

行业研究

中国入境游迈向黄金发展期，龙头 OTA 与旅行社有望受益

——中国入境游产业研究专题报告

要点

中国入境游市场的规模基数低，发展空间较大：中国入境游虽起步较早，但是在长期发展过程中，其增速逐渐滞后于国内游与出境游，对 GDP 的贡献度亦相对有限。目前，韩、日、俄构成中国的近程核心客源国，美国为远程重要客源国，德国、澳大利亚等新兴市场有待加强拓展，中国占这些国家出境游市场的份额均有较大的提升空间。近年来，入境游政策放开后，中国入境游人次与收入均呈现快速增长趋势。

免签政策与文化出海双轮驱动，入境游迈向黄金发展期：中国入境游市场的增长动能主要来自两方面：1) 免签政策红利释放，我们通过分析海南案例，发现免签政策对海南省的入境游客流量具有显著的提振效应；2) 中国传统文化与潮流文化加速出海，“以文促旅、以旅彰文”的文旅融合良性循环已现雏形，中国在全球范围内的吸引力逐渐增强。自 23 年以来，中国入境游市场实现快速增长，增长态势有望延续，入境游发展的黄金时代逐渐来临。

携程作为 OTA 龙头企业，Trip.com 受益于入境游红利加速增长：携程旗下的 Trip.com 是具有机票、酒店、景区等预订功能的一站式旅游服务平台，主要布局亚太区域，已形成“亚太区域深耕 → 培育忠实用户 → 随着用户流动而形成能力外溢 → 全球布局”的渐进式国际增长路径。近年 Trip.com 抓住发展机遇，积极布局入境游市场，提升对海外与国内的供应链体系复用。随着中国入境游产业的发展，入境游有望推动 Trip.com 加速成长。

同程旅行逐步走向国际市场，国际业务发展迅速：2024 年同程旅行以 Hogeoo 与艺龙酒店科技平台为抓手，把握入境游市场机遇。经过初步探索，同程的国际业务已取得一定成效。24 年同程国际机票预订量、国际酒店预订量均同比增长显著。国际供应链持续优化，25 年同程的国际业务有望实现盈亏平衡或者盈利。

众信旅游国内外供应链资源丰富，入境游业务逐渐起步：众信旅游以出境游批发业务起家，在出境游领域拥有较强的先发优势，已形成旅游批发、旅游零售和整合营销三大业务板块，覆盖全球 200 余个主要国家和地区，供应链资源丰富。众信于 2024 年 3 月成立了入境服务子公司——优比利，目前公司入境游业务尚处发展初期。

投资建议与评级：我们看好中国入境游行业的发展前景，认为随着中国入境游市场愈加开放，龙头 OTA 携程集团、同程旅行，龙头旅行社众信旅游有望受益。推荐携程集团-S（首次覆盖，给予“买入”评级）、同程旅行（维持“买入”评级）、众信旅游（首次覆盖，给予“增持”评级）。

风险提示：行业竞争加剧，国际关系不确定性风险，负面舆情风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			24A	25E	26E	24A	25E	26E	
0780.HK	同程旅行	19.95	1.19	1.43	1.72	17	14	12	买入
9961.HK	携程集团-S	486.85	27.58	47.55	30.58	18	10	16	买入
002707.SZ	众信旅游	7.02	0.11	0.07	0.10	65	99	67	增持

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-28，携程集团-S、同程旅行采取经调整 EPS（下同）。港币兑人民币汇率按照 0.91 换算。

社会服务

买入（维持）

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资聚焦

我们的创新之处

本篇报告的创新点主要有以下几个方面：

- 1) 我们以海南为例，分析得出免签政策对入境游增长具有短期促进作用；我们又以土耳其为例，分析得出“文化出海”对入境游具有长期的推动作用。伴随着中国近两年的一系列免签政策，入境游市场开放水平持续提升，未来几年入境客流有望持续增长。并且，中国文化出海不断增强，有望促使文化受众转变为游客，形成“以文促旅，以旅彰文”的良性循环，对入境游的增长具有长期的拉动作用。
- 2) 本篇报告分析得出携程旗下的 Trip.com 的渐进式国际化增长路径为：亚太区域深耕→培育忠实用户→随着用户流动而形成能力外溢→全球布局。具体表现是通过中国出境游用户群体增长，带动以亚太为主要的目的地的供应链体系建设，叠加近年的入境游发展机遇，Trip.com 可以复用海外与国内的供应链体系，进一步提升规模效应，从而提升在海外供应链体系的话语权。

股价上涨的催化因素

中国免签政策持续优化，入境游市场进一步开放，中国入境游客人次延续强劲增长。

投资观点

随着入境游免签政策红利不断扩大，以及中国文化出海日益增强，中国的入境游市场具有巨大的发展潜力，体现于在现有入境游客源国中的渗透率有望提升，且对于欧洲发达国家、东南亚与拉美人口大国的覆盖程度亦逐渐增加。

- 1) 携程集团旗下 Trip.com 积极布局入境游市场，逐渐提升对海外与国内的供应链体系的复用。随着中国入境游行业的发展，入境游有望推动 Trip.com 加速成长。首次覆盖携程集团-S，给予“买入”评级。
- 2) 同程旅行逐步构建国际供应链体系，并以 Hogeoo 与艺龙酒店科技平台为抓手，积极把握入境游市场机遇。25 年同程的国际业务有望实现盈亏平衡或者盈利。维持“买入”评级。
- 3) 众信旅游在出境游领域拥有较强的先发优势，积累了丰富的供应链资源，于 2024 年成立入境服务子公司，未来有望取得良好发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、中国入境游规模基数低，发展潜力大	8
1.1 中国入境游历史增速相对滞后，对 GDP 贡献较弱.....	8
1.2 中国入境游市场存在较大发展潜力	10
1.2.1 亚洲是中国最重要的入境游客源市场	10
1.2.2 韩日俄是重要近程客源国，美国是最大的远程客源国.....	11
1.2.3 中国在其他国家出境游市场的渗透率尚低，存在提升空间	12
2、免签政策持续优化，促进入境游发展	14
2.1 海南优化入境免签政策，效果显著	14
2.2 中国免签政策红利持续释放，促进入境游客流增长.....	16
3、文化出海增强，为入境游增长打下长期基础.....	19
3.1 优秀文化出海拉动入境游的案例——土耳其.....	19
3.2 中国文化走向世界，助力入境游拓展更多客源	20
4、潜在入境游客多使用网络媒介，散客化趋势明显，OTA 具备相对竞争优势.....	25
4.1 网络媒介为主要信息渠道，入境游散客化趋势明显.....	25
4.2 相较其他入境旅游服务商，OTA 具备一定竞争优势	26
5、投资建议	29
5.1 携程集团-S：乘风启航，奔赴星辰大海	29
5.1.1 深耕 OTA 行业 25 载，乘风启航	29
5.1.2 OTA 龙头重点布局亚洲，勾勒新增长曲线.....	33
5.1.3 盈利预测.....	38
5.1.4 投资建议.....	40
5.1.5 风险提示.....	40
5.2 同程旅行：逐步探索国际市场，国际业务增长较快.....	40
5.2.1 营收与经调整净利润表现稳健，盈利能力提升明显	40
5.2.2 加速海外供应链布局，建设服务全球消费者的能力	41
5.2.3 通过 HopeGoo 平台与四海“艺”家计划，把握入境游机遇.....	43
5.2.4 投资建议.....	44
5.2.5 风险提示.....	44
5.3 众信旅游：中国领先旅游集团，供应链资源丰富	44
5.3.1 中国领先旅游集团，深耕出境游二十余载.....	44
5.3.2 众信旅游核心竞争力分析	49
5.3.3 关键假设与盈利预测.....	52
5.3.4 投资建议.....	54
5.3.5 风险提示.....	54
6、风险提示	55
附录：中国入境游发展历程	56

图目录

图 1：2001 至 2019 年中国三大旅游市场的人次增速与 GDP 增速对比	8
图 2：2010-2024 年中国入境游收入占 GDP 的比重	9
图 3：2019 年中国入境游收入占 GDP 的比重与其他国家的对比	9
图 4：入境游客中港澳同胞/外国人/台湾同胞占比	9
图 5：1978-2019 年各个阶段的入境外国游客人次与入境港澳台侨胞游客人次复合增速	9
图 6：2014-2019 年不同来源的入境游客人均日花费（美元）	9
图 7：2018 年中国港澳台及外国游客停留时长分布	9
图 8：2014-2019 年国际旅游收入各细分项占比	10
图 9：2015-2019 年国际旅游收入各细分项的 CAGR 增速	10
图 10：2001-2019 年入境外国游客的目的	10
图 11：中国入境游人次的洲际客源分布（剔除港澳台入境游客）	11
图 12：2014 年至 2023 年韩国出境游客人次	13
图 13：2014 年至 2023 年韩国赴日本旅游的人次占比	13
图 14：2014 至 2024 年美国出境游客人次	13
图 15：2014-2024 年美国出境游客前往亚洲游客人次占比	13
图 16：2019-2024 年美国游客赴亚洲部分国家或地区的人次在赴亚洲总人次中的份额	14
图 17：2021 年潜在游客的来华旅行障碍感知	14
图 18：1995 年至 2022 年海南省入境过夜外国游客人次（万人次）	16
图 19：2023 至 2025 年各个季度/半年/完整年免签入境外国人次	19
图 20：2023 至 2025 年半年/完整年免签入境外国人次占比	19
图 21：2019/2023/2025 年各季度入境游收入（亿美元）	19
图 22：2014-2023 年美国入境游收入（亿美元）	19
图 23：2008 年至 2023 年土耳其视听媒体类文化产品出口额	20
图 24：2007-2023 年阿拉伯地区赴土耳其的旅游人次	20
图 25：2023 年入境游客来华主要目的	21
图 26：2023 年入境游客在华体验的主要项目和内容	21
图 27：2025 年 Trip.com 平台非遗相关项目门票销售同比大幅增长	21
图 28：“跟着电影游中国”活动参与柏林国际旅游交易会	21
图 29：50.5%的美国观影者给《哪吒 2》打出满分	22
图 30：《哪吒 2》的番茄指数达到 96%，爆米花指数高达 99%	22
图 31：DIMOO 荣获“中泰建交 50 周年特邀挚友”称号	23
图 32：泰国小学门口用于吸引学生上学的 Labubu 立牌	23
图 33：2019-2023 年中国网络文学海外市场规模（亿元）	23
图 34：中国网文的改编剧风靡全球	23
图 35：2023 年 7 月至 2024 年 7 月中国短剧出海规模（百万美元）	24
图 36：2019-2024 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）	24
图 37：2021 年潜在来华游客信息获取渠道	25
图 38：2021 年潜在来华游客的线上信息获取渠道	25
图 39：2001-2024 年前三季度团队游客人次在总入境游客人次中的占比	26

图 40: 2001-2019 年团队游客人次在入境过夜游客人次中的占比	26
图 41: Bookmundi 上关于中国旅游的推广	26
图 42: Bookmundi 提供全球超 130 个国家的旅游产品	26
图 43: Lost Plate 专注美食之旅	27
图 44: 海纳旅行社提供多种中国入境游的选择	27
图 45: HiChina 网页宣传界面	28
图 46: HiChina 使用的社交 APP 列举	28
图 47: 2024 年携程平台部分客源地的入境游客人次较 2019 年的增幅	28
图 48: 携程的发展简史	30
图 49: 公司股权结构图 (截至 2024 年 12 月)	30
图 50: 2019 年-2025Q3 公司净收入与同比增速	31
图 51: 2019 年-2025Q3 公司 Non-GAAP 净利润	31
图 52: 天巡向 trip.com 进行导流	32
图 53: 公司的主要业务板块与国内外品牌	32
图 54: 2019 年-2025Q3 年公司各业务板块营收占比	32
图 55: 2020-2024 年携程客服人员数量及占员工总数的比例	33
图 56: 2019 年-2025Q3 携程毛利率	33
图 57: 2019 年一季度至 2024 年三季度东南亚地区旅游应用 APP 下载量 (百万次)	33
图 58: 2015-2024 年全球赴泰国旅游的游客人次	34
图 59: 亚洲直播中心介绍江苏盐城	34
图 60: 2013-2023 年泰国入境中国旅游的人次	34
图 61: 2023 年携程平台入境游客源地排名	34
图 62: Trip.com 的客户端与供给端形成亚太深耕-能力外溢-全球布局的良性循环过程	35
图 63: 2025 年春节携程平台出境游目的地、入境游客源地 TOP10	36
图 64: 携程专车接入 Trip.com 服务入境游用户	36
图 65: 携程国内线下门店拓展外币兑换业务	36
图 66: 携程在景区推出的线下国际化版本售票机	37
图 67: 25 年春节期间, 重庆文旅消费券上线 Trip.com	37
图 68: 25 年初携程与 Tripadvisor 联合举办“全球达人游中国”	37
图 69: Trip.com 推出的“TASTE OF CHINA 味”入境游项目	37
图 70: 2019-2025Q3 公司营业收入与同比增速	41
图 71: 2019-2025Q3 公司归母净利润与同比增速	41
图 72: 2019-2025Q3 公司毛利率	41
图 73: 2019-2025Q3 公司经调整净利润率	41
图 74: 2023 年 9 月, 公司启动“目的地全球计划”	42
图 75: 公司 CMO 与塞尔维亚国家旅游局签署战略合作协议书	42
图 76: 2024 年公司国际机票量与酒店间夜量同比增速	42
图 77: 23Q1-25Q3 公司核心 OTA 利润率	42
图 78: HopeGoo 的高铁订票服务已接入 Alipay APP	43
图 79: HopeGoo 接入香港八达通 APP	43
图 80: 众信旅游的发展简史	45

图 81：众信旅游出境游服务综合平台.....	45
图 82：2009-2025 年前 3 季度众信旅游的营业收入与同比增速.....	46
图 83：2009-2025 年前 3 季度众信旅游的归母净利润.....	46
图 84：23Q1-25Q3 众信旅游的分季度营业收入与同比增速.....	47
图 85：23Q1-25Q3 众信旅游的分季度归母净利润.....	47
图 86：2019 年-2025 年上半年众信旅游的各业务板块营收占比.....	47
图 87：2014-2017H1 众信旅游各目的地的营收贡献.....	48
图 88：2014-2017H1 众信旅游各目的地主要产品均价（元/次）.....	48
图 89：2014-2017H1 众信旅游的成本构成.....	48
图 90：2019 年-2025 年上半年众信旅游的毛利率.....	48
图 91：2019 年-2025 年上半年众信旅游的各业务板块的毛利率.....	48
图 92：2019 年-2025 年上半年众信旅游净利润率.....	48
图 93：2024 年中国航司份额占比.....	49
图 94：2024 年 TOP10 航司国际航班量.....	49
图 95：2014-2025 年上半年众信旅游的出境游批发业务营收.....	50
图 96：2014-2025 年上半年众信旅游的零售收入.....	50
图 97：2018-2026E 众信旅游的门店数量.....	50
图 98：众信旅游推出“U 护航”旅游零售全周期服务平台.....	51
图 99：众信旅游微信小程序.....	51
图 100：众信旅游在抖音平台的宣传.....	51
图 101：2014-2025 年上半年众信旅游的整合营销业务营收.....	52
图 102：1978-2024 年中国入境旅游发展阶段.....	57

表目录

表 1：2010-2019 年中国入境游前十大客源国与对应游客人次占比.....	11
表 2：赴华游客占客源国出境总人数的比例.....	12
表 3：2023 年之前海南免签政策梳理.....	15
表 4：2024 年以来海南入境游免签政策进一步优化.....	16
表 5：2000 年至 2025 年 6 月中国入境游过境免签政策.....	17
表 6：2003 年 2025 年 9 月的中国单方面免签政策.....	17
表 7：截至 25 年 6 月底，与中国实现全面互免签证的国家名单.....	18
表 8：2015-2022 年中国文化产品前十五位出口市场（单位：亿美元）.....	22
表 9：公司管理层概述.....	31
表 10：2019 年-2024 年 Trip.com 东南亚主要国家市占率逐步提升.....	34
表 11：携程与多个中国地方政府达成入境游方面的合作.....	36
表 12：携程集团-S 盈利预测表（单位：百万元）.....	39
表 13：携程集团-S 可比公司估值表.....	40
表 14：携程集团-S 盈利预测与估值简表.....	40
表 15：同程旅行盈利预测与估值简表.....	44
表 16：众信旅游的管理层具备丰富的行业经验.....	46

表 17：与阿里旅行达成战略合作.....	52
表 18：众信旅游盈利预测假设表（单位：百万元）	53
表 19：众信旅游可比公司估值表.....	54
表 20：众信旅游盈利预测与估值简表.....	54
表 21：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	58

1、中国入境游规模基数低，发展潜力大

中国入境旅游虽起步较早，但是在长期发展过程中，其增速逐渐滞后于国内游与出境游，对 GDP 的贡献度亦相对有限。在中国入境游客源国结构方面，韩、日、俄构成近程核心客源国，美国为远程重要客源国，德国、澳大利亚等新兴市场有待加强拓展，中国占这些国家出境游市场的份额具有较大的提升空间。

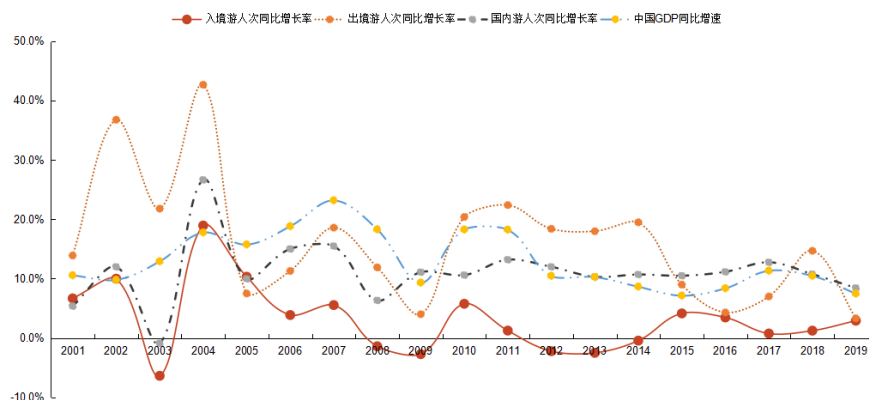
中国入境游市场的增长动能主要来自两方面：1) 免签政策红利持续释放，为入境游注入强劲的政策驱动力（我们通过分析海南案例，发现免签政策对海南省的入境游客流量具有显著的提振效应）；2) 中国传统文化与潮流文化加速出海，“以文促旅、以旅彰文”的文旅融合良性循环已现雏形，中国在全球范围内的吸引力逐渐增强。（我们通过分析土耳其案例，发现土耳其的电视剧出口在一定程度上拉动土耳其入境游发展）。

