

同程旅行 (00780.HK)

下沉市场 OTA 龙头，用户价值提升驱动增长

同程旅行：强强联合优势互补，打造在线旅游旗舰。公司由在线旅行平台同程网络及艺龙于 2018 年合并而成，彼时同程优势在于交通票务，艺龙聚焦酒店预订。腾讯携程两大股东对同程深度赋能，同程在独占腾讯旗下微信及 QQ 支付界面交通出行以及酒店服务入口的同时也可共享携程的酒店库存，实现快速发展，成长为年付费用户超 2.5 亿的下沉市场 OTA 龙头。出行放开后，公司业绩迎来兑现期，25 年前三季度收入/归母净利/经调利润为 145.6/22.9/26.2 亿元，同比+11%/41%/23%，其中收入构成为 28%住宿+42%交通+15%度假+15%其他。公司各项费率呈稳中有降趋势，经调利润率从 24Q1-Q3 的 16.2%明显提升至 25 年同期的 18.0%。

OTA：旅游业强确定性赛道，格局稳定各分天下。1) 旅游大盘：截至 25 年前三季度，国内旅游人数/收入分别恢复至 19 年同期 109%/111%，今年出境游人次亦有望恢复至 19 年水平，与此同时入境游客数持续高增，旅游业呈现“国内游常态化，出境游复苏中，入境游高景气”趋势。**2) 在线旅游：**OTA 作为旅游资源整合的关键环节，双边规模效应明显，确定性受益于出行旅游大盘。在线旅游万亿市场，住宿板块战略地位最为突出，与此同时上游酒店连锁化进程放缓，且整体集中度不高，OTA 产业链议价权稳固无虞。**3) 竞争格局：**中国 OTA 市场一超多强，2021 年携程（含去哪儿）市占率超 50%，同程市占率约 15%。各玩家整体竞争格局稳定，头部平台错位竞争，用户重合度低，我们认为平稳的外部环境亦有利于头部 OTA 平台从容释放利润，业绩确定性强。

受益客群需求进阶，量价齐升驱动增长。同程聚焦的下沉市场在线旅游渗透率提升空间大且消费潜力充沛，公司有望把握这一增长红利。此外同程积极拓展 APP 端等多渠道流量，并深度挖掘客群消费需求，推动用户价值提升，近期各季度的 MPU 值和客均收入贡献均持续增长，其中 25Q3 分别 +3%/12%，整体运营呈量价齐升趋势。此外同程积极布局产业链延展，今年以来收购万达酒管、定增入主大连圣亚，亦有望在后续贡献增量。

投资建议：公司为下沉市场 OTA 龙头，有望把握核心客群消费升级红利。我们认为其增长驱动主要来自下沉市场需求释放及公司精细化运营，对应表现为客群体量层面和人均消费层面的“量价齐升”。我们预计公司 2025-27 年收入为 193.0/220.6/251.2 亿元，归母净利为 28.5/33.4/39.0 亿元，同比+44.3%/17.2%/16.6%，经调净利润为 33.7/39.4/45.8 亿元，同比+21.0%/16.8%/16.2%。经调利润口径当前对应 PE 15.0/12.8/11.0 X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：居民消费及出行意愿不及预期，行业竞争加剧，并购整合不及预期，行业数据滞后性风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万人民币)	11,896	17,341	19,303	22,063	25,119
增长率 yoy (%)	80.7	45.8	11.3	14.3	13.9
归母净利润 (百万人民币)	1,554	1,974	2,849	3,340	3,895
增长率 yoy (%)	1,164.4	27.0	44.3	17.2	16.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.66	0.84	1.21	1.42	1.66
净资产收益率 (%)	8.8	9.9	12.5	12.8	12.9
P/E (倍)	32.5	25.6	17.7	15.1	13.0
P/B (倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7

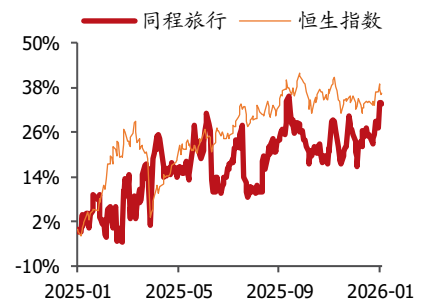
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 01 月 09 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	旅游及景区
01 月 09 日收盘价 (港元)	23.90
总市值 (百万港元)	56,175.03
总股本 (百万股)	2,350.42
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	9.10

股价走势



作者

分析师	王长龙
执业证书编号:	S0680525070006
邮箱:	wangchanglong@gszq.com
分析师	李宏科
执业证书编号:	S0680525090002
邮箱:	lihongke@gszq.com
分析师	程子怡
执业证书编号:	S0680524080004
邮箱:	chengziyi@gszq.com
分析师	黄振星
执业证书编号:	S0680525080002
邮箱:	huangzhenxing@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14900	18241	21324	25953	31251
现金	5192	8020	10558	14124	18186
应收票据及应收账款	1218	1728	1877	2084	2372
其他应收款	4370	5450	5791	6619	7536
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1	5	6	6	7
其他流动资产	4118	3036	3093	3120	3151
非流动资产	16817	19537	19823	19977	20166
长期投资	1723	2287	2687	3087	3487
固定资产	2495	3147	3183	3217	3247
无形资产	10008	11316	10794	10315	9874
其他非流动资产	2590	2787	3159	3359	3559
资产总计	31717	37777	41147	45930	51418
流动负债	11887	11597	11858	13278	14842
短期借款	2540	1359	1359	1359	1359
应付票据及应付账款	4131	4467	4515	5079	5696
其他流动负债	5216	5771	5984	6840	7787
非流动负债	1283	5218	5457	5457	5457
长期借款	11	2794	2794	2794	2794
其他非流动负债	1272	2423	2663	2663	2663
负债合计	13170	16815	17315	18735	20300
少数股东权益	844	961	981	1004	1032
股本	8	8	8	8	8
资本公积	17726	20007	22856	26197	30092
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	17703	20001	22850	26191	30086
负债和股东权益	31717	37777	41147	45930	51418

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4003	2970	3776	4861	5344
净利润	1554	1974	2849	3340	3895
折旧摊销	911	1083	1185	1146	1111
财务费用	157	231	193	193	193
投资损失	-33	11	10	10	10
营运资金变动	911	-688	-284	356	328
其他经营现金流	504	359	-178	-185	-194
投资活动现金流	-1762	-834	-1044	-1101	-1089
资本支出	-974	-415	-700	-700	-700
长期投资	878	-563	-400	-400	-400
其他投资现金流	-1666	144	56	-1	11
筹资活动现金流	-592	679	-193	-193	-193
短期借款	2097	-1181	0	0	0
长期借款	-1847	2784	0	0	0
普通股增加	57	285	0	0	0
资本公积增加	1952	2282	2849	3340	3895
其他筹资现金流	-2851	-3491	-3042	-3534	-4089
现金净增加额	1645	2828	2538	3566	4061

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11896	17341	19303	22063	25119
营业成本	3158	6227	6251	7032	7887
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	4473	5621	6177	6994	7912
管理费用	711	1206	1313	1500	1683
研发费用	1821	2001	2220	2648	3140
财务费用	-16	44	73	35	-19
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	130	145	178	189	201
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-33	11	10	10	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1741	2286	3342	3889	4497
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1854	2398	3457	4053	4726
所得税	288	410	588	689	803
净利润	1566	1988	2869	3364	3923
少数股东损益	11	14	20	24	27
归属母公司净利润	1554	1974	2849	3340	3895
EBITDA	2749	3524	4715	5234	5818
EPS (元/股)	0.66	0.84	1.21	1.42	1.66

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	80.7	45.8	11.3	14.3	13.9
营业利润(%)	1192.7	31.3	46.2	16.4	15.6
归属母公司净利润(%)	1164.4	27.0	44.3	17.2	16.6
获利能力					
毛利率(%)	73.5	64.1	67.6	68.1	68.6
净利率(%)	13.1	11.4	14.8	15.1	15.5
ROE(%)	8.8	9.9	12.5	12.8	12.9
ROIC(%)	7.4	8.1	10.5	10.8	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	44.5	42.1	40.8	39.5
净负债比率(%)	-14.2	-18.4	-26.9	-36.7	-45.1
流动比率	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.2	1.6	1.8	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	11.3	11.8	10.7	11.1	11.3
应付账款周转率	0.9	1.4	1.4	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.84	1.21	1.42	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.26	1.61	2.07	2.27
每股净资产(最新摊薄)	7.53	8.51	9.72	11.14	12.80
估值比率					
P/E	32.5	25.6	17.7	15.1	13.0
P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.7	9.7	9.4	7.8	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 09 日收盘价

内容目录

1、同程旅行：下沉市场 OTA 龙头，在线旅游的黄金时代	5
1.1 强强联手打造在线旅游旗舰，一站式 OTA 平台顺势而生	5
1.2 股东深度赋能，管理团队架构稳定	6
1.3 盈利能力改善+控费稳健，业绩进入释放期	7
2、OTA：旅游业强确定性赛道，格局稳定各分天下	9
2.1 旅游行业：国内游重回常态化，出境游复苏在途，入境游注入新动能	9
2.2 在线旅游：资源整合者，行业卖水人	11
2.3 竞争格局：外部压力缓和，后续演绎侧重场景及心智分化	13
3、公司：受益客群需求进阶，量价齐升驱动增长	15
3.1 下沉市场：消费潜力充沛，旅游在线化率上行期	15
3.2 量：多端流量并举，消费客群日益壮大	16
3.3 价：深度挖掘全周期需求，用户价值持续提升	17
3.4 产业链布局加码，打造旅游业生态圈	18
4、盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 同程旅行发展历程	5
图表 2: 同程旅行股权结构图（截至 2025 年中报）	6
图表 3: 同程坐拥腾讯生态流量+携程酒店库存两大优势	6
图表 4: 同程旅行管理层履历	6
图表 5: 同程旅行近年来业绩表现（单位为亿元）	7
图表 6: 同程旅行各分项业务收入（单位：亿元）	7
图表 7: 同程旅行各项业务收入结构占比	7
图表 8: 同程利润率表现	8
图表 9: 同程各项费用率水平	8
图表 10: 2025 年前三季度国内旅游人次恢复至 19 年同期 109%	9
图表 11: 2025 年前三季度国内旅游收入恢复至 19 年同期 111%	9
图表 12: 2025 年各假期出游人数较 19 年同期恢复情况	9
图表 13: 2025 年各假期出游花费较 19 年同期恢复情况	9
图表 14: 2024 年以来各月份民航国际客运航班恢复情况（VS 2019 年）	10
图表 15: 2025 年 11 月主要国际目的地航班恢复情况（VS 2019 年）	10
图表 16: 2025 年 11 月国际出港航班目的地区域占比	10
图表 17: 北京及上海 2025 年以来接待入境人次较 2019 年恢复水平	11
图表 18: 中国在线旅游行业产业链图谱	11
图表 19: 中国在线旅游市场规模（亿元）	12
图表 20: 中国在线旅游用户数（亿人）	12
图表 21: OTA 企业利润影响因素分析（以住宿板块为例）	12
图表 22: 中国酒店连锁化率	13
图表 23: 中国酒店 CR3（按房间数计算）	13
图表 24: OTA 市场规模（GMV 口径，2021 年数据）	13
图表 25: 中国 OTA 核心平台图谱	13
图表 26: 部分重点 OTA 平台用户重合度情况（24 年 4 月数据）	14
图表 27: 结构上看，在线旅游用户下沉市场空间较大（23 年 6 月数据）	15
图表 28: 各 OTA 平台用户所在城市线级占比（23 年 6 月数据）	15
图表 29: 各线级城市人均消费支出（千元）	16
图表 30: 同程积极拓展多渠道新流量	16

