

同程旅行(00780)

报告日期: 2026年01月21日

OTA 主业固本提效, 艺龙&万达双轮驱动酒管新征程

——同程旅行深度报告

投资要点

区别于市场: 市场主要视公司为下沉市场 OTA, 忽视了其主业盈利能力的结构性改善及其在住宿产业链纵向一体化的爆发力。主业端, 受益于行业竞争趋缓、酒店 ADR 触底反弹及出境游爆发, 公司 OTA 业务正进入高质量增长阶段。更重要的是, 公司利用 OTA 流量优势延伸至酒店管理, 旗下艺龙酒店科技(艺科)与万达酒管形成了“中端放量+高端卡位”的完整矩阵。艺科通过“平台赋能+内部赛马”机制快速突破 3000 家门店, 万达补齐了高端设计与管理能力。这种“OTA+酒管”的双轮驱动模式, 将推动公司估值逻辑从流量变现平台向酒店管理集团重塑。

下沉市场 OTA 龙头稳健增长, 流量变现效率持续提升。

公司深耕非一线城市(注册用户占比超 87%), 背靠腾讯生态保持低获客成本, 流量费用率有望持平微降。主业正迎来“格局改善+ADR 修复+出境游爆发”的三维共振: 1) 行业竞争趋缓, 抖音佣金上调、美团重心转移, Take rate 显著回升; 2) 酒店 ADR 触底回升, 公司率先受益于下沉市场消费升级; 3) 出境游业务在维持高速增长, 高客单价的出境业务利润率有望优于国内, 成为盈利新动能。随着交叉销售效率提升及营销费用优化, 公司净利率有望改善。

艺龙酒店科技开启第二增长曲线, 轻资产模式有望迎来估值重塑。

艺龙酒店科技已成为新增长引擎, 复用集团供应链优势, 精准切中存量翻改痛点, Pipeline 达 1500 家, 跻身行业第一梯队。参考锦江收购铂涛经验, 艺科处于规模效应释放临界点, 未来费率正常化将释放高经营杠杆业绩。同时, 收购万达酒管(9.5x EBITDA 合理估值) 不仅增厚利润, 更掌握了稀缺的国牌高端定价权和设计建设能力, 与艺科形成完美的错位互补, 共同驱动轻资产业务估值重塑。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 193.42/217.57/241.65 亿元, yoy+11.54%/+12.49%/+11.06%, 实现经调整利润 33.63/38.67/44.34 亿元, 同比 +20.75%/+14.99%/+14.64%, 实现归母净利润 27.87/33.59/38.95 亿元, yoy+41.18%/+20.53%/+15.93%, 对应 PE 18X/15X/13X。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

反垄断风险, 主业竞争加剧风险, 新业务成长不及预期风险, 宏观经济波动风险

投资评级: 买入(首次)

分析师: 卢子宸

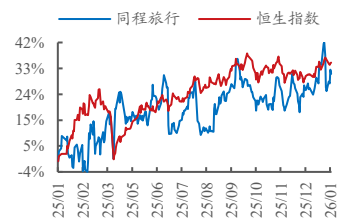
执业证书号: S1230526010002

luzichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$23.34
总市值(百万港元)	54,858.80
总股本(百万股)	2,350.42

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17341	19342	21757	24165
(+/-) (%)	46%	12%	12%	11%
归母净利润	1974	2787	3359	3895
(+/-) (%)	27%	41%	21%	16%
每股收益(元)	0.87	1.19	1.43	1.66
P/E	19.25	18.31	15.19	13.10

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 193.42/217.57/241.65 亿元, yoy+11.54%/+12.49%/+11.06%, 实现经调整利润 33.63/38.67/44.34 亿元, 同比 +20.75%/+14.99%/+14.64%, 实现归母净利润 27.87/33.59/38.95 亿元, yoy+41.18%/+20.53%/+15.93%.

2) 估值指标: 对应 PE 18X/15X/13X。首次覆盖给予“买入”评级。

● 关键假设

1)假设行业竞争(如抖音、美团)趋于理性,公司营销费用优化,且 Take rate(变现率)能从低位显著回升

2)假设“艺龙酒店科技”能通过“平台赋能+内部赛马”机制继续快速开店(Pipeline 达 1500 家),且收购万达酒管后能成功补齐高端短板,实现协同效应。

3)假设下沉市场消费升级持续,酒店 ADR(平均房价)触底回升,且出境游业务维持高增长态势。

● 我们与市场的观点的差异

市场观点: 主要将公司视为“下沉市场 OTA”,关注流量和用户增长。

我们观点: 主业端,受益于行业竞争趋缓、酒店 ADR 触底反弹及出境游爆发,公司 OTA 业务正进入高质量增长阶段。更重要的是,公司利用 OTA 流量优势延伸至酒店管理,旗下艺龙酒店科技(艺科)与万达酒管形成了“中端放量+高端卡位”的完整矩阵。艺科通过“平台赋能+内部赛马”机制快速突破 3000 家门店,万达补齐了高端设计与管理能力。这种“OTA+酒管”的双轮驱动模式,将推动公司估值逻辑从流量变现平台向酒店管理集团重塑。

● 股价上涨的催化因素

业绩超预期: 随着费率正常化(Take rate 提升)和营销费用下降,净利率确定性回升,季度业绩可能超出市场预期。

新并购落地与整合: 万达酒管收购完成后的并表效应,以及艺科酒店门店数量的里程碑式突破(如突破 3000 家)。

出境游爆发: 出境游业务在高基数下继续保持高增长,且利润率结构优化。

宏观指标改善: 国内酒店行业 ADR 和 RevPAR 数据出现明显的触底反弹信号。

● 风险提示

反垄断风险,主业竞争加剧风险,新业务成长不及预期风险,宏观经济波动风险。

正文目录

1 同程旅行：下沉市场 OTA 龙头	6
1.1 线上业务由两大 OTA 合并，线下业务回归体内	6
1.2 增长逻辑：交通和住宿业务为核心驱动，其他业务释放弹性	7
1.3 核心 OTA：在线化率持续提升，住宿增长快于大盘	7
1.4 核心 OTA：同程增长快于行业	9
2 短期：公司利润确定性变强	12
2.1 国内 OTA 竞争格局改善	12
2.2 酒店周期见底，同程率先行业实现 ADR 改善	13
2.3 出境游增长提速，盈利转正	14
2.4 费用优化，利润率提升	16
3 中期成长：酒店管理业务成为下一增长极	17
3.1 艺科酒店业务带动其他收入增长	17
3.2 艺科后发启动，强势突围	20
3.3 复盘锦江铂涛，多品牌+强激励成就酒店巨头	23
3.4 收购万达酒店补全高端酒店线，布局冰雪游赛道	25
4 盈利预测和投资建议	28
5 风险提示	29

图表目录

图 1: 同程发展历程.....	6
图 2: 同程收入构成 (百万元)	7
图 3: 同程经调整净利润 (万元)	7
图 4: 中国旅游市场规模.....	8
图 5: 2023 年后分季度旅游行业规模相比 2019 年恢复程度	8
图 6: 中国在线旅游市场规模.....	8
图 7: 在线旅游用户渗透率.....	8
图 8: 在线旅游分城市线级渗透率计算.....	9
图 9: 下沉市场客房数供给增加更快 (万间客房)	9
图 10: 同程交通增速持续快于行业.....	10
图 11: 同程交通业务收入占比较高 (百万元)	10
图 12: 同程住宿业务增速保持稳定.....	11
图 13: 下沉市场酒店 GMV 增速快于一线城市.....	11
图 14: 同程收到携程的佣金远高于成本.....	11
图 15: 携程系仍是住宿渠道间夜占比最高的玩家.....	11
图 16: 同程分季度综合 take rate.....	12
图 17: 同程 ARPU 值计算.....	12
图 18: 不同平台客户画像星级 (2025 年 12 月)	13
图 19: 同程与不同 OTA 小程序重合度并不高 (2025 年 12 月)	13
图 20: 全国酒店经营数据同比开始恢复.....	13
图 21: 租金指数同比变化 (%)	13
图 22: 中高端酒店间夜量占比提升 (百万间)	14
图 23: 分线城市城市 ADR 增长情况	14
图 24: HopeGoo 预订界面	15
图 25: 同程出境游市占率.....	15
图 26: 出入境人次恢复到 2019 年水平.....	15
图 27: 中国出境游渗透率非常低.....	15
图 28: 海外 OTA take rate 水平高于国内 (%)	16
图 29: 出境票价高于国内.....	16
图 30: 同程和携程经调整销售费用率.....	16
图 31: 同程月付费用户数稳步提升.....	16
图 32: 同程服务开发费用和行政开支费用率下降.....	17
图 33: 同程和携程核心业务经营利润率对比.....	17
图 34: 同程其他业务增速超越住宿&交通.....	17
图 35: 艺龙酒管门店数 (家)	17
图 36: 艺龙酒店科技主力品牌定位.....	18
图 37: 携程网酒店产品年限和携程评分的相关性.....	20
图 38: 艺龙酒管产品年限非常年轻.....	20
图 39: 不同酒店公司产品升级对比情况.....	21
图 40: 艺科八大赋能.....	22
图 41: 艺科数智赋能产品 3.0.....	22
图 42: 艺科旗下主要品牌加盟政策.....	22

图 43: 各大酒店集团 Pipeline (家)	23
图 44: 不同酒店公司毛 take rate 水平测算	23
图 45: 锦江铂涛门店数 (家)	23
图 46: 锦江铂涛收入体量 (万元)	23
图 47: 不同酒店&OTA 公司 EV/EBITDA 水平	24
图 48: 铂涛年贡献利润 (万元)	24
图 49: 万达酒店发展收入结构 (百万港元)	25
图 50: 万达酒店发展经调整 EBITDA 测算 (百万港元)	25
图 51: 万达酒店发展以轻资产委托管理酒店为主 (家)	26
图 52: 万达酒店发展门店结构 (家)	26
图 53: 万达酒店 ADR 高于其他酒管公司 (元)	26
图 54: 万达酒店全服务酒店 ADR 水平更高 (元)	26
图 55: 万达酒店分模式 RevPAR (元)	27
图 56: 万达酒店加盟 GMV (百万港元) 和 take rate	27
图 57: 长白山万达度假区	28
图 58: 中国滑雪产业蓬勃发展	28
表 1: 中国旅游分结构在线化率测算	9
表 2: 同程各类辅营产品分类	10
表 3: 同程旗下各酒管公司基本情况	18
表 4: 艺龙科技平台主力品牌门店数和客房数	19
表 5: 艺龙科技平台分线级门店数和客房数	19
表 6: 万达酒店发展核心品牌 (截至 2025H1)	26
表 7: 同程盈利拆分	28
表 8: 可比公司经调整 PE 估值表	29
表附录: 三大报表预测值	30

车票/机票’ 的流量入口，导致合并前各自独立，缺乏交叉销售能力。从业务模式来看，同程业务集中于交通、景区等，而艺龙主要聚焦酒店。因此两者具备充分的“1+1>2”的合作条件。2018年3月，同程网络和艺龙旅行正式合并为“同程艺龙”，并在当年11月完成港交所的上市。2021年12月，同程艺龙更名为同程旅行。

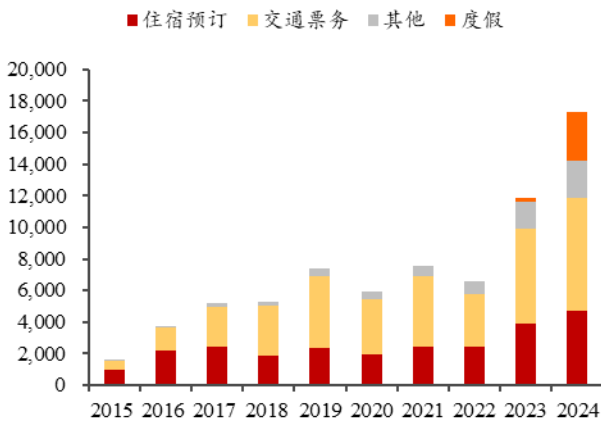
线下业务线：2010年同程国旅成立，主要包含出入境跟团游，休闲度假等业务。2015年同程在得到万达的投资后，2016年6月，同程旅游集团正式分拆为同程国旅集团和同程网络两大板块，2016年10月收购并整合万达旅业，该公司旗下有分布在全国多个省市的12个地方龙头旅行社。2018年万达旅业更名为同程旅业。2020年，同程将同程旅业、同程国旅以及2017年投资的红土航空进行整合，成立同程航旅。2022年12月及2023年10月，同程旅行上市公司将体外的同程国旅、同程旅业进行收购。23Q4 启公司将并表来的线下业务在报表中披露为“度假”。

1.2 增长逻辑：交通和住宿业务为核心驱动，其他业务释放弹性

同程的核心 OTA 业务主要包含交通票务、住宿预定和其他业务。2024 年交通票务占同程核心 OTA 收入占比达到 50%，业务主要包括机票、火车票、汽车票等，依赖辅营产品盈利。住宿预定采用代理模式进行标准/非标住宿的预定服务。OTA 中的其他业务包含旅游服务、广告服务、酒店管理服务、商务旅游服务等，艺龙酒店科技平台贡献了其他收入的主要增长。

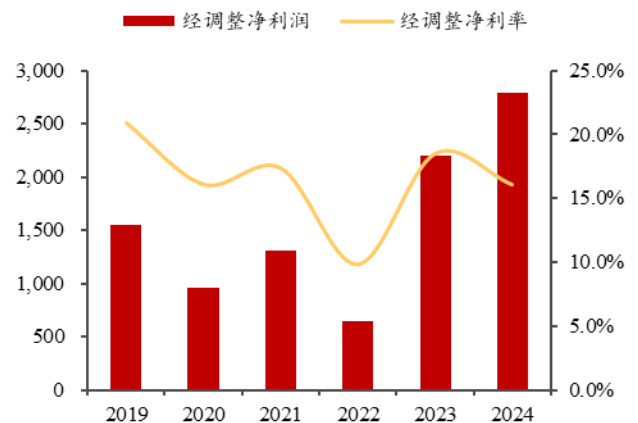
2023 年完成对同程旅业等业务收购后，23Q4 开始单独披露度假业务收入。2024 年核心 OTA 收入 141.99 亿元，yoy+22%；新并表度假业务实现收入 31.41 亿元。