自 2023 年以来，中国入境游市场实现快速增长，入境游客人次从 2023 年的 8203 万人次增至 2024 年的 13190 万人次，同比增长 60.8%，入境游（国家外汇管理局口径）收入从 248 亿元增至 398 亿元，同比增长 60.5%。基于免签政策利好持续释放、文化出海逐渐加强，中国的入境游游客人次与旅游收入的增长态势有望延续，中国入境游发展的黄金时代已然来临。

1.1 中国入境游历史增速相对滞后，对 GDP 贡献较弱

从中国入境旅游人次与国内游、出境游人次对比来看，2001 年中国加入 WTO 后，国内游和出境游崛起较快，而入境游发展较为滞后。2001 至 2019 年，入境游人次增速基本跑输同期国内游人次增速、出境游人次增速与 GDP 增速。

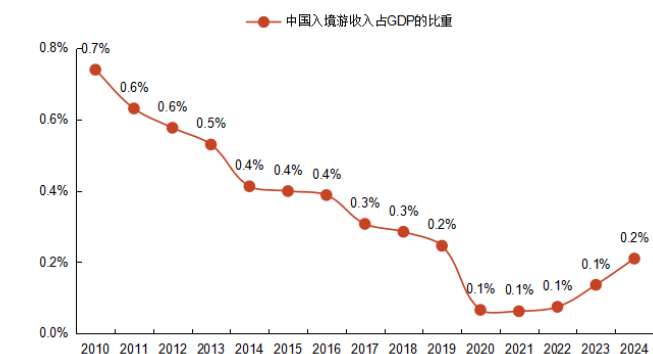
图 1：2001 至 2019 年中国三大旅游市场的人次增速与 GDP 增速对比



资料来源：中国旅游年鉴，wind，光大证券研究所；注：2014 年起出境游人次的统计口径由出境人数调整为出境旅游人数。

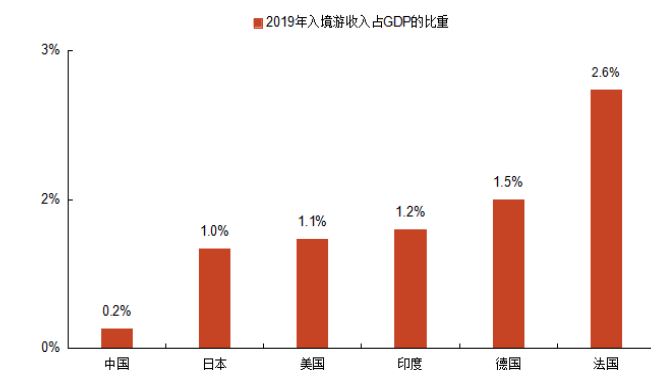
与全球主要经济体美国、日本、德国、印度、法国等相比，我国入境游收入占 GDP 的比重较低，仍有较大的提升空间。2019 年，中国入境游收入占 GDP 的比重仅为 0.2%，远低于日本（1.0%）、美国（1.1%）、印度（1.2%）、德国（1.5%）和法国（2.6%）。伴随中国免签政策利好、支付手段便捷化、酒店等旅游设施和服务水平提升，中国有潜力成为吸引中高端客源的国际旅游目的地，提升入境游对 GDP 的贡献度。根据中国旅游研究院的测算，中国的入境游收入占 GDP 的比重如果提升 0.5pcts，将增加约 1000 亿美元的国内消费。

图 2：2010-2024 年中国入境游收入占 GDP 的比重



资料来源：国家外汇管理局，光大证券研究所

图 3：2019 年中国入境游收入占 GDP 的比重与其他国家的对比

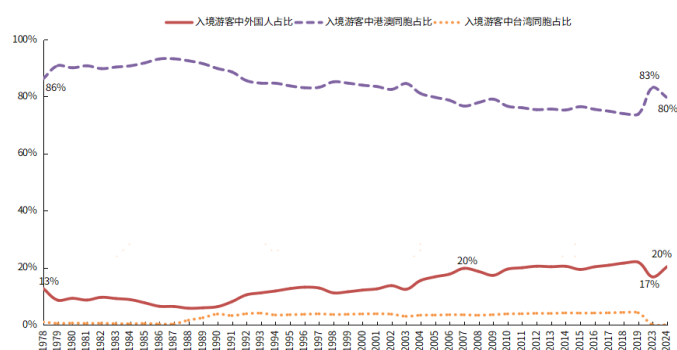


资料来源：中国旅游研究院《中国入境旅游发展年度报告 2023》，光大证券研究所

中国入境游收入占 GDP 比重较低的原因主要有以下三点：

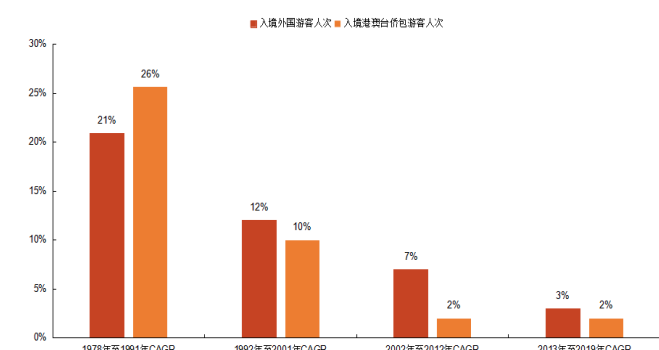
1) 停留时间较长、人均消费较高的外国游客人次占比低，停留时间较短、人均消费较低的港澳台游客人次占比高。中国入境旅游的客源可分为港澳台侨胞与外国人。从历年游客人次占比来看，港澳同胞占据绝对优势，其次为外国人，最后是台湾同胞。1978 年至 2007 年，入境游客中外国人占比从 13%提升至 20%，2007 年之后基本维持在 20%左右的水平。外国游客人次的复合增速虽然较快，但是由于体量远小于港澳同胞，因此对中国入境游收入的拉动作用有限。

图 4：入境游客中港澳同胞/外国人/台湾同胞占比



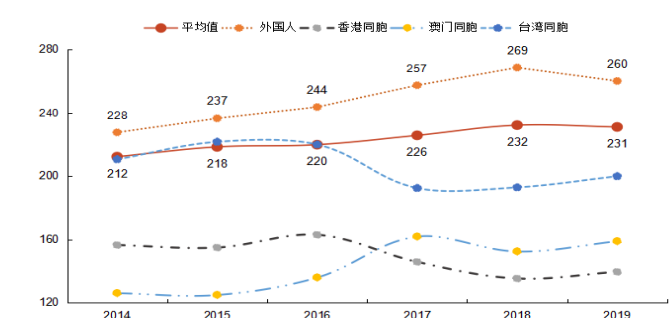
资料来源：《中国文化和旅游统计年鉴》，光大证券研究所

图 5：1978-2019 年各个阶段的入境外国游客人次与入境港澳台侨胞游客人次复合增速



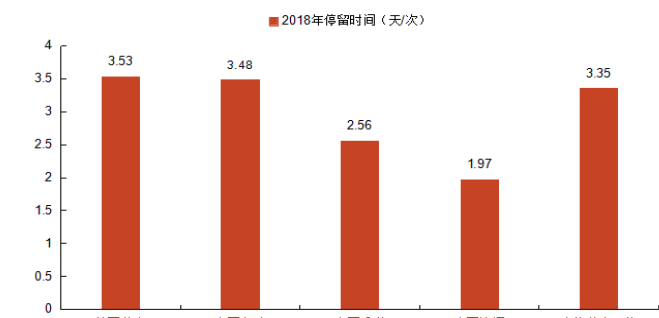
资料来源：《中国文化和旅游统计年鉴》，光大证券研究所；注：中国文旅部编纂的《中国文化和旅游统计年鉴》未公布 2020-2024 年入境游客来源、不同来源的入境游客花费、旅游目的等详细数据。

图 6：2014-2019 年不同来源的入境游客人均日花费（美元）



资料来源：《中国文化和旅游统计年鉴 2019》，光大证券研究所

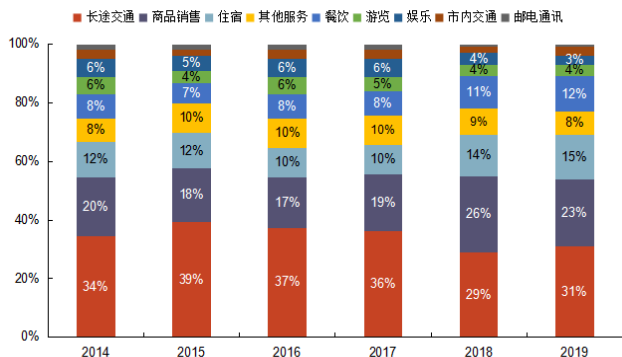
图 7：2018 年中国港澳台及外国游客停留时长分布



资料来源：联通手机信令数据，世界旅游联盟《2019 世界旅游联盟中国入境旅游数据分析报告》，光大证券研究所

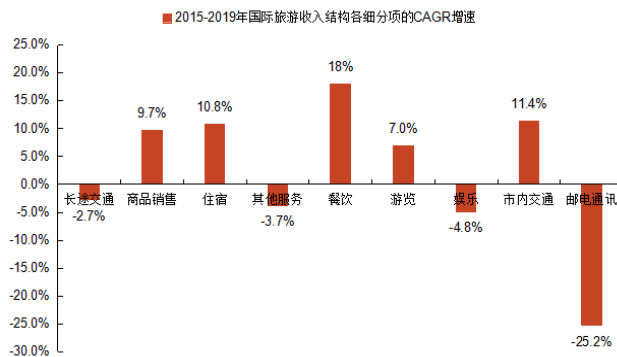
2) 入境游客的娱乐等非刚性需求的支出占比仍然较低。根据中国的入境游收入细分项, 2014 年至 2019 年, 游览的支出占比从 6% 下降至 4%, 娱乐的支出占比从 6% 下降至 3%。2015-2019 年二者的 CAGR 增速均处于较低的水平。

图 8: 2014-2019 年国际旅游收入各细分项占比



资料来源: ifind, 《中国文化文物和旅游统计年鉴》, 光大证券研究所

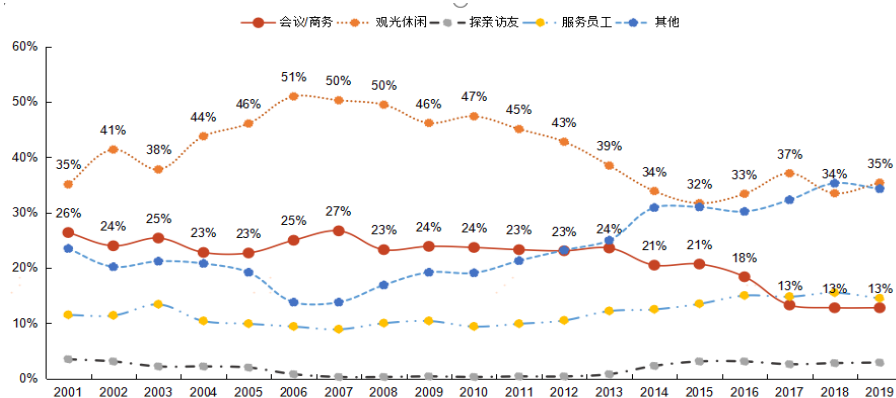
图 9: 2015-2019 年国际旅游收入各细分项的 CAGR 增速



资料来源: ifind, 《中国文化文物和旅游统计年鉴》, 光大证券研究所

3) 外国游客中, 以会议/商务为目的入境人次占比呈下降趋势。2001 年至 2019 年, 以会议/商务为目的入境的外国游客人次占比从 26% 下滑至 13%, 以观光为目的入境的外国游客人次占比呈冲高回落后基本稳定态势, 2019 年达 35%。

图 10: 2001-2019 年入境外国游客的目的



资料来源: 《中国文化文物和旅游统计年鉴》, 光大证券研究所

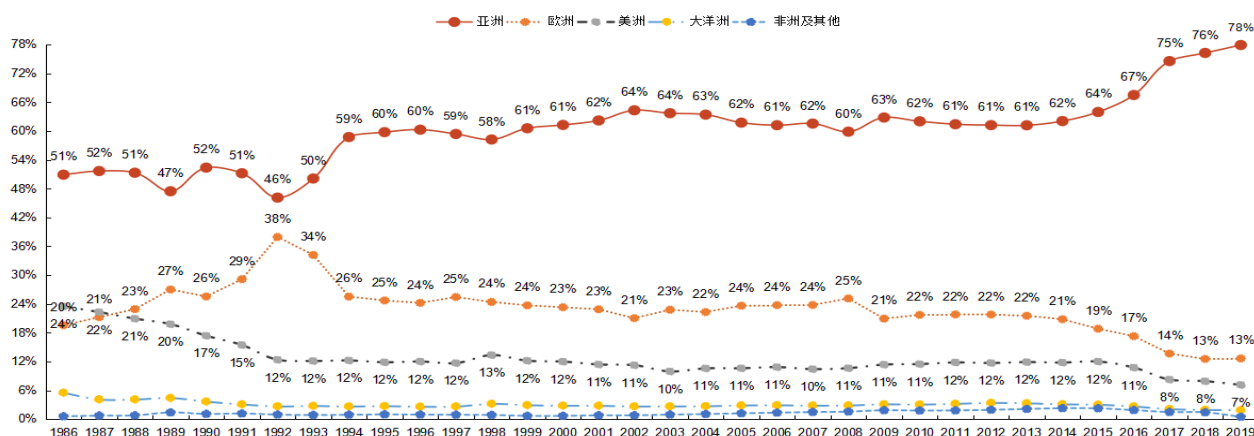
1.2 中国入境游市场存在较大发展潜力

中国入境游市场的增长空间巨大, 主要体现为中国在全球多数国家出境游市场的渗透率存在显著提升空间。以韩国为例, 韩国虽为中国的第一大入境游客源国, 但是中国尚未成为韩国的第一大出境游目的地, 仍然落后于日本。2017-2019 年, 在韩国的出境游市场, 赴华旅游的人次占比不到 20%。

1.2.1 亚洲是中国最重要的入境游客源市场

从洲际市场来看, 受益于文化相近、地理位置便利以及日韩、东盟等国经济发展等因素, 亚洲是中国重要的海外客源市场, 客源规模庞大且持续增长, 按入境游客人次统计, 1999 年至 2019 年, 亚洲市场的份额从 61% 增至 78%。欧洲是中国第一大远程客源市场, 受国际金融危机 (2008 年) 与欧债危机 (2012 年) 的影响, 2008 年之后其市场份额有所下滑。美洲是中国第二大远程客源市场, 客源规模虽有增长, 但是份额亦持续下降。大洋洲与非洲是中国的远程新兴客源地, 仍存在一定开发潜力。

图 11：中国入境游人次的洲际客源分布（剔除港澳台入境游客）



资料来源：《中国文物和旅游统计年鉴》，光大证券研究所；注：按入境游客人次统计；中国文旅部公布的《中国文物和旅游统计年鉴》未披露 2020-2024 年的入境游客源地数据

1.2.2 韩日俄是重要近程客源国，美国是最大的远程客源国

从国别占比来看，韩国、俄罗斯与日本是中国重要的近程客源国，美国是中国最大的远程客源国，德国、加拿大等国家的客源市场开发潜力较大。自 2010 年至 2019 年，韩国连续十年位居 TOP1，日本则长期稳居 TOP2。俄罗斯与美国交替位列 TOP3。

2013 年后，中国入境游客源地逐渐多元化，CR5 从 2013 年的 46.9% 逐渐降至 2019 年的 28.4%，CR10 则从 2013 年的 61.9% 逐渐降至 2019 年的 37.9%。头部客源国（韩国、日本等）的份额持续降低，原因在于在“一带一路”倡议引领下，中国入境游的客源国多元化趋势逐渐加强，缅甸、老挝、越南、蒙古等国家来华人员（包括边民）较多，导致分母——入境游客人次规模变大，拉低传统头部客源国份额。（严格意义上来说，边民与传统游客的性质不同，边民入境一般不以观光旅游为目的）。

表 1：2010-2019 年中国入境游前十大客源国与对应游客人次占比

排序	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
TOP1	韩国 (15.6%)	韩国 (15.4%)	韩国 (15.0%)	韩国 (15.1%)	韩国 (15.9%)	韩国 (17.1%)	韩国 (15.1%)	韩国 (9.0%)	韩国 (8.7%)	韩国 (9.1%)
TOP2	日本 (14.3%)	日本 (13.5%)	日本 (12.9%)	日本 (10.9%)	日本 (10.3%)	日本 (9.6%)	日本 (8.2%)	日本 (6.2%)	日本 (5.6%)	俄罗斯 (5.7%)
TOP3	俄罗斯 (9.1%)	俄罗斯 (9.4%)	俄罗斯 (8.9%)	俄罗斯 (8.3%)	美国 (7.9%)	美国 (8.0%)	美国 (7.1%)	俄罗斯 (5.5%)	美国 (5.2%)	日本 (5.6%)
TOP4	美国 (7.7%)	美国 (7.8%)	美国 (7.8%)	美国 (7.9%)	俄罗斯 (7.8%)	俄罗斯 (6.1%)	俄罗斯 (6.3%)	美国 (5.4%)	俄罗斯 (5.0%)	美国 (5.0%)
TOP5	马来西亚 (4.8%)	马来西亚 (4.6%)	马来西亚 (4.5%)	马来西亚 (4.6%)	马来西亚 (4.3%)	马来西亚 (4.1%)	马来西亚 (3.7%)	马来西亚 (2.9%)	马来西亚 (2.7%)	马来西亚 (2.9%)
TOP6	新加坡 (3.8%)	新加坡 (3.9%)	新加坡 (3.8%)	菲律宾 (3.8%)	新加坡 (3.7%)	菲律宾 (3.9%)	菲律宾 (3.6%)	菲律宾 (2.7%)	菲律宾 (2.5%)	菲律宾 (2.5%)
TOP7	菲律宾 (3.2%)	菲律宾 (3.3%)	菲律宾 (3.5%)	新加坡 (3.7%)	菲律宾 (3.7%)	新加坡 (3.5%)	新加坡 (2.9%)	新加坡 (2.2%)	新加坡 (2.0%)	新加坡 (2.1%)
TOP8	加拿大 (2.6%)	加拿大 (2.8%)	加拿大 (2.6%)	加拿大 (2.6%)	加拿大 (2.5%)	加拿大 (2.6%)	加拿大 (2.4%)	加拿大 (1.9%)	加拿大 (1.8%)	泰国 (1.8%)
TOP9	泰国 (2.4%)	德国 (2.3%)	泰国 (2.4%)	泰国 (2.5%)	德国 (2.5%)	泰国 (2.5%)	泰国 (2.4%)	泰国 (1.8%)	泰国 (1.7%)	加拿大 (1.6%)
TOP10	德国 (2.3%)	印度尼西亚 (2.2%)	德国 (2.4%)	德国 (2.5%)	泰国 (2.3%)	德国 (2.4%)	印度尼西亚 (2.0%)	印度尼西亚 (1.6%)	印度尼西亚 (1.5%)	印度尼西亚 (1.5%)
CR5	51.4%	50.7%	49.2%	46.9%	46.2%	45.0%	40.5%	28.9%	27.3%	28.4%
CR10	65.8%	65.3%	63.9%	61.9%	60.9%	59.8%	53.7%	39.1%	36.8%	37.9%