图表 31:	重点 OTA 全景流量规模占比分布 (25 年 9 月数据)	16
图表 32:	同程 2019 年以来各季度平均月付费用户数 (百万人, %)	17
图表 33:	同程旅行住宿预订收入按季度表现	17
图表 34:	同程旅行交通票务收入按季度表现	17
图表 35:	同程 2019 年以来各季度每付费用户客均收入贡献 (仅以核心 OTA 收入计算)	18
图表 36:	艺龙酒店科技平台介绍	18
图表 37:	万达酒店核心品牌矩阵	18
图表 38:	同程旅业全国布局	19
图表 39:	大连圣亚历年业绩表现 (亿元)	19
图表 40:	同程旅行收入拆分预测	21
图表 41:	可比公司估值表 (其中同程携程单位为人民币, 其余为美元)	22

1、同程旅行：下沉市场 OTA 龙头，在线旅游的黄金时代

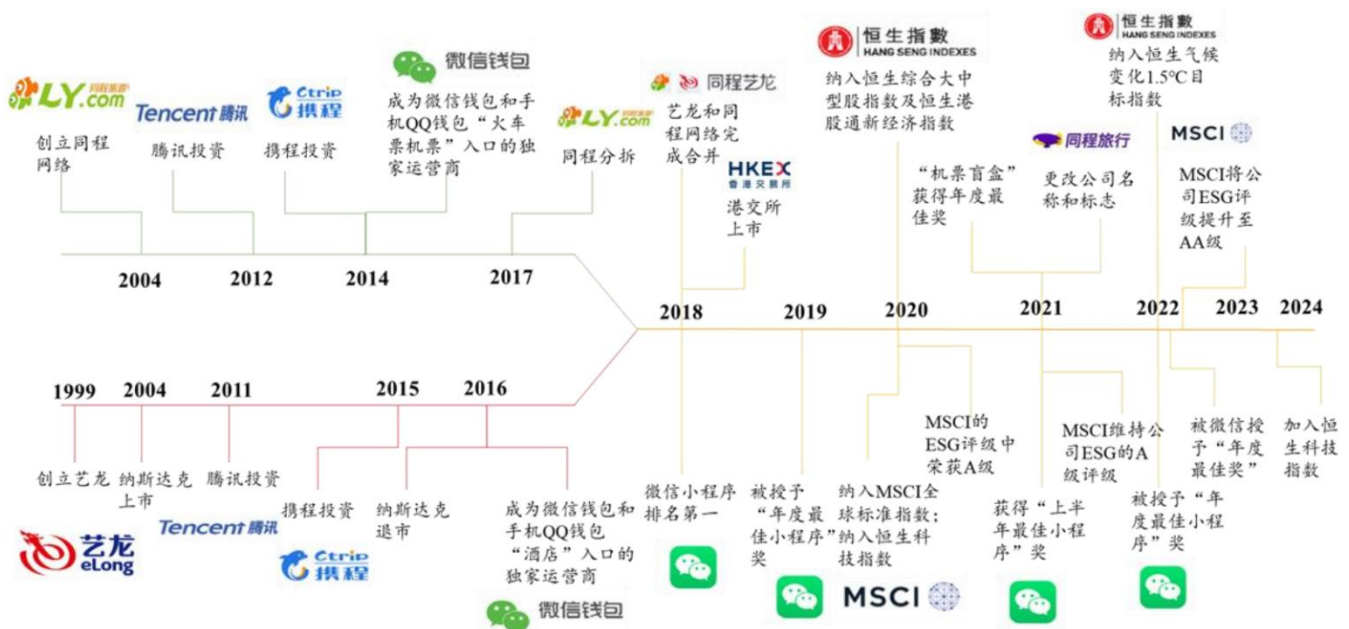
1.1 强强联手打造在线旅游旗舰，一站式 OTA 平台顺势而生

同程旅行由在线旅行平台同程网络及艺龙于 2018 年合并而成，同年完成港股上市。复盘历史，同程旅行的发展可主要划分为合并前与合并后两个阶段：

(1) 合并前：业务优势各有侧重，OTA 市场逐鹿天下。艺龙成立于 1999 年，最初定位为城市生活资讯网站，其后进军旅游服务业，于 2004 年完成美股上市，并被国际 OTA 巨头 Expedia 控股。同年，马和平、吴志祥等人于苏州创立同程网络，成为专注旅游行业的 B2B 服务商。随后的发展历程中，同程与艺龙相继均获得腾讯与携程投资入股，并在移动互联网发展浪潮中获腾讯生态流量加持，其中同程于 2014 年成为微信钱包与手机 QQ 钱包“火车票机票”入口的独家供应商，艺龙则自 2016 年起独家占据“酒店”这一入口，并于同年美股退市。

(2) 合并后：资源整合业务协同，在线旅游巨头冉冉升起。在二者共同股东腾讯与携程的推动下，2018 年同程与艺龙完成合并，对比来看，彼时同程网络的核心业务主要为交通和景点票务，而艺龙则聚焦于在线酒店预订，两者优势具有极强的互补性。合并后所组建的同程艺龙亦逐步打通多项业务，构建起一站式在线旅游平台，迎来快速增长期，并于 2021 年正式更名为同程旅行。历经多年发展，同程旅行逐步成长为国内 OTA 巨头，其主要聚焦下沉市场消费人群，与行业龙头携程形成差异化竞争，年度付费用户规模超 2.5 亿。当前公司业务涵盖交通、住宿、景点门票预订及出行场景增值服务，截至 25Q3 同程可提供由超过 800 家航司及代理运营的约 45.2 万条航线、约 400 万家酒店及非标住宿选择及一万余个国内旅游景点的门票服务。

图表1：同程旅行发展历程



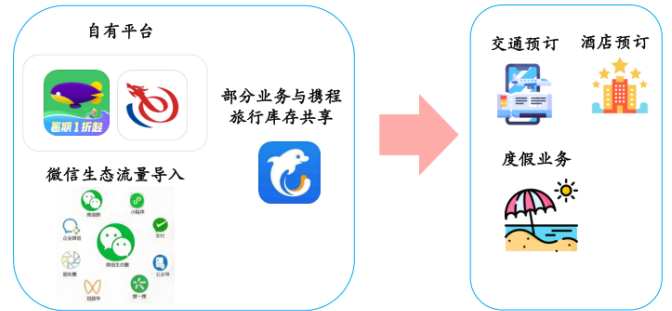
资料来源：公司官网，同程旅行招股书，中国证券报，GXA 组委会，腾讯官网，中关村在线，国盛证券研究所

1.2 股东深度赋能，管理团队架构稳定

腾讯生态流量+携程酒店库存，股东赋能优势明显。截至 25 年中报，公司前两大股东为携程与腾讯，分别占比为 24.1%/20.5%。合并后的同程旅行依托两大股东赋能——腾讯生态流量及携程酒店库存支持实现快速发展。具体来看，同程作为腾讯旗下微信及 QQ 支付界面交通出行以及酒店服务的唯一运营商，扮演了腾讯流量在旅游板块的承接角色，对其生态圈打造意义非凡，24 年 7 月公司与腾讯就战略合作及营销推广框架协议续约三年，并约定于期限届满后双方有意继续在类似模式下维持良好合作。而对携程而言，同程可消化其部分低线城市酒店库存，有利于携程向上提升产业链议价权，双方合作亦是共赢之举。

图表2: 同程旅行股权结构图 (截至 2025 年中报)

图表3: 同程坐拥腾讯生态流量+携程酒店库存两大优势



资料来源: wind, 腾讯官网, 中关村在线, 国盛证券研究所

资料来源: Fastdata, 国盛证券研究所

核心管理层架构稳定，深耕行业多年。公司目前由同程网络两位联合创始人吴志祥先生、马和平先生分别出任联席董事长与 CEO，CFO 范磊、副总裁徐建中、余沛、白志伟等人均在同程及艺龙体系中任职十年以上，伴随公司由简到巨，穿越周期。此外携程创始人梁建章先生任公司董事，携程前副总裁江浩担任公司联席董事长，股东层面赋能加持。同程核心管理层高度稳定、分工明确，于在线旅游行业实战经验丰富，可为公司长期发展保驾护航。

