中心, 拥有客服座席 1.2 万个, 携程客服中心的人员数量占比高达三成。

图表22: 携程 SOS 紧急支援服务界面

图表23: 携程境外打车可实现中文操作及人民币支付

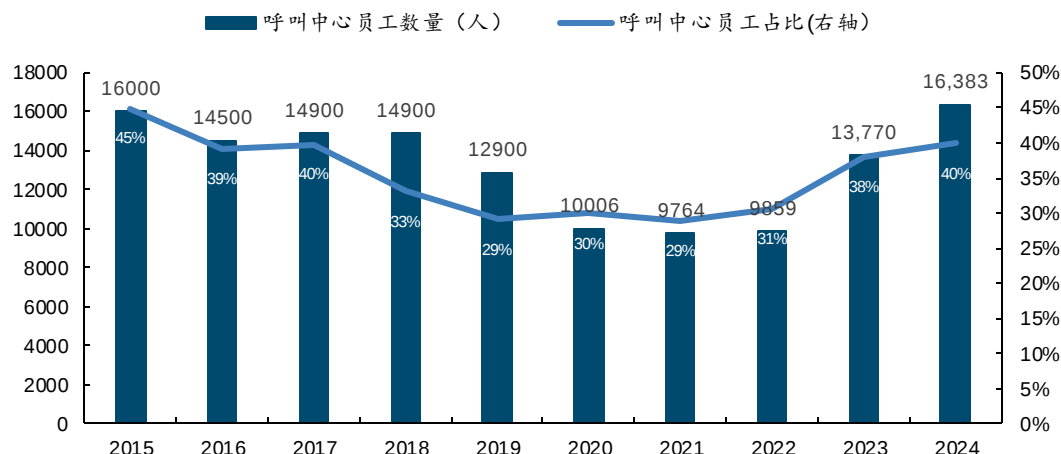


来源: 携程 APP, 国金证券研究所

来源: 携程 APP, 国金证券研究所



图表24：2024 年呼叫中心员工数量占总员工比例高达四成



来源：携程年报，国金证券研究所

3.3 出境资源布局早且优势深厚

品类的完善和产品的多样化是 OTA 平台资源持续取得竞争优势的根基，我们梳理了主要 OTA 平台海外资源的布局，携程海外供应链资源最为丰富。

图表25：携程海外资源布局梳理

时间	资源布局
2011 年 12 月	携程与万豪进一步加强全球伙伴合作关系。
2010 年 2 月	携程通过其全资子公司以 6.84 亿港元收购香港永安旅游 90% 股份。永安旅游是香港最知名的旅游品牌之一，主要以香港为业务重心，提供旅游，出入境旅游，机票预订，酒店预订等一系列旅游相关服务。
2014 年 1 月	战略投资 Tours4fun (途风网)。途风是 2006 年成立的美国老牌旅游电商，目前正式成为携程旗下独立品牌，提供北美本地全面的旅游度假、门票，个性化旅游体验及全球精品度假产品。
2014 年 8 月	Priceline 入股携程。Priceline (现更名 Booking) 收购携程 10% 的股份后，携程逐步打通 Booking 及 Agoda 酒店资源，成为国际酒店库存最多的国内 OTA。
2015 年 1 月	以 1 亿美元收购英国机票查询网站 Travelfusion。Travelfusion 为英国的低成本航空整合分销平台及对接技术提供商，全球分销直连解决方案创新者。
2016 年 1 月	以 1.8 亿美元投资印度 OTA MakeMyTrip。MakeMyTrip 成立于 2000 年，是印度最大 OTA，2010 年 8 月登陆美国纳斯达克。
2016 年 1 月	在新加坡成立东南亚区域总部。
2016 年 8 月	和全球最大的租车公司 Enterprise 集团达成战略合作协议，Enterprise 国际著名的租车品牌，现已成为北美最大的租车品牌。
2016 年 9 月	联手 Laox，宣布“携程全球购会员服务”正式在日本最大免税连锁企业成立 Laox (乐购仕) 成立。
2016 年 10 月	战略投资纵横集团、海鸥旅游。纵横集团、海鸥旅游为美国两大接社，携程与此二者及此前投资途风网共同签署战略合作协议，四方完成美国市场的布局，扩大美国市场服务范围并提升质量。
2017 年 6 月	战略合作全球最大轮渡公司 Stena Line。Stena Line 是世界上最大的渡轮公司之一，拥有欧洲最全面的航线网络之一。
2016 年 11 月	以 17.4 亿美元收购 Skyscanner (天巡)。Skyscanner 为苏格兰航班搜索比价公司，可搜索超过 1000 家航空公司的上百万条线路，并快速实现比价。
2017 年 11 月	旗下天巡收购 Trip.com 和 Twizoo。Trip.com 为美国旅行搜索网站，Twizoo 为英国社交点评网站。
2018 年 1 月	携程美食林与在线餐饮预订平台 OpenTable 合作。OpenTable 是一家美国在线餐厅预订服务公司。
2018 年 4 月	战略投资 Boom Supersonic。Boom Supersonic 为美国超音速飞机制造商。
2019 年 11 月	与 TripAdvisor 达成战略合作。双方成立合资公司，携程持股 60%，Tripadvisor 持股 40%，双方共同投入资源和人力，并在合资公司层面共享库存。
2019 年 8 月	与 Naspers 完成换股交易，成为 MakeMyTrip 最大股东。