资料来源：《中国文物和旅游统计年鉴》，光大证券研究所；注：按入境游客人次统计；根据文旅部的年鉴，最新数据到 2019 年。

1.2.3 中国在其他国家出境游市场的渗透率尚低，存在提升空间

中国在全球多数国家的出境游市场的渗透率较低，存在提升空间。以近程客源国韩国为例，韩国虽为中国的第一大入境游客源国，但是中国尚未成为韩国的第一大出境游目的地。2017-2019 年，在韩国的出境游市场，赴华旅游的人次占比不到 20%。而以远程的德国、意大利为例，2019 年英国出境游 9308.6 万人次，赴华占比仅 0.66% (61 万人次)；意大利出境游 6220.7 万人次，赴华占比 0.45% (28 万人次)。

表 2：赴华游客占客源国出境总人数的比例

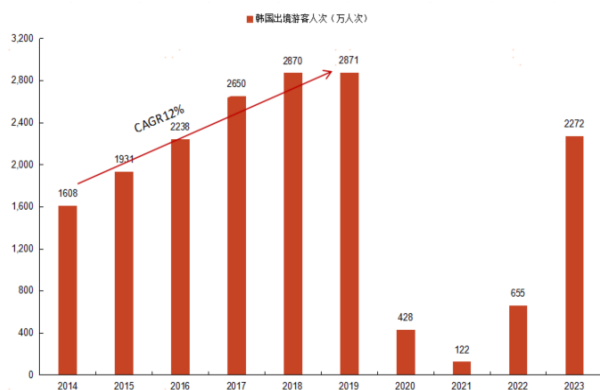
国家	2017 年总出境人次 (万人次)	2017 年赴华旅游人次 (万人次)	2017 年占比 (%)	2018 年总出境人次 (万人次)	2018 年赴华旅游人次 (万人次)	2018 年占比 (%)	2019 年总出境人次 (万人次)	2019 年赴华旅游人次 (万人次)	2019 年占比 (%)
韩国	2649.6	385.5	14.55%	2869.6	419.2	14.61%	2871.4	435	15.15%
日本	1788.9	268	14.98%	1895.4	269	14.19%	2008.1	268	13.35%
美国	8765.7	230.9	2.63%	9313.7	248.4	2.67%	9974.4	241	2.42%
俄罗斯	3962.9	234.5	5.92%	4196.4	241.4	5.75%	4533.0	272	6.00%
新加坡	988.9	94	9.51%	1037.8	97.8	9.42%	1071.1	101	9.43%
印度	2394.3	81.9	3.42%	2629.6	86.3	3.28%	2691.5	87	3.23%
加拿大	5463.2	80.5	1.47%	5634.0	85	1.51%	5615.7	78	1.39%
泰国	896.3	77.6	8.66%	996.6	83.3	8.36%	1044.6	87	8.33%
澳大利亚	1093.2	73.4	6.71%	1140.3	75.2	6.59%	1162.4	73	6.28%
德国	9240.2	63.4	0.69%	10854.2	64.3	0.59%	9953.3	62	0.62%
英国	8724.2	59.1	0.68%	9057.1	60.8	0.67%	9308.6	61	0.66%
法国	4426.5	49.4	1.12%	4806.9	50	1.04%	4927.6	49	0.99%
意大利	6004.2	28.0	0.47%	6119.5	27.8	0.45%	6220.7	28	0.45%

资料来源：《中国文化和旅游统计年鉴》，UNWTO，光大证券研究所。注：美国采取出境游中的过夜游客人次作为其总出境人数。

我们选取中国重要的近程客源国韩国，与重要的远程客源国美国做进一步分析。韩国出境游需求呈长期增长趋势，2014 年至 2019 年出境游人次从 1608 万人次增至 2871 万人次，CAGR 达到 12%；尽管疫情期间受挫，但是 2023 年出境游人次达到 2272 万人次，快速反弹到 2019 年的 79%，出境游需求韧性较强。从旅游目的地来看，日本是韩国人出境游的首选目的地，2019 年赴日旅游人次占比达到 19%，超过同期赴华旅游人次占比（15%）。

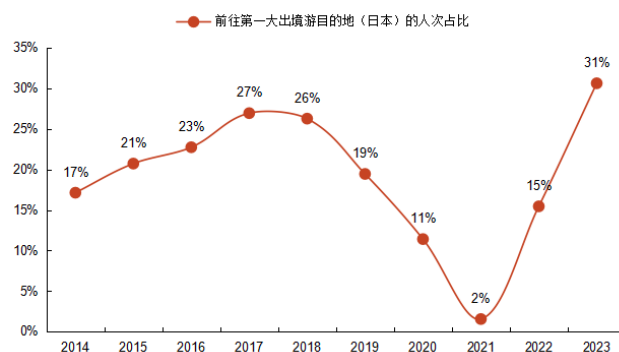
韩国是中国入境游的第一大客源国，同时中国也是韩国入境游的重要客源国，携程、众信等企业在韩布局酒店、地接社等资源，反过来形成中国入境游的揽客基础。2024 年 11 月中国对韩国公民实施免签政策，成为韩国赴华旅游人次增长的催化剂。根据韩国法务部，24 年 11 月至 25 年 1 月，韩国赴中国的游客达到 64.79 万人次，同比增长 60.6%。2024 年韩国赴中国内地的游客数量达 231 万人次，同比增长 115.6%。不过这一数字与韩国去日本旅游的人次仍有不小差距，根据日本国家旅游局（JNTO）数据，2024 年全年访日游客人数中，韩国游客达到 882 万人次。由此可见，中国在韩国出境游市场的渗透率仍有较大提升空间。

图 12：2014 年至 2023 年韩国出境游客人次



资料来源：韩国旅游年鉴，光大证券研究所；注：截至 2025 年 9 月，韩国旅游年鉴最新至 2023 年数据。

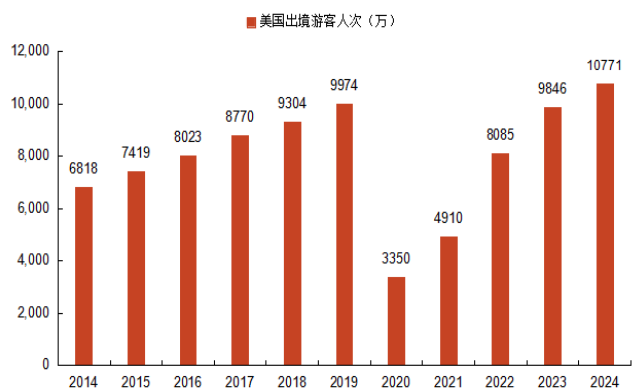
图 13：2014 年至 2023 年韩国赴日本旅游的人次占比



资料来源：韩国旅游年鉴，光大证券研究所

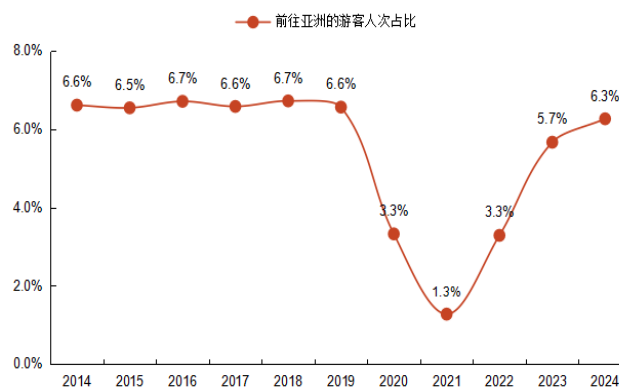
美国出境游客的旅游偏好是阳光海滩、城市探索、文化体验、运动探险、美食体验与拜访亲友，主要集中在 5 月-8 月、12 月出境旅游。2014 至 2019 年美国出境游客总规模从 6818 万人次增至 9974 万人次，CAGR 为 8%，增速稳健。2020-2021 年期间，受新冠疫情影响，出境游客规模大幅下降，2022 年起开始回升，2023 年其出境游客人次已基本恢复至 2019 年水平，2024 年已超过 2019 年的水平，达到 1.08 亿人次。根据美国国家旅游办公室发布的数据，按出境游客人次统计，2024 年美国游客出境旅游的前三大目的地分别是墨西哥（37.0%）、欧洲（20.6%）与加拿大（13.1%），前往亚洲的旅游人次仅占 6.3%，但疫情前常年保持在 6.6%左右。

图 14：2014 至 2024 年美国出境游客人次



资料来源：美国国家旅游办公室，光大证券研究所

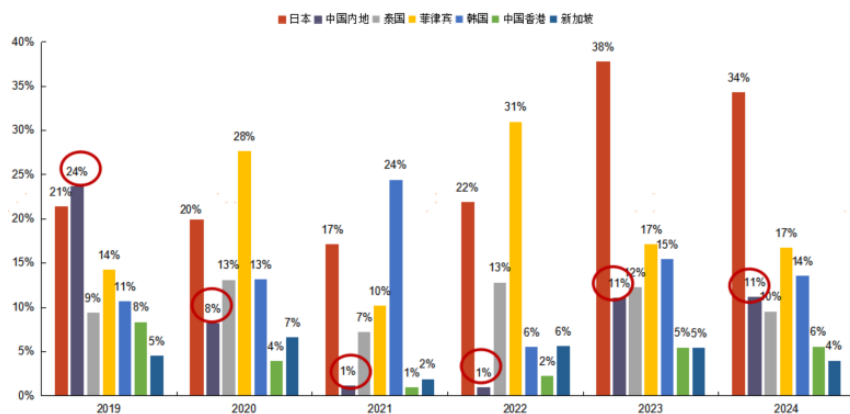
图 15：2014-2024 年美国出境游客前往亚洲游客人次占比



资料来源：美国国家旅游办公室，光大证券研究所

虽然亚洲的市场份额较为稳定，但是中国在亚洲的市场份额仍然具备提升空间。目前中国在吸引远程客源国时，面临着来自日本、韩国、泰国、菲律宾等周边国家的强力竞争。这些国家的旅游产品不仅与中国具有相似性，而且或有性价比的优势，在一定程度上导致中国的入境客源被分流。2024 年，美国赴亚洲旅游的游客中，有 34%前往日本，17%前往菲律宾，14%前往韩国，仅有 11%前往中国内地。未来随着航班恢复度提升，叠加入境游免签政策优化，中国在美国的出境游目的地的份额仍然有提升空间。

图 16: 2019-2024 年美国游客赴亚洲部分国家或地区的人次在赴亚洲总人次中的份额



资料来源：美国国家旅游办公室，光大证券研究所

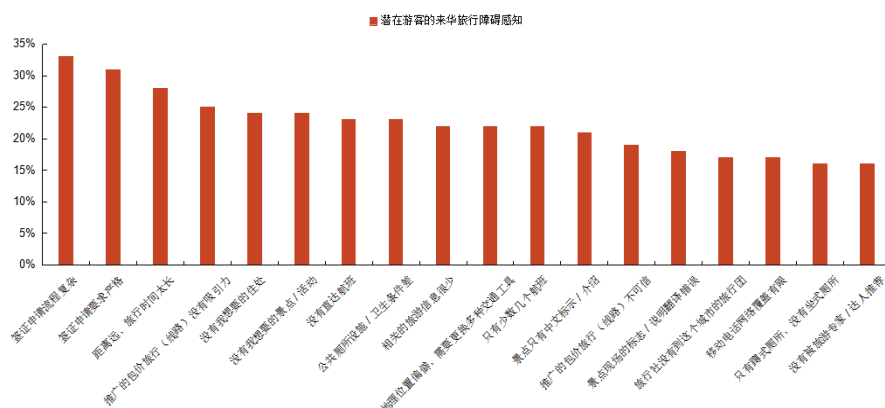
2、免签政策持续优化，促进入境游发展

中国入境游市场的增长动能主要来自两方面：1) 免签政策红利持续释放，为入境游注入强劲的政策驱动力（我们通过分析海南案例，发现免签政策对海南省的入境游客流量具有显著的提振效应）；2) 中国传统文化与潮流文化加速出海，“以文促旅、以旅彰文”的文旅融合良性循环已现雏形，中国在全球范围内的吸引力逐渐增强。（我们通过分析土耳其案例，发现土耳其的电视剧出口在一定程度上拉动土耳其入境游发展）。

2.1 海南优化入境免签政策，效果显著

2023 年之前，入境签证制度偏紧是制约中国入境游发展的重要因素之一。根据中国旅游研究院 2021 年的调研，来华旅游障碍感知中，排名前两位的均与签证相关，约 33% 的受访者认为签证申请流程复杂，约 30% 的受访者认为签证申请要求严格。

图 17: 2021 年潜在游客的来华旅行障碍感知



资料来源：中国旅游研究院，光大证券研究所

海南作为中国免签政策的改革前沿，其政策实践为全国提供了重要样本。海南是中国的第二大岛屿，具有怡人的热带滨海气候，自然和人文旅游资源禀赋较强，

不仅是传统度假胜地，亦是中国与全球最大的自贸港。海南作为中国较早实施入境游免签政策的省份，优化免签政策对其入境游市场具有巨大的提振作用。2023 年之前，其免签政策主要历经以下三个阶段（2023 年之后的相关政策将在后文展开）：

表 3：2023 年之前海南免签政策梳理

时间	免签证国家数量	免签证国家名单	免签适用范围	变化
2000 年 10 月 31 日	21	韩国、日本、俄罗斯、马来西亚、美国、新加坡、德国、泰国、英国、加拿大、法国、澳大利亚、印度尼西亚、瑞典、意大利、荷兰、西班牙、瑞士、奥地利、菲律宾、新西兰。	1) 5 人以上旅游团，且须经国家旅游局批准由海南省内注册的国际旅行社组团。 2) 在海南停留不超过 15 天。	
2010 年 8 月中旬	26	日本、新加坡、马来西亚、泰国、韩国、菲律宾、印度尼西亚、哈萨克斯坦、德国、英国、法国、奥地利、意大利、俄罗斯、乌克兰、瑞士、瑞典、芬兰、丹麦、挪威、西班牙、荷兰、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰。	旅游团	1) 增加芬兰、丹麦、挪威、乌克兰、哈萨克斯坦 5 国； 2) 对俄罗斯、韩国、德国 3 国的旅游团组团人数放宽至 2 人以上（含 2 人），免签证入境停留时间延长至 21 天； 3) 其他 23 国的旅游团组团人数仍需 5 人以上，免签证入境停留时间为 15 天。
2018 年 5 月 1 日	59	俄罗斯、英国、法国、德国、挪威、乌克兰、意大利、奥地利、芬兰、荷兰、丹麦、瑞士、瑞典、西班牙、比利时、捷克、爱沙尼亚、希腊、匈牙利、冰岛、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马耳他、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、爱尔兰、塞浦路斯、保加利亚、罗马尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、波黑、黑山、马其顿、阿尔巴尼亚、美国、加拿大、巴西、墨西哥、阿根廷、智利、澳大利亚、新西兰、韩国、日本、新加坡、马来西亚、泰国、哈萨克斯坦、菲律宾、印度尼西亚、文莱、阿联酋、卡塔尔、摩纳哥、白俄罗斯。	旅游团/个人	1) 新增 33 个国家； 2) 免签入境后停留时间从 15 天/21 天统一延长至 30 天； 3) 在保留旅行社邀请接待模式的前提下，团队免签放宽为个人免签，满足外国游客个人出行的需求。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所

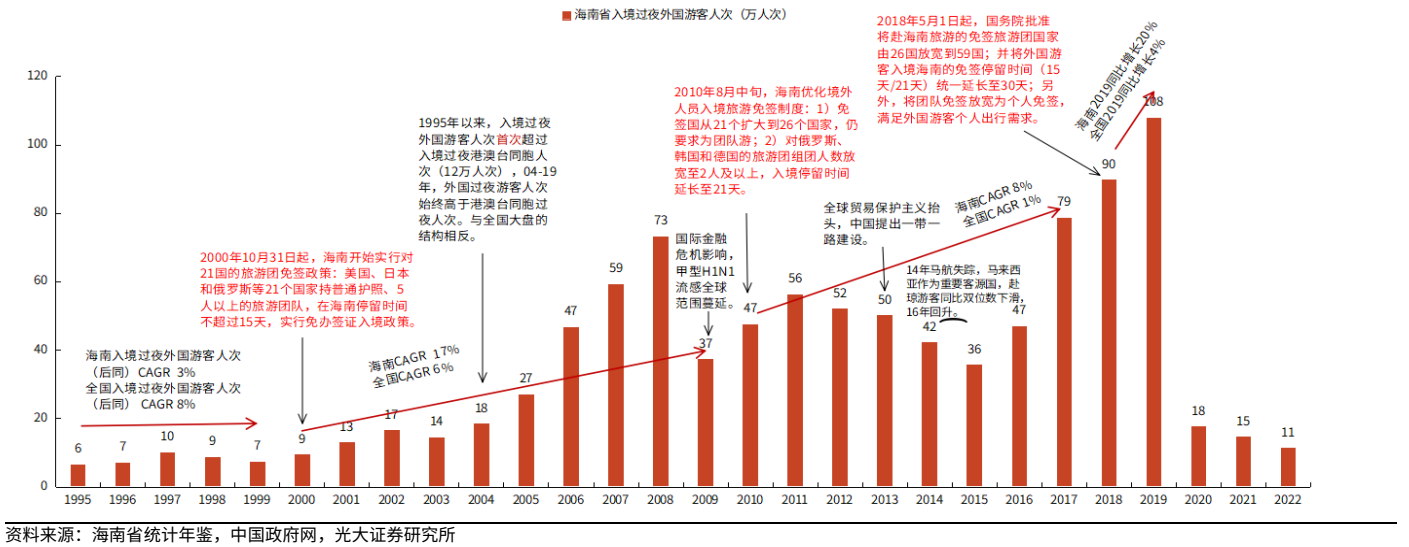
1995 至 1999 年是海南尚未实施入境免签政策的时期，入境过夜外国游客人次仅从 6 万增至 7 万，CAGR 为 3%，远低于同期全国入境过夜外国游客人次的复合增速。