图表4: 同程旅行管理层履历

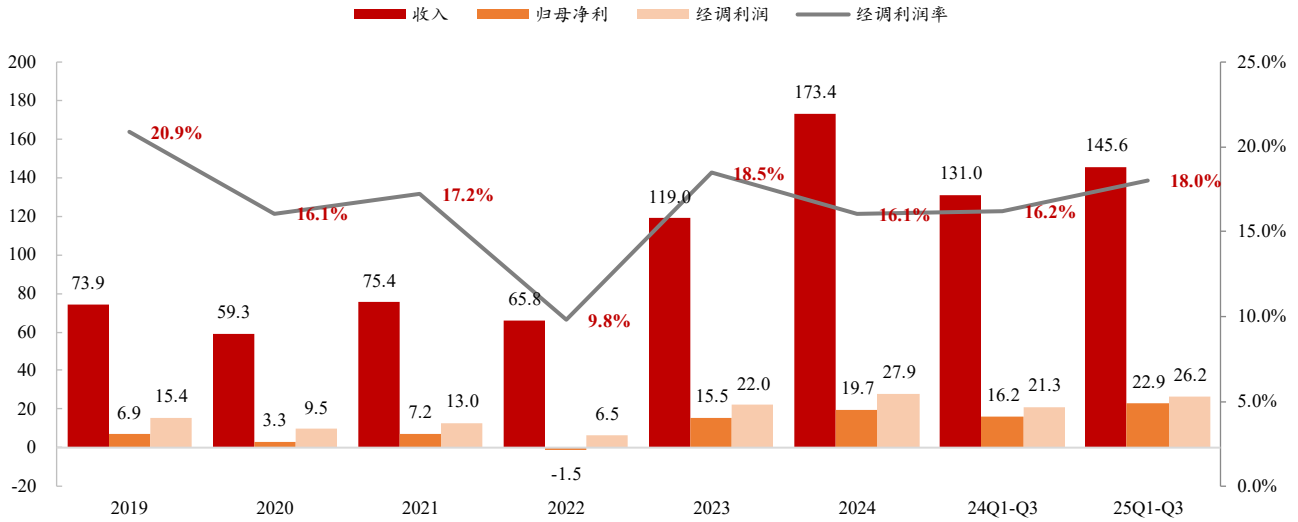
姓名	职务	履历介绍
吴志祥	联席董事长	于 2004 年 3 月创办同程网络，自 2008 年 4 月起出任同程网络董事长，于 2018 年 3 月起任同程旅行董事会联席董事长，负责集团战略规划。
马和平	执行董事兼首席执行官	2006 年至 2018 年，出任同程网络首席营销官，负责基于互联网的在线及线下旅游业务以及同程分立前同程网络的机票、酒店和其他交通业务的推广及开发。自 2018 年 4 月起出任 CEO，负责业务战略实施及日常业务营运。
江浩	联席董事长	于领导互联网公司方面拥有逾 26 年经验，1999-2015 担任携程高级副总裁，2018 年起历任同程旅行总裁、副董事长等职务，现任公司联席董事长。
范磊	首席财务官	2010 年至 2013 年历任联想集团财务经理、高级财务经理，2013 年起历任艺龙开曼的财务规划及分析部门总监、高级总监、本公司财务副总裁，于 2018 年 3 月起任集团首席财务官，负责整体财务管理。
徐建中	高级副总裁	2010 年 7 月起，历任同程网络度假产品经理，机票产品经理、高级总监、副总裁，出行业务负责人。2019 年 1 月起任集团高级副总裁，负责出行业务。
余沛	副总裁	2012 年 2 月至 2018 年 3 月，先后任艺龙开曼的结构设计负责人、结构总监及技术总监。于 2018 年 3 月起任集团副总裁，负责集团的整体研发活动。
白志伟	副总裁	2010 年 12 月至 2014 年任艺龙开曼销售支持部门高级总监及业务发展副总裁，2014 年 6 月至 2018 年 3 月任艺龙开曼副总裁，18 年 3 月起任集团副总裁，负责营销及业务发展。
王凯	副总裁	2010 年 4 月至今，先后担任同程网络酒店业务销售高级经理、文旅事业部负责人、目的地事业部负责人，度假产品中心负责人，于 2019 年 5 月起任集团副总裁，负责集团度假产品运营与管理。

资料来源: 公司官网, wind, 国盛证券研究所

1.3 盈利能力改善+控费稳健，业绩进入释放期

业绩亮眼持续高增，盈利能力迎来改善。2020-2022年期间受相关出行限制影响，同程受冲击明显，自管控放开后公司业绩迎来兑现期，2023年全年收入/经调利润同比上年分别大幅提升81%/240%，实际体量均已超出19年水平。24及25年延续向上趋势，叠加并表同程旅业的业务增量，公司25年前三季度收入/归母净利/经调利润同比+11%/41%/23%。此外伴随公司海外布局推进和经营端规模效应释放，其经调利润率也从24Q1-Q3的16.2%明显提升至25年同期的18.0%。

图表5: 同程旅行近年来业绩表现 (单位为亿元)

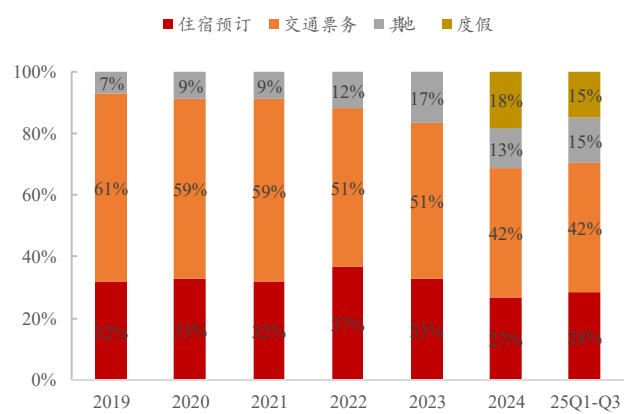
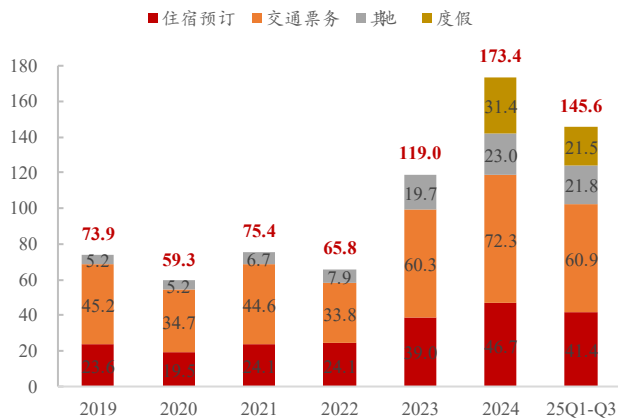


资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

交通业务为基本盘，并购同程旅业贡献增量。进一步分拆公司各项业务，同程交通收入占比较高，2019年可贡献公司总收入的6成以上。一方面同程网络以交通业务起家，历史积淀深厚，另一方面公司聚焦的下沉市场用户也往往更注重交通需求。近年来公司持续发力于用户全周期需求挖掘、提高连带销售水平，叠加低线城市旅游消费线上化率提升趋势，同程的住宿业务增速明显快于交通，2024年住宿业务收入46.7亿元，较19年已接近翻倍。此外公司于2023年底并购同程旅业并单独披露度假业务收入，截至25年前三季度，度假业务可占公司总收入的15%。

图表6: 同程旅行各分项业务收入 (单位: 亿元)

图表7: 同程旅行各项业务收入结构占比



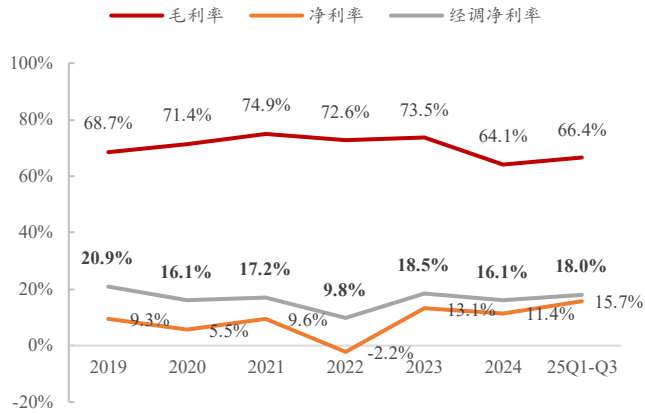
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

业务结构变化导致毛利率略有波动，费用投放控制稳健。公司整体盈利能力强劲，公共卫生事件期间毛利率水平依旧稳中有升，维持70%以上高位水平。但23年底并表的度

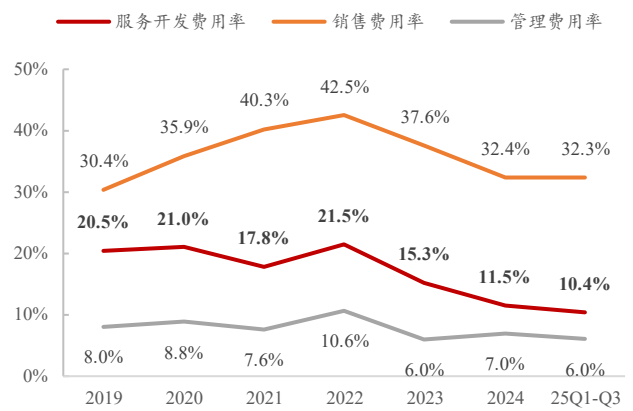
假业务利润率低于传统 OTA，致使 24 年公司整体盈利水平略有波动，25 年起盈利能力迎来改善。费用端来看，同程近年来服务开发及管理费率均呈下降趋势，凸显公司经营效率。此外公共卫生事件期间下沉市场旅游线上化率提升明显，公司积极把握机会加大投放力度，销售费率有所提升，23 年以来外部环境趋稳、行业竞争格局缓和，公司销售费率亦大幅优化。

图表8: 同程利润率表现



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 同程各项费用率水平



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

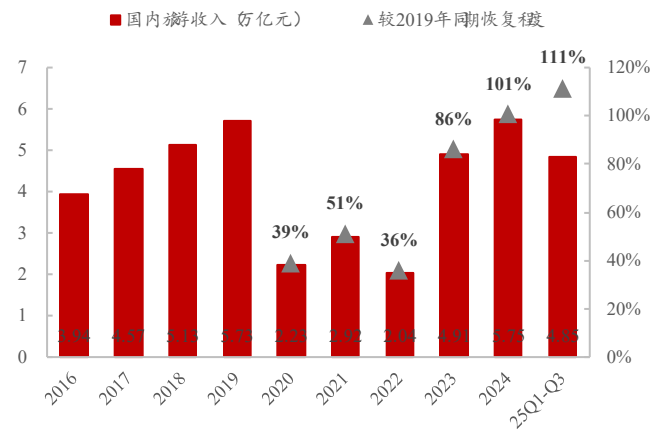
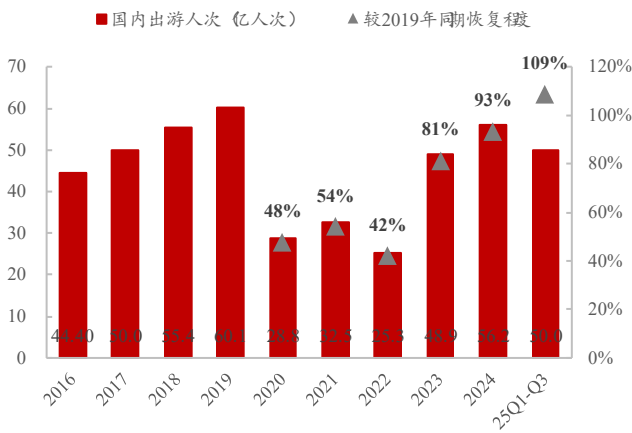
2、OTA：旅游业强确定性赛道，格局稳定各分天下