截至 2020 年	在全球 200+个国家和地区有酒店的产品覆盖，140 万+家合作酒店。
2021 年 11 月	与温德姆深化全球战略合作。携程用户可通过平台探索温德姆酒店集团在全球的 9000 多家酒店，涵盖从豪华型到经济型的 22 个酒店品牌。
2023 年 5 月	与柬埔寨国家航空签署了战略合作备忘录。
2023 年 5 月	携程全球购与 DFS 迪斐世开启战略合作。
2024 年 6 月	携程集团与西澳大利亚州旅游局举行战略合作备忘录签约，拓展业务合作广度及市场覆盖宽度。
2024 年 11 月	携程集团与哈萨克斯坦载旗航司阿斯塔纳航空签署战略合作协议，双方将在多领域展开合作。
2025 年 2 月	华盛顿特区旅游局与携程集团签署战略合作协议。
2025 年 3 月	携程集团与 Visit Oman 在 2025 年柏林国际旅游展（ITB Berlin 2025）上宣布达成战略合作伙伴关系。

资料来源：携程黑板报，携程官网，国金证券研究所（注：不完全统计。）

图表26：同程、途牛、飞猪、美团出境游资源布局梳理

品牌	时间	资源布局
同程旅行	2015 年 10 月	同程旅行并购了南通辉煌国际旅行社涉足台湾游市场。
	2015 年 12 月	同程旅行收购上海美辰国际旅行社，美辰拥有出境游和入境游资质。
	2015 年 11 月	同程旅行与日本第二大旅行社 HIS 在日本成立合资公司，直接布局当地旅游资源。
	2015 年 12 月	同程旅行与韩国乐天观光股份公司达成战略合作，成立合资公司，致力于当地旅游资源的整合与采购。
	2015 年 12 月	同程旅行与 TripAdvisor（猫途鹰）达成战略合作，双方发力境外游相关产品的中文点评服务。
	2016 年 2 月	同程旅行与玩美假期共同在泰国成立一家合资公司，致力于当地旅游资源的采购和国人赴泰游的接待。
	2016 年 6 月	同程艺龙签约 Expedia、Booking、Agoda 三家国际在线预订平台，整合优质住宿库存。
	2018 年 2 月	同程旅行与皇中国际签署战略合作协议。皇中国际主要提供境外航空旅游资源与金融服务资源，包括东欧、南亚及中东等地区。
	2018 年 10 月	同程艺龙与亚洲航空签订战略合作协议，亚航航线网络覆盖东南亚、日韩、澳洲、新西兰、非洲等超过 120 个航点。
	2022 年 12 月	收购同程国际旅行社有限公司，同程国旅业务覆盖境内游、出境游、邮轮游、定制游、签证等产品品类。
	2023 年 10 月	收购同程旅业 100%股权。同程旅业主要从事入境、国内和出境游等业务，旗下 13 家旅行社已在旅游市场有数十年经验。
	2024 年 5 月	与葡萄牙国家旅游局签署了合作协议，旨在深化中葡两国在旅游领域的合作。
	2024 年 10 月	与突尼斯国家旅游局签署战略合作协议，双方将在突尼斯旅游平台建设、线上营销等多个领域展开深度合作。
	2025 年 5 月	同程旅行与巴西国际旅游促进局在 2025 年上海国际旅游交易博览会（ITB China）现场签署战略合作备忘录（MOU），旨在深化旅游领域合作
	2025 年 6 月	与拉斯海马旅游发展局签署合作备忘录。
飞猪	2014 年	淘宝旅行完成对国际机票 B2B 平台上海 ASLAN（阿斯兰）商旅服务有限公司及其属下的 B2C 网站“酷飞在线”的收购。
	2019 年 3 月	上线购物频道，日本 LAOX 免税旗舰店、中国香港 FURLA 等免税店已宣布入驻。
	2023 年 1 月	与新加坡旅游活动票务平台 GlobalTix 达成合作
	其他至今	1) 自营直采：如针对芬兰的“极光之旅”路线、南极专线等，从机票、酒店到景点均与当地服务商直接进行合作，直采还包括部分单体酒店的运营。 2) 海外目的地战略：分别与美国多家知名旅游集团、州旅游局，西澳大利亚旅游局，以及新加坡、芬兰、马来西亚等国家旅游局建立密切合作。 3) 此前入驻飞猪平台的有近 30 家国际航空公司，和大量国际酒店品牌，如天合联盟、美联航、全日空、万豪、希尔顿、香格里拉、迪士尼等顶级品牌。



途牛	2023 年 6 月	飞猪与 Agoda 宣布深化合作，发力海外酒店供应链、全域数字化营销、酒店产品创新。
	2015 年 3 月	收购浙江中山国际旅行社有限责任公司和天津市经典假期国际旅行社有限公司绝大多数股权，中山国旅和经典假期均持有台湾游牌照。
	2015 年 8 月	投资出境游及国内游批发商五洲行，业务涉及中东非、东南业务涉及中东非、东南亚、海岛、日韩、欧洲、美洲、澳新等地，并获得多数股权。
	2015 年 6 月	首家境外目的地服务中心在马尔代夫正式运营。
	2015 年 8 月	与北马经济走廊执行机构(NCIA)达成战略合作。
美团	2015 年 12 月	途牛巴厘岛服务中心正式运营。
	截止 2016 年	途牛在马尔代夫、巴厘岛、曼谷、东京、大阪、巴黎等地成立了 11 家境外目的地服务中心。
	2016 年 10 月	成立海外住宿项目，多家海外知名酒店供应商达成合作，通过代理方式切入海外酒店资源。
	2017 年 10 月	Booking 投资美团 4.5 亿美元，并将旗下的 Agoda 海外酒店库存开放给美团。
	2023 年 10 月	Agoda 与美团宣布建立战略合作伙伴关系，此次合作将包括资源共享，包括酒店库存和各种其他酒店相关内容，例如照片、评论和设施。