图2：同程收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：同程经调整净利润（万元）



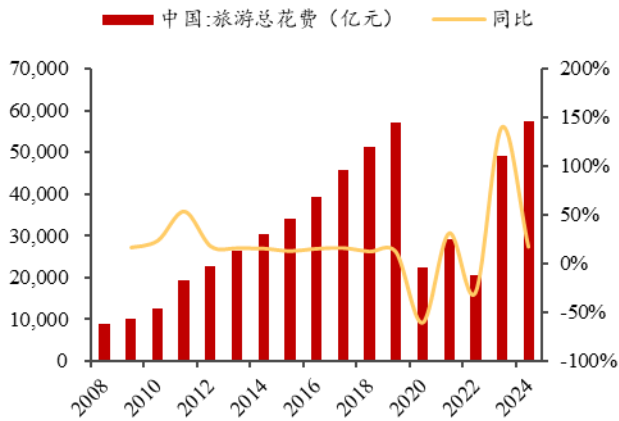
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 核心 OTA：在线化率持续提升，住宿增长快于大盘

旅游大盘的高景气+在线化率提升仍是 OTA 中短期的主要成长逻辑。2020 年前，随着经济发展，人民对休闲需求提升，我国旅游行业高速增长。根据文旅部，2008 年国内旅游总规模仅为 8749 亿，2019 年已经达到 57251 亿，CAGR 17%。旅游规模占 GDP 的比例也从 2008 年的 2.7% 增长到 2024 年的 4.3%。2023 年市场重启后，旅游行业快速复苏，2024 年旅游收入达到 5.75 万亿，超过 2019 年的水平。2025Q1-Q3，国内居民出游花费 4.85 万亿元，yoy+11.5%。其中，城镇居民出游花费 4.05 万亿元，yoy+9.3%；农村居民出游花费 0.80 万亿元，yoy+24.0%。

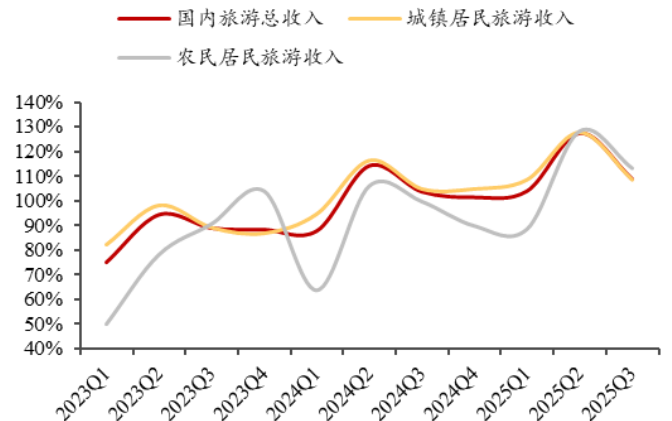
中长期来看旅游行业有望维持超过 GDP 的增长水平。随着中国旅游人群的扩容，年轻人和银发群体旅游意愿增强；供给端交通改善，AI 预定行程等技术进步降低出行交易成本。政策端对旅游消费乘数的重视，刺激政策频出，我们预计中国的旅游市场将持续保持高于 GDP 的增速水平。

图4：中国旅游市场规模



资料来源：文旅部，浙商证券研究所

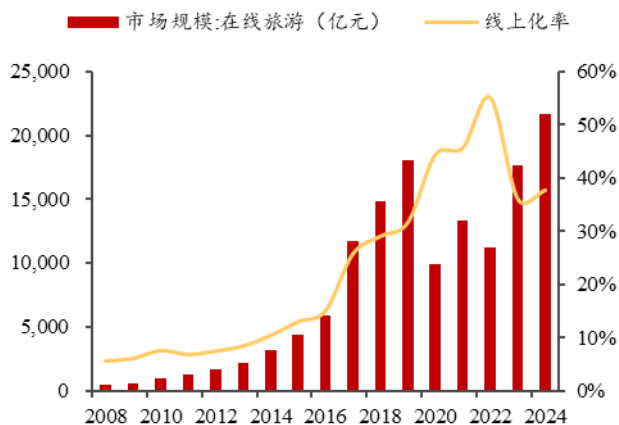
图5：2023年后分季度旅游行业规模相比2019年恢复程度



资料来源：文旅部，浙商证券研究所

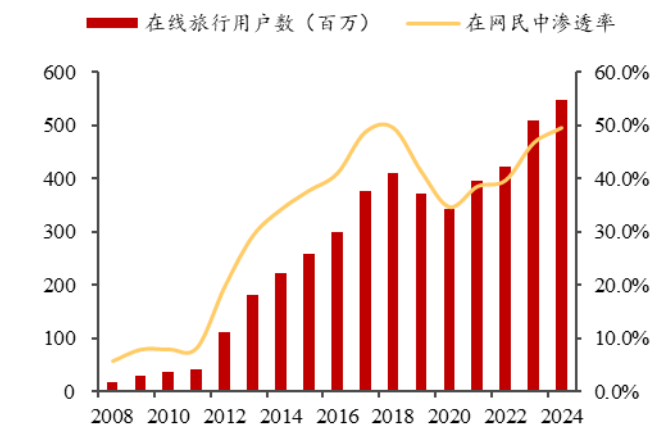
在线化率仍有半壁江山尚待攻取。根据艾瑞咨询和嘉世咨询，从GMV角度我们测算2024年中国旅游线上化率约为38%，高于2019年的32%（2020-2022年由于线下场景受限在线化率有失真）。根据CNNIC，2024年在线旅行用户数的渗透率约为50%。因此中国旅游场景中约有一半仍需要通过线下场景进行交易。

图6：中国在线旅游市场规模



资料来源：文旅部，艾瑞咨询，浙商证券研究所

图7：在线旅游用户渗透率



资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

未来在线化率提升主力在住宿。分不同结构来看，我们测算中国旅游在线化率中，交通已经超过70%，基本完成线上化的进程。其中汽车票虽然在线化率较低，但是营业性的汽车票逐渐被自驾和其他交通工具取代，对增量贡献不明显。我们预计OTA的交通业务增量增速将趋于行业，变现提升依赖更多的交叉销售+辅营产品。而住宿在线化率仍然较低，我们测算中国整体住宿线上化率不足50%。对比美国超过60%的酒店线上化率仍有提升空间。

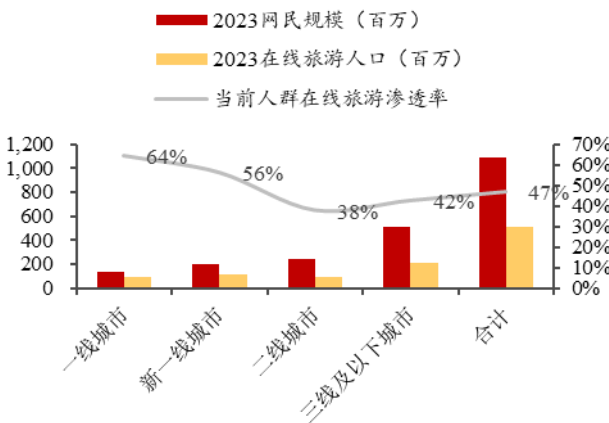
表1: 中国旅游分结构在线化率测算

	2019	2021	2023	2024
市场规模:在线旅游(亿元)	18071	13307	17672	21665
线上化率	31.6%	45.6%	36.0%	37.7%
-在线出行	11994	9794	11404	13821
同比	17.9%	29.6%	35.2%	21.2%
在线化率	68.2%	96.9%	66.9%	74.0%
-机票	6357	5191	5658	6866
在线化率	98.0%	122.3%	83.7%	89.7%
-火车票	5157	4211	5002	5827
在线化率	87.7%	110.0%	84.9%	92.2%
-汽车票	480	392	744	1128
在线化率	9.2%	19.3%	16.9%	23.9%
-在线住宿	2992	2303	3800	4697
在线化率	25.7%	32.5%	34.7%	43.6%
-在线度假	3085	1210	2468	3147
在线化率	11.0%	10.1%	11.7%	11.2%

资料来源: 嘉世咨询, 艾瑞咨询, 国家统计局, 浙商证券研究所测算

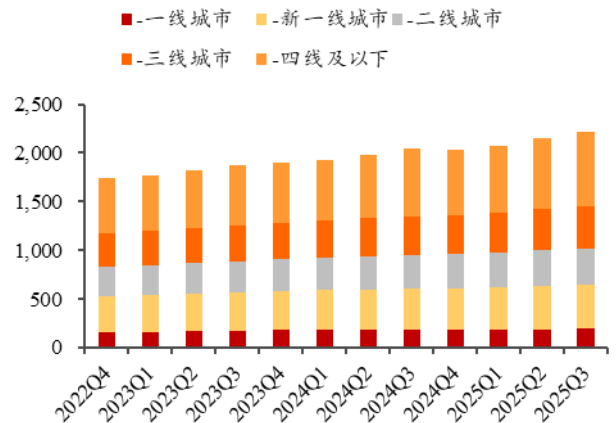
分线级, 下沉市场在线化率更低, 提升空间更大。从人群的渗透率角度, 根据 CNNIC 和前瞻产业研究院, 我们测算二线城市/三线及以下城市在线旅游渗透率为 38%/42%, 低于一线城市的 64%。而下沉市场的在线化率提升将是 OTA 行业增长的核心驱动力。从需求端来看, 短视频、直播等内容平台成为旅游“种草”的重要阵地, 有效激发了下沉市场用户的潜在旅行需求。从供给端来看, 一方面下沉市场酒店连锁化率较低, 通过线上直销和 OTA 平台赋能空间大; 另一方面近两年下沉市场新增供给数量更多, 导致新酒店对于平台依赖度提升。

图8: 在线旅游分城市线级渗透率计算



资料来源: 文旅部, 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图9: 下沉市场客房数供给增加更快 (万间客房)



资料来源: 酒店之家, 浙商证券研究所

1.4 核心 OTA: 同程增长快于行业

线上化+旅游β带动下, 同程核心交通和住宿业务增速持续跑赢行业。

在交通方面, 虽然市场担心航司“提直降代”后, OTA平台的单票佣金和议价能力受到影响, 同程交通敞口比较大, 公司增速可能会受到影响。但我们认为同程凭借优质的辅

营产品和服务，变现率仍有提升空间。24Q1 以来，同程交通收入持续快于行业 GMV 增长。

同程低线的客群特点是火车票/汽车票是刚需，并且对互联网服务的依赖度正在提升，同程服务能力多元。同程通过微信小程序将交通票务作为高频入口，先把用户圈进来，再通过“流量漏斗”转化。同时，其学生和务工人群占比较高。节假日和平日机票价格差距较大，消费者相比价格更注重出行的保障。针对下沉市场大量“第一次坐飞机”的用户，25年3月公司推出“首乘无忧”服务（含指引、专人服务）已经覆盖全国20多个机场。针对下沉市场（非一线城市）直达运力不足的痛点，同程的“慧行”系统能智能组合“火车+汽车”、“机票+火车”的中转方案。这解决了用户痛点，把原本可能流失的流量留在了平台内。

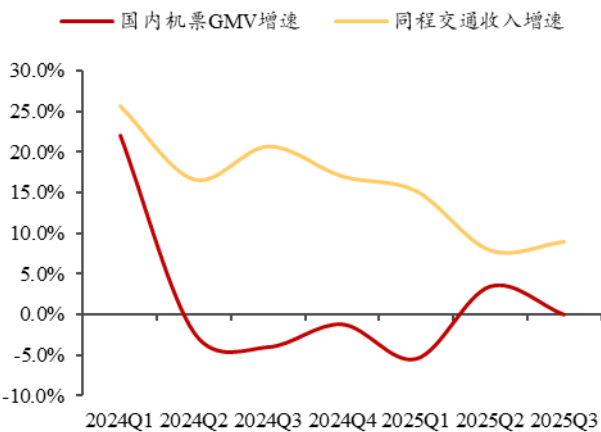
辅营产品成为变现率提升的重要抓手。同时为了保障用户的出行安全和效率，同程提供了丰富的辅营产品，从出行前到出行后嵌入每一个环节。公司积极利用交通票务这一高频、低获客成本的流量入口，通过算法推荐与权益绑定，高效向高客单价、高附加值的酒店业务导流。

表2: 同程各类辅营产品分类

产品类别	具体产品	产品价值	产品逻辑
出行保障类	取消险、延误险、意外险	20-50元	保障用户对行程不确定性的风险
体验升级类	快速安检、贵宾厅、选座服务	15-100元	针对中高端用户（尽管同程主打下沉，但下沉市场也有消费升级需求）。
会员权益类	“黑鲸会员”、多次省钱卡	10-30元	将低频的单次交易转化为会员订阅，提升复购率和粘性。
落地服务类	接送机/站、租车券、酒店优惠券	金额不等	实现“交通 -> 落地消费”的交叉销售。

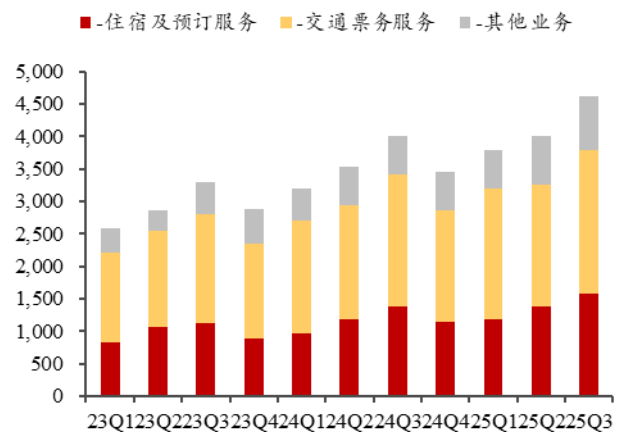
资料来源：公司官网，公司小程序，浙商证券研究所

图10: 同程交通增速持续快于行业



资料来源：飞常准，公司公告，浙商证券研究所

图11: 同程交通业务收入占比较高（百万元）

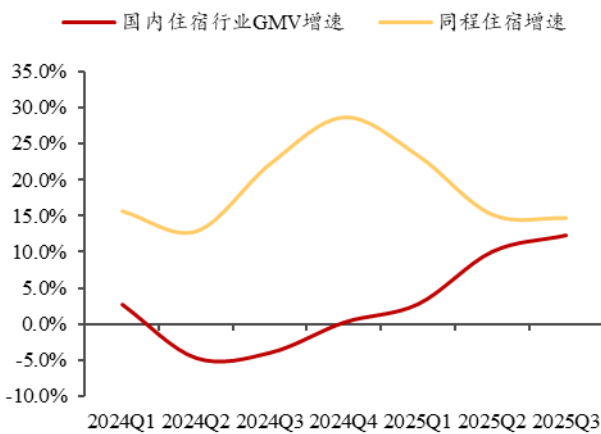


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

住宿业务方面，同程错位竞争，差异化领先。从消费层级来看，同程主攻下沉市场的住宿预订，和携程形成天然错位。根据华紫研究，美团和同程的ADR要显著低于携程。我们测算下沉市场的酒店整体GMV要快于高线城市，同程充分享受下沉市场出行提升带来的住宿需求释放。从场景来看，同程大交通流量输入进异地刚需流量，和美团的本地生活流量形成差异。