2.1 旅游行业：国内游重回常态化，出境游复苏在途，入境游注入新动能

旅游业全面回暖，人次及收入表现均超出 19 年水平。受益于人均可支配收入提升及相关产业发展，2020 年前中国旅游业连续维持较快增长，对应 2016-2019 年国内旅游人数/收入年复合增速为 11%/13%。在经历三年外部冲击后，2023 年以来行业逐步回暖，截至 25 年前三季度，国内旅游人数/收入已分别恢复至 19 年同期的 109%/111%，对应人均旅游支出小幅提升至 2019 年的 102%，当前行业已迎来全面复苏，重回常态化发展轨道。

图表10: 2025年前三季度国内旅游人次恢复至19年同期109%

图表11: 2025年前三季度国内旅游收入恢复至19年同期111%



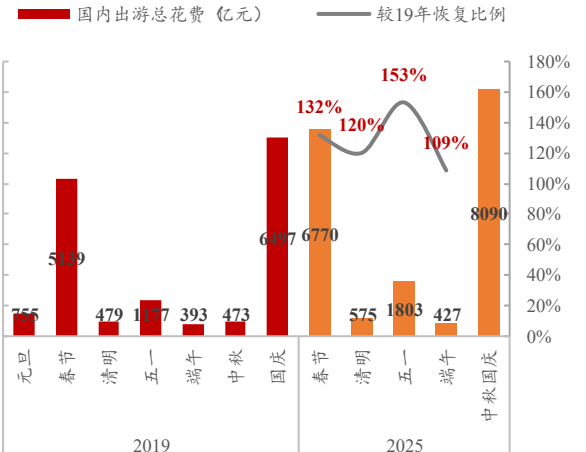
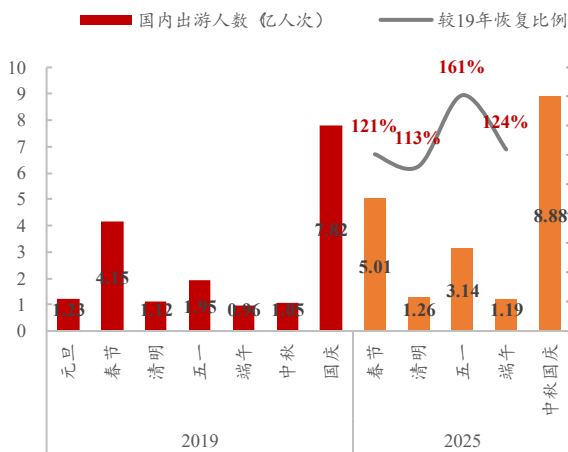
资料来源：文旅部，央视网，wind，国盛证券研究所

资料来源：文旅部，央视网，wind，国盛证券研究所

旺季聚集效应依旧明显，行业后续成长空间广阔。在更具代表性的假期旅游数据方面，呈现出较日常旅游更快的恢复速度，这也体现我国居民出游对公共假期的依赖较高，日常周末游、短线游等或仍有较大增长空间。此外从产业结构看，此前中国旅游业收入占GDP比重由2010年的3.0%逐年提升至2019年的5.8%，但较2019年全球均值6.7%仍有差距；截至25年前三季度，中国旅游业GDP比重仅恢复至4.8%，成长潜力依旧充沛。据中投产业研究院预测，2028年中国国内旅游收入将突破10万亿元，对应24-28年CAGR约13%。

图表12: 2025年各假期出游人数较19年同期恢复情况

图表13: 2025年各假期出游花费较19年同期恢复情况

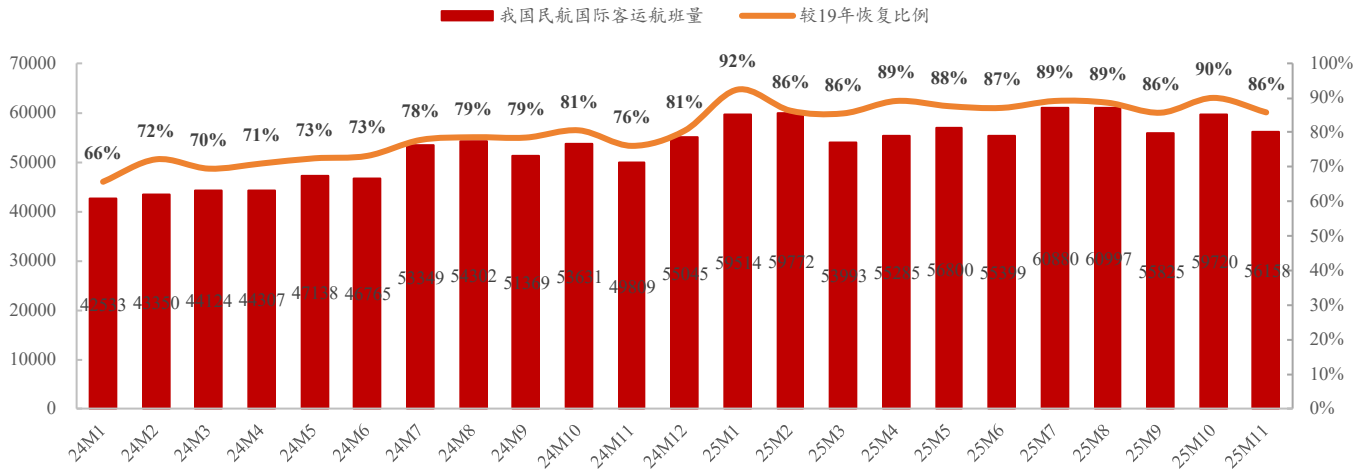


资料来源：文旅部，国盛证券研究所

资料来源：文旅部，国盛证券研究所

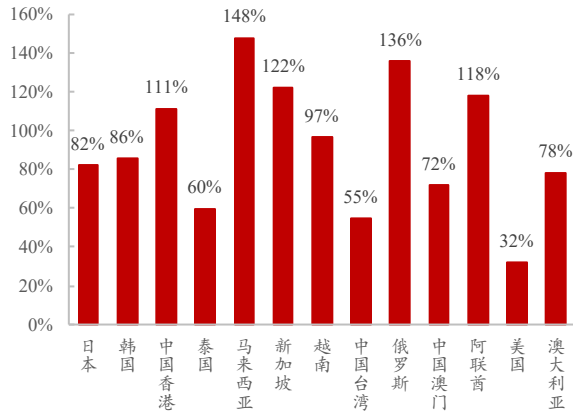
出境游修复在途，航班量恢复 19 年九成。另一方面，出境游的整体恢复节奏要慢于国内旅游，据航班管家最新数据，民航国际航班量当前已基本恢复至 2019 年接近 9 成水平，其中出境游目的地选择则呈现“由近及远，逐步试水”的态势，从国际航班出港目的地结构看，11 月去往东亚和东南亚的航班数量占比约 75%，其中马来西亚、俄罗斯、阿联酋等多个国家航班量已远超 2019 年，美国、澳大利亚等区域恢复较慢。据《环球时报》预测，2025 年中国出境游人数预计将超 1.55 亿人次，将基本恢复至 2019 年水平。

图表14: 2024 年以来各月份民航国际客运航班恢复情况 (VS 2019 年)



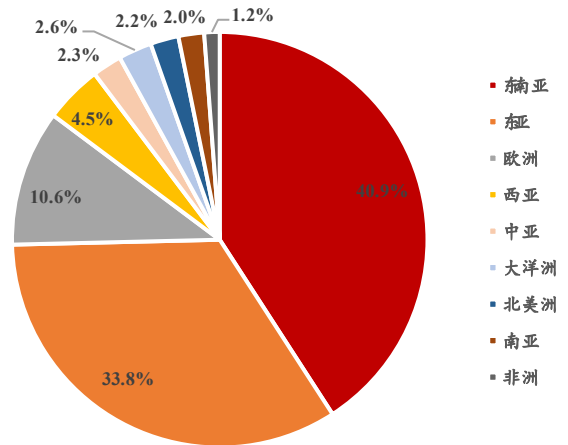
资料来源: 航班管家, 国盛证券研究所

图表15: 2025 年 11 月主要国际目的地航班恢复情况 (VS 2019 年)



资料来源: 航班管家, 国盛证券研究所

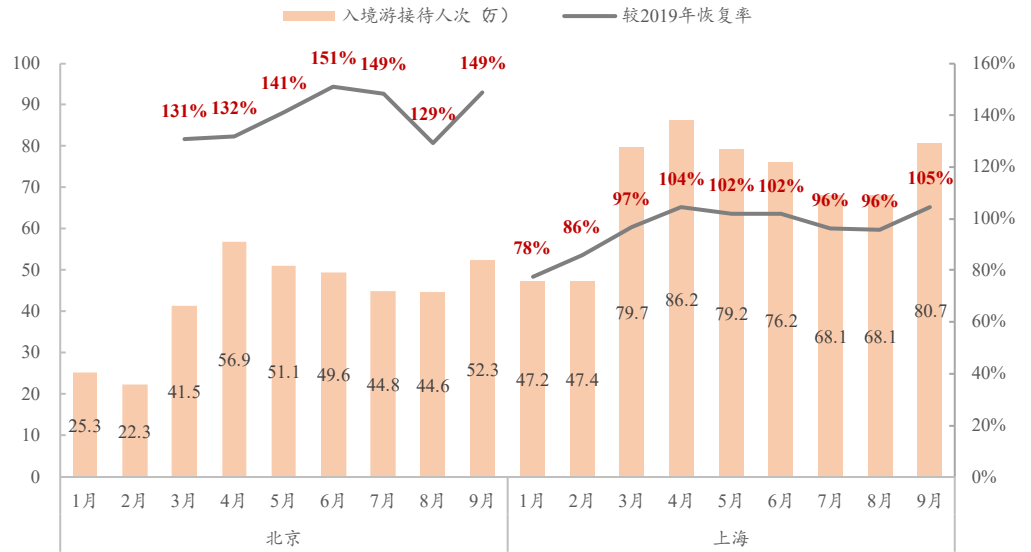
图表16: 2025 年 11 月国际出港航班目的地区域占比



资料来源: 航班管家, 国盛证券研究所

入境游高速增长，贡献文旅新增量。自 9 月俄罗斯加入“免签朋友圈”后，中国已对 47 个国家实行单方面免签，过境免签政策覆盖面也扩展到 55 国，适用省份扩大至 24 省 60 个口岸。移民管理局数据显示，2025 年上半年中国共接待外国游客超 1900 万人次，已接近 2019 年全年的六成水平，同比增速约 30%；其中免签入境外国人达 1364 万，同比+54%，北京、上海等核心旅游城市入境游接待人次亦已超出 2019 年水平。而这部分游客消费力也更加强劲，据携程数据，入境用户选择高星酒店的比例是国内用户的 2 倍，酒店预订 ADR 也高出 1.5 倍，高速增长的国际客群有望给国内旅游大盘注入新动能。