来源：同程、飞猪、途牛、美团公众号及官网，同程旅行公告，美通社，中经咨询，国金证券研究所（注：不完全统计。）

四、海外业务：未来增长重要驱动力之一

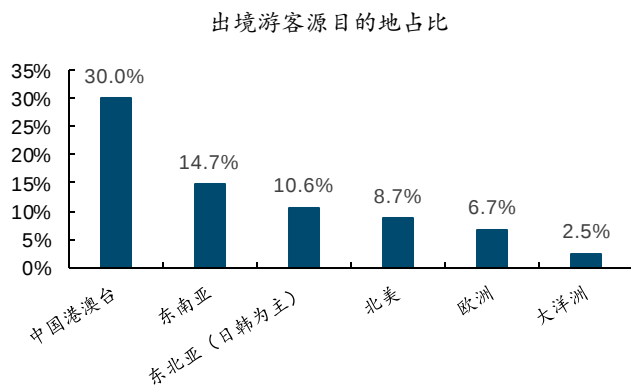
携程集团于 2019 年提出“G2”战略，将海外全球化扩张作为战略发展方向，目前携程纯海外业务主要包括天巡-Skyscanner 和 Trip.com 等，Skyscanner 主要提空全球航班搜索与比价服务，而 Trip.com 为携程海外 OTA 平台，在全球 39 个国家低地区以 24 种语言提供服务，目前呈高速增长状态（25Q1 预定同比增长超 60%），在 23Q3 的业绩会上，公司对 Trip.com 的发展做出展望，希望在未来的 3-5 年中，Trip.com 保持强劲的中双位数增长，成为集团驱动之一，并成为亚洲领先的 OTA 平台。

4.1 一站式、APP、重服务等优势有利于国际扩张之路

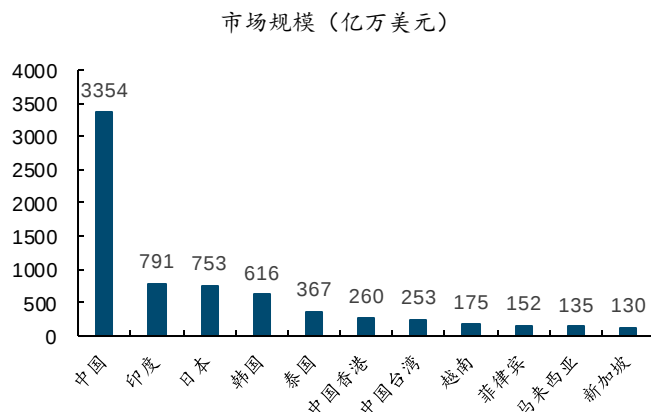
我们认为 Trip.com 有望成为集团增长的驱动力之一，主要原因如下：

- 1) 以出境游为依托，以亚太市场切入。据中国旅游研究院数据，2024 年我国出境旅游的流向依然呈现出明显的以近程目的地为主的特性，在排名前二十的出境旅游目的地中，选择中国港澳台地区的比例最高为 30.0%，其次为东南亚区域占比为 14.7%，第三位是日韩为主的东北亚地区占比为 10.6%。Trip.com 以亚太市场切入，一方面可以复用出境供应链优势；另一方面，整个亚太市场还有发展潜力。据 Euromonitor 数据，2024 年中国旅游市场规模达 3354 亿美元，约占整个亚太市场的 45%，2024 年亚太市场 OTA 渗透率为 67.8% 目前仍低于北美成熟市场的 79%，以亚太切入避免了在欧美市场与 Booking 和 Expedia 等巨头的直接竞争。同时，在亚太市场中，中国地区 OTA 渗透率相对领先，中国（含中国香港、澳门及台湾）、新加坡、韩国等经济及互联网相对发达的市场 OTA 渗透率较高，而日本传统线下旅行社仍占据主导。我们认为，亚太市场除中国外，单一国家旅游市场规模相对较小且市场分散，为国际 OTA 渗透提升潜力。

图表27：中国人出境旅游主要分布区域



图表28：亚太主要国家旅游市场规模



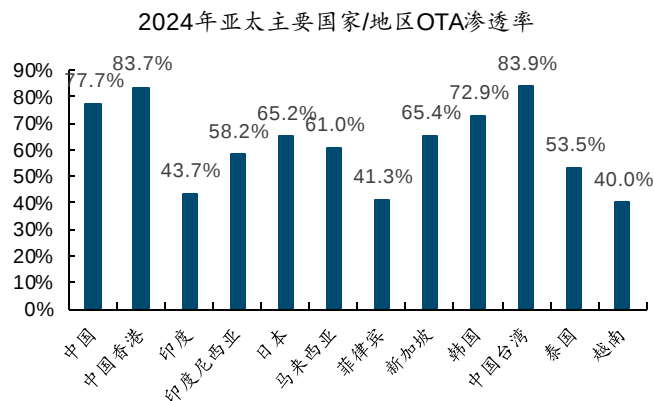
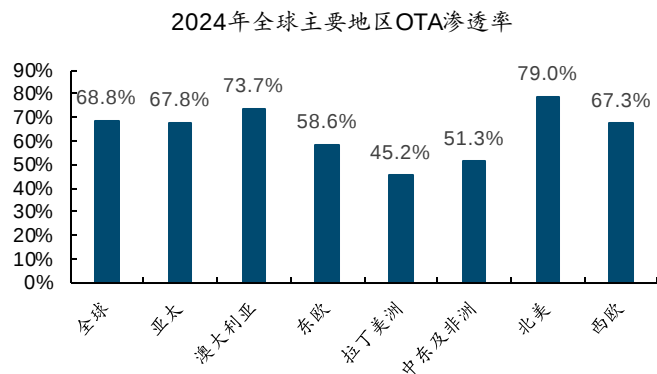


来源：中国旅游研究院，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表29：亚太 OTA 渗透率低于北美