2000 年 10 月起，海南实施针对 21 国旅游团的免签政策实施之后，有力拉动了海南省的入境旅游市场。2000 年-2009 年，入境过夜外国游客人次从 9 万增至 37 万，CAGR 达到 17%，而同期全国入境过夜外国游客人次 CAGR 仅为 6%；2004 年，入境过夜游客中，外国游客人次首次超过港澳台同胞游客人次；2001 年至 2009 年，60%的游客通过免签渠道进入海南省旅游。

2010 年，海南进一步优化入境游免签政策。2010 年至 2017 年，入境过夜游客人次从 47 万增至 79 万，CAGR 达到 8%，同期全国入境过夜外国游客人次 CAGR 仅为 1%。

2018 年，海南入境游的免签国扩大至 59 国，新增 10 余个欧美发达国家，并且将“一带一路”沿线的阿联酋、卡塔尔纳入免签范围；免签入境后停留时间延长至 30 天；在保留旅行社邀请接待模式的前提下，团队免签放宽为个人免签。一系列的入境免签政策优惠很大程度上促进了入境游市场增长，2019 年海南入境过夜外国游客人次突破 100 万，同比增长 20%，而同期全国入境过夜外国游客人次同比仅增长 4%。

图 18：1995 年至 2022 年海南省入境过夜外国游客人次（万人次）



2023 年 3 月，海南恢复实施 59 国人员入境旅游免签政策，入境游市场反弹迅速。2023 年入境外国游客人次达到 41 万人次，同比增长 263%。海南免签入境人数从 23 年 4 月的 2000 余人次增至 24 年 12 月的近 2 万人次。

2024 年，海南进一步优化入境免签政策，先后出台扩大 59 国人员免签入境海南事由、港澳外国旅游团入境海南 144 小时免签政策，收效显著。2024 年通过免签入境海南的外国游客人次同比增长 283%，达到 38 万人次，占入境外国旅客总数的 85%。

表 4：2024 年以来海南入境游免签政策进一步优化

时间	免签证国家数量	优化内容	变化与意义
2024 年 2 月	59 国（与原先相同）	扩大免签入境海南的事由，允许 59 国人员因商贸、访问、探亲、医疗、会展、体育竞技等需要（工作、学习事由除外）免签入境海南停留不超过 30 天。	原先的免签入境事由是旅游。海南自由贸易港建设进一步提速。
2024 年 7 月	—	与中国建交国家的公民持普通护照到香港、澳门后，经在香港、澳门合法注册的旅行社组团（2 人及以上）入境海南与开放水平更高的港澳旅游，可免办签证停留不超过 144 小时。	原先需由海南省内注册的国际旅行社组团。入境海南与开放水平更高的港澳旅游市场进一步融合，可享受港澳市场入境客流。

资料来源：海南政府官网，光大证券研究所

2.2 中国免签政策红利持续释放，促进入境游客流增长

海南的实践表明免签政策是入境游发展的“杠杆解”——通过短期政策刺激，能快速激活国际旅客流量。由此，中国从过境免签政策、单方面免签政策与互惠政策三方面入手，逐渐加强开放型旅游强国的建设。

2000 年至 2025 年，中国过境免签政策不仅将入境者的停留时间从 72 小时扩展至 240 小时，适用国家从最初 10 余国扩展至 55 国，并且极大地扩大了过境游客的允许活动范围，过境游客对区域经济发展的促进作用逐步放大。

表 5：2000 年至 2025 年 6 月中国入境游过境免签政策

阶段	时间	过境免签政策
局部试点阶段	2000 年	上海试点实施针对 20 国公民的 48 小时过境免签，推动长三角区域国际中转便利化。
72 小时过境免签扩展阶段	2013 年	北京、上海、杭州、南京等城市陆续获批实施 72 小时过境免签，覆盖京津冀和长三角部分区域。
	2016 年 1 月	江浙沪三省市联动，对 51 国实行 144 小时过境免签，首次实现跨省级行政区停留，覆盖上海、南京、杭州等口岸。
	2017 年 12 月	京津冀地区对 53 国实施 144 小时过境免签，促进区域旅游联动。
144 小时过境免签创新阶段	2018 年 1 月	辽宁省对 53 国实施 144 小时过境免签，覆盖沈阳、大连等口岸，推动东北地区开放。
	2019 年 1 月	新增厦门、青岛、武汉、成都、昆明 5 个城市，对 53 国实施 144 小时过境免签，扩大中西部覆盖范围。
	2019 年 5 月	广东省全面实施 144 小时过境免签，覆盖广州、深圳等口岸，助力粤港澳大湾区入境旅游。
	2023 年 11 月	我国对挪威公民实施 72/144 小时过境免签政策。至此，中国 72/144 小时过境免签政策适用国家范围增至 54 国。至此，中国长沙、哈尔滨、桂林 3 个城市实施 72 小时过境免签政策；北京、天津、石家庄、秦皇岛、上海、南京、杭州、宁波、广州、深圳、揭阳、沈阳、大连、青岛、重庆、成都、西安、厦门、武汉、昆明 20 个城市实施 144 小时过境免签政策。
	2024 年 7 月	中国 144 小时过境免签政策适用口岸增至 37 个，扩大在河南、云南实施 144 小时过境免签政策。进一步便利国际中转。
政策持续优化，24 年全面放宽优化过境免签政策		将过境免签外国人在境内停留时间由原 72 小时和 144 小时均延长为 10 天，即实行 240 小时过境免签。
	2024 年 12 月	新增 21 个口岸为过境免签人员出入境口岸，从原来的 39 个口岸增加至 60 个口岸。新增 21 个口岸中，7 个位于中西部地区，14 个位于沿海地区。适用省份总数从 19 个增加至 24 个，新增的 5 个省份为山西、江西、安徽、贵州、海南。
		停留区域扩大：安徽、海南、贵州全省开放；山西、江西部分城市开放；福建、湖北、陕西全域开放。
	2025 年 6 月	我国对印度尼西亚公民实施 240 小时免签政策。至此，中国 240 小时过境免签政策适用国家扩展至 55 国。

资料来源：中国政府网，中国外交部官网，国家移民管理局官网，宋昌耀、贾然、厉新建《过境免签政策与入境旅游增长——基于 PSM-DID 方法的分析》，光大证券研究所。

2023 年 12 月起，中国逐渐加大单方面免签政策的力度，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国持普通护照人员试行单方面免签。2023 年 12 月，法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国入境中国的人次达到 21.4 万人次，环比增长 28.5%，其中持普通护照免签入境的人数占同期 6 国入境总人数的 55.1%。从入境事由来看，免签入境人员中有 77.3% 的人员以观光休闲和从事商务活动为目的。24 年春节期间，来自法国、德国、马来西亚等可免签入境中国的游客增长明显，春节入境游订单总量较 2019 年同期增长 100%。根据国家移民管理局，25 年 1-8 月，中国免签入境外国人 1589 万人次，占入境外国人的 62.1%，同比增长 52.1%。截至 25 年 9 月 15 日，中国对欧洲 33 国、大洋洲 2 国、亚洲 7 国以及南美洲 5 国，共计 47 个国家实施单方面免签¹。

表 6：2003 年 2025 年 9 月的中国单方面免签政策

阶段	时间	过境免签政策
小范围单方面免签	2003 年	中国对新加坡、文莱和日本实施为期 15 天的单方面免签政策。
	2023 年 7 月	中国恢复对新加坡、文莱持普通护照来华经商、旅游观光、探亲访友和过境人员 15 天入境免签政策。
加大力度进行单方面	2023 年 12 月	中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国实施单方面免签入境政策。
	2024 年 3 月	中国扩大免签国家范围，对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 6 个国家持普通护照人员试行免签政策。2024 年 3 月 14 日至 11 月

¹ 欧洲 (33 国)：法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡、波兰、斯洛文尼亚、葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、俄罗斯。大洋洲 (2 国)：澳大利亚、新西兰。亚洲 (7 国)：文莱、韩国、日本、沙特、阿曼、科威特、巴林。南美洲 (5 国)：巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭。原网址：<https://www.nia.gov.cn/n741440/n741577/c1731154/content.html>。

	30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024 年 5 月	中国延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 12 个国家免签政策至 2025 年 12 月 31 日。上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。
2024 年 6 月	中国扩大免签国家范围，对新西兰、澳大利亚、波兰 3 个国家持普通护照人员试行免签政策。2024 年 7 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024 年 9 月	中国扩大免签国家范围，对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行免签政策。2024 年 10 月 15 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。
2024 年 11 月 2 日	中国决定扩大免签国家范围，对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策。2024 年 11 月 8 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024 年 11 月 22 日	中国扩大免签国家范围，自 2024 年 11 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日，对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。并进一步扩大免签入境事由，将交流访问纳入免签入境事由，将免签停留期限自 15 日延长至 30 日。至此，自 2024 年 11 月 30 日起，中国对 38 个国家进行单方面免签，38 个国家的持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过 30 天，可免办签证入境。
2025 年 5 月 15 日	中国进一步扩大免签国家范围，自 2025 年 6 月 1 日起至 2026 年 5 月 31 日，对巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭持普通护照人员试行免签政策。这是中国单方面免签“朋友圈”首次拓展到拉美和加勒比地区的国家。
2025 年 5 月 28 日	中方决定扩大免签国家范围，自 2025 年 6 月 9 日至 2026 年 6 月 8 日，对沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员试行免签政策。中国已实现对海合会国家免签“全覆盖”
2025 年 9 月 2 日	中方决定扩大免签国家范围，自 2025 年 9 月 15 日至 2026 年 9 月 14 日，对俄罗斯持普通护照人员试行免签政策。俄罗斯持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过 30 天，可免办签证入境。

资料来源：中国政府网，中国外交部官网，国家移民管理局官网，光大证券研究所搜集梳理。

2024 年，中国同新加坡、泰国、哈萨克斯坦等 6 个国家签署互免签证协定。截至 2025 年 6 月底，中国已同全球 27 个国家实现全面互免签证。但是与中国实现全面互免签证的国家，人口资源与经济实力较强的国家较少，阿联酋、卡塔尔、新加坡、泰国与马来西亚的挖掘潜力较大。

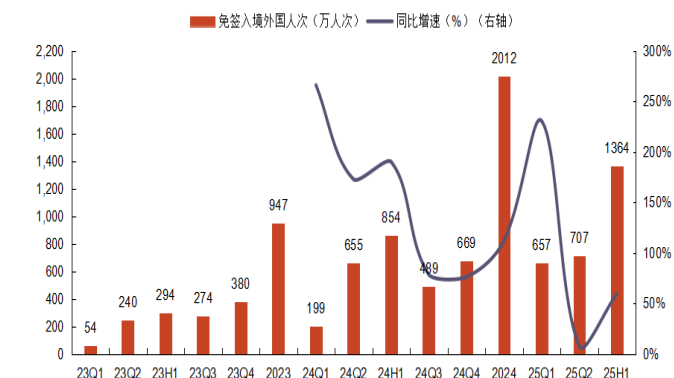
表 7：截至 25 年 6 月底，与中国实现全面互免签证的国家名单

洲际	数目	名单
亚洲	10 个	阿联酋、哈萨克斯坦、卡塔尔、马尔代夫、新加坡、泰国、亚美尼亚、格鲁吉亚、阿塞拜疆、马来西亚。
欧洲	3 个	阿尔巴尼亚、波黑、白俄罗斯、圣马力诺。
美洲	7 个	安提瓜和巴布达、巴巴多斯、巴哈马、多米尼克、格林纳达、苏里南、厄瓜多尔。
大洋洲与非洲	7 个	斐济、所罗门群岛、汤加、塞舌尔、毛里求斯。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所搜集梳理

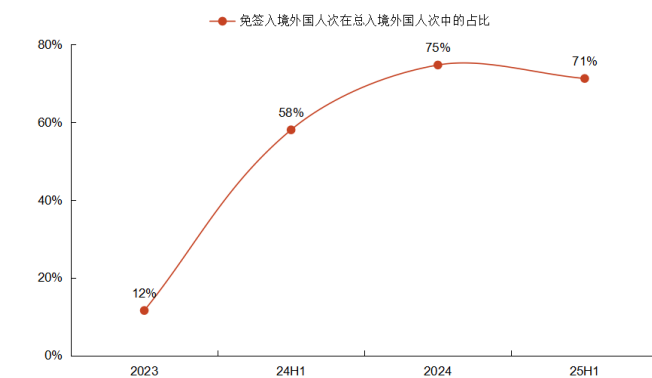
总体来看，中国自 2023 年以来的一系列免签政策优化，不仅拓展了对远、近程客源国的覆盖，亦加强了对东南亚人口大国以及发达国家的覆盖，在一定程度上弥补了以前的客源国短板，对中国入境游客人次增长起到较大的促进作用。2024 年各个季度的免签入境外国人次均维持同比高增，在总入境外国人次中的占比亦提升较快，24 年中国免签入境的外国人次达到 2012 万人次，同比增长 112.3%，占总入境外国人次的比例达到 75%。25 年 H1，免签入境外国人次达到 1364 万人次，同比增长 53.9%，占总入境外国人次的比例达到 71.2%。24 年与 25H1 中国的入境游收入分别达到 397/243 亿美元，对比美国来看，仍有巨大的提升空间。

图 19: 2023 至 2025 年各个季度/半年/完整年免签入境外国人次



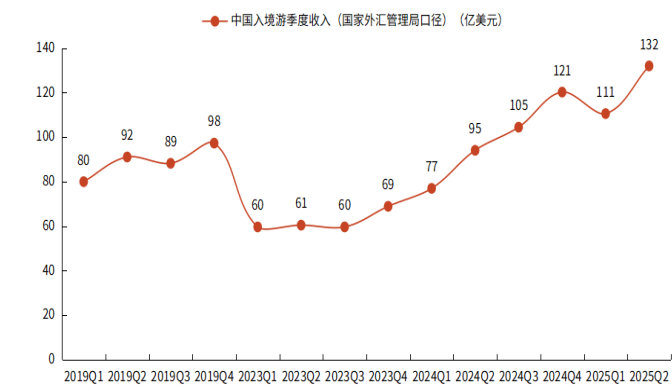
资料来源：中国移民管理局，光大证券研究所搜集整理

图 20: 2023 至 2025 年半年/完整年免签入境外国人次占比



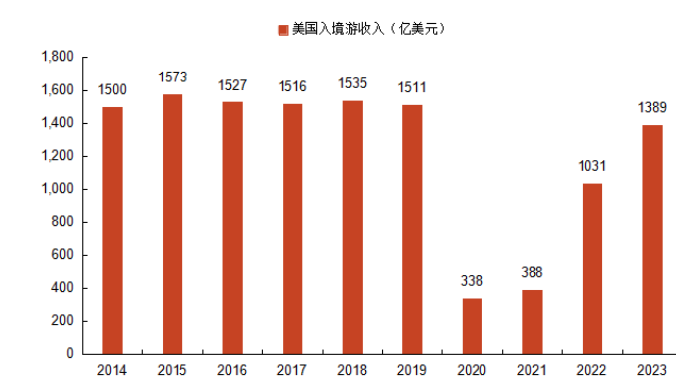
资料来源：中国移民管理局，光大证券研究所搜集整理

图 21: 2019/2023/2025 年各季度入境游收入（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局，光大证券研究所

图 22: 2014-2023 年美国入境游收入（亿美元）



资料来源：美国国家旅游办公室，光大证券研究所；注：此处的美国入境游收入剔除了以教育为目的的入境游客带来的旅游收入、入境游客的航空开支。

3、文化出海增强，为入境游增长打下长期基础

“以文促旅，以旅彰文”，文化赋予旅游差异化和深度，旅游为文化提供生命力与传播力。文化出海有助于提升一个国家的国际形象与国际影响力，促使文化受众转变为游客，对入境游的增长具有长期的拉动作用。

3.1 优秀文化出海拉动入境游的案例——土耳其

土耳其地处欧亚大陆交汇处，拥有丰富历史文化遗产，在全球文化舞台上占据重要地位，电视剧是土耳其推动文化出海的先锋军。根据土耳其《每日新闻报》，2022 年超 100 部土耳其电视剧（简称“土剧”）在全球 150 多个国家播出，累计观众数量超过 7 亿。根据土耳其统计局，2008 年至 2023 年，土耳其视听媒体类产品的出口额从 2.94 亿里拉增至 285.2 亿里拉。根据《日经亚洲》，2018 年，土耳其电视剧出口量超越美国，位居全球榜首，占全球进口电视剧市场份额的 25%。2020 年，土耳其的电视剧出口额达 5 亿美元，稳居全球第二。

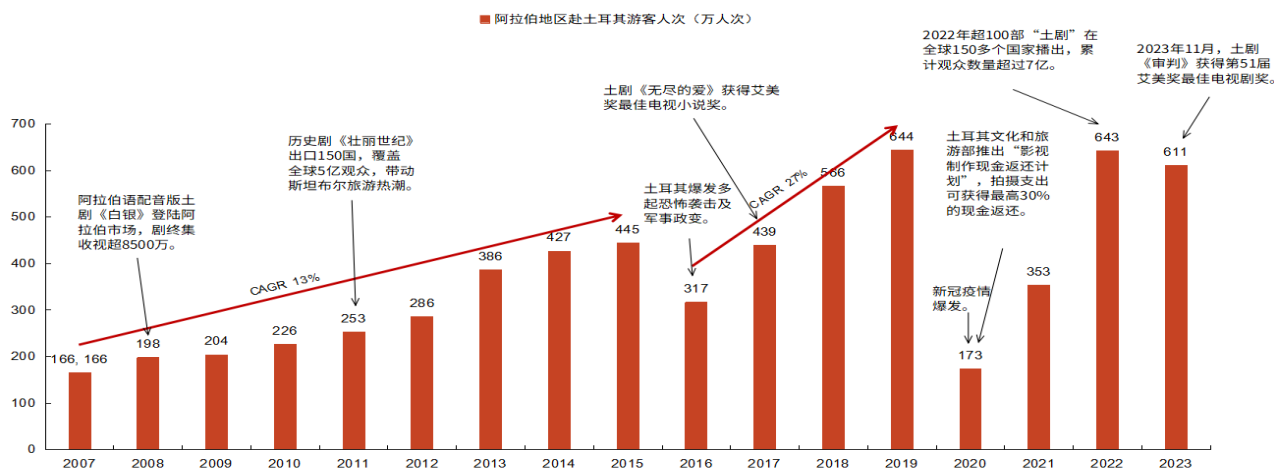
图 23：2008 年至 2023 年土耳其视听媒体类文化产品出口额



资料来源：土耳其统计局，光大证券研究所

土耳其电视剧在海外市场，尤其是阿拉伯地区收获的观众，在一定程度上被转化为入境游客。通过电视剧的剧情叙事，在一定程度上增强了土耳其文化和自然景观对观众的吸引，从而推动土耳其旅游实现“以文促旅，以旅彰文”良性循环。