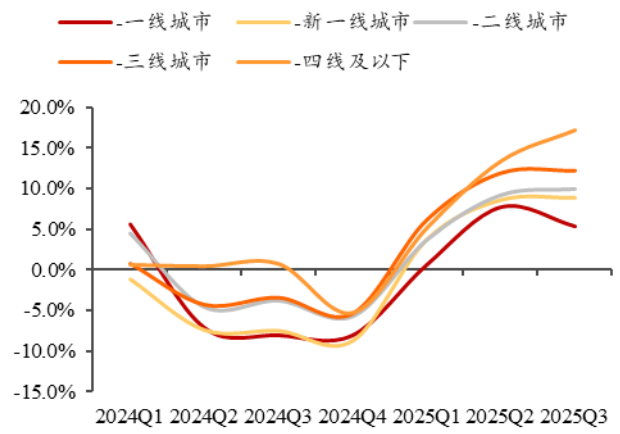
从供应链端，同程和携程的共享供应链模式也在酒店下游消费升级的背景下优势加强。携程作为公司第二大股东，为同程提供了扎实的供应链资源。2014年携程投资同程，2015年投资艺龙开启战略合作，2018年与携程签订了携程旅游资源销售框架协议及携程旅游资源供应框架协议。2020年和2023年，该协议成功续约，最新的协议有效期2024-2026年，届满后可重签续约。我们认为同程以极低的成本撬动了携程覆盖全球150万家的庞大库存，成功承接下沉用户的高星升级需求；同时也意味着同程为携程的供应链提供了巨大的流量出口和增量订单，极大提升了库存周转效率，双方在酒店下游消费升级的背景下实现了商业价值的最大化。

图12: 同程住宿业务增速保持稳定



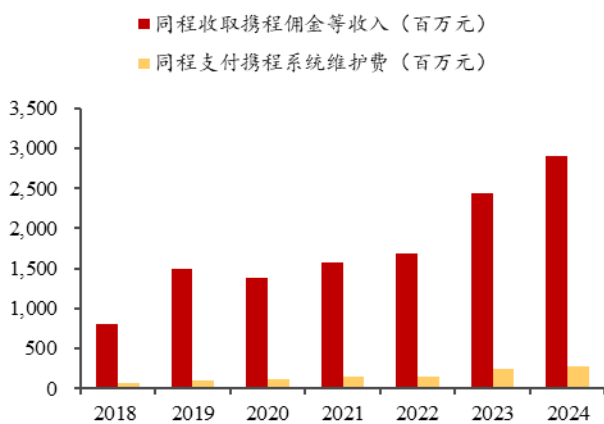
资料来源: 酒店之家, 公司公告, 浙商证券研究所

图13: 下沉市场酒店 GMV 增速快于上线城市



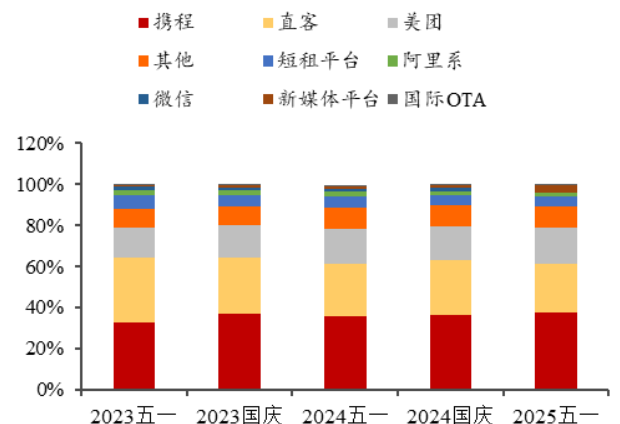
资料来源: 酒店之家, 浙商证券研究所

图14: 同程收到携程的佣金远高于成本



资料来源: 酒店之家, 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 携程系仍是住宿渠道间夜占比最高的玩家



资料来源: 旅智科技, 浙商证券研究所测算

2 短期：公司利润确定性变强

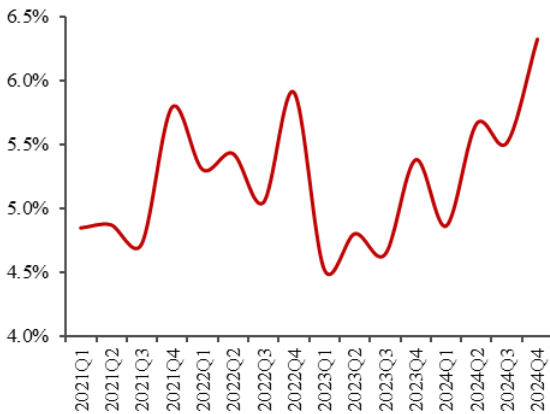
2.1 国内 OTA 竞争格局改善

同程整体 GMV 体量较行业巨头仍有差距，行业的格局变化对利润影响较大。同程从 gmV 角度不及携程和美团；抖音等后进入者虽然体量不大，但增速较快，因此行业存在竞争周期。美团依靠高频的本地生活服务（外卖、团购）带动低频的酒旅业务，在中低端酒店和本地住宿场景具有极强优势，抖音凭借巨大的流量优势和内容种草能力（短视频、直播），在旅游营销和“囤货”式预售（团购券）方面表现出色。

Take rate 是反应 OTA 竞争态势的一个参考指标，23 年竞争较为激烈。22 年抖音入局酒旅后将平均佣金设置在 4.5%，远低于行业平均的 10%-12%，2023 年，抖音酒旅动销商家的数量同比增长了近 7 倍，支付 GMV 同比增长了 300 多倍。根据 21 世纪经济网，美团也在 2023 年开始强调对经济型酒店的「焕新计划」，并结合特价团购与直播间活动，加强对中小酒店的输血。导致本地生活酒旅整体竞争加剧。同程 ADR 水平和覆盖人群消费层次和美团较为接近。在 23Q1 消费复苏后为了抢占下沉市场份额做出一些加大补贴的动作，我们将公司的核心 OTA 收入/公司的披露 GMV 计算公司的综合 take rate 水平，公司整体综合 take rate 降到 5% 以下。

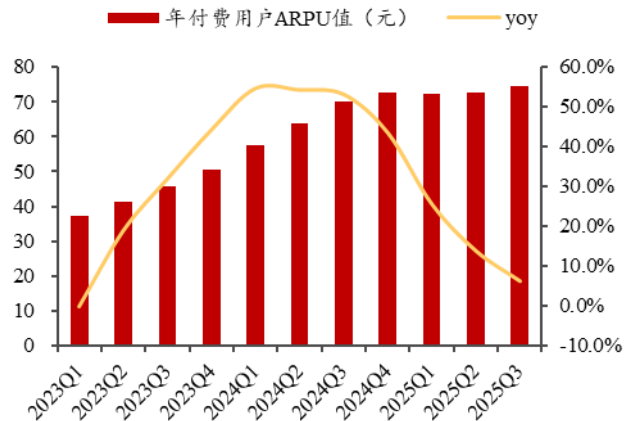
2024 年行业鸣金收兵，公司 take rate 整体改善。到店板块已经从追求 GTV 增长转向商业化变现。自从 2024 年 7 月抖音将住宿佣金率上调到 8% 之后，到店酒旅的竞争开始缓和。美团在到店酒旅趋稳后战略重心转向外卖竞争。同程主动收缩新用户补贴，开始精耕老用户的价值提升。公司综合 Take rate 和 ARPU 值都开始回升，综合 take rate 从 2023Q1 4.5% 提升到 2024Q4 6.3%。ARPU 值从 23Q1 37.1 元提升到 25Q3 74.3 元。

图16：同程分季度综合 take rate



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注：综合 take rate 我们定义为核心 OTA 收入/公司披露 GMV

图17：同程 ARPU 值计算



资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

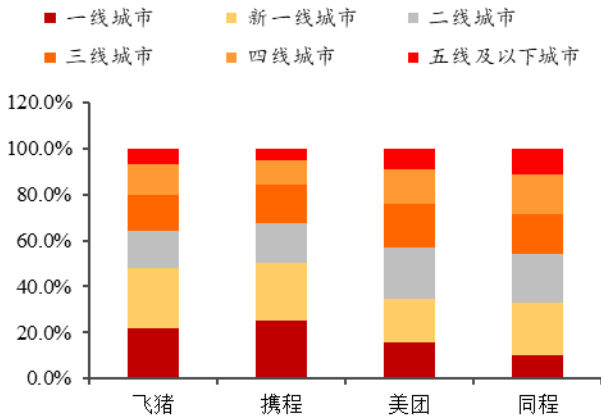
京东等新进入者仍需持续投入，双边网络效应仍有效。25 年 6 月京东集中发力进入在线旅游市场，关键人物老 K 曾经带领美团酒旅取得了良好效果，主打“酒店商家参与京东酒店 PLUS 会员计划，享受最高三年 0 佣金。”9 月宣布与锦江合作，数据和会员打通。后续京东的方向主要转向供应链的深耕，预计起量仍需时间。

核心 OTA 平台错位竞争，不会发生大范围价格战。旅游仍是低频消费，价格补贴的效果不如外卖明显。线下 BD 团队对于价格和库存的维护能力也是 OTA 较为重要的竞争壁垒。我们认为当前不同 OTA 之间形成了明显的差异化竞争。携程守住高利润的高端酒旅和

海外业务，美团心智在本地生活进行衍生，主打本地住宿和及时性需求；飞猪依靠 OTP 模式帮助酒店进行会员运营；同程则依赖微信流量做下沉市场的异地出行渗透提升。根据 QuestMobile 我们测算不同 OTA 在不同城市线级有所错位，同时重合用户数也较为有限。

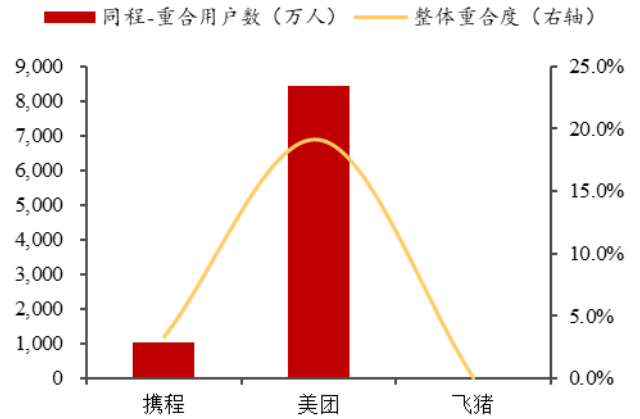
展望未来，我们预计综合 take rate 将趋于稳定。 OTA 住宿 take rate 一般在 8%-10%，交通则因为机票“提直降代”后，代理费有所下降。考虑同程交通通过更多辅营产品变现，我们认为同程酒店和交通 take rate 将在低烈度竞争下保持稳定。

图18：不同平台客户画像星级（2025年12月）



资料来源：QuestMobile，浙商证券研究所

图19：同程与不同 OTA 小程序重合度并不高（2025年12月）



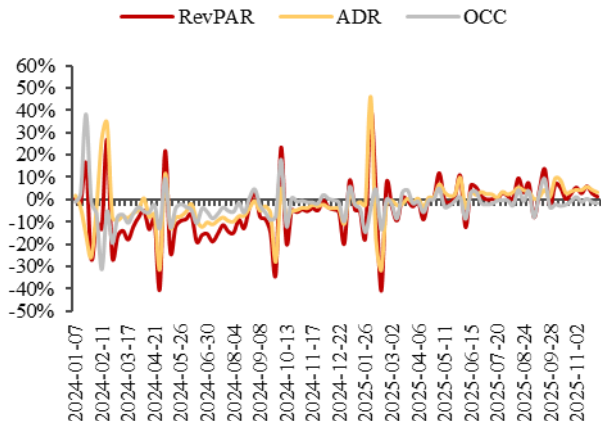
资料来源：QuestMobile，浙商证券研究所测算

2.2 酒店周期见底，同程率先行业实现 ADR 改善

酒店 ADR 在两年的下跌后有望迎来反转。自从 24Q2 开始酒店受到供给扩张+商旅需求恢复不及预期影响，ADR 持续下滑。25Q4 随着 RevPAR 基数进一步降低，旅游需求支撑性强+商旅边际复苏，有望实现单月 ADR 转正，2026 年迎来复苏。

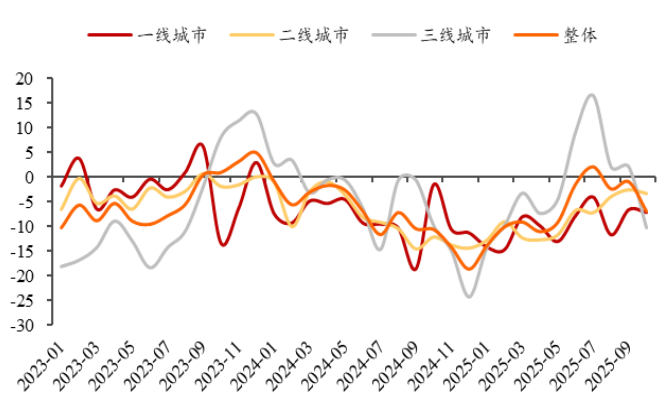
供给有望恢复理性，龙头酒店公司控价能力增强。租金的下滑速度快于 RevPAR 的下滑速度是酒店新进入者的成本优势，但根据 Wind，整体的租金降幅在 2025Q3 开始缩窄。我们预计异业的投资者进入减少，存量酒店投资人更加谨慎，对物业的要求更高，而高线城市的优质物业数量已经较少。政策端，北京东城区已经开始限制低端酒店入局，反低价内卷初见成效。未来酒店供给预计将趋于平稳，新增供给更多来自存量物业翻牌。龙头酒店公司有望凭借会员体系和品牌优势实现份额提升。