图表30：亚太部分国家 OTA 渗透率仍具备提升潜力

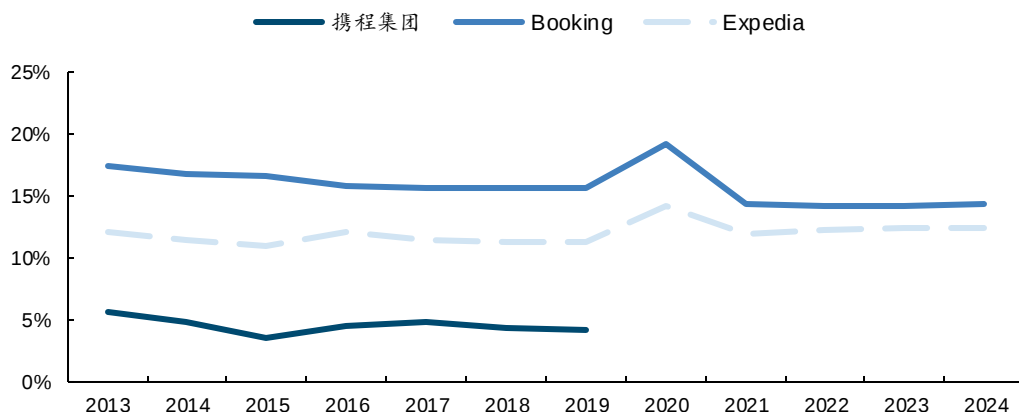


来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 2) 以更低的佣金率撬动酒店等供应链资源。Trip.com 与出境业务共用供应链分担成本，使得 Trip.com 相比 Booking 和 Expedia 等成熟国际玩家，能够以更低的佣金率切入。Trip.com 作为新玩家，低佣金率提供更多机会与可能。

图表31：携程集团/Booking/Expedia 货币化率对比

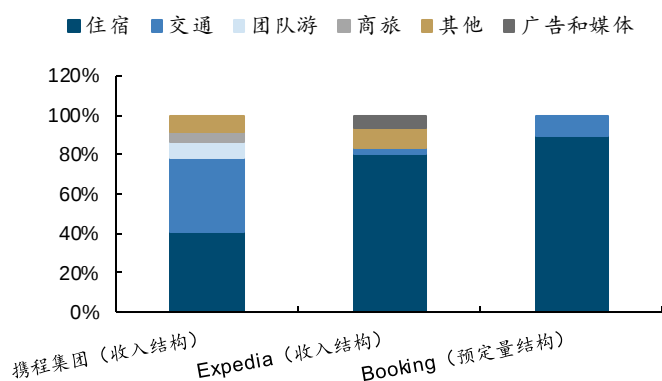


来源：携程集团/Booking/Expedia 财报，国金证券研究所（注：货币化率携程较低亦受到业务结构影响。）

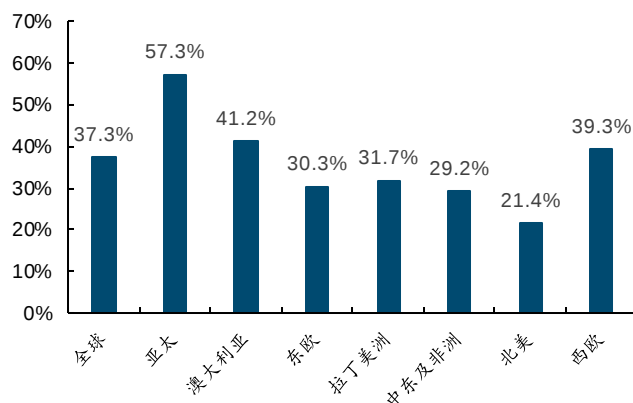
- 3) 含交通、住宿、景区等完善的一站式旅游资源，且 APP 基因优势深厚。一方面，相比于 Booking、Expedia 等以住宿为主的业务结构，携程具备交通业务优势，旗下 Skyscanner 等机票搜索业务可以成为 OTA 天然流量入口，并带来酒店业务的交叉销售。中国市场是亚洲地区手机 APP 在 OTA 渗透率最高的市场（据 Euromonitor 数据 2024 年达 77.4%），为携程带来深厚的 APP 基因优势。相比于欧美等主流国家，多数的东南亚国家跳过互联网 PC 时代，全民进入移动互联网时代，并优先选择手机上网和购物，2024 年亚太地区手机预订占 OTA 的渗透率达 57.3%，远高于同期北美的 21.4%，国际 OTA 平台 Booking2023 年依旧有 51% 的住宿预订来自网页。我们认为 Trip.com 的 APP 业务模式有利于逐步从东南亚市场切入并逐步扩张至全球市场。