图表17: 北京及上海 2025 年以来接待入境人次较 2019 年恢复水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 在线旅游: 资源整合者, 行业卖水人

卡位产业链中游, 强议价权奠定高景气。OTA (Online Travel Agency) 本质上是将传统的旅行社销售模式放到网络平台上, 即消费者可通过网络向旅游服务提供商预定产品或服务, 代表性企业包括国内的携程、同程、去哪儿、美团、飞猪等, 国外 Booking、亿客行 (Expedia) 等。而从产业链结构来看, OTA 企业处于在线旅游行业中游, 上游为“机+酒”类传统资源及丰富长尾的旅游目的地资源, 下游触达高度分散化的平台消费者。我们认为: OTA 平台卡位资源整合的关键环节, 具有明显的双边规模效应特点, 是确定性受益于出行旅游大盘增长的板块。

图表18: 中国在线旅游行业产业链图谱



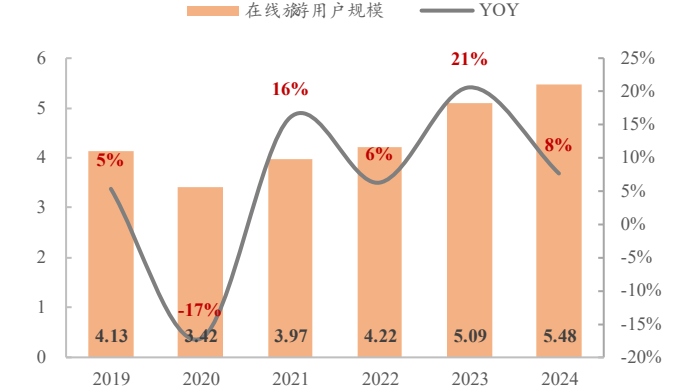
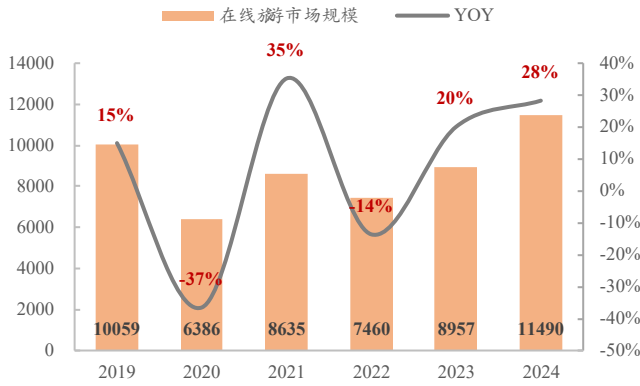
资料来源: 《2023 年度中国在线旅游行业简报》, 国盛证券研究所

在线旅游万亿市场, 住宿业务重要性凸显。OTA 一般包括交通、住宿、度假三大板块, 参考网经社数据, 截至 2024 年我国在线旅游市场规模达 11490 亿元 (同比+28%), 在线旅游用户规模为 5.48 亿人 (同比+8%), 均已超出 2019 年同期水平。板块内部来看, 根据艾瑞咨询数据, 2021 年机票及火车票预订线上化率已超 80%, 后续空间有限, 而

住宿及度假或将贡献核心增量；另一方面，OTA 主要收入模式为按交易额抽取佣金，我国交通预定的供应商主要为 12306 和各大航司，供给侧集中度高，因此佣金率较低，一般仅 1%-2%，而度假为 5%-10%、住宿佣金率约 10%，因此住宿业务在 OTA 业务中重要性亦逐渐提升。

图表19: 中国在线旅游市场规模 (亿元)

图表20: 中国在线旅游用户数 (亿人)

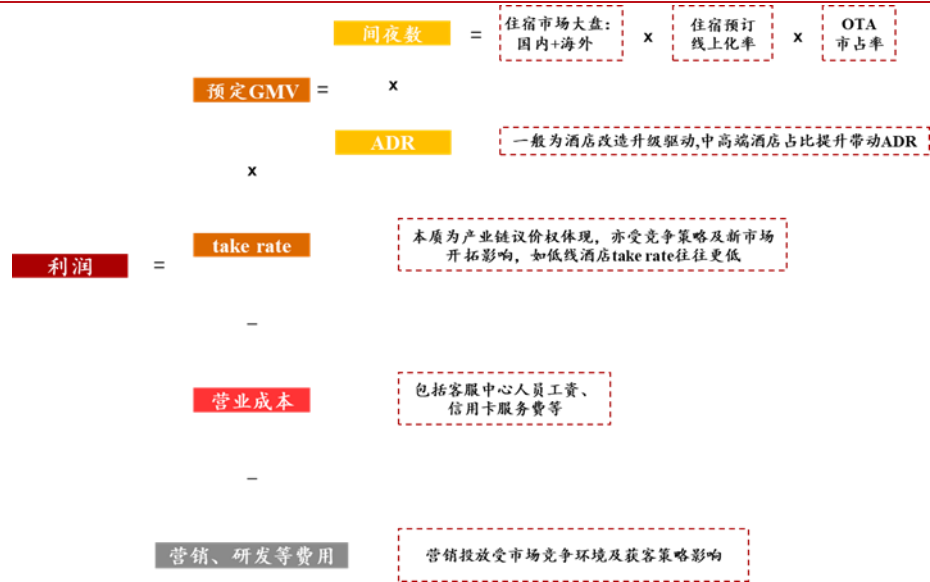


资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

拆分 OTA 企业利润构成，空间和格局决定成长性，议价权为核心壁垒。简单拆分 OTA 企业经营模式，其利润可由收入*利润率构成：其中利润率受营销投放等影响较大；收入主要由预订 GMV*take rate 得到，以住宿板块为例，GMV 的提升受酒店住宿大盘、预定线上化率、OTA 率及公司市占率等因素影响；而 take rate 本质上是产业链议价权的体现，对应在住宿的案例中，也就是需要讨论并持续关注酒店连锁化率提升趋势以及酒店直销会员体系对 OTA 平台的影响。总结下来，核心问题有三：**竞争格局、市场空间、产业链议价权。**

图表21: OTA 企业利润影响因素分析 (以住宿板块为例)

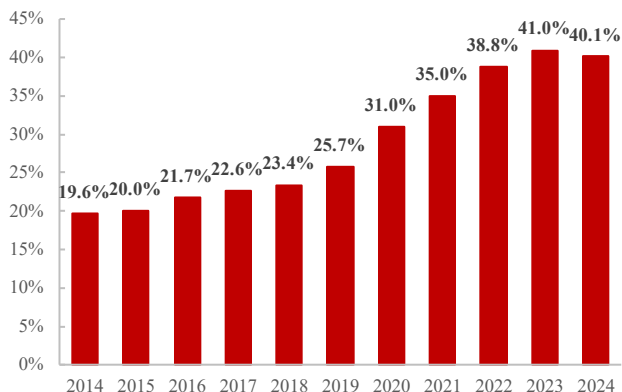


资料来源: 国盛证券研究所绘制

酒店连锁化进程放缓，OTA 产业链地位稳固。据酒店观察网数据，2016 年后美国酒店连锁化率便已超 70%，市场亦时常以此为参照进行对标。复盘历史，2019 年之前中国酒店连锁化率提升相对平缓，2020-2022 年单体酒店受外部冲击大规模出清，连锁酒店乘势跑马圈地，驱动连锁化率快速提升。我们认为这一特殊环境已经过去，部分品牌方重点转向精细化经营，对应连锁化率亦明显放缓。此外当前中国头部酒店集团份额依然不高，参考中国饭店协会数据，直到 2024 年，以房间数口径计算下的中国酒店品牌 CR3

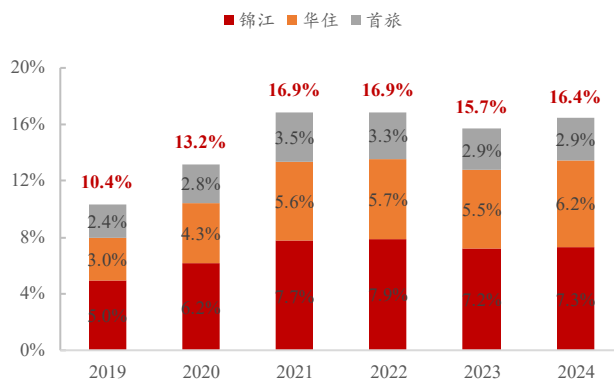
仅为16.4%，因此我们认为当前中国酒店上游集中度有限，OTA对于消费端的引流效果依旧显著，其产业链议价权仍然强势。

图表22: 中国酒店连锁化率



资料来源: 迈点研究院, 国盛证券研究所

图表23: 中国酒店CR3 (按房间数计算)

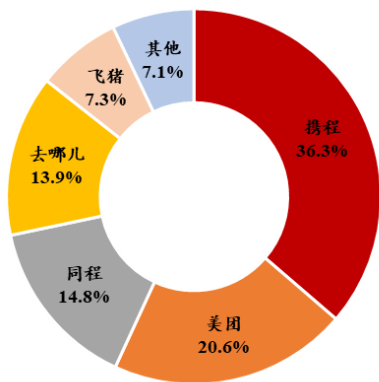


资料来源: 中国饭店协会, 国盛证券研究所

2.3 竞争格局: 外部压力缓和, 后续演绎侧重场景及心智分化

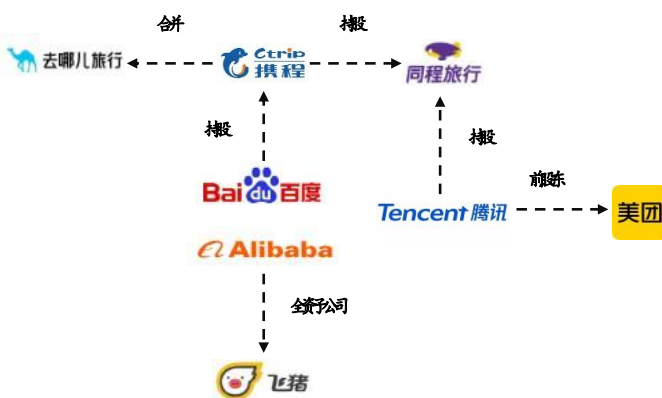
一超多强集中度高, 互联网流量格局稳定。中国 OTA 市场集中度极高, 据 Fastdata 极数, GMV 口径下携程 2021 年市场份额为 36%, 若综合考虑去哪儿, 则携程市占率超 50%, 行业 CR5 高达 93%。复盘历史, 自携程 2014 年入股同程、2016 年合并去哪儿后, 旅游类垂直平台的强竞争阶段基本结束。后续行业格局的搅动者主要为新跨界企业, 如本地生活高频引流低频的美团、自带巨额流量加持的抖音等。我们认为 OTA 竞争投射的是各互联网巨头流量在旅游行业的角力, 腾讯、百度、阿里、美团等大厂各有布局。CTR 数据亦显示, 2024 年 8 月与去年同期 MAU 口径下 TOP100 APP 重合率高达 94%, 当前互联网生态流量整体格局基本稳定, 即便是 25 年京东入局酒旅, 对行业的影响依然较为有限。