图20：全国酒店经营数据同比开始恢复



资料来源：酒店之家，浙商证券研究所

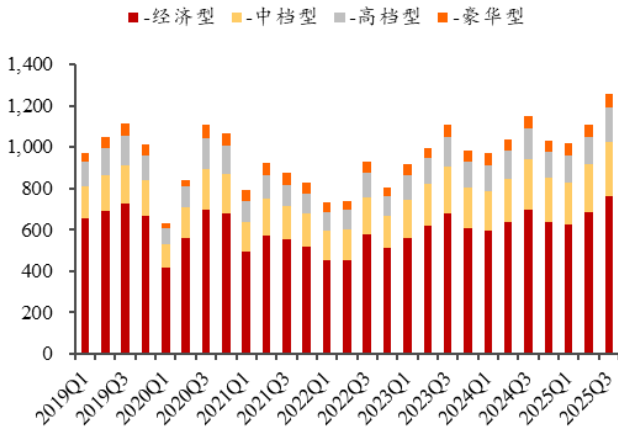
图21：租金指数同比变化（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

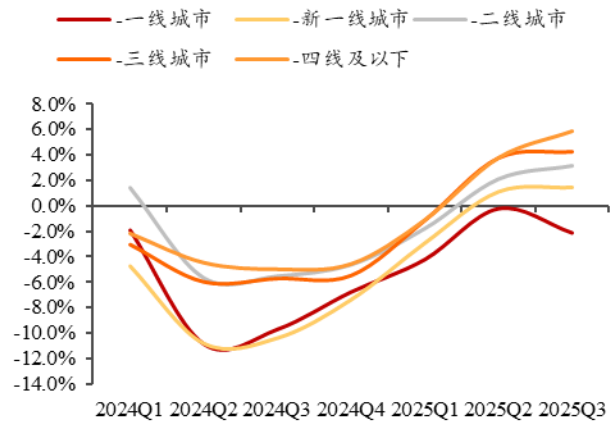
下沉市场消费升级趋势下，住宿结构在不断升级，同程ADR增长有望好于大盘。根据21世纪经济，同程用户在高品质住宿和多元化旅游体验上的消费升级。非一线城市用户对中高星酒店、精品民宿和度假别墅的需求显著增长。由于行业价格下降，二星与三星酒店价格差距缩小，用户只需增加少量费用即可享受更好的住宿。我们测算下沉市场ADR同比增长好于上线城市，叠加同程的异地流量吸引高客单价客户，同程ADR增长有望快于大盘。

图22: 中高端酒店间夜量占比提升 (百万间)



资料来源: 酒店之家, 浙商证券研究所

图23: 分线城市城市ADR增长情况



资料来源: 酒店之家, 浙商证券研究所测算

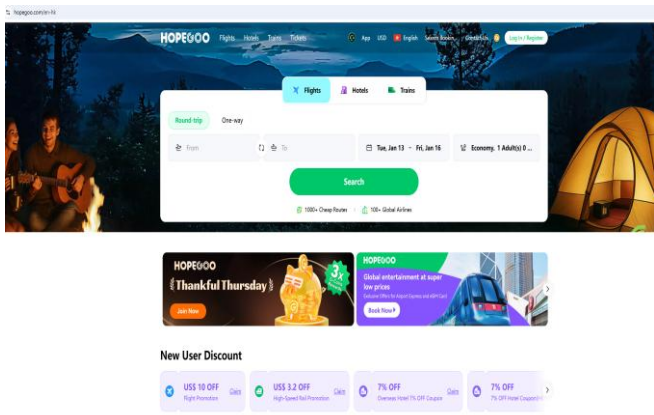
2.3 出境游增长提速，盈利转正

积极拓展出海市场，同程布局不断深化，与携程错位竞争。在出海方面，携程主打高端商旅，而同程可以强调针对下沉市场人群的“人生第一次出境游”，以及“机票+签证+地接”的一站式服务优势，这与国内业务的逻辑是一脉相承的。2022年开始同程加大了对海外市场的布局，12月收购了同程国旅、同程创游等旅行社公司布局国际市场。2023年9月同程旅行宣布启动“目的地全球计划”，先后启动韩国、新加坡、匈牙利、阿联酋等多个站点。2024年，公司在新加坡设立海外总部，推出国际旅游平台HopeGoo，7月在吉隆坡落地首个海外客户体验中心。根据凤凰网，25年1月HopeGoo已经接入香港八达通APP，香港游客可订内地高铁票。

同程的出境业务正在从低基数下快速爆发。根据公司公告，2024年，随着更多非一线城市居民开启跨境出行，同程旅行的国际机票票量同比增长超过130%，国际酒店间夜量同比增长超过110%，25Q1国际机票票量增速超过40%。根据Fastdata，2024年同程出境市占率约为10%+。

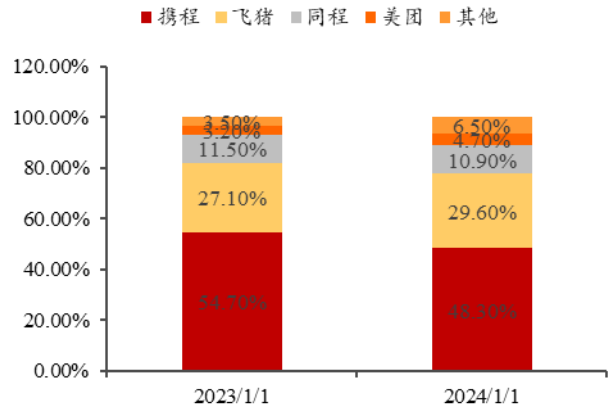
同程出境经历了出境复苏初期补贴带来的流量增长，2025年开始变现能力有望提升。2024年中报中，公司将国际机票160%以上的增长归因为丰富的产品供应和实施具有竞争力的定价策略，我们认为公司在2024年通过以价换量和低take rate吸引了大量下沉市场的价格敏感型用户，培养初步的出境心智。在早期快速获客后，同程已经进入存量价值提升和增量用户增长的双轮驱动。公司25Q3提出实施审慎的补贴政策与提升运营效率，实现了业务量扩张与收入增长之间的平衡发展。

图24: HopeGoo 预订界面



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所测算

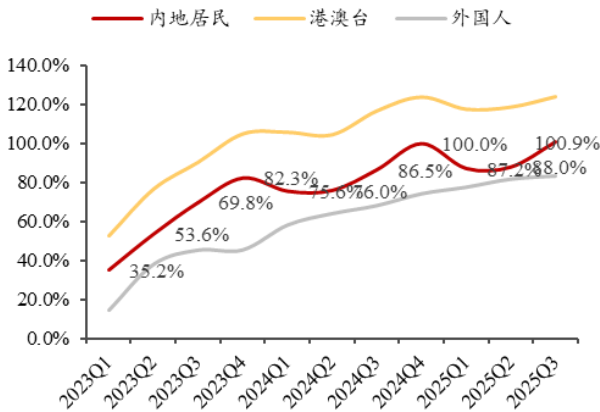
图25: 同程出境游市占率



资料来源: Fastdata, 浙商证券研究所

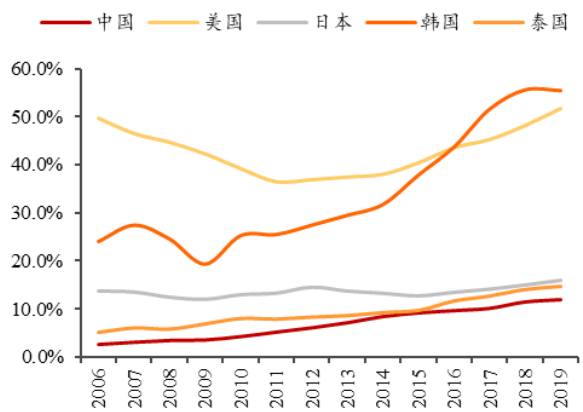
我国出境人次基本恢复到 2019 年水平，长期渗透率提升空间较大，下沉市场增长将快于大盘。2025Q3 内地居民出境人次 8937 万人，同比+13.8%，我们测算大致恢复到 2019 年的 100%，有望在 2026 年常态化超越 2019 年出境水平。长期来看，2019 年我国出境渗透率仅为 12%，相比全球整体的出境渗透率仍有一倍以上的空间。我国下沉市场办理护照和各国签证有一定不便利性，出境渗透率较低。随着近年来护照的便利程度提高（如事项下沉至政务分厅、线上办理）等方式+免签朋友圈扩大，下沉市场出境需求有望得到释放。

图26: 出入境人次恢复到 2019 年水平



资料来源: 移民管理局, 浙商证券研究所

图27: 中国出境游渗透率非常低



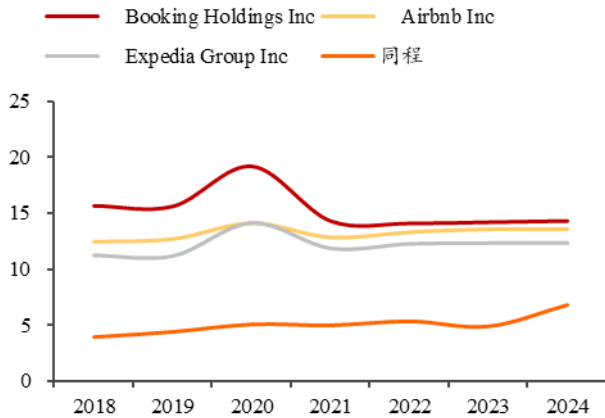
资料来源: 世界银行, 浙商证券研究所测算

下沉市场出境方式会向自由行转变，单人运距有望延长。空间上，当前受限于预算和心理舒适区，客群主要集中在东南亚及日韩圈，但未来随着消费升级，出行半径有望向欧美长线延伸。在模式上，针对初次出境面临的语言与经验门槛，传统的跟团游和标准化机酒产品目前仍是主流；但随着‘体验驱动’趋势确立，灵活性更高的小团游正快速抢占份额，这也预示着该市场终将打破跟团限制，向更深度的自由行模式演变。

长期来看出境利润率会高于国内业务。国内 OTA 的综合佣金率通常在 4%-5% 左右，而国际 OTA 巨头（如 Booking.com, Expedia）的佣金率通常在 13%-15% 甚至更高。此外出境游属于“高客单价”生意。服务一个去日本或欧洲的客户，虽然运营成本（客服、技术）

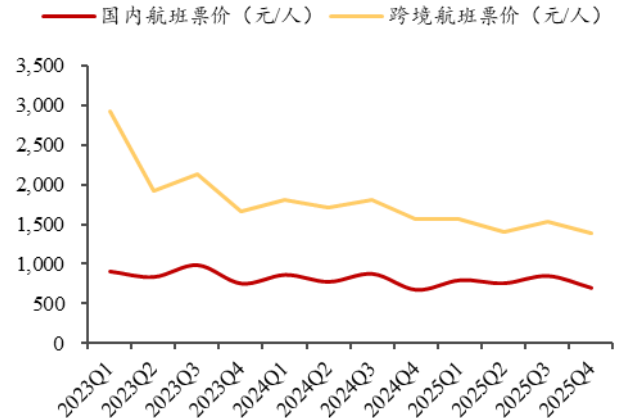
比服务一个国内游客户略高，但收入却是后者的 5-10 倍（我们测算 2023 年出境游客单价超过 2000 美金，国内客单价大约为 1000 元人民币），因此单位 UE 更优。长期出境业务应当成为 OTA 板块中利润率较高的业务线。

图28: 海外 OTA take rate 水平高于国内 (%)



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

图29: 出境票价高于国内



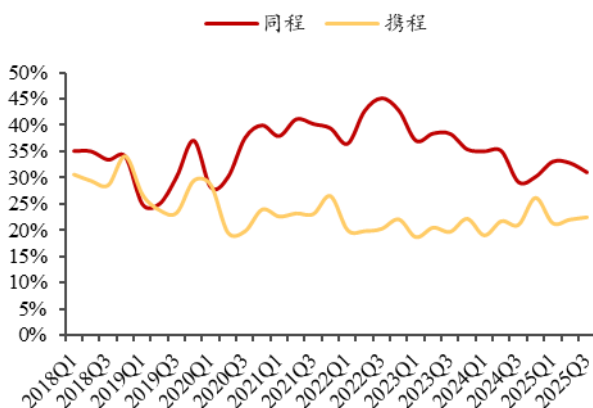
资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所测算

2.4 费用优化, 利润率提升

因早期获客以及腾讯合作, 销售费用占同程成本比例较高。同程通过微信较低的获客成本禀赋, 大量投入和红包补贴带动付费用户快速增长, 2023Q3 经调整销售费用率达到了 38.3%, 和携程的差距从 2018Q1 的 4.5pct 扩大到 2023Q3 的 18pct。

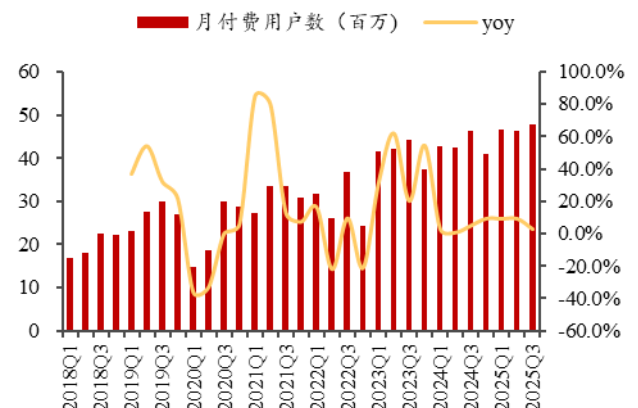
同程与腾讯合作稳固, 流量成本结构持续优化, 驱动公司与携程的销售费用率差距加速收敛。首先, 公司主动缩减低效渠道投放并收窄补贴, 伴随客单价与 Take rate 的双重提升, 销售费用率已进入下行通道。数据显示, 2025Q3 同程与携程的销售费用率差距已缩窄至 8.5pct。其次, 腾讯流量成本具有进一步下探空间。公司对腾讯的销售费用主要包括入口费、流量支援费及广告营销费。2024 年, 流量支援费 (6 亿元) 与广告营销费 (6.5 亿元) 合计占核心 OTA 收入比重为 8.8%。未来随着新客增长重心转向老客留存, 与腾讯的合作或将保持稳定。