图表32：主流国际 OTA 平台业务构成



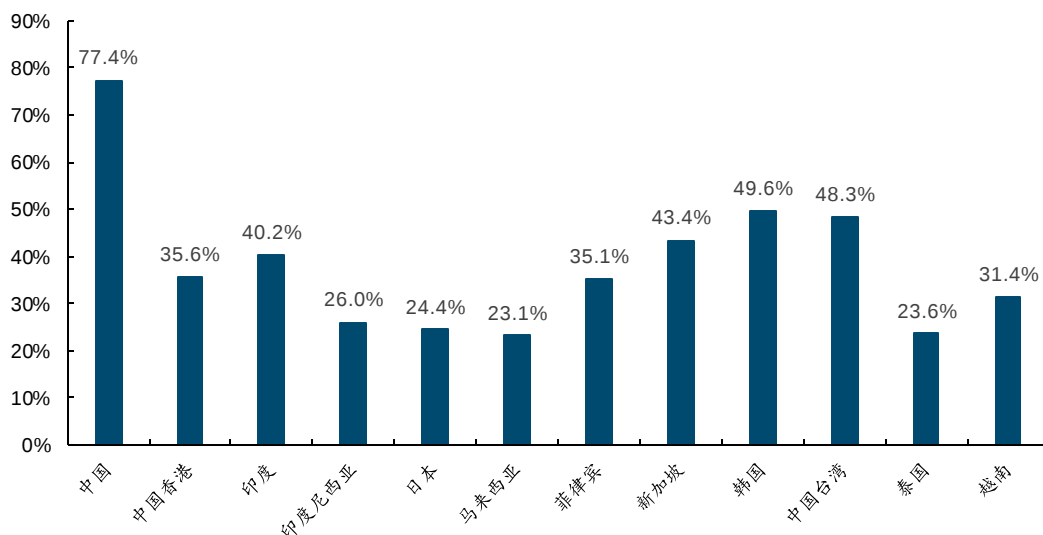
图表33：2024 年全球主要区域 OTA 交易中 APP 占比



来源：携程集团/Booking/Expedia 财报，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表34：2024 年亚太主要国家/地区 OTA 交易中 APP 占比

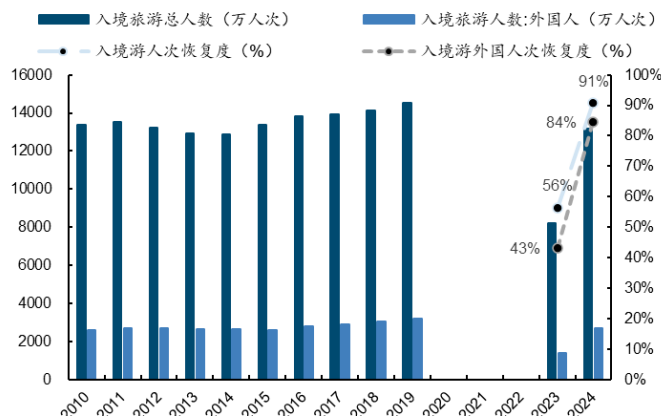


来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 重服务与国内一脉相承，海外自建呼叫中心提供高品质服务保障。旅游服务本身极其看重履约质量，服务是携程国内出境游的竞争优势之一，在国际业务中，携程在中国大陆、中国香港、新加坡、日本和越南设立了 POS 站点，并在在菲律宾、日本、英国、中国香港、中国大陆、新加坡、越南和马来西亚设立全球呼叫中心，提供全球无时差的客服支持。
- 加码战略布局入境游，扩大海外用户影响力。2023 年下半年开始，我国采取了一系列入境签证便利化政策，2024 年通过免签入境的外国人 2012 万人次，增长达 112.3%。2025 年 7 月，携程官方披露其入境业务已恢复至疫前 70%-80%，今年有望全面超越疫前水平。上海前 5 个月数据韩国游客增长 138.6%，泰国游客激增 157.1%，为 Trip.com 带来增长潜力。目前，携程团队游业务也投入 Trip.com 全球 22 国 23 个站点，提供超 1500 条精选线路覆盖中国所有主流目的地，整合机票、酒店、火车票、本地活动等全链条资源，配合 24 小时多语种服务，构建了“一站式”闭环服务。我们认为，携程拥有国内旅游资源强大的供应链优势及服务优势，入境游有利于 Trip.com 在海外的获客及留存，扩大平台全球化影响力。