图表24: OTA 市场规模 (GMV 口径, 2021 年数据)



资料来源: Fastdata, 国盛证券研究所

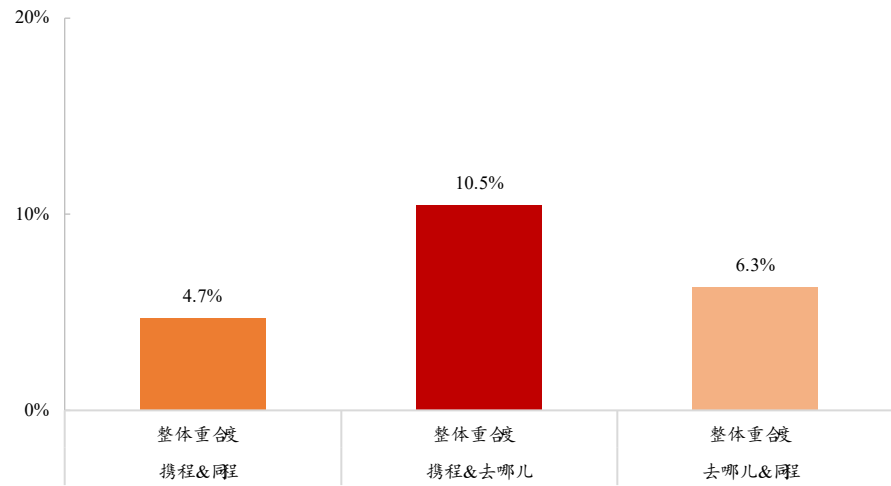
图表25: 中国 OTA 核心平台图谱



资料来源: 各公司官网, 公司公告, wind, 中关村在线, 搜狐, 环球网, 《财经》, 国盛证券研究所

头部平台错位竞争, 外部竞争整体缓和。QuestMobile 的用户数据, 我们认为几大 OTA 平台各自核心用户的重合度并不高, 其中携程和同程更多是基于不同线城市用户展开错位竞争。中长期看, 我们认为未来 OTA 平台的分化更多将是基于不同人群和不同消费场景心智的分化。类似于电商平台中京东的 3C 数码心智、拼多多的低价心智等, 产品相对标准化的 OTA 对于用户心智的争夺或将是后续关键所在, 例如携程在高线市场和商旅客户群中的积淀、同程的低线城市渗透和交通站周边布局等均是具有针对性的策略。

图表26: 部分重点 OTA 平台用户重合度情况 (24年4月数据)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

3、公司：受益客群需求进阶，量价齐升驱动增长

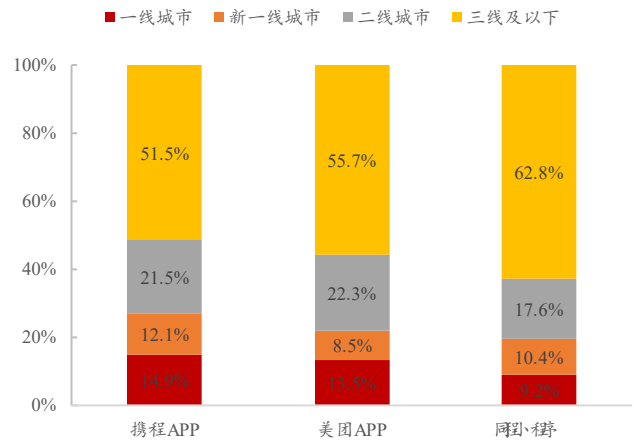
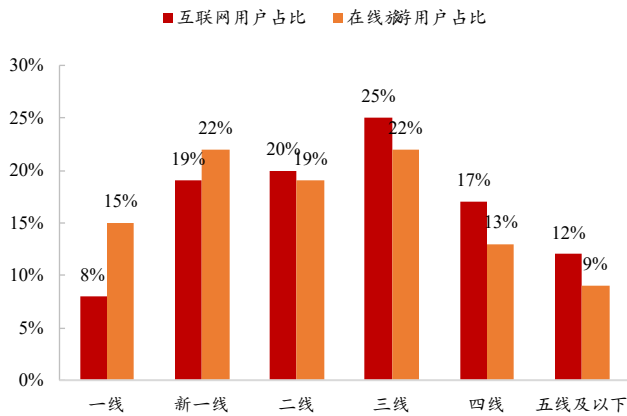
同程为国内下沉市场 OTA 龙头，一方面其与携程错位竞争，外部竞争压力较小，另一方面亦有望把握对应客群消费升级红利。展望后续，我们认为同程的增长驱动主要来自下沉市场需求释放及公司精细化运营，对应表现为客群体量层面和人均消费层面的“量价齐升”，此外产业链上下游拓展亦有望为公司发展贡献新增量。

3.1 下沉市场：消费潜力充沛，旅游在线化率上行期

在线旅游渗透率有待提升，下沉市场潜力充沛。据嘉世咨询，截至 2023 年 6 月我国在线旅游渗透率仅 42%，较外卖网购等其他线上消费差距较大。进一步拆分区域，高线城市在线旅游 MAU 占比显著高于网民占比，三线及以下的在线旅行 MAU 占比 44%，较网民占比低 10 个百分点，是未来用户拓展主要区域。同程借助小程序入口，并积极通过线下门店、交通站引流等方式拓展下沉用户，参考 23 年数据，其小程序三线及以下用户占比 63%，高出携程 11 个百分点。我们认为低线城市获客一方面依赖消费心智的建立，另一方面需要成熟的地推团队等，同程低线客群积淀上已打下良好基础，具备先发优势，看好其后续进一步承接下沉用户扩张。

图表27: 结构上看，在线旅游用户下沉市场空间较大（23年6月数据）

图表28: 各OTA平台用户所在城市线级占比（23年6月数据）

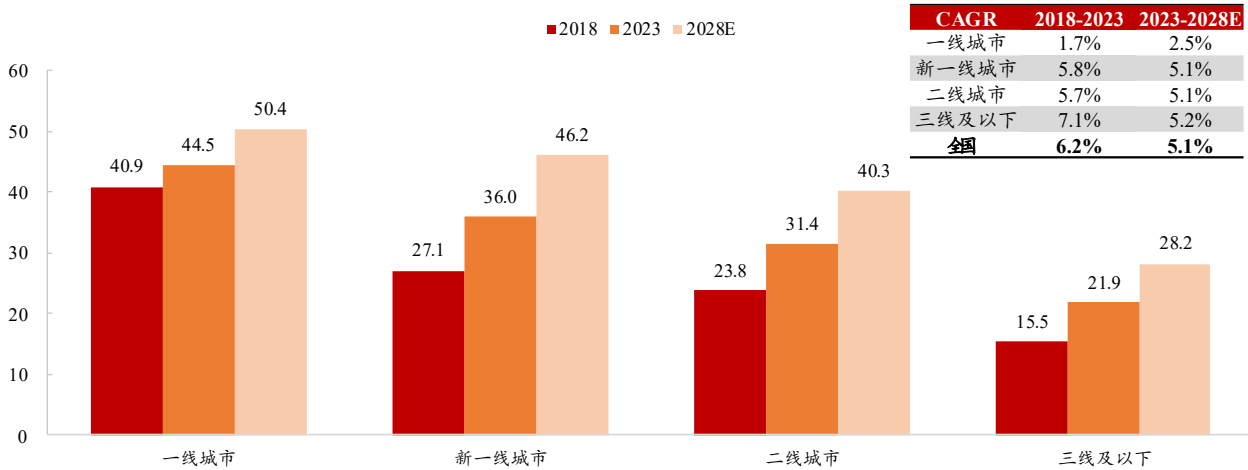


资料来源：嘉世咨询，国盛证券研究所

资料来源：嘉世咨询，国盛证券研究所

增速领跑空间广阔，低线需求释放正当时。据灼识咨询，中国各线城市人均消费潜力呈倒金字塔形，预计 2023-28 年非一线城市人均消费 CAGR 超 5%，大幅领先于一线。我们认为消费潜力的释放也带来旅游需求升级，如火车→飞机（据同程研究院，2021 年民航新增旅客中 68% 来自二线及以下城市）；又如国内游→出境游（据去哪儿，2024 年国庆期间，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，二线城市订单量增长七成，新一线城市增长四成，一线城市基本持平）。此外我们观察到同程近几个季度微信平台新付费用户中非一线占比均可维持在 70% 左右，我们认为低线旅游市场依然潜力充沛，作为长期深耕下沉市场的 OTA 龙头，同程无论是客群拓展还是已有用户的需求挖掘都有较大空间。

图表29: 各线城市城市人均消费支出(千元)

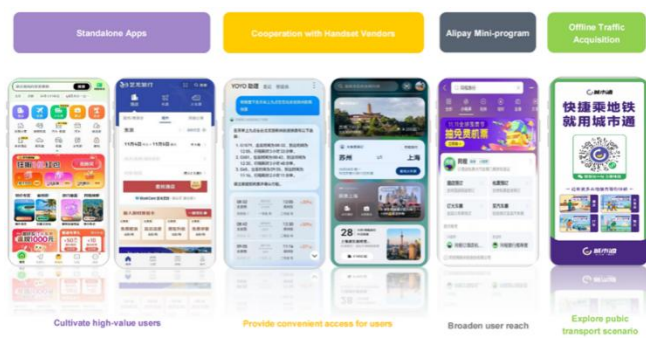


资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

3.2 量: 多端流量并举, 消费客群日益壮大

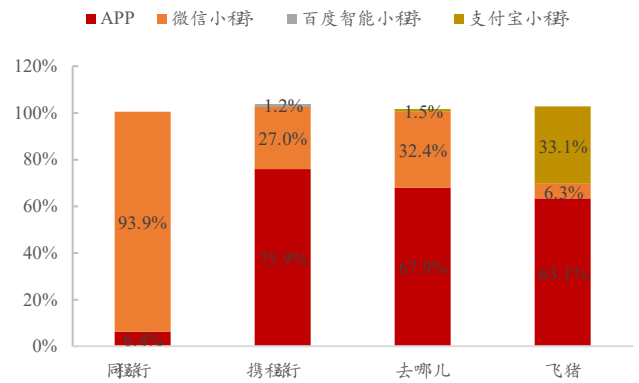
小程序 APP 双管齐下, 积极拓展新流量。回顾发展历史, 同程曾借助微信流量加持实现快速发展, 近年来同程在深耕微信生态的同时亦拓展多流量渠道, 并发力 APP 打造, 通过合作手机厂商入驻负一屏等方式提升市占率, 此外公司还积极冠名音乐节、电竞比赛等活动, 在提升曝光度、强化年轻客群心智的同时, 也在一定程度上为自己的演唱会住宿、电竞房等特色产品引流。据 QuestMobile 数据, 截至 2025 年 9 月, 同程去重用户规模超 2.8 亿, 流量结构占比中 APP 端贡献 6.4%; 作为对比, 携程去重用户为 1.46 亿, 去哪儿近 7000 万, 飞猪近 4000 万。