图30: 同程和携程经调整销售费用率



资料来源: 彭博, 公司公告, 浙商证券研究所

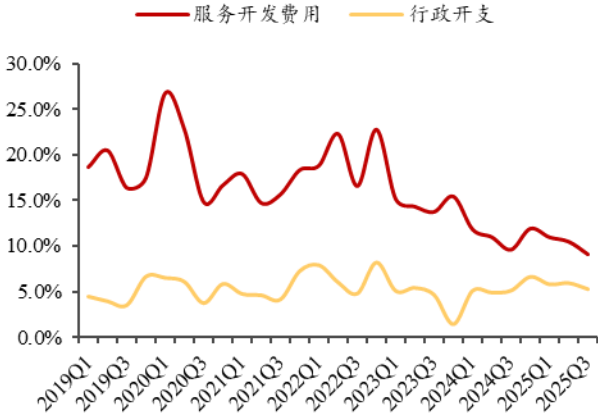
图31: 同程月付费用户数稳步提升



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

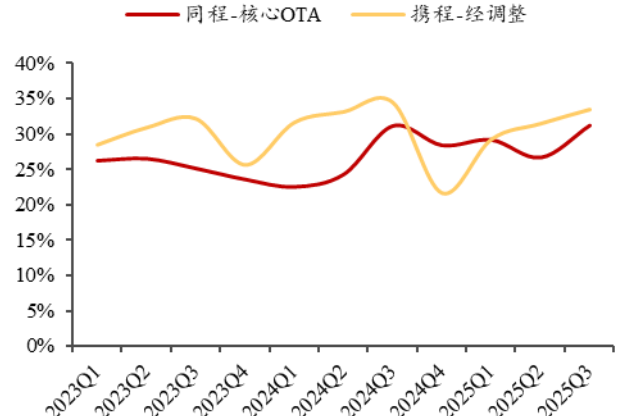
其他管理费用偏刚性，规模效应下改善费用率水平。2023年消费复苏后，公司员工数量整体保持稳定，2025H1 同程全职雇员数量 10402 人，仅比 2024 年同期增长了 2%，即使考虑工资增加，也低于收入增长水平。公司通过部署 AI 驱动的客户服务系统，简化工作流程；通过 ES 系统优化数据查询，为会员、搜索和订单等多个关键业务系统提供底层支撑。公司服务开发费用占比快速下降。同时历史上多次组织架构优化措施也帮助同程在竞争激烈的 OTA 市场中保持了较强的组织敏捷性和执行力。

图32: 同程服务开发费用和行政开支费用率下降



资料来源: 彭博, 公司公告, 浙商证券研究所

图33: 同程和携程核心业务经营利润率对比



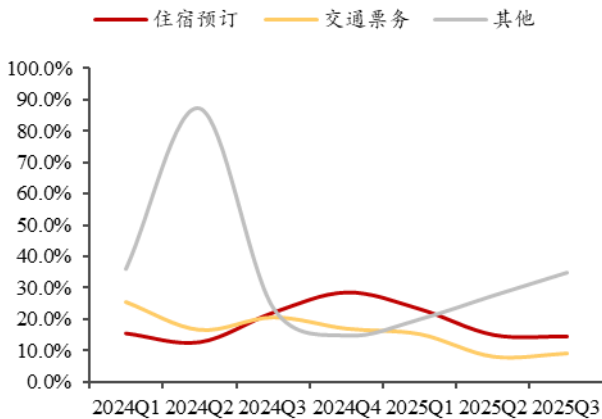
资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

3 中期成长: 酒店管理业务成为下一增长极

3.1 艺科酒店业务带动其他收入增长

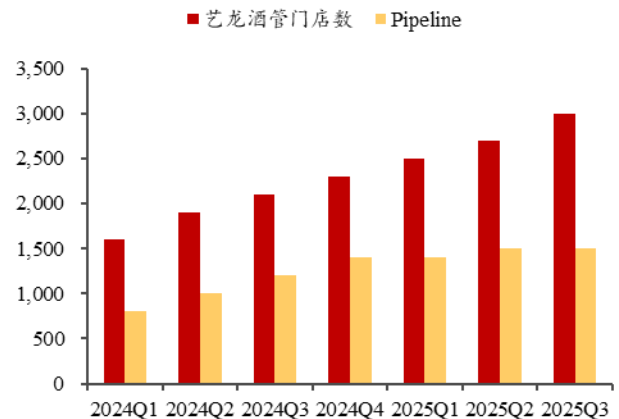
艺龙酒店科技平台(简称艺科)将成为主业增长的接力棒。2025Q2起, 同程核心 OTA 业务中, 其他业务的收入增速开始超过交通和住宿业务。根据公司公告, 其他收入的大幅增长主要依赖轻资产酒店管理业务的强势扩张。艺龙科技平台自 2021 年成立, 在短短 5 年内实现门店数从 0 到 3000 家的突破, 2024-2025 年开业超过 1000 家门店。截至 2025Q3, 集团酒店管理业务平台下运营的酒店数量增长至近 3000 家, Pipeline 1500 家。

图34: 同程其他业务增速超越住宿&交通



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图35: 艺龙酒管门店数(家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

艺龙科技平台定位住宿产业综合科技平台，表内表外平衡发展。艺龙通过资本、技术、会员和供应链等资源，支持旗下的多个酒管公司和品牌发展。2022年，公司陆续收购上海美豪和湖南珀林酒管。平台聚合了多个不同定位的酒管公司和品牌，覆盖从高端到经济型、从商务到电竞的多元需求。在众多酒管平台中，同程直接并表的主要是美豪酒管、青藤酒管和珀林酒馆，体外尚有少数股权待收回。从旗下酒店品牌来看，12个核心酒店品牌呈“水滴型”品牌矩阵，涵盖高端（1家）、中高端（3家）、中端（7家）以及轻中端（1家）。区域上看，广东、湖南、江苏、陕西是艺龙酒店的主要布局区域。

图36: 艺龙酒店科技主力品牌定位



资料来源：新浪新闻，浙商证券研究所

表3: 同程旗下各酒管公司基本情况

品牌名称	品牌概况	收购/成立时间	股权比例	旗下品牌
艺程酒管	艺程酒管定位为酒店管理赋能服务商，依托艺龙酒店科技综合赋能平台，深耕酒店赋能板块。通过3大赋能(品牌、营销、运营)、6大助力(系统、工程、数据、人才、技术、金融)为酒店经营赋能，打造线上线下融合的行业创新模式，为加盟商和合作伙伴更好地降本增效。	2021	100%	旗下拥有高端品牌艺龙玺程国际、中高端品牌艺龙、中高端品牌艺龙瑞云，中高端品牌米高国际、中端品牌米高时尚、中端品牌艺龙壹棠、轻中端品牌艺选酒店、中高端旅居品牌艺龙万国酒店及艺龙华里酒店九大品牌。
珀林酒管	成立至今达14年，是艺龙酒店科技旗下以“全透明供应链”+“80%真经营保底”为特色且实行加盟全直营化管理的家酒店管理公司。	2021	44%	旗下拥有中端品牌莫林锦尚、莫林风尚、中高端酒店品牌莫林、延泊、君屿、艺龙亦云、中端品牌优程、高端品牌艺龙国际及朵兰达
启程酒管	启程酒管是由酒店行业领军人物倾力打造的综合型酒管公司，公司集聚多位行业大咖和一流高精尖团队，拥有成熟的酒店运营、服务和品牌管理经验，深耕酒店行业数十年。团队曾成功打造多个酒店业千店品牌。	2024	各地具体持股方式不同，由个人持股	旗下品牌为美豪丽致酒店
美豪酒管	历经27年潜心经营，在产品模式和管理模式上持续优化，构建极具产品竞争力和品牌号召力的多品牌战略矩阵，拥有超过300家门店	2018	49%	旗下拥有高端品牌美豪·雅致酒店、中高端品牌美豪·丽致酒店、美丽豪酒店、精选酒店品牌美豪·怡致酒店、R ROYALSS HOTEL及美豪酒店六大品牌。
安程酒管	安程是一家专注于年轻商务人群的互联网酒店管理公司，致力于在酒店设计和品质方面不断探索新路径、实现新突破，通过将更年轻、更现代、更高级的元素融入其中，为国人带来愉悦、自由的美好旅居生活。	2021	39.70%	旗下拥有艺选安来、中端品牌艺龙安云、艺龙安悦、艺龙安茵及艺龙安泊五大品牌。

清藤易家	清藤易家酒管是艺龙酒店科技平台上的酒店管理赋能服务商之一，其传承于浙江省第一家五星级酒店精髓。其注重产品设计和创新，突出文化主题和氛围，打造服务特色和亮点，多年来荣获中国最具发展潜力酒店品牌等多项荣誉。	2024	70%	旗下拥有墨憩、四季青藤、青藤艺宿、南苑E家plus、南苑e家五大知名酒店品牌
爱电竞酒管	成立于2019年，主打“电竞+酒店”文化，品牌围绕电竞生活，以酒店为依托，形成电竞酒店+赛事运营+电竞陪玩+新游戏研发+线上商城+游戏周边的电竞生活快乐空间，门店数量超80家	2021	通过青岛好享住投资有限公司等进行持股、各地具体方式不同	旗下有爱电竞酒店、艺龙电竞酒店、优恩电竞酒店和艾特摩高电竞酒店
艺丽酒管	主营日本目的地酒店及简易住宿运营管理，通过酒店品牌认证、管理运营、智能系统等多维度为酒店赋能，帮助酒店提升OCC及ReVPAR。	2021年入驻	-	旗下拥有中高端品牌ELE Hotel、ELE Hotel Apart及ELE Hotel Onsen三大品牌。

资料来源：公司官网，公司小程序，企查查，百度百科，浙商证券研究所

表4：艺龙科技平台主力品牌门店数和客房数

品牌	门店数 (家)	客房数 (间)	对应艺龙官方酒管公司
爱电竞酒店	302	8035	爱电竞酒管
美豪丽致酒店	269	31919	启程酒管
艺选酒店	250	14585	艺程酒管
美豪酒店	155	14826	美豪酒管
艺龙安云	142	10231	安程酒管
艺龙瑞云酒店	128	8865	艺程酒管
优程	115	7418	珀林酒管
艺选安来	114	5902	艺程酒管
怡致酒店	94	7312	美豪酒管
其他	1183	87984	
合计	2752	197077	

资料来源：携程数据统计，浙商证券研究所

注：第三方口径数据存在统计误差

表5：艺龙科技平台分线级门店数和客房数

省份	门店数 (家)	客房数 (间)	城市线级	门店数 (家)	客房数 (间)
广东	303	25144	一线城市	297	23879
湖南	295	22166	新一线城市	758	53736
江苏	291	18143	二线城市	362	27320
陕西	209	15016	三线城市	478	32164
浙江	163	14360	四线城市	280	20426
广西	119	9800	五线城市	217	16039
河南	155	8473	未分类	360	23513
安徽	122	8456			
山东	110	8066			
云南	110	6735			
上海	85	6278			
江西	110	6086			
湖北	86	5898			
新疆	52	4539			

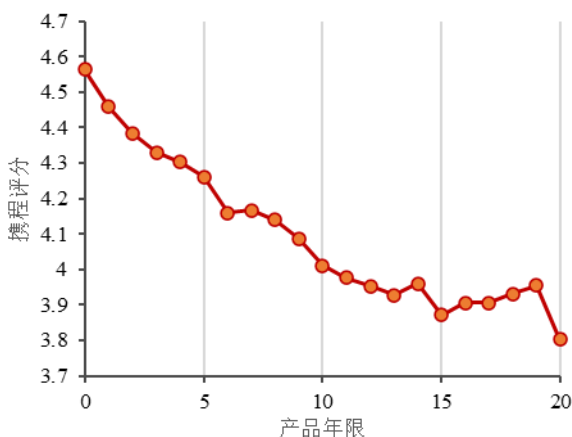
海南	69	4512
山西	63	4370
四川	59	3918
北京	35	2807
天津	31	2788
内蒙古	34	2757
贵州	42	2098
甘肃	24	2078
辽宁	20	2038
福建	30	2017
河北	42	1867
青海	32	1744
重庆	20	1605
西藏	16	1110
宁夏	10	997
黑龙江	8	675
吉林	7	536
合计	2752	197077

资料来源：携程数据统计，浙商证券研究所
注：第三方口径数据存在统计误差

3.2 艺科后发启动，强势突围

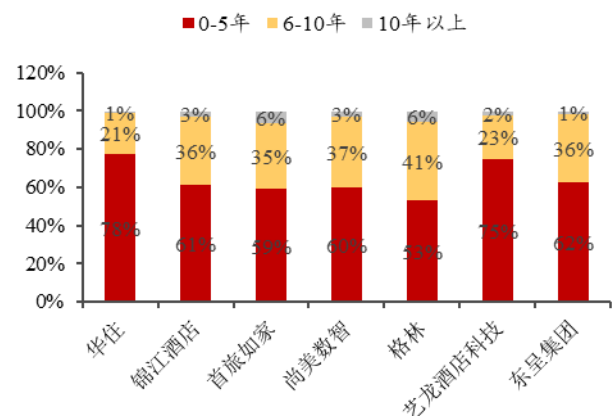
无历史包袱的“代际优势”，艺科以产品年轻化重塑用户体验。酒店的生意属性决定了消费者“住新不住旧”的心智，产品年限越短的酒店，审美标准和硬件水平更高，从而获得更高的评分和ADR溢价。作为一个2021年才开始整合的酒店集团，产品年轻化是艺科最大的特色，我们分析了携程网上不同酒店集团的平均装修时间和开业时间，并将两者的最新值作为产品年限的衡量指标，艺科75%的酒店产品年限少于5年，在头部酒店集团里表现仅次于华住，好于锦江、首旅、尚美等。

图37：携程网酒店产品年限和携程评分的相关性



资料来源：携程网，浙商证券研究所

图38：艺龙酒管产品年限非常年轻

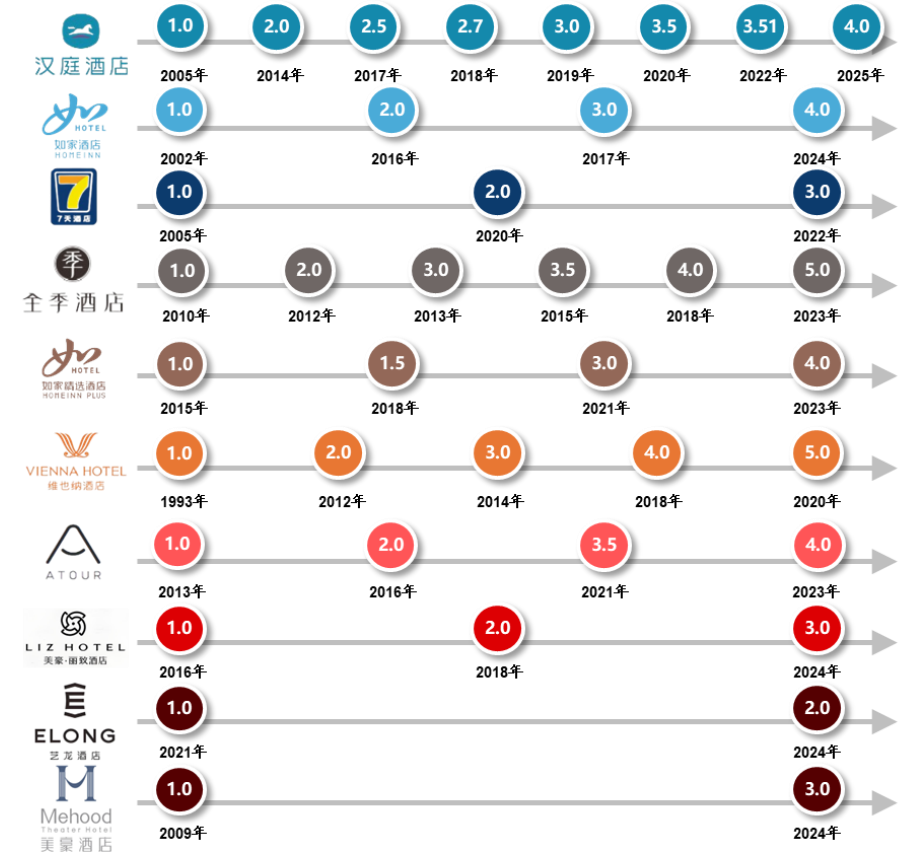


资料来源：携程网，浙商证券研究所

产品不断迭代升级，艺龙2.0，美豪3.0相继推出。在成本通胀的压力和消费者喜好周期变迁的背景下，酒店需要不断更新迭代，谁能率先完成品牌的进化，谁就能赢得下一轮市场先机。华住此前较为领先，旗下汉庭、全季更新换代频率相对较高，在设计、装配、