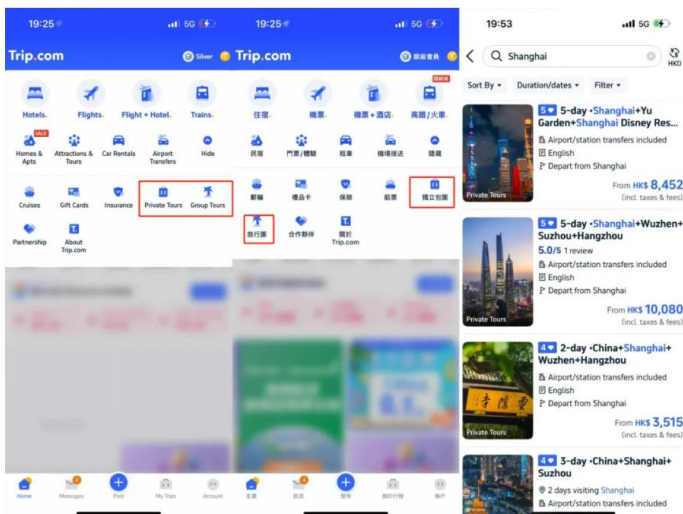


图表35：2010-2024 年我国入境游人次



来源：国家统计局，同花顺 iFind，国金证券研究所（注：恢复度 vs2019 年。）

图表36：携程团队游板块在 Trip.com 国际平台的展示

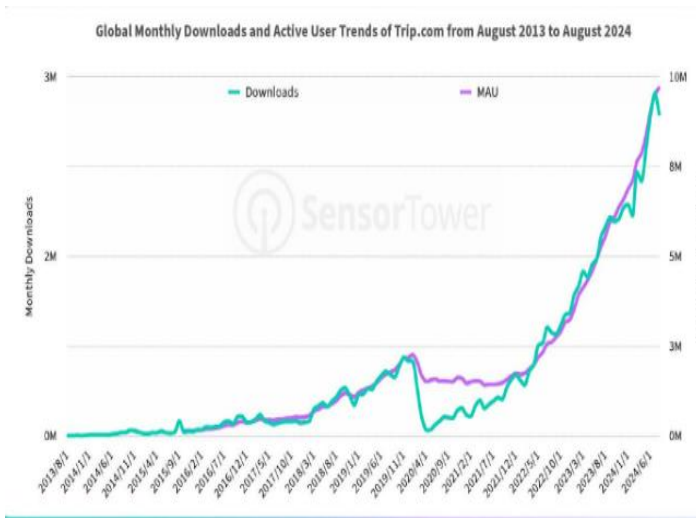


来源：携程黑板报，国金证券研究所

4.2 多个市场发展态势良好，全球化持续推进

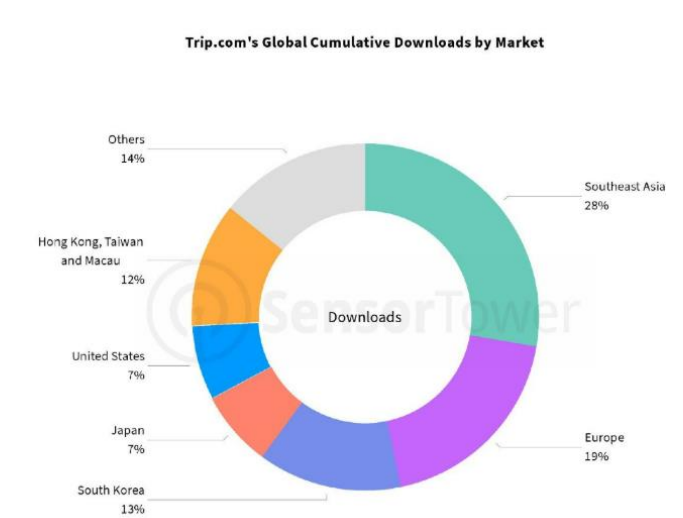
下载量&活跃用户数持续增长，亚太市场占据 60%的累计下载量，并向全球推进。根据 Sensor Tower 数据，Trip.com MAU 呈持续增长态势，截至 2024Q3，Trip.com 全球累计下载量中，亚太市场占据 60%，韩国和日本成为亚洲市场中占比较高的国家，分别站 13%和 7%，东南亚占比 28%，24Q3 Trip.com 登顶韩国旅游 APPTop1，也进入日本及东南亚旅游 APP 前 10。同时，Trip.com 也在向全球市场推进，欧洲及美国分别占据累计下载量的 19%和 7%。

图表37：Trip.com 下载量及 MAU 呈持续上涨趋势



来源：Sensor Tower，国金证券研究所

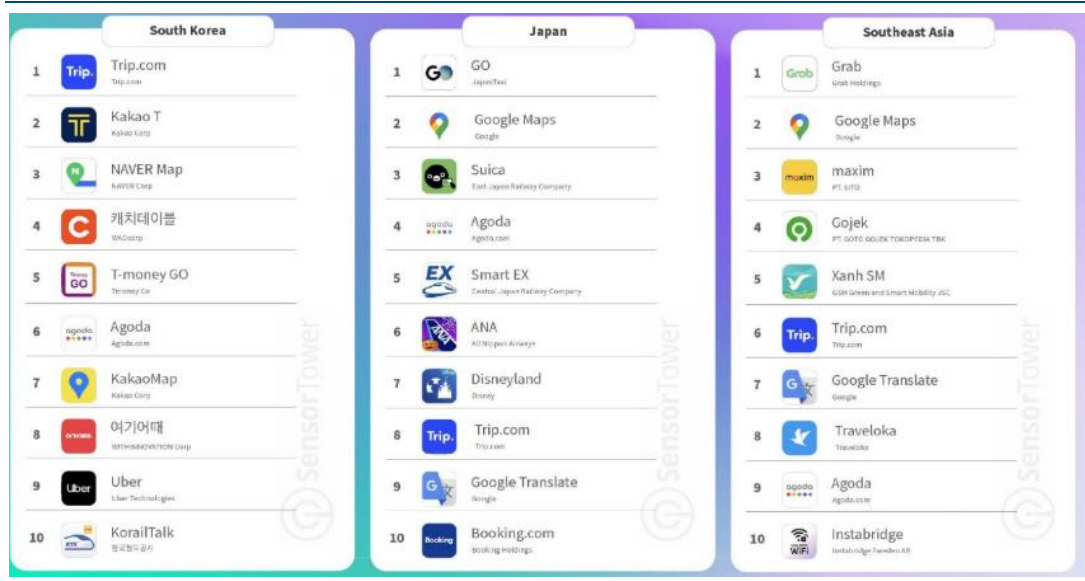
图表38：亚太市场占据 Trip.com 60%累计下载量



来源：Sensor Tower，国金证券研究所（注：统计时间截止 24Q3。）



图表39: 24Q3 Trip.com 登顶韩国旅游APP Top1, 也进入日本及东南亚旅游APP 前10



来源: Sensor Tower, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

收入端: 我们预计, 公司国内业务与旅游大盘一致, 保持稳健增长; 出境业务依旧保持略快于行业; 而海外业务对公司的成长拉动有望逐步显现。FY25Q1 公司酒店住宿业务 yoy+23.2%, 考虑到今年国内酒店 ADR 有所承压, 我们预计 FY2025-2027 年酒店住宿收入同比增长 20.3%/19.3%/19.4%。FY25Q1 交通票务收入 yoy+8.4%, 考虑到 24Q1 基数较高, 我们预计 FY2025-2027 年交通票务收入同比增长 11.0%/10.9%/10.8%。FY25Q1 度假业务 yoy+7.2%, 我们假设一方面出境团队游进一步恢复, 另一方面 Trip.com 加码入境团队游亦有所拉动, 但考虑到自由行逐步成为趋势, 预计 FY2025-2027 年度假业务同比增长 12.0%/11.0%/10.0%。FY25Q1 商旅收入 yoy+12.1%, 我们预计企业降费需求相对稳定且持续, 预计 FY2025-2027 年商旅收入同比增长 12%/11%/11%。净收入 FY2025-2027 年同比增长 14.5%/14.0%/14.2%。