图表30: 同程积极拓展多渠道新流量



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

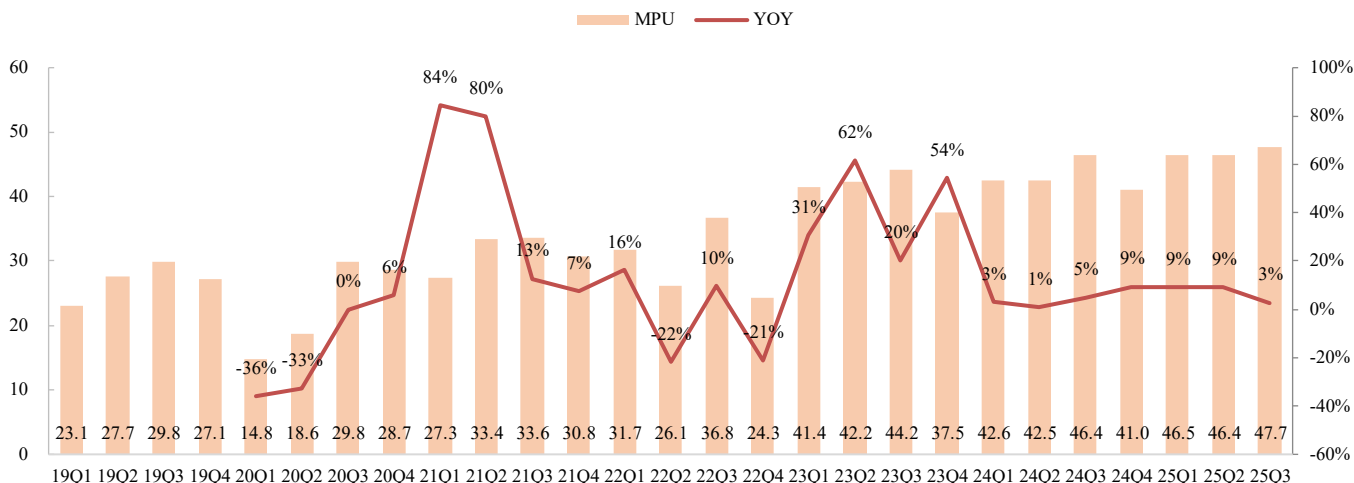
图表31: 重点 OTA 全景流量规模占比分布 (25 年 9 月数据)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

客群培育厚积薄发, 付费用户稳健增长。出行管控期间倒逼低线市场交通预订等线上化率迅速提升, 同程积极洞察现实需求, 通过在车站等枢纽位置设置购票机器等方式引流获客, 效果显著。而在线旅游作为低频消费, 消费者多平台比价心智一般较电商、团购等更低, 客户留存比例往往较高, 出行放开后同程预订用户数亦迎来大幅提升。如前文论述, 当前低线城市旅游线上化率提升仍在进行时, 叠加公司积极拓展 APP 端等新流量入口, 近几个季度 MPU 持续呈提升趋势。

图表32: 同程 2019 年以来各季度平均月付费用户数 (百万人, %)

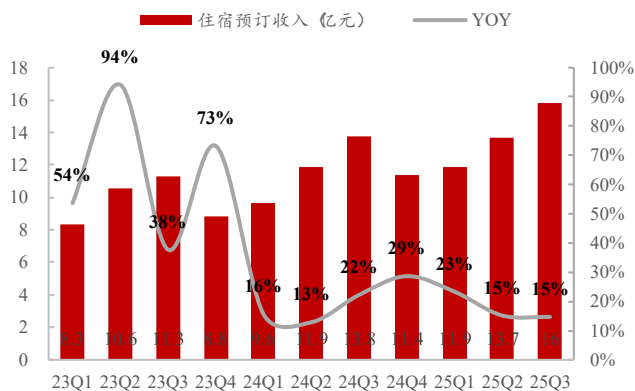


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 价: 深度挖掘全周期需求, 用户价值持续提升

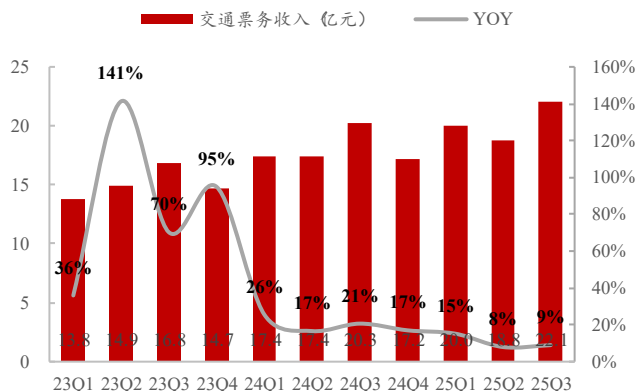
交通引流住宿变现, 深度挖掘用户需求。与携程深耕商旅高净值客群不同, 同程聚焦的下沉市场用户消费潜力有待挖掘, 其中更是有相当一部分务工人员仅使用 OTA 预定交通。近年来在拓宽客群来源的同时, 同程亦积极挖掘培育用户全方位出行旅游需求, 通过优惠券精准发放、打包产品推广等方式提升交叉销售比例。近几个季度以来, 同程的住宿业务收入增速已全面超越交通, 成为业绩增长的核心驱动。

图表33: 同程旅行住宿预订收入按季度表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

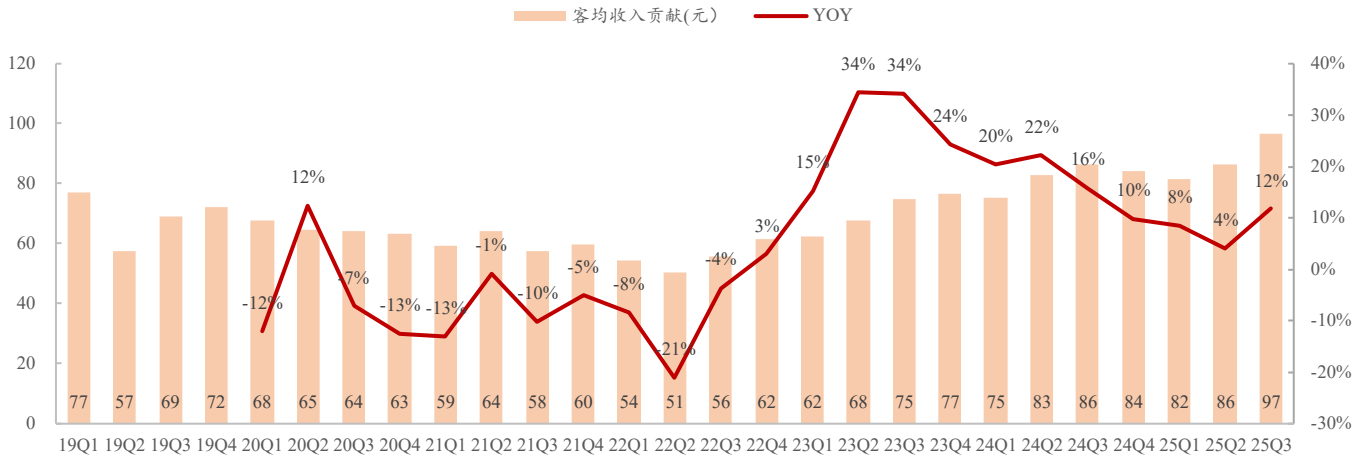
图表34: 同程旅行交通票务收入按季度表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

单客价值持续提升, 与用户需求共同成长。伴随精细化运营带来的单客需求提升逐步显现, 人均购买频次较历史大幅提升, 此前在拉新过程中被摊薄的 ARPPU 值亦迎来修复。进入 24 年, 同程用户 ARPPU 值已全面超越 19 年同期水平, 实现了从“新用户”到“黏性用户”的转换。此外为承接自身用户需求升级, 同程亦逐步加码海外市场, 公司在新加坡设立了海外总部办公室, 并推出了主要面向非大陆地区的预订平台 HopeGoo, 覆盖机票、酒店、门票等六大领域, 据 Fastdata 极数, 24 年 7 月出境游服务人次口径下, 同程市占率为 11% 排名行业第三。

图表35: 同程 2019 年以来各季度每付费用户客均收入贡献 (仅以核心 OTA 收入计算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 产业链布局加码, 打造旅游业生态圈

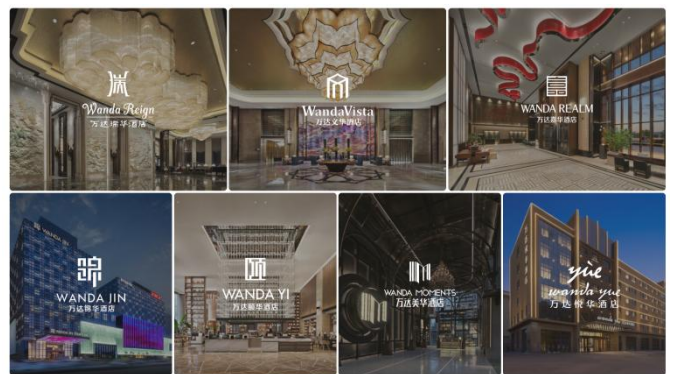
涉足酒店强化产业地位, 收购万达补齐高端拼图。OTA 本质上是供应链生意, 向上游延伸是强化议价权的重要策略, 以行业龙头携程为例, 其当前便持有华住、亚朵、首旅、开元等多个头部酒店品牌股份。同程于 2021 年设立艺龙酒店科技平台, 以自我孵化+投资并购的方式向酒店业延展, 该平台内拥有雅致酒店、艺龙酒店等 12 大主力品牌, 截至 25Q3 开业酒店超 3000 家。此外 25 年 4 月同程以 24.9 亿元收购万达酒管 100% 股权, 其旗下目前拥有万达瑞华、万达文华等九大品牌, 截至 25 年 6 月在营酒店 222 家, 客房超 42500 间, 另有 406 家酒店已签约。相关交易已于 10 月完成, 预计将显著增强同程在高端酒店领域的竞争力, 此外万达酒店超 2000 万的会员资产亦有望逐步导入, 进一步优化同程的用户结构。