图 24：2007-2023 年阿拉伯地区赴土耳其的旅游人次

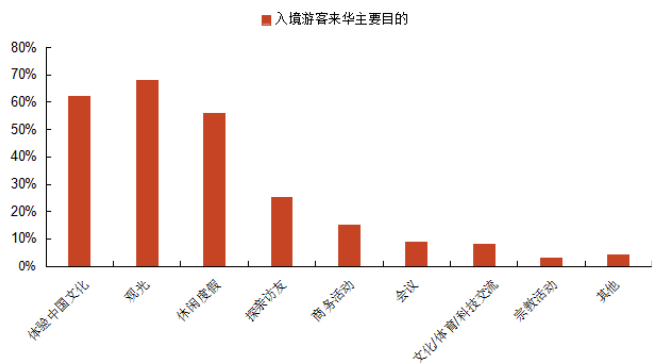


资料来源：土耳其统计局，《环球时报》，央广网，澎湃新闻，《文摘报》，光大证券研究所；

3.2 中国文化走向世界，助力入境游拓展更多客源

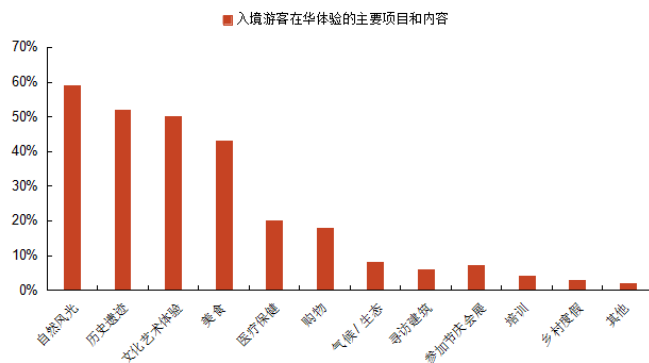
根据中国旅游研究院 2023 年的调查，除了观光、休闲度假这种基础性的旅游目的外，超过 60%的受访者将体验中国文化作为来华旅行的主要目的，43%的受访者希望在中国体验美食，美食亦是中国文化的载体之一。

图 25：2023 年入境游客来华主要目的



资料来源：中国旅游研究院入境游客满意度专项调查（2023），《中国入境旅游发展年度报告 2023》，光大证券研究所

图 26：2023 年入境游客在华体验的主要项目和内容



资料来源：中国旅游研究院入境游客满意度专项调查（2023），《中国入境旅游发展年度报告 2023》，光大证券研究所

根据中国新闻网报道,横店影视城 2024 年接待外国游客数量同比增长近 10 倍。2024 年 12 月,春节被正式纳入世界非物质文化遗产,全球影响力扩大,2025 年携程 Trip.com 平台上,“灯会”、“庙会”与“戏剧”等非遗相关项目门票销售同比去年增长近 750%。25 年 3 月,由国家电影局、中央广播电视总台主办的“跟着电影游中国”活动参与了柏林国际旅游交易会,进一步扩大文化对旅游的赋能。

图 27：2025 年 Trip.com 平台非遗相关项目门票销售同比大幅增长



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

图 28：“跟着电影游中国”活动参与柏林国际旅游交易会



资料来源：央视新闻，光大证券研究所

从我国文化产品出口情况来看,2015—2022 年,美国始终占据我国出口市场规模首位,日本、韩国、荷兰、英国等国家也频繁出现在前十榜单中。从出口金额来看,韩国 2015-2022 年长期居于中国文化产品出口市场前十,其中 2021 年位居第七,我国 2021 年向韩国文化产品的出口金额达 31.09 亿美元;日本则持续位列出口市场前五,且出口金额逐年稳定增长,尤其在 2022 年同比增长 36%至 73.2 亿美元;美国更在 8 年内连续位居我国文化产品出口市场首位,出口金额呈波动上升趋势。

与此同时,入境游数据中,韩国、日本、美国亦是重要的入境游客源国。这种文化出口和入境游客源国的重合并非偶然。文化产品作为中国文化的载体,输出至海外市场后,帮助当地受众感知中国文化内核,使得受众对文化内容的兴趣逐渐延伸至对中国实景文化的探索欲,推动其转化为入境游客。

表 8：2015-2022 年中国文化产品前十五位出口市场（单位：亿美元）

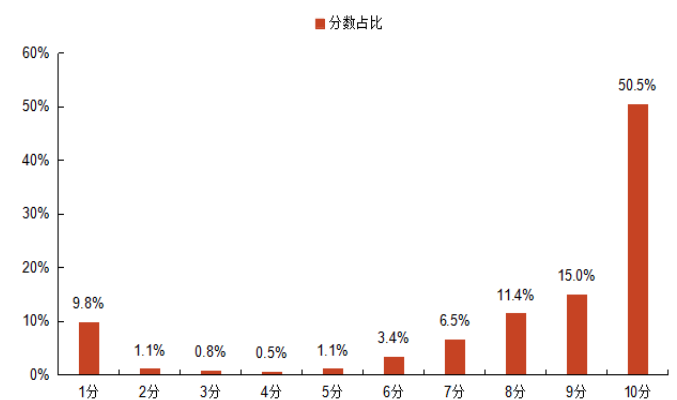
排名	2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022	
	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额	国别 (地区)	累计金额
1	美国	240.47	美国	227.76	美国	273.35	美国	282.68	美国	264.87	美国	268.83	美国	429.46	美国	501.41
2	中国香港	224.93	中国香港	157.97	中国香港	122.97	中国香港	144.09	中国香港	143.97	中国香港	121.37	中国香港	195.08	中国香港	160.03
3	英国	36.37	荷兰	41.95	荷兰	48.18	荷兰	44.63	英国	49.46	英国	50.17	荷兰	65.27	荷兰	83.75
4	荷兰	35.03	英国	35.03	英国	40.59	英国	40.13	荷兰	46.52	荷兰	44.39	英国	65.15	日本	73.20
5	日本	29.16	日本	30.47	日本	38.98	日本	39.54	日本	38.34	日本	42.23	日本	53.91	英国	64.95
6	德国	26.29	德国	22.17	德国	28.16	德国	28.65	德国	33.57	德国	31.12	德国	47.21	德国	48.42
7	新加坡	16.94	加拿大	18.30	加拿大	19.90	印度	23.85	加拿大	24.47	加拿大	25.81	韩国	31.09	澳大利亚	38.99
8	加拿大	15.03	韩国	15.50	印度	17.66	加拿大	21.34	印度	20.64	新加坡	23.98	澳大利亚	28.71	韩国	38.63
9	韩国	13.52	澳大利亚	15.08	澳大利亚	17.50	澳大利亚	18.62	新加坡	20.26	澳大利亚	21.83	加拿大	26.48	墨西哥	34.71
10	澳大利亚	12.92	新加坡	15.07	韩国	14.23	韩国	14.09	澳大利亚	19.33	韩国	20.30	墨西哥	23.02	越南	33.82
11	菲律宾	12.22	菲律宾	12.57	西班牙	12.66	俄罗斯	13.07	马来西亚	17.02	俄罗斯	20.14	法国	22.53	马来西亚	32.76
12	印度	11.65	印度	12.19	新加坡	12.36	意大利	12.51	韩国	16.50	马来西亚	16.75	马来西亚	22.51	加拿大	29.02
13	法国	10.70	阿联酋	12.05	阿联酋	12.25	法国	12.32	意大利	15.88	越南	16.44	俄罗斯	22.10	印度	27.85
14	意大利	10.49	意大利	10.02	俄罗斯	11.88	西班牙	12.08	西班牙	15.23	印度	14.45	意大利	19.00	意大利	26.75
15	马来西亚	9.76	法国	9.47	意大利	11.78	墨西哥	11.77	墨西哥	15.09	法国	14.09	西班牙	18.09	法国	24.01

资料来源：海关总署，商务部服贸司，光大证券研究所

随着中国网络文学、短剧和游戏的出海力逐渐增强，以及以泡泡玛特为代表的文化创意产品风靡海外，未来中国文化的全球吸引力将进一步增强，有望吸引更多的入境游游客，达到“以文促旅，以旅彰文”的良性循环。

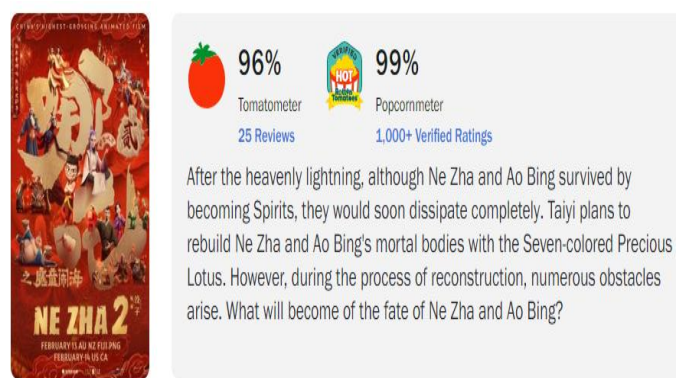
25 年 2 月 14 日，《哪吒之魔童闹海》在北美上映，取得优秀成绩。截至 2025 年 7 月 7 日，美国本土观影者在 IMBD 平台上给《哪吒之魔童闹海》（以下简称《哪吒 2》）的综合评分为 8.1/10，其中 50.5%的观影者给出满分。在烂番茄上，《哪吒 2》的番茄指数达到 96%，“爆米花指数”高达 99%，表明 99%的观众对《哪吒 2》给出正面评价。

图 29：50.5%的美国观影者给《哪吒 2》打出满分



资料来源：IMDb，光大证券研究所

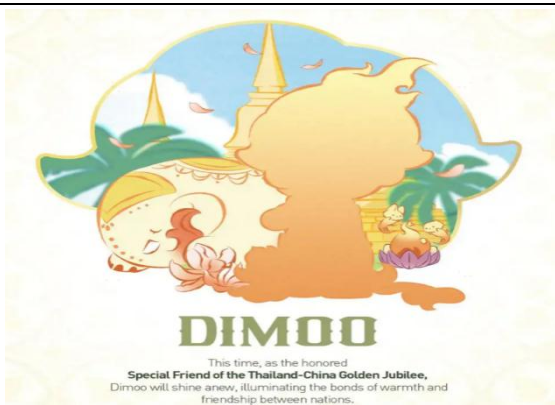
图 30：《哪吒 2》的番茄指数达到 96%，爆米花指数高达 99%



资料来源：rottentomatoes，光大证券研究所；注：一部影片获得的正面影评达到一定比例（通常是 60%及以上），则该影片的番茄指数就会显示为“新鲜（Fresh）”，用红色番茄图标表示，番茄指数反映专业影评人的评价；爆米花指数指普通观众对影片的评价，越高表明评价越好。

文化创意产业方面，潮流玩具龙头——泡泡玛特 2025 年上半年，海外地区营收同比增长 440%，占比达到 40%。以 LABUBU 为代表的潮流 IP 风靡泰国，成为当地著名的流行文化符号，深入普通民众生活，例如 LABUBU 立牌被泰国学校摆在门口。2024 年 11 月，泰国外交部授予泡泡玛特旗下另一个 IP——DIMOO “中泰建交 50 周年特邀挚友”的荣誉称号，作为两国建交纪念活动的官方 IP 形象。承载中国文化创意的特色 IP 成为影响力日益增长的“国际友人”，在一定程度上有助于增强中国对泰国游客的吸引力，拉动入境游增长。根据澎湃新闻 2025 年 4 月 5 日的报道，已有泰国旅行团将位于上海的泡泡玛特全球旗舰店作为旅游打卡点。

图 31：DIMOO 荣获“中泰建交 50 周年特邀挚友”称号



资料来源：上海证券报，光大证券研究所

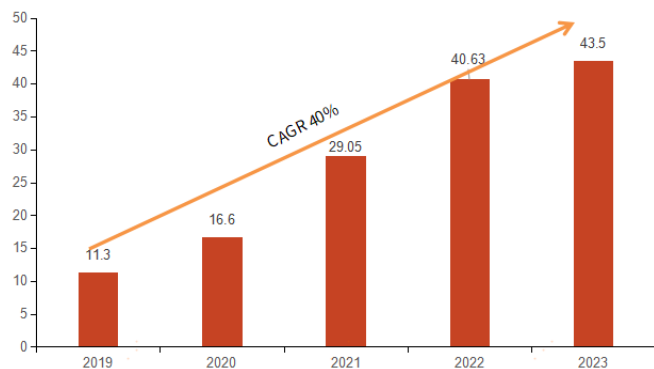
图 32：泰国小学门口用于吸引学生上学的 Labubu 立牌



资料来源：新浪财经，光大证券研究所

从网络文学来看，中国网络文学已形成规模化出海生态。根据中国音像与数字出版协会，2023 年中国网络文学行业海外市场营收规模达到 43.50 亿元，同比增长 7.1%。2023 年中国网络文学出海作品总量约为 69.58 万部（种），同比增长 29.0%。网文改编剧《庆余年》、《与凤行》等在海外市场亦具有较高热度，《庆余年》登陆了包括韩国在内的全球 27 个国家或地区的新媒体平台和电视台，根据《凰权》改编的电视剧《天盛长歌》成为 Netflix 最高级别预购的第一部中国古装剧，被翻译成十几种语言。

图 33：2019-2023 年中国网络文学海外市场规模（亿元）



资料来源：北京和文旅发展研究院、新华网文化产业研究院、北京七九八文化科技有限公司《中国文化产业和旅游业年度研究报告 2024》，光大证券研究所

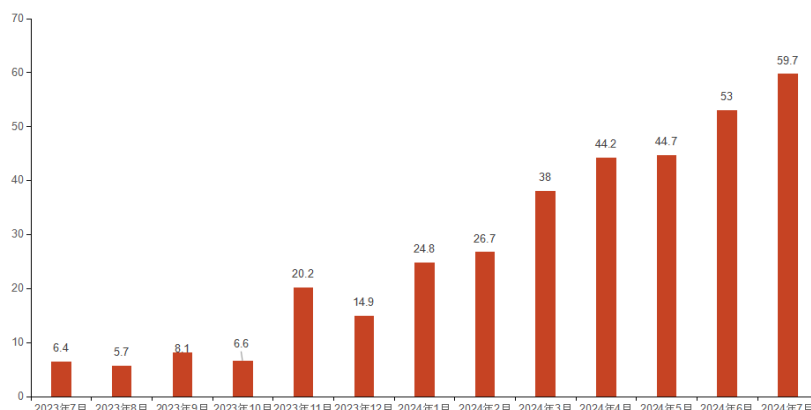
图 34：中国网文的改编剧风靡全球



资料来源：中国音像与数字出版协会《2024 中国网络文学出海趋势报告》，光大证券研究所

短剧方面，2022 年中国短剧开始探索海外市场，“三分钟一集”的轻量化叙事逐渐收获部分海外用户。中国短剧出海规模在 2023 年 7 月至 2024 年 7 月期间，由 640 万美元迅猛增长至 5970 万美元。

图 35：2023 年 7 月至 2024 年 7 月中国短剧出海规模（百万美元）



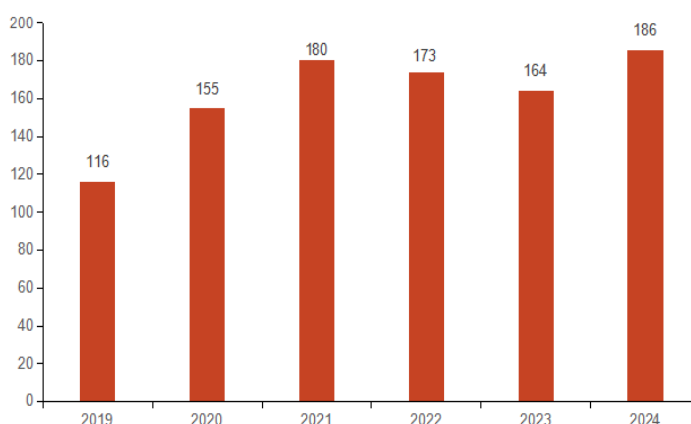
资料来源：点点数据，光大证券研究所

网文改编剧、短剧均在一定程度上激发受众对中国的向往，为中国入境游进行全球宣传，带动入境游发展。

与此同时，网络游戏出海发展势头较快。2019 年至 2024 年，中国自主研发游戏的海外销售收入从 116 亿美元增至 186 亿美元。根据中国音像与数字出版协会，美国、日本、韩国是中国移动游戏主要海外市场，2023 年市场份额分别达到 32.5%、18.9%和 8.2%。中国游戏出海的主要海外市场与中国入境游主要客源国具有较高的重合度，具备将游戏玩家转变为入境游客的潜力。

另外，出海游戏产品大多融入了中国传统文化元素，例如典故、非遗文化等，对中国文化传播起到一定带动作用。一经发布即位居 Steam 全球热门游戏榜首的国产游戏——《黑神话：悟空》，游戏取景地涉及中国诸多文化遗产，尤以山西省为主，而山西太原、大同于 2024 年 12 月开始对外国游客实施 240 小时过境免签，文化与政策“双剑合璧”，或将助于游戏粉丝转化为目的地客流，拉动入境游增长。

图 36：2019-2024 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，光大证券研究所

总体来看，中国文化作品以及创意 IP 出海的势头较好，且多覆盖发达国家或者人口密集国家，与中国入境游客源国具有一定重合度，结合一系列免签政策利好，不仅有助于巩固中国现有入境游客源国的基础，并可帮助拓展更多潜在高质量的入境游客源，为中国入境游市场的长远、良性发展奠定深厚的基础。