图表40: 分业务营收预测

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
酒店住宿	17,257	21,612	25,990	31,003	37,003
住宿 yoy		25.2%	20.3%	19.3%	19.4%
交通票务	18,443	20,301	22,525	24,984	27,682
交通 yoy		10.1%	11.0%	10.9%	10.8%
度假	3,140	4,336	4,856	5,439	6,037
度假 yoy		38.1%	12.0%	12.0%	11.0%
商旅	2,254	2,502	2,802	3,110	3,453
商旅 yoy		11.0%	12.0%	11.0%	11.0%
其他	3,468	4,626	4,950	5,197	5,457
合计	44,562	53,377	61,123	69,734	79,633
减: 销售税金附加	52	83	95	139	159
净收入	44,510	53,294	61,028	69,594	79,473
净收入 yoy		19.7%	14.5%	14.0%	14.2%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

成本费用端: 考虑到 2024 年出境游需求旺盛, 公司国内销售费用投放较少, 而 2025 年一方面国内销售费用投放逐步回归正常化, 另一方面 Trip.com 进入扩张期, 将加大销售费



用的投放力度,我们预计FY2025-2027年销售费用率(不含SBC)分别为23.7%/23.2%/23.0%。海外呼叫中心成本相对高于国内,海外业务占比提升下,我们预计FY2025-2027年毛利率略低于2024年并稳定在80.5%的水平。预计管理费用率及研发费用率相对变化较小。FY2025-2027年Non-GAAP经营利润率预计分别为27.9%/28.9%/29.6%。6月18日,携程公告公司已与公司的被投资方MakeMyTrip Limited签订股份回购协议,将公司持有的部分B类普通股出售给MakeMyTrip并进行注销,预计将对公司投资收益相关科目造成影响。

图表41: 成本及费用预测

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利润	36,389	43,304	49,128	56,024	63,976
毛利率	81.8%	81.3%	80.5%	80.5%	80.5%
销售费用(不含SBC)	9,044	11,731	14,464	16,146	18,279
销售费用率(不含SBC)	20.3%	22.0%	23.7%	23.2%	23.0%
管理费用(不含SBC)	2,937	3,191	3,670	4,110	4,603
管理费用率(不含SBC)	6.6%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
研发费用(不含SBC)	11,250	12,163	13,987	15,666	17,546
研发费用率(不含SBC)	25.3%	22.8%	22.9%	22.5%	22.1%
股权支付费用(SBC)	1,834	2,042	2,210	2,276	2,345
经营利润	11,324	14,177	14,797	17,825	21,203
Non-GAAP 经营利润(不含SBC)	13,158	16,219	17,007	20,102	23,548
Non-GAAP 经营利润率	29.6%	30.4%	27.9%	28.9%	29.6%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们预计公司FY2025/FY2026/FY2027年Non-GAAP归母净利润分别为174.07/206.23/239.88亿元,分别同比-3.5%/+18.5%/+16.3%,对应Non-GAAP净利率分别为28.5%/29.6%/30.2%;GAAP归母净利润152.97/183.47/216.99亿元,同比-10.4%/+19.9%/+18.3%,对应GAAP净利率分别为25.1%/26.4%/27.3%。

5.2 投资建议及估值

我们选取国际OTA及住宿线上旅游预订平台,Booking、Expedia及Airbnb作为可比公司,行业平均PE为FY2026年20.6X。我们认为,伴随Trip.com业务占比逐步提升,FY2026年及以后海外业务部分国家有望逐步为集团贡献利润,携程估值体系逐步由中国OTA平台向全球化OTA平台迈进,给予FY2026年18X PE(Non-GAAP口径),目标价574.67港币,首次覆盖给予“买入”评级。

图表42: 可比公司估值比较

代码	名称	股价(美元/港币)	Non-GAAP EPS(美元/人民币)					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
BKNG	Booking	5720.87	140.54	169.48	220.35	257.23	297.3	26.0	22.2	19.2
EXPE	Expedia	214.81	7.93	9.08	14.42	16.92	20.03	14.9	12.7	10.7
ABNB	Airbnb	129.92	7.24	4.1	4.29	4.84	5.52	30.3	26.8	23.5
平均值								23.7	20.6	17.8
9961.HK	携程集团-S	505	19.48	26.20	24.79	29.37	34.16	18.7	15.8	13.6

来源: Bloomberg, 国金证券研究所(注: 股价取2025年8月22日收盘价; 非覆盖公司取Bloomberg一致预期; 汇率取1HKD=0.92CNY。)

六、风险提示

- 1) 旅游消费市场表现不及预期风险。国内旅游消费表现若不及预期,或将对公司收入及利润产生不利影响。
- 2) 外部竞争加剧风险。淘宝、京东等互联网平台纷纷入局OTA业务,美团、同程在低星级酒店市场占据优势,行业竞争愈发激烈。
- 3) 行业政策变动风险。国家对平台型互联网公司反垄断、数据安全等方面的政策风险不容忽视。