工期方面实现优化，提升产品力，吸引加盟商。艺科后发居上，2024年底宣布升级艺龙酒店 2.0，80%模块化设计，筹建效率提升 25%，造价降低 10%，将单房运营成本降低至 120 元，艺龙 2.0 投资回报期在 3.7-4 年；美豪则亮相 3.0 门店，采用“模块化+品牌定制化”双轨模式，单房造价从 10 万元压缩至 9.5 万元，通过优化人房比，单房运营和成本同样压缩至 110-120 元/天，投资回报期最快实现约 3.2 年。截至 2025 年 10 月，美豪酒店 3.0 签约门店数直奔 200 家大关，足迹覆盖 107 座直辖市以及地级市。

图39：不同酒店公司产品升级对比情况



资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，环球旅讯，36Kr，新浪网，凤凰网，中华网，21财经，第一财经，界面新闻，百度百科，中国日报，中国旅游新闻，信阳新闻网，少数派，搜狐网，浙商证券研究所

艺龙会会员体系正成为重要的线下流量抓手。根据迈点网，艺龙会会员规模已超 3000 万，并保持势能高速增长。艺龙会私域一年内消费多单以上的客户比例达 50% 以上，企业微信客户的流失率小于 10%。与同程 OTA 2.5 亿的线上付费用户相比，艺龙会通过酒店场景构建了独特的线下获客漏斗。

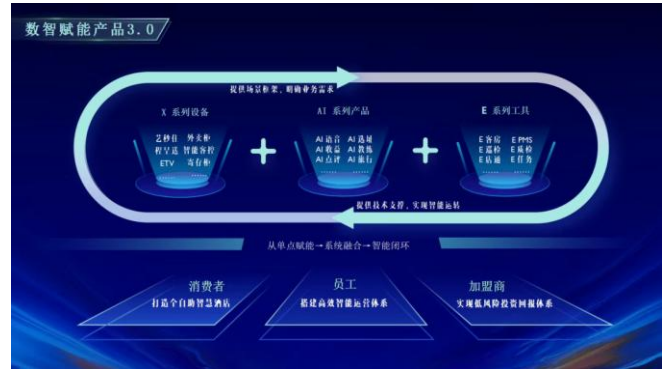
复刻主站技术优势，艺科有望通过数智化改造传统酒管行业。主站 OTA 慧行、程心 AI 等技术研究表明了在于同程具备基于大数据的智能出行解决方案与全链路数字化赋能能力。艺龙酒店科技继承了同程的优秀数字化背景，2023 年以来，积极推进自身 PMS 系统的研发，以及对美豪的餐饮系统、会务系统等进行相应的完善。根据艺科公众号，公司提供的“数智百宝箱”整合了收益预测、智能排房等智能化工具，显著提升了门店的人效管理水平。旅智科技整合 PMS 智慧管理系统、大数据中台等核心能力，系统性提升运营效率，帮助增效提收。同时，艺龙智屏、程呈送机器人、艺秒住自助机等智能设备的广泛应用，实现了“最快 10 秒入住、0 接触服务”。艺龙酒店科技的“智赋能产品 3.0”组合方案综合能耗与物耗成本优化，该方案推动 RevPAR 实现 5%-8% 的增长。

图40: 艺科八大赋能



资料来源: 艺科公众号, 浙商证券研究所

图41: 艺科数智赋能产品 3.0



资料来源: 艺科公众号, 浙商证券研究所

低费率策略是艺龙早期规模化的核心驱动力, 更在同程系的战略演进中一脉相承。从早年同程 OYU 以“免加盟费+3%低管费”对标 OYO, 到如今的艺科平台, 这一高性价比逻辑得到了延续。步入 2023 年复苏周期, 大量存量酒店面临产品老化与资金紧张的双重压力, “翻改成本”成为业主决策的敏感点。我们判断, 作为成立于 2021 年的新兴平台, 艺科通过复用集团的低费率基因, 叠加供应链集采优势及金融赋能, 显著降低加盟商的初始投资门槛与运营压力, 从而在存量博弈中快速锁定优质加盟商。

狼性赛马机制, 专业团队协同。艺科 CEO 席丹丹是同程第九号员工, 拥有 20 余年酒店行业经验, 其定位艺龙酒店科技为“创业孵化平台”, 实行“赛马不相马”机制, 强调专业人做专业事, 引进和投并的团队负责人都是酒店行业的从业者。如启程酒管 CEO 常开曾任中国最大酒店集团之一的锦江酒店(中国区)CEO, 深度主导了维也纳酒店品牌的孵化与扩张, 以及锦江国际集团收购维也纳后的整合工作。

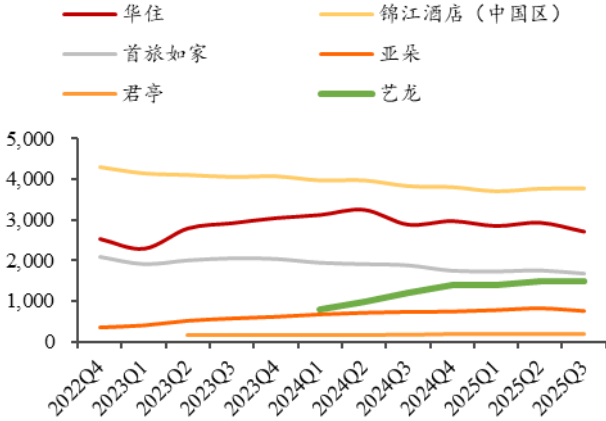
图42: 艺科旗下主要品牌加盟政策

品牌使用费	品牌服务费	系统安装费	品牌维护费	工程筹建指导费	酒店系统安装费	品牌管理费	加盟费	设计费	工程指导费	特许经营推广费	竣工验收收费	中央预订费	履约保证金	会员费	保证金	CRS费用	系统使用费	会员服务费	数据服务费	PMS系统使用费
雅致酒店 8000元/间		4万元/店		【15】万元/店		加盟后月营业总收入*5%	10万/店	按项目面积收费(指导价80-120元/m²), 一店一议		月酒店营业额*1%	CRS系统订房费*5%	10万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
艺龙国际酒店 8000元/间		4万元/店		15万元/店	4万元/店	加盟后月营业总收入*5%	8万元/店	按项目面积收费(指导价80-120元/m²), 一店一议		加盟后月营业额*1%	CRS系统订房费*5%	10万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
艺龙酒店 5000元/间			0.01		4万元/店	月酒店营业额*5% 6万元/店		毛租: 30万元, 超过8000m²另议 重改: 毛租指导价*80%	10万						10万元/店	CRS系统订房费*5%	1000元/店	会员消费额*1%	2000元/月	
美奢丽致 6000元/酒店		4万元/店		15万元/店		月酒店营业额*5% 6万元/店		毛租: 30万元, 超过8000m²另议 重改: 毛租指导价*80%		月酒店营业额*1%	CRS系统订房费*5%	10万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
美奢酒店 5000元/间		4万元/店		10万元/店		加盟后月营业总收入*5%	6万元/店	毛租: 20万元, 超过6000m²另议 重改: 毛租指导价*80%		加盟后月营业额*1%	CRS系统订房费*5%	10万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
美丽香酒 5000元/店		4万元/店		5万元/店		加盟后月营业总收入*5%	6万	毛租: 30万, 超过8000平米另议 重改: 毛租指导价*80%		月酒店营业额*1%	CRS系统订房费*5%	5万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
10J建电竞酒店 3000元/间				首年度: 6000元/年; 第二年度: 5000元/年; 自第三年度起每年度: 4000元/年。	酒店营业 30,000元/店 10,000元/店	加盟后月营业总收入*5%	30,000元/店	建筑面积1500m²: 毛租/重改70-100元/m²; 轻改50-80元/m²; 建筑面积>1500m²: 毛租/重改50-80元/m²; 轻改40-60元/m²。4500平方米以上, 按照150,000元/次收租。		5,000元/次	CRS系统订房费*5%	60,000元/店					会员消费额*1%		4500元/年	
R ROYALSS HOTEL 5000元/间		4万元/店		5万元/店		加盟后月营业总收入*4%	5万元/店	毛租: 18万, 超过3000m²另议 重改: 毛租指导价*80%		加盟后月营业额*1%	CRS系统订房费*5%	5万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
艺龙壹棠 3000元/酒店		4万元/店		月酒店营业额*1%	5万元/店	月酒店营业额*5% 5万元/店		毛租: 20万, 超过6000平米另议 重改: 毛租指导价*80%			CRS系统订房费*5%	5万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
艺龙安悦 3000元/酒店				酒店营业 40000元/店 30000元/店		酒店营业额*5%	40000元/店	300000元/店		5000元/次	CRS系统订房费*5%	50,000元/店					会员消费额*1%		1500元/月	
延泊酒店 4500元/间		2万元/店		10万元/店		加盟后月营业总收入*4.5%	6万元/店			加盟后月营业额*1%	CRS系统订房费*5%	5万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
莫林酒店 3000元/间			【2】万元/店	10万元/店		加盟后月营业总收入*4.5%	6万元/店			加盟后月营业额*1%	CRS系统订房费*5%	5万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
怡致酒店 3000元/间		4万元/店		5万元/店		加盟后月营业总收入*4%	5万元/店	毛租: 20万, 超过6000平米另议 重改: 毛租指导价*80%		特许经营管理费*1%	CRS系统订房费*5%	5万元/店	会员消费额*1%			1000元/店	1000元/月	2000元/月		
艺龙电竞 5000元/酒店	3500元/年			酒店营业 30,000元/店 10000元/店		加盟后月营业总收入*5%	30,000元/店	电竞: 建筑面积1500m²: 毛租/重改70-100元/m²; 轻改50-80元/m²; 建筑面积>1500m²: 毛租/重改50-80元/m²; 轻改40-60元/m²。		5000元/次	CRS系统订房费*5%	60000元/店					会员消费额*1%		4,500元/年	
艺龙珠阁 5000元/公寓		40000元/店		酒店营业 50000元/店		酒店营业额*5%	50000元/店	毛租: 20万, 超过6000平米另议 重改: 毛租指导价*80%			CRS系统订房费*5%	100000元/店				1000元/店	1000元/月	2000元/月		
艺选酒店 2000元/间				1万		月酒店营业额*5% 3万		毛租: 12万 重改: 毛租指导价*80% 轻改: 毛租指导价*65%		毛租4万 轻改2万			CRS系统订房费*5%	2万元/店	1000元/店	1000元/月	2000元/月			

资料来源: 艺科公众号, 浙商证券研究所

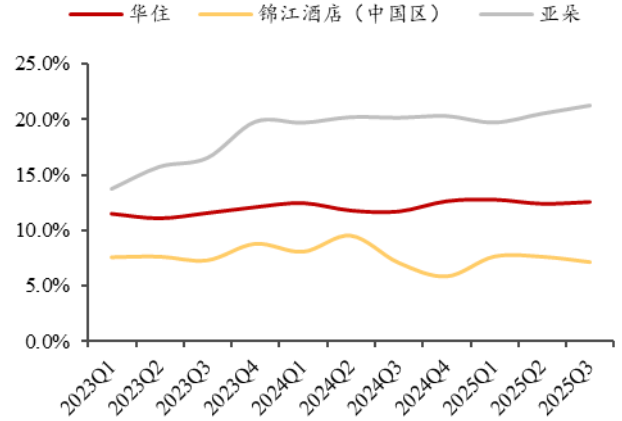
开店蓄水池充足，远期 take rate 提升有望释放业绩。公司 25Q3 Pipeline 为 1500 家，已经接近首旅的 1672 家，不仅验证了加盟商的强烈意愿，也预示着公司门店规模将加速跻身行业第一梯队。展望未来，规模效应将转化为定价权：随着门店体量突破临界点，公司有望在后续的加盟续约与谈判中，逐步将早期的优惠费率恢复至行业标准水平。届时，轻资产模式下的高经营杠杆将充分体现，驱动业绩通过 take rate 提升实现二次爆发。

图43：各大酒店集团 Pipeline（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图44：不同酒店公司毛 take rate 水平测算



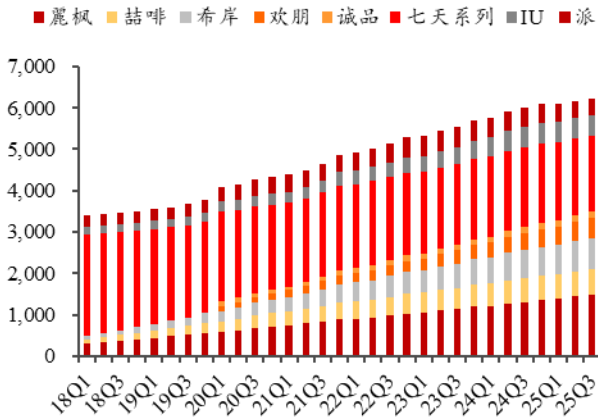
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 复盘锦江铂涛，多品牌+强激励成就酒店巨头