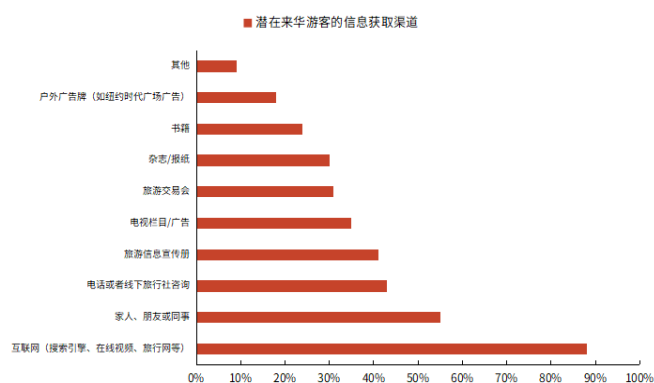
4、潜在入境游客多使用网络媒介，散客化趋势明显，OTA 具备相对竞争优势

OTA 相对其他入境游旅游服务商，具备一定的竞争优势。原因在于：1) 88% 的潜在来华游客使用网络媒介获取中国旅游信息，OTA 为核心流量入口。并且，入境游散客化趋势明显，利好 OTA 企业发展；2) 以携程为代表的 OTA 企业，它们不仅拥有海外自主的获客渠道，而且服务质量更为标准化，同时具备深厚的供应链资源和较高的产品丰富度，可满足不同入境游客的需求。

4.1 网络媒介为主要信息渠道，入境游散客化趋势明显

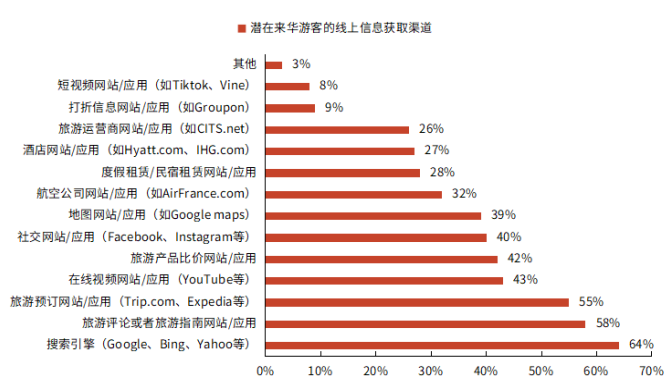
根据中国旅游研究院 2021 年的调查，潜在来华游客在获取中国旅游信息时，使用最多的信息渠道是各类网络媒介，使用网络这一信息渠道的受访者占比 88%，远高于其他。在所有网络信息渠道中，潜在来华游客使用最多的是搜索引擎（64%）、旅游评论网站（58%）和旅游预订网站（55%）。

图 37：2021 年潜在来华游客信息获取渠道



资料来源：《中国入境旅游发展年度报告 2021》，光大证券研究所；注：信息获取渠道为多选项，下同

图 38：2021 年潜在来华游客的线上信息获取渠道

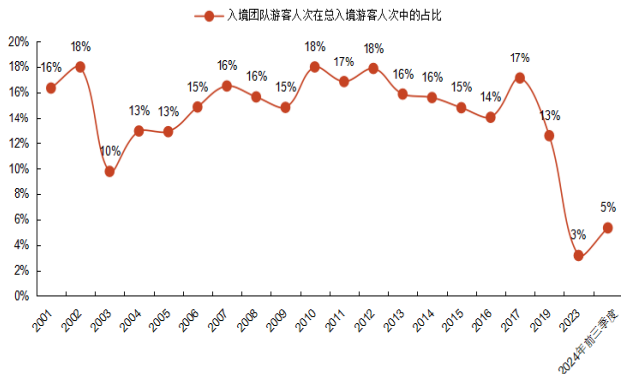


资料来源：《中国入境旅游发展年度报告 2021》，光大证券研究所

近年来，伴随着网络信息的传播、免签利好政策的落地，入境游客在华旅行经验更加丰富，入境的散客化趋势明显。2001 年至 2024 年前三季度，旅行社接待的入境游客占入境游客总人次的比重从 16% 下降至 5%。2001 年至 2019 年，旅行社接待的入境游客占过夜游客人次的比重从 44% 下降至 28%。散客更倾向于碎片化、个性化行程，OTA 通过实时比价、动态预订等功能，可解决传统旅行社固定团期、标准化产品的局限性，更好地满足散客出游需求。

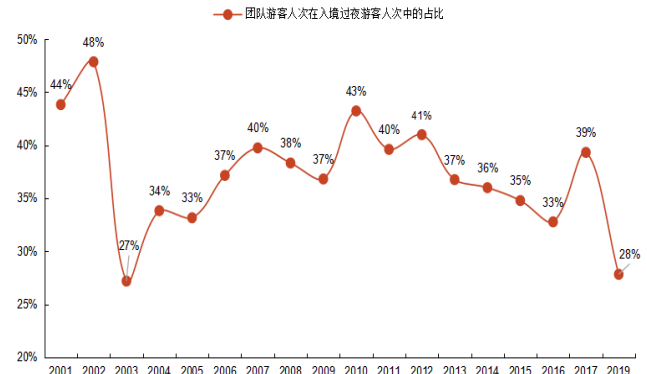
入境游客人次持续增长，在以各类网络媒介为信息获取主要渠道以及散客化趋势增强的背景下，这为布局入境游市场的 OTA 企业带来较好的发展机遇。

图 39: 2001-2024 年前三季度团队游客人次在总入境游客人次中的占比



资料来源:《中国文物和旅游统计年鉴》, 中国旅游研究院, 光大证券研究所; 注: 1) 文旅部未披露 2018 年的旅行社接待入境游客人次数据, 下同。2) 截至 2025 年 9 月 23 日, 文旅部关于入境团队游客数据更新至 2024 年第三季度。

图 40: 2001-2019 年团队游客人次在入境过夜游客人次中的占比



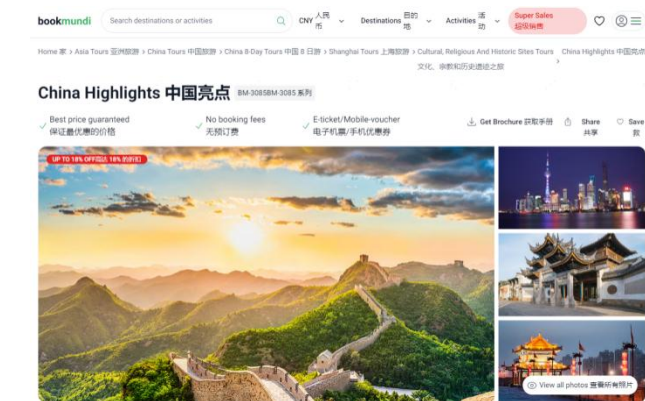
资料来源:《中国文物和旅游统计年鉴》, 中国旅游研究院, 光大证券研究所

4.2 相较其他入境旅游服务商, OTA 具备一定竞争优势

根据中国旅游研究院, 中国的入境旅行服务商分为三类: 包价旅行服务商、主题定制型旅行服务商与平台型旅行服务商。

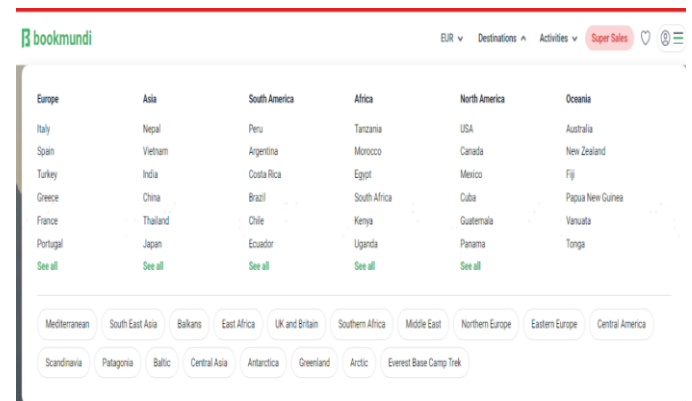
包价旅行服务商, 即传统入境旅行社, 主要通过境外合作伙伴及同行推荐来获取客, 但也不排除部分入境旅行服务商通过自有网站或者第三方在线平台 (社媒、Bookmundi 等包价游电商平台等) 来获取客, 他们主要通过 B 端获客, 很少直接与散客联系²。以 Bookmundi 为例, Bookmundi 是一家总部位于丹麦的全球旅游预订门户网站, 截至 2024 年底, 旅游产品覆盖超过 130 个国家。

图 41: Bookmundi 上关于中国旅游的推广



资料来源: bookmundi 官网, 光大证券研究所

图 42: Bookmundi 提供全球超 130 个国家的旅游产品



资料来源: bookmundi 官网, 光大证券研究所

主题定制型旅行服务商, 规模一般较小, 主要提供短时间 (半天或者一天) 内的某一/几个主题性的文化体验项目, 一般直接服务于散客, 通过自有网站或者 TripAdvisor 以及社媒来获取客, 服务的游客团队一般为散拼团, 客人数量往往比较少, 甚至是一对一³。中国较知名的入境游主题定制型旅行服务商为 Lost Plate。

²中国旅游研究院, 《中国入境旅游发展年度报告 2023》

³中国旅游研究院, 《中国入境旅游发展年度报告 2023》

图 43: Lost Plate 专注美食之旅



Eat Your Way Through Xian Multi-day Trip

From \$600 USD

At the end of the Silk Road, Xian has the definitive say in how three continents and 11,000 kilometers can crescendo in flavor. From hand-pulled noodles to fried...

Eat Your Way From Dali to Lijiang Multi-day Trip

From \$1500 USD

Spend 8 days in the land of cured ham legs, homemade breads, bubbling bowls of rice noodles, and fried local cheese. We'll eat our way through Yunnan's Tea &...

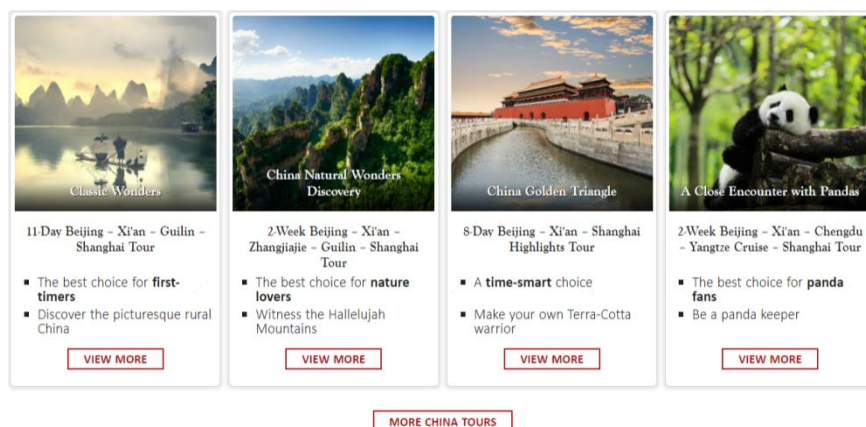
资料来源: Lost Plate 官网, 光大证券研究所

平台型旅行服务商, 分为三类:

①品牌平台型旅行服务商, 例如西安马可亨罗国际旅行社和桂林海纳国际旅行社及其子品牌 Trippest.com 等。品牌平台型旅行服务商主要通过谷歌搜索导流到自有网站来直接获客, 但也不排除有部分客户来自境外合作伙伴及同行推荐, 他们既提供包价产品, 也提供票务预订等基础项服务和碎片化体验产品⁴。

桂林海纳国际旅行社于 1998 年成立, 提供 8 种语言支持 (中文、英语、德语、法语、西班牙语、意大利语、俄语、日语), 覆盖入境、国内、出境三大旅游市场。2000 年, 桂林海纳国际旅行社参与了克林顿的桂林之行的安排。

图 44: 海纳旅行社提供多种中国入境游的选择



资料来源: 海纳旅行社官网, 光大证券研究所

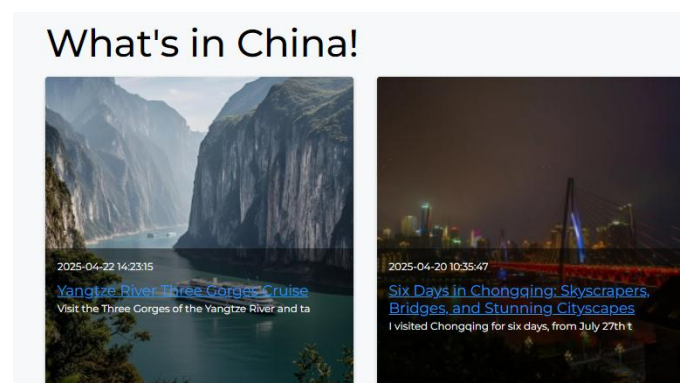
②内容平台型旅行服务商, 如专注于中国入境游的 Hi China Travel 以及国际在线旅游社区 TripAdvisor。通过入境游客的 UGC+专业编辑 PGC 进行旅行资讯分享来获得客流, 并在平台上链接或者上架由第三方提供的住宿/机票等基础产品预订或者碎片化服务⁵。

⁴中国旅游研究院, 《中国入境旅游发展年度报告 2023》

⁵中国旅游研究院, 《中国入境旅游发展年度报告 2023》

HiChina 于 2016 年成立，官网提供四种语言：英语、泰语、韩语、俄语，并且在多个社交 APP 进行注册，与潜在用户进行联系。疫情期间，HiChina Travel 通过 Facebook 持续与潜在用户分享中国及中国旅游的最新情况，与潜在用户持续保持联系，在入境游重启后得以快速回归。

图 45：HiChina 网页宣传界面



资料来源：HiChina 网站，光大证券研究所

图 46：HiChina 使用的社交 APP 列举

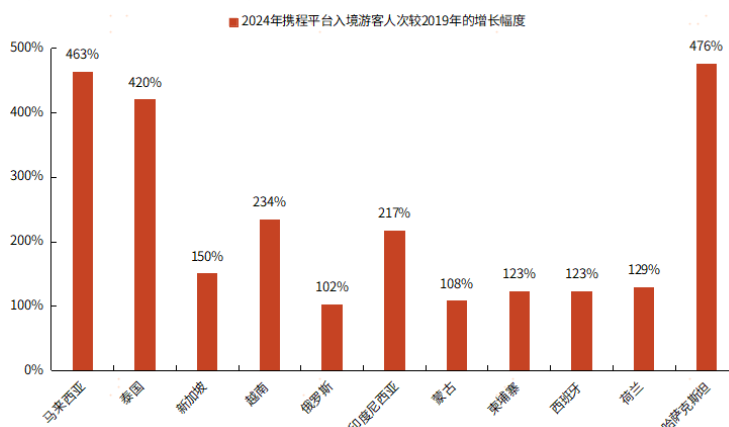


资料来源：Hctravel，光大证券研究所

③电商平台型旅行服务商，即 Trip.com, Hopegoo, Expedia, Booking 等。电商平台型旅行服务商主要通过各类旅游供应商合作，提供全球目的地城市的机票、酒店预订等基础服务，亦会提供目的地城市的包价旅游、定制旅游或者碎片化体验产品⁶。

与主题定制型旅行服务商、包价旅行服务商、品牌和内容平台型旅行服务商相比，以携程为代表的 OTA 企业在入境游市场的先发优势、竞争优势非常明显。以携程为例，其不仅拥有海外自主的获客渠道 Trip.com（截至 24 年末，Trip.com 提供全球 24 种语言和 35 种货币支持，覆盖全球 220 个国家和地区），而且服务质量更标准化，供应链资源深厚、产品丰富度更高。2024 年与 2025 年上半年，携程的入境游预订量同比增速明显快于行业整体入境游客人次的同比增速。考虑到入境游散客化的趋势，未来携程在中国入境游市场的竞争力将进一步增强。

图 47：2024 年携程平台部分客源地的入境游客人次较 2019 年的增幅



资料来源：Flight AI，光大证券研究所；注：FlightAI 为携程旗下的大数据平台，图中的统计口径为携程的机票数据。

⁶中国旅游研究院，《中国入境旅游发展年度报告 2023》

5、投资建议

随着入境游免签政策红利不断扩大，以及中国文化出海日益增强，中国的入境游市场具有巨大的发展潜力，不仅体现于中国在现有入境客源国中的份额有望继续提升，且对于欧洲发达国家，东南亚人口大国的覆盖程度亦有望增加。在中国入境游市场的发展过程中，OTA 龙头企业、旅行社龙头企业有望受益。

5.1 携程集团-S：乘风启航，奔赴星辰大海

公司是全球领先的一站式旅行平台，业务涵盖飞机、火车等交通票务服务、酒店等住宿预订服务和旅游增值服务。公司于 1999 年成立，2003 年在美国纳斯达克上市，2021 年在香港联合交易所主板上市，通过多品牌协同战略覆盖全球市场。2017 年，携程完成对社交旅游网站 Trip.com 的收购，将其打造为具有机票、酒店、景区等预订功能的一站式旅游服务平台，形成“亚太区域深耕 → 培育忠实用户 → 随着用户流动而形成能力外溢 → 全球布局”的渐进式国际化增长路径。25Q3，Trip.com 预订量同比增长约 60%，其中亚太区贡献最大，增长超 50%，且 Trip.com 在亚太区多个关键市场成为领先 OTA。

2023 年以来中国入境游强劲增长，Trip.com 抓住发展机遇，积极布局入境游市场，提升对海外与国内供应链体系的复用。25Q1 入境游对 Trip.com 的营收贡献达到 20%左右，25Q1/Q2/Q3 携程平台入境游预订同比增长均超 100%。25Q3，Trip.com 上来自中东、欧洲等新兴市场的入境游预订量同比翻倍。随着中国入境游行业的发展，入境游对 Trip.com 的营收贡献将进一步加大，推动其加速成长。