- 4) 佣金率波动风险。上游酒店和票务预订的直销模式深化或将进一步压缩 OTA 平台货币化率，但酒店供给增加也为 OTA 平台带来货币化率提升潜力。
- 5) 重大负面事件冲击。重大负面事件或将对行业或公司业务产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,039	44,510	53,294	61,028	69,594	79,473
增长率	0.1%	122.1%	19.7%	14.5%	14.0%	14.2%
主营业务成本	4,513	8,121	9,990	11,900	11,900	13,571
%销售收入	22.5%	18.2%	18.7%	19.5%	17.1%	17.1%
毛利	15,526	36,389	43,304	49,128	57,694	65,902
%销售收入	77.5%	81.8%	81.3%	80.5%	82.9%	82.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,250	9,202	11,902	14,654	16,342	18,469
%销售收入	21.2%	20.7%	22.3%	24.0%	23.5%	23.2%
管理费用	2,847	3,743	4,086	4,640	5,109	5,632
%销售收入	14.2%	8.4%	7.7%	7.6%	7.3%	7.1%
研发费用	8,341	12,120	13,139	15,037	16,747	18,616
%销售收入	41.6%	27.2%	24.7%	24.6%	24.1%	23.4%
息税前利润 (EBIT)	1,517	11,729	19,225	17,234	20,796	24,485
%销售收入	7.6%	26.4%	36.1%	28.2%	29.9%	30.8%
财务费用	-532	-23	-606	-546	-530	-736
%销售收入	-2.7%	-0.1%	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.9%
投资收益	-586	1,072	2,828	1,300	1,300	1,300
%税前利润	-28.6%	9.1%	14.3%	7.3%	6.1%	5.2%
营业利润	88	11,324	14,177	14,797	19,496	23,185
营业利润率	0.4%	25.4%	26.6%	24.2%	28.0%	29.2%
营业外收支						
税前利润	2,049	11,752	19,831	17,780	21,326	25,222
利润率	10.2%	26.4%	37.2%	29.1%	30.6%	31.7%
所得税	682	1,750	2,604	2,347	2,815	3,329
所得税率	33.3%	14.9%	13.1%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润	1,367	10,002	17,227	15,433	18,511	21,892
少数股东损益	-36	84	160	136	164	194
归属于母公司的净利润	1,403	9,918	17,067	15,297	18,347	21,699
净利率	7.0%	22.3%	32.0%	25.1%	26.4%	27.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,403	9,918	17,067	15,297	18,347	21,699
少数股东损益	-36	84	160	136	164	194
非现金支出	747	1,778	-1,979	-462	646	620
非经营收益						
营运资金变动	-800	9,256	3,321	1,222	623	1,097
经营活动现金净流	2,641	22,004	19,625	16,682	20,244	24,048
资本开支	-498	-606	-591	-800	-800	-900
投资	1,639	6,525	-6,678	-1,000	-2,000	-2,000
其他	-5	0	1,217	1,651	1,300	1,300
投资活动现金净流	1,136	5,919	-6,052	-149	-1,500	-1,600
股权募资	179	-1,218	-446	0	0	0
债权募资	-6,780	-1,065	-6,066	-2,000	-2,000	-2,000
其他	-116	-264	-198	-1,738	-1,722	-1,716
筹资活动现金净流	-6,717	-2,547	-6,710	-3,738	-3,722	-3,716
现金净流量	-2,709	25,496	7,110	12,795	15,022	18,731

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,000	41,592	48,439	61,234	76,256	94,988
应收款项	16,655	26,046	32,552	36,494	41,616	47,524
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	27,780	21,094	31,129	33,288	35,824	38,441
流动资产	61,435	88,732	112,120	131,017	153,697	180,953
%总资产	32.0%	40.5%	46.2%	50.0%	54.0%	58.0%
长期投资	50,177	49,342	0	0	0	0
固定资产	5,204	5,142	5,053	5,150	5,245	5,437
%总资产	2.7%	2.3%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%
无形资产	72,898	72,577	74,429	74,506	74,582	74,658
非流动资产	130,256	130,405	130,461	130,809	130,980	131,248
%总资产	68.0%	59.5%	53.8%	50.0%	46.0%	42.0%
资产总计	191,691	219,137	242,581	261,825	284,677	312,201
短期借款	32,674	25,857	19,433	17,433	15,433	13,433
应付款项	7,569	16,459	16,578	18,512	18,842	19,602
其他流动负债	20,996	30,095	37,999	42,388	48,338	55,200
流动负债	61,239	72,411	74,010	78,333	82,614	88,235
长期贷款	13,177	19,099	20,134	20,134	20,134	20,134
其他长期负债	4,256	4,621	4,955	4,343	4,343	4,343
负债	78,672	96,131	99,099	102,810	107,091	112,712
普通股股东权益	112,283	122,184	142,550	157,947	176,354	198,063
其中：股本	6	6	6	6	6	6
未分配利润	116,156	128,306	149,875	163,672	180,519	200,718
少数股东权益	736	822	932	1,068	1,232	1,426
负债股东权益合计	191,691	219,137	242,581	261,825	284,677	312,201

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.17	15.19	26.10	21.79	26.13	30.90
每股净资产	164.28	178.75	208.55	224.95	251.16	282.08
每股经营现金净流	3.86	32.19	28.71	23.76	28.83	34.25
每股股利	0.00	0.00	0.00	2.16	2.16	2.16
回报率						
净资产收益率	1.25%	8.12%	11.97%	9.68%	10.40%	10.96%
总资产收益率	0.73%	4.53%	7.04%	5.84%	6.44%	6.95%
投入资本收益率	0.64%	5.94%	9.12%	7.61%	8.47%	9.12%
增长率						
主营业务收入增长率	0.08%	122.12%	19.73%	14.51%	14.04%	14.19%
EBIT 增长率	261.04%	673.17%	63.91%	-10.36%	20.67%	17.74%
净利润增长率	355.09%	606.91%	72.08%	-10.37%	19.94%	18.27%
总资产增长率	-0.09%	14.32%	10.70%	7.93%	8.73%	9.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91.0	68.3	80.6	80.9	82.8	82.7
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	542.0	532.6	595.3	530.7	565.0	509.9
固定资产周转天数	96.5	41.8	34.4	30.1	26.9	24.2
偿债能力						
净负债/股东权益	29.29%	6.49%	-2.73%	-12.15%	-20.47%	-28.61%
EBIT 利息保障倍数	1.0	5.7	11.1	9.4	11.7	14.2
资产负债率	41.04%	43.87%	40.85%	39.27%	37.62%	36.10%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究