对比各大酒管集团、符合快速开店、多品牌机制、股权激励充分、加盟费率优惠的头部连锁品牌中，铂涛集团是一个较为典型的参考案例。

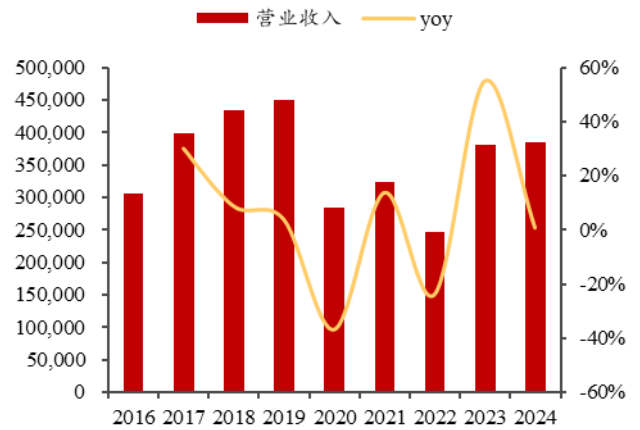
铂涛酒店由“中国连锁酒店教父”郑南雁于 2013 年创立，其前身是 7 天连锁酒店集团。2015 年 9 月，锦江国际集团收购铂涛 81% 的股权，斥资超过 100 亿元人民币。彼时，铂涛已经是国内经济型连锁酒店龙头，拥有中端酒店近 3000 家，客房近 28 万间。锦江收购完成后，铂涛继续在锦江体内发展壮大，构成了 7 天、派酒店、IU 酒店、丽枫酒店、希尔顿欢朋等全系列品牌矩阵。25Q3 锦江铂涛系共约 6000 家酒店，2024 年铂涛营业收入 38 亿元，归母净利润实现 3.9 亿元。

图45：锦江铂涛门店数（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图46：锦江铂涛收入体量（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

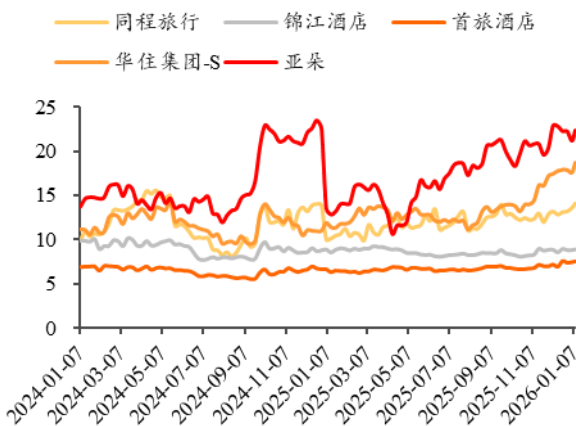
多品牌战略的成功践行者，优质品牌脱颖而出。传统酒管是自上而下研发品牌，铂涛郑南雁时期则采用了互联网思维的“内部创业/孵化器”模式。只要团队有好的想法（如针对女性的希岸、针对睡眠的丽枫），集团就给资金、给供应链、给流量，让品牌经理像CEO一样去战斗。集团根据品牌表现动态分配资源，彻底激活内部竞争。复盘希岸酒店的成功经历，年轻员工陆斯云提出女性酒店设想，郑南雁直接“在7天办公区腾出一张工位”让其构思，董事会多轮讨论后，获得300万美元注资。陆斯云作为创始人，从设计到服务全程主导——大堂温暖装修、入住惊喜甜点、客房备有卫生用品等细节均由其团队自主决策，最终希岸成为铂涛中端品牌矩阵的重要成员。

铂涛酒店早期同样采取了较低服务费的方式吸引加盟商。根据锦江公司公告，早期公司不向维也纳品牌收取预订服务费，向铂涛品牌酒店收取3元/间夜的预订服务费，综合费率低于企业直销预订服务费率5%的水平。铂涛捕捉到中端酒店爆发前夜的“窗口期”。通过极具竞争力的低费率模型，迅速降低了加盟商的决策门槛，在极短时间内实现了门店数量的指数级增长。当门店数量达到临界点时，其庞大的会员流量开始产生规模经济，实现了从“依赖加盟费”到“依赖会员复购与增值服务”的商业模式跃迁。锦江在现阶段也开始重新和原有铂涛加盟商签约，将费率水平恢复。

622股权激励机制强，激发团队积极性。622是铂涛“品牌孵化平台”时推行的内部股权激励与孵化机制。其中60%铂涛集团出资，提供底层基础设施（会员体系、IT系统、供应链、财务法务后台），20%品牌的创始人往往是集团内部提拔或外部挖角的精英。20%是该品牌的创始核心团队。集团充当航母，负责提供资金和会员流量、数据；各品牌是战斗机，负责在一线灵活抢地盘、做服务。这种前端极度分散，后台高度统一的结构，让铂涛在短时间内孵化了20多个品牌，覆盖了从几百元到上千元的各个细分市场，且没有因为管理半径扩大而崩盘。虽然后期铂涛并入锦江会出现一些整合问题，但是不能忽视早期类铂涛模式在当前下沉市场分散、非标的存量竞争环境的开店优势。

对比铂涛和艺龙，“流量+机制+低门槛”的组合拳形成强开店驱动力。激励机制方面，铂涛用“622机制”和“内部孵化器”激活团队能动性，解决了大组织的内卷问题；艺龙则通过“平台化赋能”，以更灵活的姿态整合分散的存量单体酒店和中小连锁。会员体系方面，铂涛拥有来自于7天连锁庞大的线下会员体系；而艺龙酒管则享受同程旅行OTA主站庞大的线上OTA流量。铂涛早期通过“3元/间夜”的极致低费率换取了市场的指数级爆发；艺龙酒管当前推行的低费率策略，精准击中了存量业主“降本增效”的痛点。我们认为这种以短期利润换取长期规模壁垒的策略，是后发者实现超车的最优解。

图47：不同酒店&OTA公司 EV/EBITDA 水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图48：铂涛年贡献利润（万元）



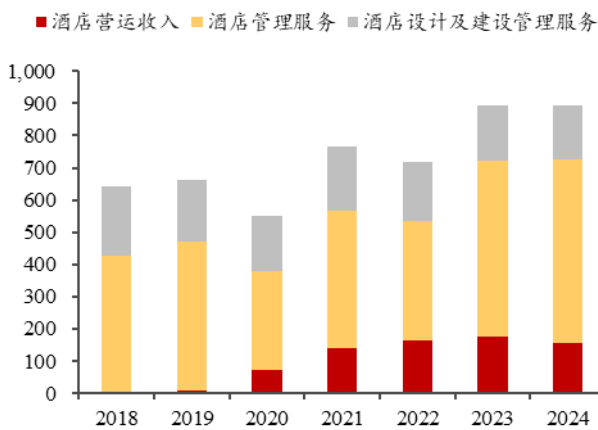
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

快速扩张期的酒店集团享受估值溢价，艺科估值有望重塑。2016年，锦江斥资82.69亿元收购铂涛集团81%股权，对应整体估值约102亿元。交易时，铂涛拥有约3000家门店，对应EV/EBITDA约为12x。复盘来看，高成长性成功验证了该估值的合理性：并入锦江后，铂涛门店数至2023年已近乎翻倍，贡献净利润达5.76亿元。若以当年收购时的百亿估值测算，对应2023年业绩的PE仅约为18x，表明其通过规模扩张有效消化了收购溢价。当前的艺龙酒管正处于与当年铂涛相似的战略节点：同样拥有约3000家门店体量，且正处于加速跑马圈地的阶段。我们认为，市场应参考铂涛的历史路径，运用终局思维重估艺科酒管在快速扩张期的潜在价值。

3.4 收购万达酒店补全高端酒店线，布局冰雪游赛道

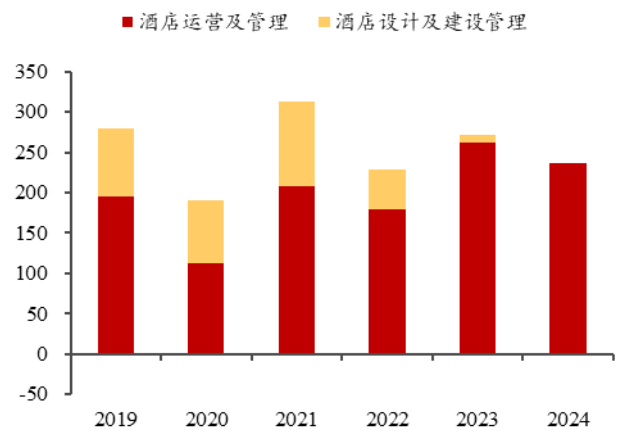
收购万达酒店，补全高端酒店线。2025年10月，同程旅行宣布与万达酒店管理（香港）有限公司就100%股权收购事宜完成交割，收购正式完成。这标志着同程旅行旗下的酒管业务补齐了高端酒店“拼图”，酒管品牌矩阵初具规模。

图49：万达酒店发展收入结构（百万港元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图50：万达酒店发展经调整 EBITDA 测算（百万港元）



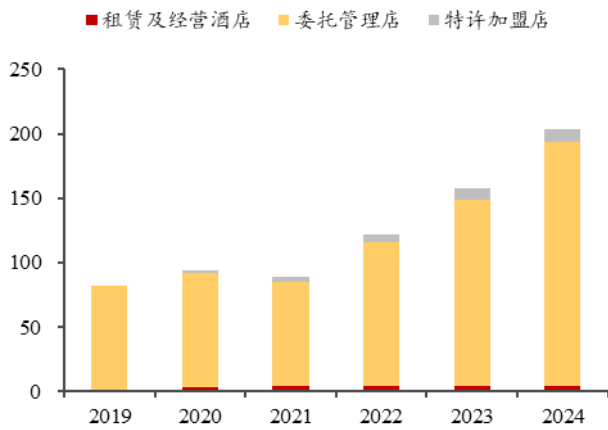
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

同程此次收购的标的为万达酒店发展旗下的轻资产板块——万达酒店管理公司。万达酒管业务范围包含酒店运营、管理、酒店设计、建设等板块，截至2025年6月底，万达酒店管理公司在营酒店共计222家，客房总量超过42,500间，另有406家酒店已签约待开业。2024年万达酒店轻资产业务合计收入8.92亿元，其中包括1.58亿直营店收入和7.34亿加盟&委管&设计业务收入。

收购估值合理，并表后万达将持续贡献增量利润。收购对价对应万达酒管2023年经调整 EBITDA 的9.5倍。该水平处于华住（约10.5倍）、锦江（行业平均12-15倍）等可比公司估值中枢，显著低于亚朵（19.8倍），定价较为公允。

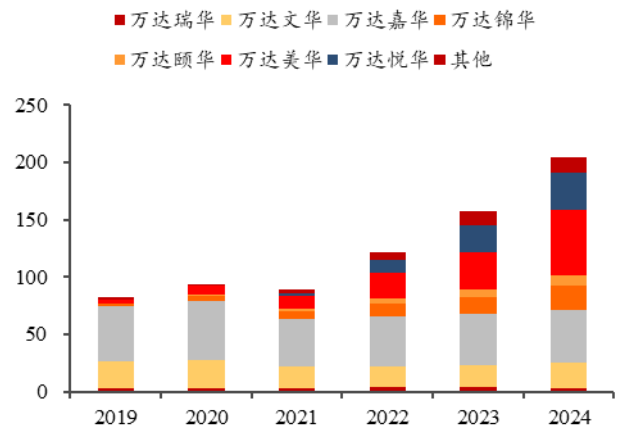
万达通过‘原生品牌’卡位高端市场，从而掌握了稀缺的国牌定价权。在竞争格局上，不同于华住、锦江主要通过收购外资品牌（如雅高系、丽笙系）来补齐高端短板，万达已成功构建了成熟的原生高端品牌矩阵（如奢华品牌万达瑞华、豪华品牌万达文华），在商务客群中建立了极高的心智壁垒。在经营数据上，这种品牌力转化为领先的ADR溢价：万达酒店整体年ADR超450元，高于主流酒店集团。细分来看，其全服务酒店ADR突破500元，超过有限服务酒店300元左右的水平，体现了极高品牌溢价能力。

图51: 万达酒店发展以轻资产委托管理酒店为主(家)



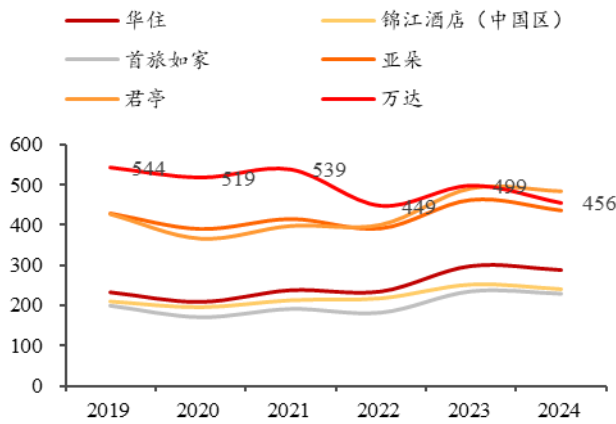
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图52: 万达酒店发展门店结构(家)



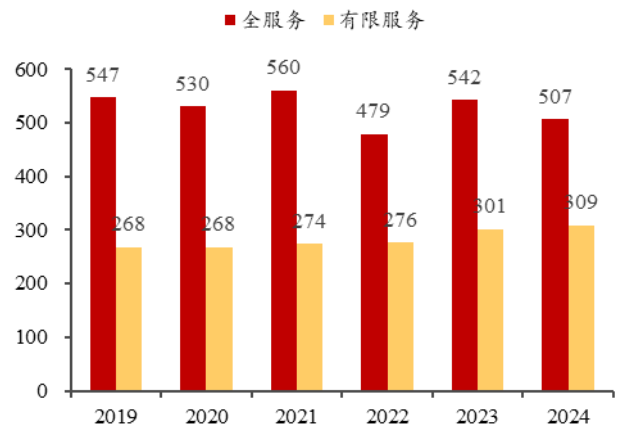
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图53: 万达酒店ADR高于其他酒管公司(元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图54: 万达酒店全服务酒店ADR水平更高(元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

开发商DNA优势, 理解投资回报诉求。万达最初的DNA是开发商, 从开发商的角度去做管理, 更了解投资人和业主, 让投资回报的出发点更明确。具备前置运营思维, 酒管公司早期介入规划, 基于市场数据优化坪效, 案例显示通过精准定位可为业主节省上亿投资。通过万达酒管的管理和运营, 酒店在同等投资条件下, 有更高的退出回报。

表6: 万达酒店发展核心品牌(截至2025H1)