5.1.1 深耕 OTA 行业 25 载，乘风启航

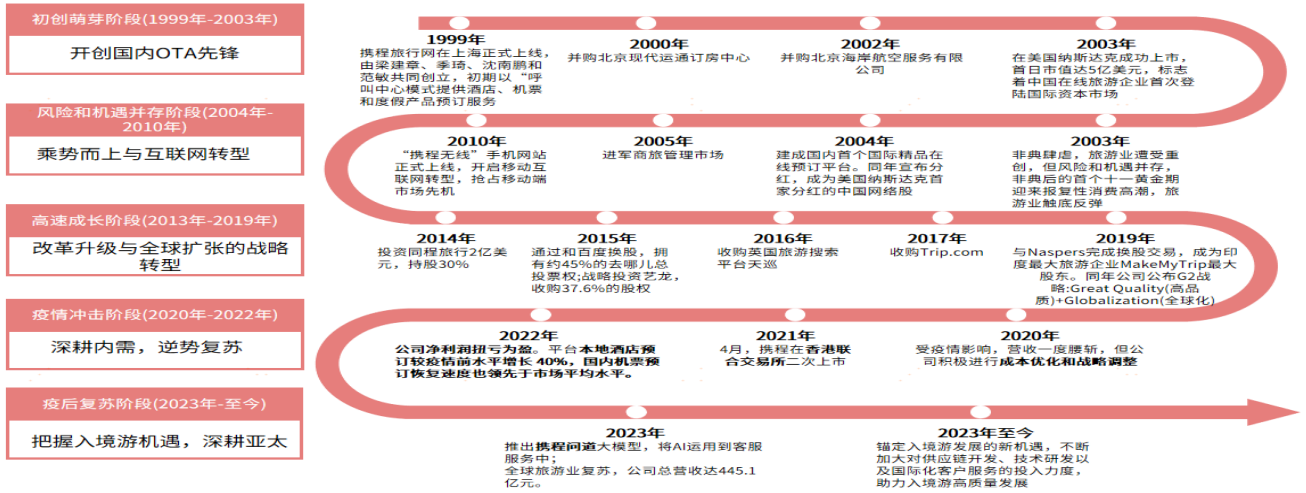
携程发展历史复盘

携程的发展历史可分为以下 5 个阶段：

- 1) 1999~2003 年的初创萌芽阶段：1999 年，携程旅行网在上海正式上线，由梁建章、季琦、沈南鹏和范敏共同创立，初期以“呼叫中心”模式提供酒店、机票等预订服务，是中国最早的一站式在线旅行服务商。携程分别在 2000 年、2002 年并购北京现代运通订房中心、北京海岸航空服务有限公司，增强酒店预订和机票预订业务实力。2003 年 12 月，携程在美国纳斯达克上市。
- 2) 2004~2010 年向移动端转型：2004 年，携程建成中国首个国际精品在线预订平台。2005 年，进军商旅管理市场。2010 年，“携程无线”手机网站正式上线，开启移动互联网转型，抢占移动端市场先机。
- 3) 2013~2019 年高速成长阶段：2013 年，梁建章回归携程担任 CEO，推动公司进入新的发展阶段。这一时期，携程通过一系列并购开始构建携程系 OTA，2014 年投资同程旅行 2 亿美元，持股 30%；2015 年通过和百度换股，拥有约 45% 的去哪儿总投票权；战略投资艺龙，收购其 37.6% 的股权。2016 年收购英国旅游搜索平台天巡，开启国际化战略。2017 年，携程收购 Trip.com，转型为全球 OTA 平台。2019 年与 Naspers 完成换股交易，成为印度最大旅游企业 MakeMyTrip 的最大股东。同年公司公布 G2 战略——Great Quality（高品质）+Globalization（全球化）。
- 4) 2020~2022 年疫情冲击，二次上市：2021 年 4 月，携程在香港联合交易所二次上市，进一步巩固其 OTA 行业龙头地位。2022 年，公司净利润扭亏为盈。自 2022 年第四季度起，出入境旅游利好政策不断出台，出入境旅游呈现出复苏态势，携程的跨境游业务复苏快于行业。

5) 2023 年~至今加速拓展海外业务，把握入境游红利：2023 年以来中国持续优化签证政策，入境游游客人次反弹迅速。携程锚定入境游发展的新机遇，加大对供应链开发、技术研发以及入境游游客的服务力度，加速 Trip.com 成长。

图 48：携程的发展简史

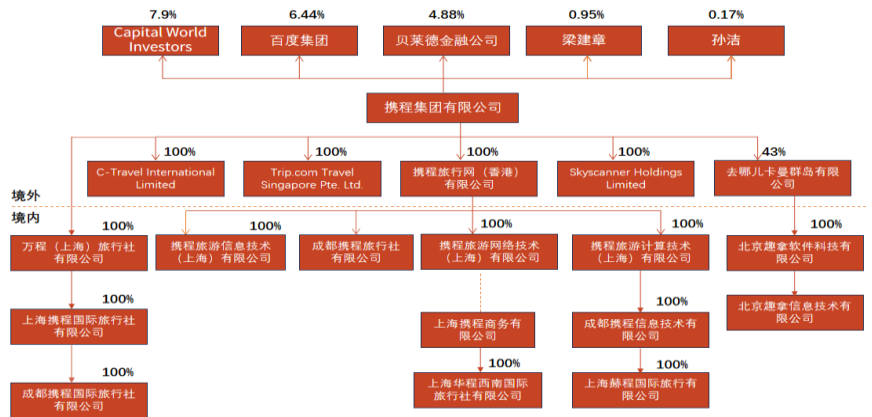


资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

股权结构分散，管理团队经验丰富

截至 2024 年 12 月，公司联席董事长梁建章先生、孙洁分别直接持有公司 0.95%、0.17%的股份，Capital World Investors、百度集团、贝莱德金融公司分别直接持有 7.9%、6.44%与 4.88%的股份，公司股权结构相对分散。

图 49：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月）



资料来源：公司公告，wind，光大证券研究所

“携程四君子”梁建章、季琦、沈南鹏和范敏当前仍在公司担任重要职务，管理层经验丰富，在互联网、旅游业深耕多年。携程管理团队在资源合作、管理技能、业务经验上的组合以及团队合作保证了公司稳健发展。

表 9：公司管理层概述

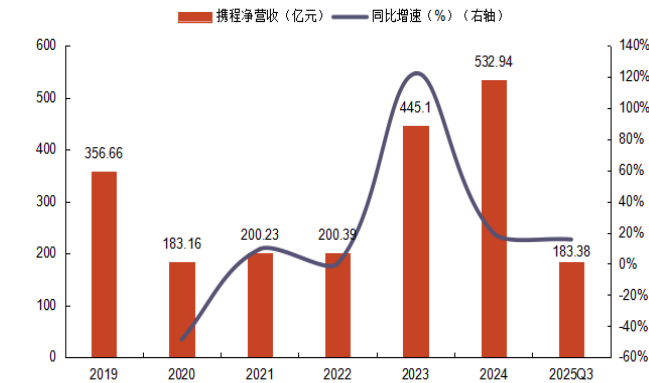
姓名	现任职务	简要履历
梁建章	联合创始人，董事会主席	联合创始人之一，2003 年起担任董事会主席，2000-2006 年担任首席执行官，2007 年卸任赴美读博，2013-2016 年重新担任首席执行官。因其对中国旅游行业的贡献获得多项殊荣，包括于 2016 年被机构投资者亚洲区最佳企业管理团队榜单（All-Asia Executive Team Rankings）评为互联网组别的“最佳 CEO”，于 2015 年被《福布斯》评为“年度中国商业领袖”。
范敏	联合创始人，董事会副主席	联合创始人之一，2013 年起担任董事会副主席，曾任首席执行官、首席运营官、执行副总裁。曾当选为中国旅游协会理事会副理事长。
孙洁	董事，CEO	2016 年起担任首席执行官兼董事会成员，曾担任首席财务官。佛罗里达大学费舍尔商学院会计学学士，北京大学法学硕士。
沈南鹏	联合创始人，独立董事	联合创始人之一，成立以来担任董事，2008 年起担任独立董事，曾任总裁、首席财务官。创办红杉资本中国基金。耶鲁大学硕士，上海交通大学应用数学专业学士。
季琦	联合创始人，独立董事	联合创始人之一，成立以来担任董事，2008 年起担任独立董事，曾任首席执行官兼总裁。创办华住集团，担任华住董事会执行董事兼首席执行官。
王肖璠	首席财务官，执行副总裁	2013 年起任携程集团首席财务官，并于 2016 年升任携程集团执行副总裁兼集团首席财务官，同时担任集团国际业务总裁。王肖璠女士是注册会计师，本科毕业于上海交通大学，并于美国麻省理工学院获工商管理硕士（MBA）学位。
熊星	首席运营官	2013 年 4 月加入公司，在加入携程之前，曾在微软和 Expedia 的研发团队担任多个管理职位。目前负责携程的机票、住宿、差旅、技术、国际业务和其他运营方面。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所

精准把握成长机遇，营收和净利润稳健增长

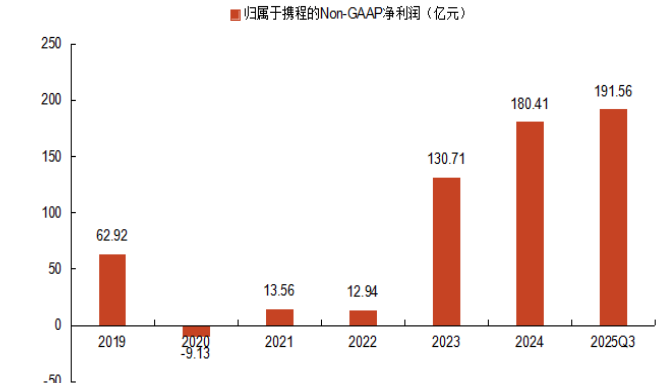
2019 年公司净营收为 356.66 亿元。2020-2022 年，受疫情冲击，全球旅游市场陷入低谷，公司营收较 2019 年大幅下滑。2023 年，随着国内疫情防控政策优化，旅游市场迎来强劲复苏，公司精准把握市场机遇，营收大幅回升至 445.10 亿元，同比增长 122%，较 2019 年增长 25%。2024 年，公司净营收同比增长 20%至 532.94 亿元，Non-GAAP 净利润同比增长 38%至 180.41 亿元。2025 年 Q3，公司净营收同比增长 16%至 183.38 亿元，Non-GAAP 净利润同比增长 221%至 191.56 亿元，Non-GAAP 净利润增速较快主要系 25Q3 公司处置部分投资。

图 50：2019 年-2025Q3 公司净收入与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：净收入为总营收减去销售税及附加费

图 51：2019 年-2025Q3 公司 Non-GAAP 净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所

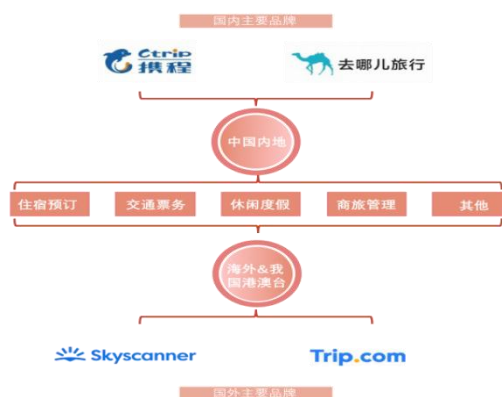
公司的国内品牌是携程 (Ctrip) 与去哪儿 (Qunar)，国外品牌是天巡 (Skyscanner) 与 Trip.com。携程 (Ctrip) 定位中国领先的综合性在线旅行平台，提供机票、酒店、度假、租车等全品类服务，主要面向国内一二线城市中高端客群。去哪儿 (Qunar) 则以“搜索+比价”模式为特色，主要面向注重性价比的年轻用户。Trip.com 是面向全球旅行者的在线旅游预订平台，支持多语言、多币种服务，覆盖全球 200 多个国家和地区，目前主攻亚洲市场。2016 年，携程收购旅行信息搜索平台一天巡 (Skyscanner)，用户主要集中在欧洲，可为 Trip.com 导流。

图 52：天巡向 trip.com 进行导流



资料来源：skyscanner，光大证券研究所

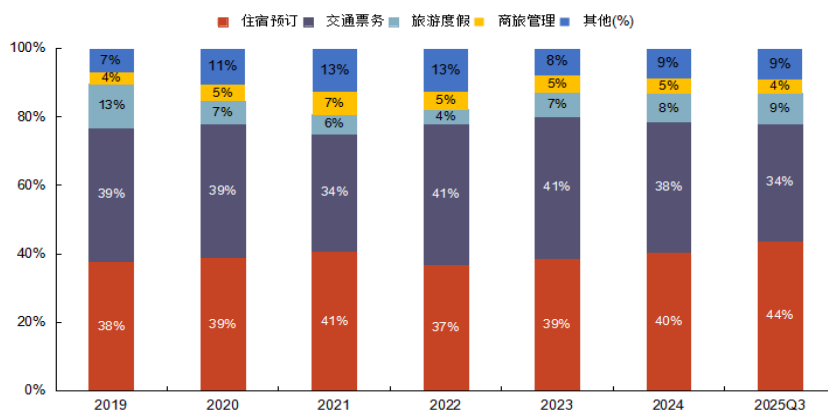
图 53：公司的主要业务板块与国内外品牌



资料来源：公司年报，公司港股招股说明书，光大证券研究所

总体来看，住宿预订和交通票务业务是核心，度假业务和商旅管理业务收入占比比较低。在 2024 年国内酒店 ADR（指每间可售房收入）承压的情况下，公司的住宿预订业务营收达到 216.12 亿元，同比增长 25.2%。交通票务承载客户的刚性需求，是携程重要的流量入口，担负交叉销售的核心功能，通过引流用户预订住宿、旅游度假等高毛利板块，提升整体变现率。受益于旅游业务增长，以及公司对机票、火车票、租车等全场景的覆盖，24 年交通票务营收达到 203.01 亿元，同比增长 10.1%。25Q3，主要受益于量的驱动，住宿营收同比增长 18.3%，占比提升至 44%，交通票务营收同比增长 11.6%，占比 34%。

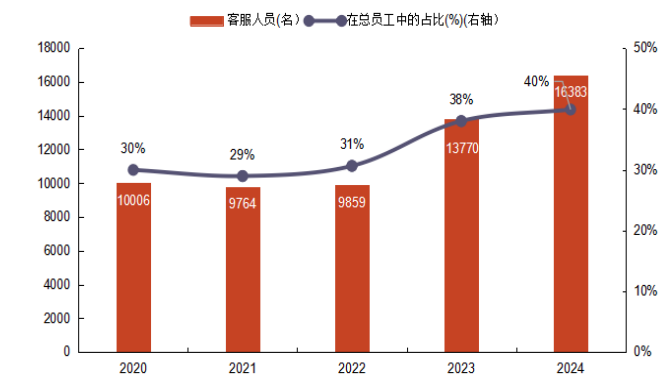
图 54：2019 年-2025Q3 年公司各业务板块营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

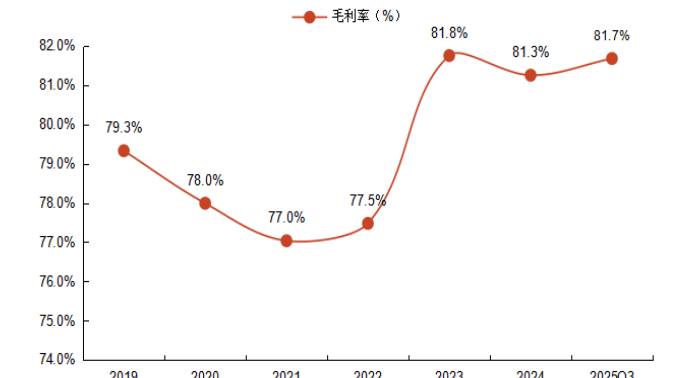
公司的营业成本主要包括客户服务中心人员薪酬、信用卡服务费、向旅行供应商的付款等。2019 年至 2025 年 Q3，公司的毛利率从 79.3%提升至 81.7%，主要得益于公司网站运营效率较高。

图 55：2020-2024 年携程客服人员数量及占员工总数的比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 56：2019 年-2025Q3 携程毛利率



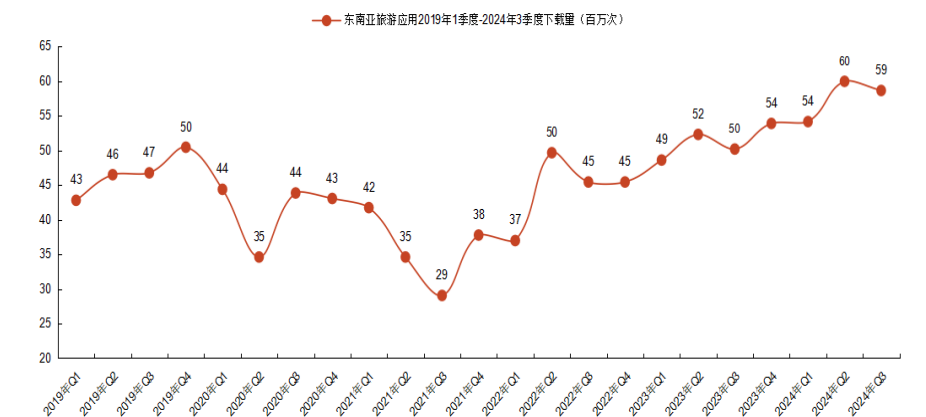
资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.1.2 OTA 龙头重点布局亚洲，勾勒新增长曲线

Trip.com 专注布局亚太市场，在部分国家的市占率逐渐提升

携程近年来加速全球化布局，已成为全球领先的在线旅游平台之一。通过与全球各地的酒店、航空公司、地面交通服务商建立合作关系，构建了覆盖广泛的服务网络。目前，携程的海外业务主要通过旗下品牌 Trip.com、Skyscanner 协同运营。Trip.com 目前专注布局亚太市场，尤其是东南亚市场。东南亚地区人口具有基数大、年龄结构年轻的特征，且 2023 年东南亚国家 GDP 增速普遍高于全球平均水平，旅游业发展基础较好，东南亚旅游应用 APP 的季度下载量在疫情期间经历过波动，后逐步恢复增长。2024 年第 2 季度，东南亚旅游应用 APP 下载量达到约 6000 万次，创历史新高，其中印度尼西亚市场贡献了近 44% 的总下载量。

图 57：2019 年一季度至 2024 年三季度东南亚地区旅游应用 APP 下载量（百万次）



资料来源：Sensor tower，光大证券研究所

携程积极推进东南亚市场布局，以机票产品差异化进入市场，再以“机票+酒店”的方式逐步提升市场份额，并且 2023 年在曼谷、吉隆坡增设客户服务中心完善东南亚服务体系。根据 Euromonitor 数据，2021 年至 2024 年，Trip.com 在新加坡的市占率从 3.2% 增至 6.1%，在马来西亚的市占率则从 2019 年的 1.6% 提升至 2024 年的 4.0%。

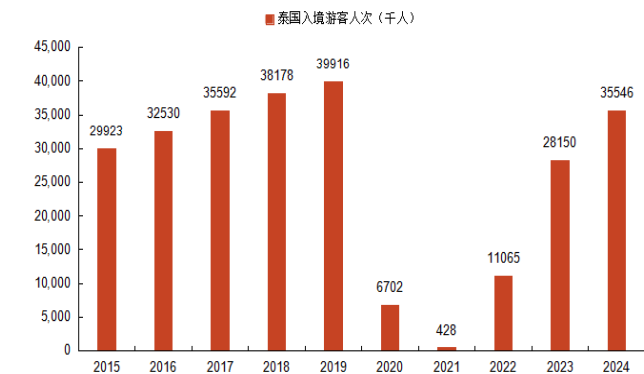
表 10：2019 年-2024 年 Trip.com 东南亚主要国家市占率逐步提升