图表36: 艺龙酒店科技平台介绍



资料来源: 艺龙酒店科技平台官微, 国盛证券研究所

图表37: 万达酒店核心品牌矩阵



资料来源: 万达酒店官网, 国盛证券研究所

定增入主大连圣亚, 线下布局再落一子。除线上业务外, 同程近年来也在扩张线下布局。2023 年收购同程旅业和海南呀诺达, 分别持有 100%、57.2% 股权, 前者由多家旅行社组成, 后者主要运营三亚呀诺达热带森林公园。25 年 7 月同程子公司上海潼程通过定增收购大连圣亚 23.08% 的股份, 叠加股东杨子平等委托的表决权, 合计拥有圣亚 30.88% 表决权, 同程成为圣亚间接控股股东。大连圣亚是 A 股唯一海洋公园概念股, 旗下拥有以大连圣亚海洋世界和哈尔滨极地公园为代表的多个海洋景区, 预计后续同程资金注入后相关停工项目将重启, 公司治理结构亦有望逐步理顺, 这一收购也可看作同程由线上

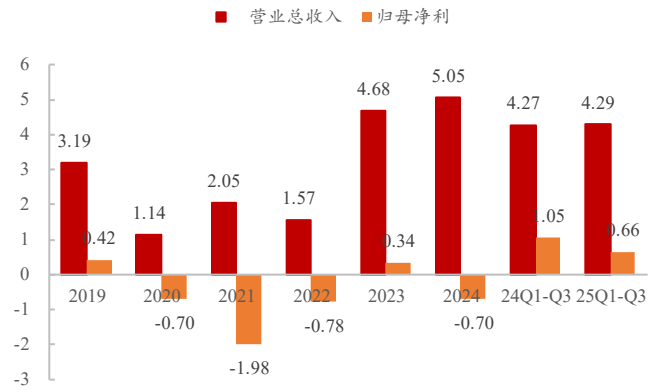
平台向综合文旅运营模式的探索。

图表38: 同程旅业全国布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表39: 大连圣亚历年业绩表现 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 收入端:

结合前文对旅游业大盘及 OTA 行业的整体分析,我们认为同程旅行未来数年收入端有望保持双位数增速,快于中国旅游行业大盘,其中:

交通票务: 该业务历史上曾为公司核心收入,考虑到我国目前机票火车票预订线上化率已经较高,预计后续增量主要来自于出游频次提升及消费者“从火车到飞机”的消费升级进程,该板块整体增速预计相对平稳。综合估算 2025-27 年该部分业务同比增速为 10%/10%/10%,收入为 79.5/87.5/96.2 亿元。

住宿预订: 该部分业务重要性愈发凸显,展望后续,一方面当前中国酒店在线化率依旧整体偏低,其中低线市场提升空间更为明显,另一方面下沉市场旅游消费升级的过程中必然伴随住宿消费的提升,住宿业务空间广阔。此外当前酒店供给端依旧较为充沛,在中国酒店连锁化率放缓、酒店集团集中度不高的背景下,酒店往往面临入住率运营压力,需要借助 OTA 渠道引流,从中期维度看我们认为这一进程中 OTA 的话语权甚至会被边际强化。综合估算 2025-27 年该部分业务同比增速为 17%/17%/15%,收入为 54.6/63.9/73.5 亿元。

其他业务: 该部分主要包括广告、pms 系统、会员卡、商旅、景区门票、酒店管理等,伴随同程客户价值提升,平台广告、会员等收入也将水涨船高,酒管方面艺龙科技平台发展势头良好,此外考虑到万达酒管并表后也会带来一定增量,预计该板块仍可维持较快增速。综合估算 2025-27 年该部分业务同比增速为 33%/20%/20%,收入为 30.6/36.7/44.1 亿元。

度假业务: 该部分业务系公司收购同程旅业及海南呀诺达景区增量,考虑到 25 年以来的东南亚等目的地安全事件相关舆情,我们认为这会对同程核心用户即低线城市客群的消费需求存在一定抑制,因此预计今年整体度假业务板块收入较去年持平,展望后续,受益于下沉市场出境游渗透率提升等因素,预计度~~26~~26 年将恢复增长。综合估算 2025-27 年该部分业务同比增速为-10%/15%/15%,收入为 28.3/32.5/37.4 亿元。

图表40: 同程旅行收入拆分预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6585	11896	17341	19303	22063	25119
yoy	-12.6%	80.7%	45.8%	11.3%	14.3%	13.9%
整体毛利率		73.5%	64.1%	67.6%	68.1%	68.6%
核心 OTA 收入	6585	11629	14199.4	16475.7	18811.8	21379.9
yoy	-12.6%	76.6%	22.1%	16.0%	14.2%	13.7%
营收占比	100%	98%	82%	85%	85%	85%
核心 OTA 毛利率		75.0%	75.0%	77.5%	78.0%	78.5%
住宿预订	2414.7	3899.5	4668.2	5461.8	6390.3	7348.8
yoy	0.2%	61.5%	19.7%	17.0%	17.0%	15.0%
营收占比	37%	33%	27%	28%	29%	29%
交通票务	3378.9	6030.0	7229.0	7951.9	8747.1	9621.8
yoy	-24.2%	78.5%	19.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营收占比	51%	51%	42%	41%	40%	38%
其他	791.0	1699.4	2302.235	3062.0	3674.4	4409.2
yoy	17.9%	114.8%	35.5%	33.0%		20.0%
营收占比	12%	14%	13%	16%	17%	18%
度假		267.3	3141.2	2827.1	3251.2	3738.9
yoy			1075.1%	-10.0%	15.0%	15.0%
营收占比			18%	15%	15%	15%
度假毛利率		6.3%	14.8%	10.0%	11.0%	12.0%

资料来源: 公司公告。国盛证券研究所

综合来看, 我们预计同程旅行 2025-2027 年收入分别为 193.0/220.6/251.2 亿元, 同比 +11.3%/14.3%/13.9%。

(2) 成本及费用端

受并表同程旅业及海外业务投放影响, 公司盈利能力于 24 年被一定程度摊薄, 伴随海外减亏, 公司毛利率于 25 年迎来改善, 展望后续, 我们认为与携程海外致力于市占率提升不同, 同程出境游发展相对平稳, 主要为跟随自身消费客群需求升级的进程出海, 因此投放更为可控, 预计相关影响基本出清。此外, 公司外部竞争环境平缓, 内部经营规模效益释放, 销售及运营相关费用预计仍将延续此前稳中有降趋势, 此外 AI 工具的进一步使用, 也将为公司降本增效提供助力。预计公司 2025-2027 年毛利率为 67.6%/68.1%/68.6%。

综上, 我们预计同程旅行 2025-2027 年公司归母净利润分别为 28.5/33.4/39.0 亿元, 同比 +44.3%/17.2%/16.6%, 经调净利润为 33.7/39.4/45.8 亿元, 同比 +21.0%/16.8%/16.2%。

4.2 投资建议

同程旅行作为港股 OTA 标的, 估值水平方面我们选取携程集团及 Booking、爱彼迎作为参照。其中携程集团为中国在线旅游领军者, 其优质用户基本盘稳固, 海外业务高增, 有望逐步进入收获期, 参考彭博一致预期, 截止 26 年 1 月 9 日收盘 (后文同) 其经调利润口径下对应 25-27 年 PE 分别为 12.1/18.4/16.2 X (主要系 24 年出售印度 OTA 平台

MakeMyTrip 部分股权拉高利润)。Booking 为国际 OTA 巨头，旗下拥有多个知名品牌，服务范围覆盖全球超过 200 个国家和地区，参考彭博一致预期，其经调利润口径下对应 25-27 年 PE 分别为 23.7/20.8/18.6X。Airbnb 为垂直短租平台龙头，致力于满足消费者个性化旅行需求，预定额行业领先，参考彭博一致预期，其经调利润口径下对应 25-27 年 PE 分别为 32.3/26.8/23.7 X。

图表41: 可比公司估值表 (其中同程携程单位为人民币, 其余为美元)

代码	公司	市值	收入 (亿元)			收入 YOY			经调净利润 (亿元)			利润 YOY			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
0780.HK	同程旅行	505		220.6	251.2	11%	14%	14%	33.7	39.4	45.8	21%	17%	16%	15.0	12.8	11.0
可比公司																	
9961.HK	携程集团-S	3830	619.0	704.7	796.4	16%	14%	13%	316.5	208.6	236.0	75%	-34%	13%	12.1	18.4	16.2
BKN.G.O	BOOKING	1755	266.9	291.1	315.2	12%	9%	8%	74.2	84.2	94.5	16%	14%	12%	23.7	20.8	18.6
ABN.B.O	爱彼迎 (AIRBNB)	841	121.7	133.7	146.6	10%	10%	10%	26.0	31.3	35.5	-2%	20%	13%	32.3	26.8	23.7
平均														22.7	22.0	19.5	

资料来源: 彭博, wind, 国盛证券研究所 (时间截至 2026 年 1 月 9 日)

我们认为公司为下沉市场 OTA 龙头，有望把握核心客群消费升级红利，展望后续，其增长驱动主要来自下沉市场需求释放及公司精细化运营，对应表现为客群体量层面和人均消费层面的“量价齐升”，且公司海外投放较为克制，业绩兑现确定性较强。预计公司 2025-27 年归母净利为 28.5/33.4/39.0 亿元，同比+44.3%/17.2%/16.6%，经调净利润为 33.7/39.4/45.8 亿元，同比+21.0%/16.8%/16.2%，经调利润口径当前对应 PE 15.0/12.8/11.0 X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、居民消费及出行意愿不及预期:** 若受宏观经济波动等因素影响，居民出行旅游意愿疲软或消费力出现明显下滑，则将会影响公司业绩。
- 2、行业竞争加剧:** 若 OTA 竞争格局发生变化如行业内部发生价格战等，或行业上游酒店等挤压 OTA 利润，则将会影响公司业绩。
- 3、并购整合不及预期:** 公司近年来收并购动作频繁，若相关标的整合效果较差，则将会拖累公司业绩。
- 4、行业数据滞后性风险:** 本文援引部分历史数据来自公共卫生事件期间，与当前消费环境或存在一定差异。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com