品牌	定位(对标酒店)	价格区间(元)	酒店数量(家)	客房数量(千间)	单店客房数(间)
瑞华	超奢华(丽思、柏悦)	1500-3000	3	0.7	233
文华	奢华商务(JW万豪)	800-1800	24	6.3	263
嘉华	高端度假(威斯汀)	600-1500	47	13.1	279
锦华	小奢生活(艾美)	400-1000	23	5.8	252
美华	中端商务(万怡)	300-600	66	7.4	112
颐华	设计型酒店(INDIGO)	500-1200	12	2.9	242
悦华	年轻化(希尔顿欢朋)	200-400	34	3.6	106
其他			13	2.7	208

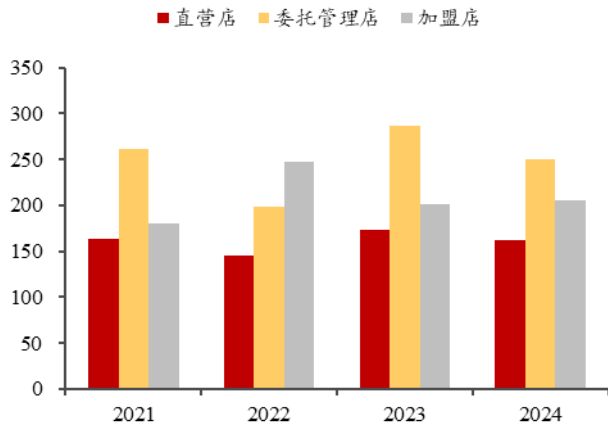
资料来源: 出行旅享家, 公司公告, 浙商证券研究所

独有的“设计+建设+运营”一体化模式，万达酒店设计研究院是国内极少数具备独立承接超五星级酒店设计能力的机构。万达酒店设计研究院创立于2012年，是具有业主经验的全专业酒店设计研究院。具备国际化视野的精英设计师百余人，设计的酒店涵盖世界五大酒店管理公司，二十余个品牌，有超过200余家高星级酒店的设计及管控经验，包含伦敦、澳大利亚黄金海岸、悉尼、芝加哥、洛杉矶、伊斯坦布尔等国际五星酒店设计经验，荣获70余项国际大奖。

轻改造，重运营，万达有望通过翻牌优化存量资产。地产后周期时代，高端酒店的回本周期拉长，万达酒管通过一体化管控输出，实现了优于行业的工程效率与成本控制。万达酒管将高端酒店开发周期缩短至22个月，中高端酒店的单房改造成本控制在12万-15万元；‘轻改造、重运营’策略已在标杆项目中兑现业绩。西安钟鼓楼万达颐华·琳凯诺酒店翻牌后，入住率同比提升65%，RevPAR增长60%；成都万达颐华酒店年均营收超3359万元，毛利提升3.1倍。

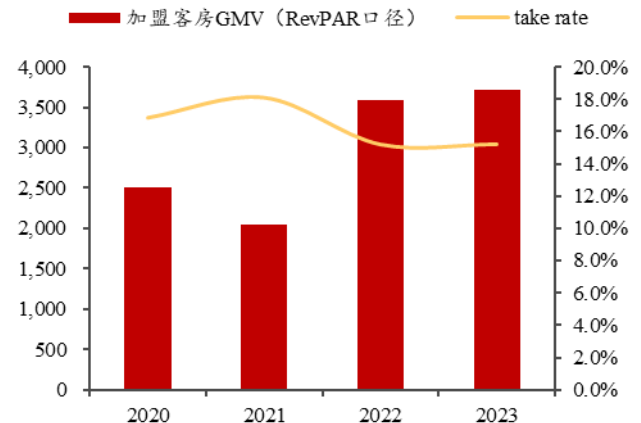
加盟&委管主业经营稳定，同程并表后有望持续贡献利润。相对艺科的低费率扩张，万达已经具备成熟的收入结构，我们根据万达披露的委托管理店&加盟店 RevPAR 测算得到万达轻资产模式客房 GMV 约为37亿元，而公司酒店管理服务的收入为5.66亿元，take rate 在15%左右（结果可能偏高，因为未包含其他非房 GMV）。同程并表万达是引入现金流稳定的成熟资产，从25Q4并表即开始贡献业绩，平滑部分艺科因快速扩张可能带来的短期利润率波动，实现成长性+盈利性的双重保障。

图55: 万达酒店分模式 RevPAR (元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图56: 万达酒店加盟 GMV (百万港元) 和 take rate



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所测算

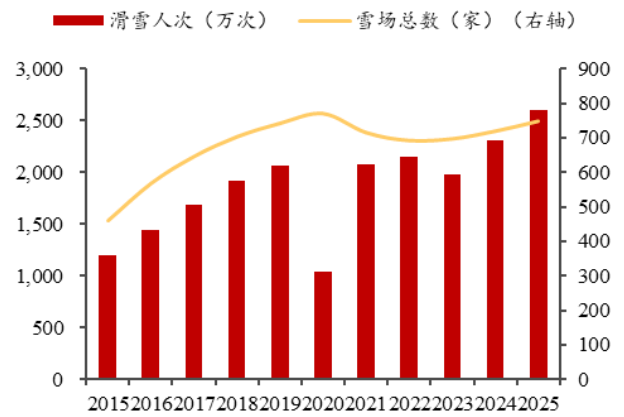
布局冰雪游赛道，管理优质冰雪度假资产，2012年长白山万达国际度假区开业，彼时，万达酒管主要承担度假区内酒店群的运营管理。2021年，随着度假区整体交由万达酒管实施一体化运营，其由此成为国内唯一拥有大型滑雪度假区运营业务的酒店管理集团。截至2025年11月，万达酒管已经拥有长白山万达国际度假区、通化万峰滑雪度假区与长春万达滑雪场三个冰雪项目。受益冰雪游β，长白山万达国际度假区、通化万峰滑雪度假区均跻身吉林省5大国家级滑雪旅游度假地，显著提升万达酒管在文旅综合体项目投资运营的品牌口碑和信心指数。

图57: 长白山万达度假区



资料来源: 新浪财经, 浙商证券研究所

图58: 中国滑雪产业蓬勃发展



资料来源: 滑雪产业白皮书, 浙商证券研究所

4 盈利预测和投资建议

我们预计随着下沉市场线上化率提升, 国内竞争格局缓解, 公司住宿和交通业务增长确定性提高。住宿业务在间夜量增长和 ADR 提升的驱动下, 我们预计 2025-2027 年住宿预订收入实现 54.34/60.86/66.94 亿元, 同比+16.4%/+12.0%/+10.0%; 交通业务稳定变现, 出境业务高增, 预计交通收入实现 79.85/85.23/90.35 亿元, 同比+10.5%/+6.7%/+6.0%。

艺科带动其他收入高速增长, 我们预计其他收入实现 30.65/42.92/55.79 亿元, 同比+33.1%/+40.0%/+30.0%。

表7: 同程盈利拆分

同程旅行		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)		11896.24	17340.69	19342.15	21757.34	24164.77
	营业收入 yoy (%)	122.2%	45.8%	11.5%	12.5%	11.1%
营业成本 (百万元)		3158.03	6227.20	6609.72	7435.12	8259.45
毛利 (百万元)		8738.21	11113.49	12732.43	14322.22	15905.32
	毛利率 (%)	73.5%	64.1%	65.8%	65.8%	65.8%
住宿预定		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)		3899.51	4668.18	5434.47	6085.56	6694.12
	营业收入 yoy (%)	61.5%	19.7%	16.4%	12.0%	10.0%
	营收占比 (%)	32.8%	26.9%	28.1%	28.0%	27.7%
住宿预定 GMV (亿元)		466.99	513.14	580.36	640.60	700.88
	GMVyoy (%)	94.55%	9.88%	13.10%	10.38%	9.41%
住宿预定货币化率 (%)		8.4%	9.1%	9.4%	9.5%	9.6%
交通票务		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)		6030.05	7229.03	7985.28	8523.21	9034.60
	营业收入 yoy (%)	78.5%	19.9%	10.5%	6.7%	6.0%
	营收占比 (%)	50.7%	41.7%	41.3%	39.2%	37.4%
交通票务 GMV (亿元)		1803.11	1916.01	1934.08	2019.62	2081.24
	GMVyoy (%)	96.39%	6.26%	0.94%	4.42%	3.05%
交通票务货币化率 (%)		3.3%	3.8%	4.1%	4.2%	4.3%
其他收入		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)		1699.68	2302.24	3065.42	4291.59	5579.07
	营业收入 yoy (%)	114.9%	35.5%	33.1%	40.0%	30.0%
	营收占比 (%)	14.3%	13.3%	15.8%	19.7%	23.1%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 193.42/217.57/241.65 亿元，yoy+11.54%/+12.49%/+11.06%，实现经调整利润 33.63/38.67/44.34 亿元，同比+20.75%/+14.99%/+14.64%，实现归母净利润 27.87/33.59/38.95 亿元，yoy+41.18%/+20.53%/+15.93%，对应 PE 18X/15X/13X。

我们采取其他国内和国际 OTA 公司作为可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 19X，同程旅行具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司经调整 PE 估值表

公司	现价		净利润（经调整）					PE（经调整）				PEG	总市值 (亿元)
	1月21日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E				
同程旅行	23.60	27.85	33.63	38.67	44.34	18	15	13	11	0.8	498		
行业均值						23	20	19	16	2.1			
亿客行 (EXPEDIA)	272.15	116.79	138.14	158.61	182.76	20	17	15	13	1.0	2,335		
BOOKING	5027.00	458.94	519.41	588.48	660.53	25	22	19	17	1.7	11,345		
爱彼迎 (AIRBNB)	130.73	190.66	181.58	218.96	247.78	29	31	25	22	4.3	5,550		
携程集团-S	482.60	180.41	316.50	208.60	235.95	17	10	15	13	1.3	3,092		

资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

注：除同程外其他公司采用 Bloomberg 一致预期，收盘价为原始货币，盈利预测和市值统一改为人民币，汇率采用 Bloomberg 测算

5 风险提示

反垄断风险

携程反垄断调查还未落地，携程是同程第二大股东，两者在库存资源上有一定共享。携程的反垄断调查结果可能会对公司正常业务开展产生影响。

主业竞争加剧风险

若竞争对手重新开启高额补贴战，或美团在下沉市场发起反击，公司可能被迫增加营销投放或降低佣金率以维持市场份额，从而导致 Take rate 和净利率改善不及预期。

新业务成长不及预期风险

酒店管理业务涉及复杂的线下运营、加盟商管理及多品牌文化融合。若公司无法有效整合万达的“高端基因”与艺龙的“互联网基因”，可能导致管理费用率上升，拖累整体盈利水平。

宏观经济波动风险

宏观经济增速放缓，非一线城市居民收入预期下降，可能导致消费者对价格敏感度提升，从而压制酒店 ADR 的上涨空间，进而影响公司的 ARPU 及佣金收入增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万人民币)					利润表(百万人民币)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,241	26,938	31,821	36,511	营业收入	17,341	19,342	21,757	24,165
现金	8,020	14,758	19,113	23,286	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,728	2,173	2,280	2,551	营业成本	6,227	6,610	7,435	8,259
存货	7	5	5	7	销售费用	5,621	6,133	6,790	7,492
其他	8,486	10,003	10,423	10,668	管理费用	1,206	1,345	1,392	1,426
非流动资产	19,537	19,574	19,431	19,414	研发费用	2,001	2,072	2,331	2,589
固定资产	3,147	2,631	2,167	1,808	财务费用	44	(17)	(104)	(164)
无形资产	11,316	11,492	11,650	11,793	除税前溢利	2,398	3,307	4,033	4,694
其他	5,074	5,451	5,614	5,814	所得税	410	496	605	704
资产总计	37,777	46,512	51,252	55,926	净利润	1,988	2,811	3,428	3,990
流动负债	11,597	17,402	18,721	19,413	少数股东损益	14	24	68	95
短期借款	1,359	1,806	2,260	2,167	归属母公司净利润	1,974	2,787	3,359	3,895
应付账款及票据	4,467	7,538	7,846	8,020	经调整净利润	2,785	3,363	3,867	4,434
其他	5,771	8,058	8,615	9,226	EBIT	2,442	3,290	3,928	4,529
非流动负债	5,218	5,345	5,345	5,345	EBITDA	3,524	4,875	5,480	6,053
长期债务	2,794	2,794	2,794	2,794	EPS (元)	0.87	1.19	1.43	1.66
其他	2,423	2,550	2,550	2,550					
负债合计	16,815	22,747	24,066	24,757					
普通股股本	8	8	8	8	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	20,007	22,787	26,139	30,026	成长能力				
归属母公司股东权益	20,001	22,781	26,133	30,021	营业收入	45.77%	11.54%	12.49%	11.06%
少数股东权益	961	984	1,053	1,148	归属母公司净利润	27.04%	41.18%	20.53%	15.93%
股东权益合计	20,962	23,766	27,186	31,169	获利能力				
负债和股东权益	37,777	46,512	51,252	55,926	毛利率	64.09%	65.83%	65.83%	65.82%
					销售净利率	11.39%	14.41%	15.44%	16.12%
					ROE	9.87%	12.24%	12.85%	12.97%
					ROIC	8.06%	9.86%	10.36%	10.66%
现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	2,970	7,643	5,177	5,319	资产负债率	44.51%	48.90%	46.96%	44.27%
净利润	1,974	2,787	3,359	3,895	净负债比率	-18.44%	-42.74%	-51.71%	-58.79%
少数股东权益	14	24	68	95	流动比率	1.57	1.55	1.70	1.88
折旧摊销	1,083	1,585	1,551	1,524	速动比率	1.56	1.54	1.69	1.87
营运资金变动及其他	(101)	3,247	198	(195)	营运能力				
投资活动现金流	(834)	(1,241)	(1,152)	(923)	总资产周转率	0.50	0.46	0.45	0.45
资本支出	(415)	(1,246)	(1,246)	(1,308)	应收账款周转率	11.77	9.92	9.77	10.00
其他投资	(419)	5	94	384	应付账款周转率	1.45	1.10	0.97	1.04
筹资活动现金流	679	343	337	(216)	每股指标(元)				
借款增加	1,415	447	454	(93)	每股收益	0.87	1.19	1.43	1.66
普通股增加	285	0	0	0	每股经营现金流	1.28	3.25	2.20	2.26
已付股利	(312)	(103)	(117)	(122)	每股净资产	8.59	9.69	11.12	12.77
其他	(710)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	2,828	6,738	4,356	4,172	P/E	19.25	18.31	15.19	13.10
					P/B	1.95	2.24	1.95	1.70
					EV/EBITDA	9.96	8.38	6.75	5.40

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>