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
新加坡	-	-	3.2%	4.9%	5.5%	6.1%
马来西亚	1.6%	2.6%	2.7%	3.2%	3.4%	4.0%
菲律宾	1.0%	0.7%	1.0%	1.5%	1.1%	1.0%

资料来源：欧睿，光大证券研究所

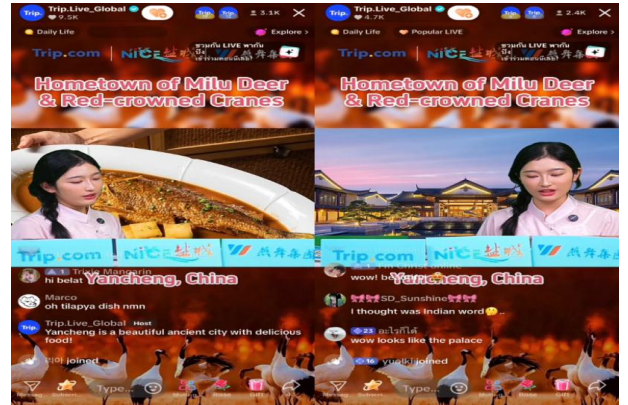
除去机票引流，携程亦加强与东南亚旅游大国——泰国的合作，扩大对国际游客的辐射范围。泰国拥有漫长的海岸线和众多岛屿，自然、人文景观丰富，是全球顶级的旅游目的地。2015 年至 2019 年，全球赴泰国旅游的游客人次增长稳健，从 2992.3 万人次增至 3991.6 万人次，CAGR 达到 7%。2024 年 8 月，携程在泰国成立亚洲直播中心，服务泰国本地居民以及全球游客，利用泰国成熟的直播生态系统和庞大的国际游客数量，提升 Trip.com 对国际游客的覆盖度。

图 58：2015-2024 年全球赴泰国旅游的游客人次



资料来源：泰国统计局，光大证券研究所

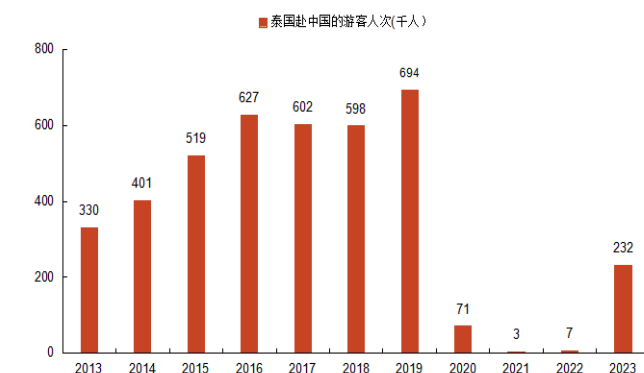
图 59：亚洲直播中心介绍江苏盐城



资料来源：携程黑板报，光大证券研究所

从全国大盘数据来看，泰国赴中国旅游人次呈快速增长态势，2013 年至 2019 年，泰国入境中国旅游人次的 CAGR 达到 13%。携程平台上泰国入境游客人次排名提升亦较快，2023 年位列第 8，排名较 2022 年提升 3 名。

图 60：2013-2023 年泰国入境中国旅游的人次



资料来源：泰国统计局，光大证券研究所

图 61：2023 年携程平台入境游客源地排名

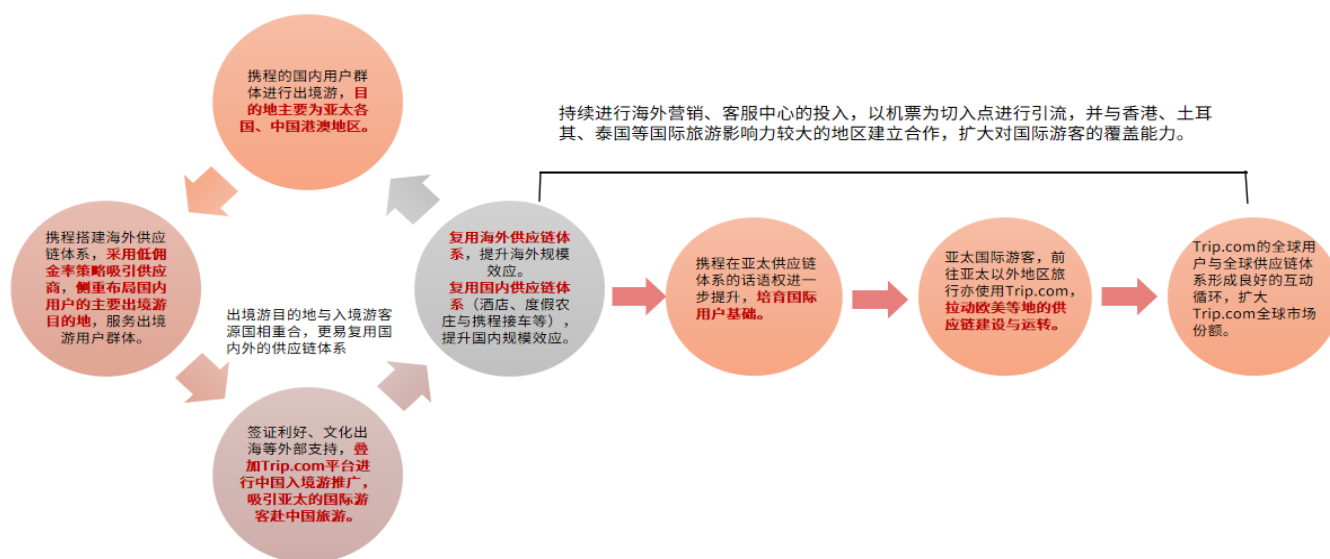
排名	客源地	排名变化
1	中国香港	—
2	中国台湾	▲2
3	韩国	—
4	美国	▼2
5	新加坡	▲1
6	日本	▼1
7	英国	—
8	泰国	▲3
9	俄罗斯	▲1
10	马来西亚	▲4

资料来源：携程集团《23-24 年携程入出境旅游消费趋势报告》，光大证券研究所

入境游反弹迅速，推动 Trip.com 加速成长

Trip.com 的渐进式国际化成长路径为：亚太区域深耕 → 培育忠实用户 → 随着用户流动而形成能力外溢 → 全球布局。具体表现是通过中国出境游用户群体增长，带动以亚太为主要的目的地的供应链体系建设，叠加近年的入境游发展机遇，Trip.com 可以复用海外与国内供应链体系，进一步提升规模效应，从而提升在海外供应链体系的话语权。Trip.com 随着用户群体在全球范围内流动，逐步带动海外各个区域的供应链体系建设与运转，形成较强的供应链壁垒，与用户增长形成良性循环。

图 62：Trip.com 的用户端与供给端形成亚太深耕-能力外溢-全球布局的良性循环过程



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

携程入境游客源国与出境游目的地重合度较高，可有效提升供应链使用效率。25 年春节期间，携程平台的十大入境游客源国依次为韩国、美国、马来西亚、新加坡、日本、英国、泰国、俄罗斯、澳大利亚、法国。携程平台的十大出境目的地依次是日本、中国香港、泰国、马来西亚、新加坡、澳大利亚、韩国、美国、中国澳门与越南。入境游客源国与出境游目的地重合度达到 70%。携程的出境游团队资源可为 Trip.com 复用，既销售给出境游用户的产品，也可服务日韩、东南亚等当地的用用户。

另外，中国出境游多集中在 10 月“黄金周”、五一小长假，与海外游客入境游的时间重叠度较低，因此可实现供应链资源的全年平稳运转，不易出现某一时间资源挤兑或者闲置的情况。23 年以来，入境游已成为推动 Trip.com 营收成长的重要动力之一，24H1 入境游对 trip.com 的业务贡献已超过 25%。

图 63：2025 年春节携程平台出境游目的地、入境游客源国 TOP10



资料来源：携程黑板报，光大证券研究所

入境游的增长亦提高了携程的国内供应链资源运营效率。2024 年 4 月携程专车接入 Trip.com，境外游客可通过 Trip.com 在线预订携程专车的接送机服务。入驻 Trip.com 的携程专车服务配备中英文双语司机，提供接送机等“无忧行”服务保障，24Q2 入境接送机订单环比增长 145%。24Q2 携程将外币兑换业务逐步赋能到全国 6000 多家携程线下门店，助力国内门店拓宽客流。携程旗下的 30 余个度假农庄也成为吸引入境游客体验中国各地“农耕文化”的差异化高端酒店资源。

图 64：携程专车接入 Trip.com 服务入境游用户



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

图 65：携程国内线下门店拓展外币兑换业务



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

携程持续加强与地方文旅部门的合作,通过 Trip.com、Skyscanner、TripAdvisor (TripAdvisor 是携程的战略合作伙伴) 等平台打造中国旅游资源的展示窗口,吸引全球客源。

表 11：携程与多个中国地方政府达成入境游方面的合作

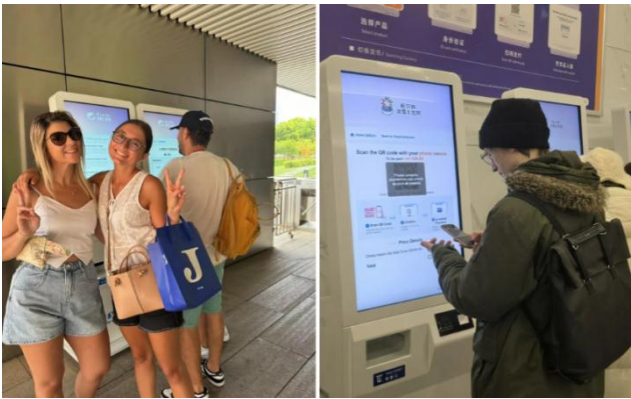
地方政府或景区	合作内容
浙江省湖州市	携程与湖州市联合发布“2025 Explore Dynamic Huzhou”入境游计划。旨在通过“空铁联运计划”，设立湖州展示专区、提供旅游咨询服务，实现上海口岸入境客流的再引导；“定制化入境旅游线路”，全面提升游客体验；“打造海外营销推广矩阵”，联合湖州文旅设立入境海外营销推广中心，定期举办海外推广活动；“共建多样化活动模式”，上线湖州入境旅游指南、海外客商赴湖州考察等，全面提升湖州的国际影响力。自 2024 年湖州市与携程集团《湖州——携程 2024 入境旅游战略合作协议》以来，湖州入境过夜人次较 2023 年增长 27.2%，较 2019 年增长 16.9%，增幅稳居全省第一，湖州市已成长为浙江省热门入境旅游目的地。
北京市	携程将依托海外平台的营销网络触达国际客源市场，并通过智慧旅游等技术创新，助力北京优化入境游服务体验。此外，携程也将运用“免费北京半日游”项目经验，拓展短途文化体验线路，助力国际游客从“中转停留”转向“深度探索”，并联动京津冀旅游资源开发协同产品，提升北京文旅市场吸引力。
江西省景德镇市	2025 年，借力“240 小时过境免签”政策与“春节申遗”热点，携程与景德镇联合推出“中国年味之旅”全球推广活动，邀请 11 位国际达

	人体验景德镇文化。
安徽省	携程集团日本分公司及全球渠道开设安徽文旅专区，重点推广黄山、九华山等世界遗产及祁门红茶文化体验项目，吸引日本游客深度探索安徽人文与自然魅力；针对日本游客偏好，双方计划联合开发高端文化主题线路，如禅修之旅、非遗手工艺体验等，并协同推动签证便利化、多语种服务等配套政策优化；此外，携程将通过 AI 内容生成、虚拟现实技术及社交媒体矩阵，为安徽文旅打造沉浸式数字化宣传内容，全面提升品牌国际影响力。
江苏省盐城市	2024 年，携程与盐城共同举办了携程国际旅行商大会暨“NICE 盐城”文化旅游嘉年华、“NICE 盐城”入境游精品路线上线发布、盐城文旅消费券发放、“到盐城过中国年”海外达人游盐城等活动。携程联合盐城文旅发布的、《畅游长三角》入境游线路产品上线 Trip.com，发布 4 大主题 12 条旅游线路产品，为入境游客提供了更多元化的选择。

资料来源：携程研究院，光大证券研究所

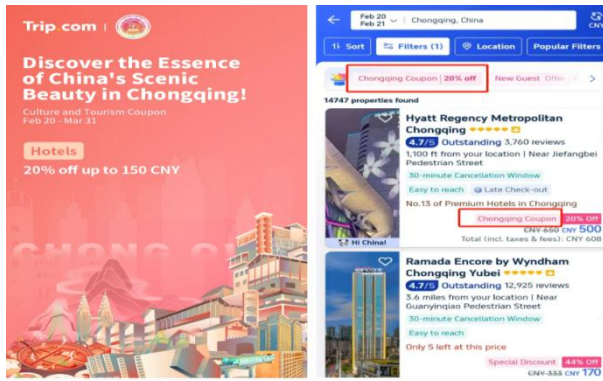
目前，除传统的酒店和机票预订服务外，Trip.com 已在国内超 11000 家景区上线在线预订功能，可覆盖全球 39 个国家和地区，支持 24 种语言和 29 种货币，并与部分城市展开面向海外游客的文旅消费券活动。线下亦与秦始皇帝陵博物院、八达岭长城景区等 64 个景区展开合作，从语言站点扩充、支付通路拓展、护照信息读取等方面打通境外游客预约及购买通路，提升景区的入境游服务水平和效率。25 年春节期间，重庆市文旅发展委员会与携程合作，在 Trip.com 上发放文旅消费券，降低了入境游客的旅行成本，延长了游客在重庆的停留时间，进而提升了人均消费额。

图 66：携程在景区推出的线下国际化版本售票机



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

图 67：25 年春节期间，重庆文旅消费券上线 Trip.com



资料来源：携程研究院，光大证券研究所

25 年初，携程与战略合作伙伴——Tripadvisor 联合组织“全球达人游中国”活动，邀请 40 余位国际旅游达人在长治、运城、盐城、福州、漳州、南昌、景德镇、庐山、长沙、张家界等十座城市，展开“中国年味之旅”，提升中国对全球游客的吸引力。25 年中旬，携程推出“TASTE OF CHINA 味”项目，在赋能餐厅进行品牌国际化曝光的同时，打造差异化的入境游体验。

图 68：25 年初携程与 Tripadvisor 联合举办“全球达人游中国”



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

图 69：Trip.com 推出的“TASTE OF CHINA 味”入境游项目



资料来源：携程黑板报公众号，光大证券研究所

携程通过与地方政府、景区的合作，不仅提升了 Trip.com 平台上的中国游的产品供给，增强 Trip.com 的国际吸引力，亦较大程度上助力入境游客增长，实现双赢。携程的入境游业务实现跨越式增长，增速远高于全国大盘。

25 年 Q1，中国入境人次同比增长 40%，其中 75%来自免签地区和国家；携程平台入境预订量同比增长约 100%，来自亚太主要免签国家的酒店预订量同比增长超过 240%。25Q1 入境游对 Trip.com 的营收贡献达到 20%左右。2025 年上半年，中国入境人次同比增长 30%，携程平台的入境预订量同比增长超 100%。25Q3，携程平台的入境游预订量延续高增，同比增长继续超 100%。

5.1.3 盈利预测

关键假设与盈利预测

携程作为中国领先的 OTA 平台，深度布局中高端旅游市场，凭借强大的资源整合能力与品牌影响力，抓住入境游机遇促进自身发展。

➤ 公司分业务板块营收预测：

1) 住宿预订：行业层面，中国酒店的线上化率仍然存在提升空间，且休闲游旺盛，酒店对 OTA 的依赖度较高。公司层面，携程平台上的中高星级酒店占比高，ADR 表现好于行业大盘。另外，受益于公司全球化布局，交通业务向酒店业务导流的效率提升，叠加会员体系与定制化服务的持续优化，预计住宿预订收入将较快增长。住宿预订 24 年营收 216 亿元，同比增长 25.2%；25Q1/25Q2/25Q3 住宿预订营收分别同比增长 23.2%、21.2%、18.3%。我们预计 2025、2026、2027 年的住宿预订收入同比增速分别为 19.9%、17.0%、15.0%。

2) 交通票务：交通票务 24 年营收 203 亿元，同比增长 10.1%；25Q1/25Q2/25Q3 交通票务营收分别同比增长 8.4%、10.8%、11.6%。考虑到国内机票与火车票线上化率已处较高水平，增长空间相对有限。但是，携程在国际航线及高端商务出行领域存在较强竞争力。综合考虑，我们预计公司 2025、2026、2027 年的交通票务收入同比增速基本稳定，分别为 10.7%、10.0%、10.0%。

3) 旅游度假：公司通过收购与自建相结合的方式完善度假产业链布局，推出高端定制游、主题游等创新产品。24 年旅游度假营收达到 43 亿元，同比增长 38.1%。25Q1/25Q2/25Q3 度假业务营收分别同比增长 7.2%、5.3%、3.1%。考虑东南亚负面舆情对 25 年度假业务仍有影响，我们预计 26、27 年负面舆情影响将逐渐消退。我们预计 2025、2026、2027 年度假业务营收同比增速分别为 6.4%、8.8%、9.8%。

4) 商旅管理：随着企业客户需求复苏及携程在企业商旅领域的深度布局（如定制化差旅解决方案、供应链优化、服务出海的中企），预计商旅管理业务营收增速稳健。24 年商旅管理的营收达到 25 亿元，同比增长 11.0%。25Q1/25Q2/25Q3 商旅业务营收分别同比增长 12.1%、9.3%、15.2%。我们预计 2025、2026、2027 年商旅管理收入同比增速分别为 10.2%、10.2%、11.0%。

5) 其他业务收入：公司其他业务涵盖签证服务、旅游金融及保险等多元化板块，随着生态协同效应的逐步释放，预计将维持较高增速。24 年其他业务的营收达到 46 亿元，同比增长 33.4%。25Q1/25Q2/25Q3 其他业务的营收分别同比增长 33.0%、31.0%、33.9%。我们预计 2025、2026、2027 年其他业务收入同比增速分别为 33.0%、29.1%、20.0%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年的净营收分别为 618.39、709.93、804.32 亿元，同比增速分别为 16.0%、14.8%、13.3%。

➤ 公司毛利率与费用率预测：

1) 随着 trip.com 的扩张，公司海外的呼叫中心、信用卡服务费等费用亦逐渐提升，在一定程度上对综合毛利率造成负面影响。24 年综合毛利率为 81.3%，同比下滑 0.5pcts，25Q1/25Q2/25Q3 的综合毛利率分别为 80.4%、81.0%、81.7%，分别同比下滑 0.8/0.9/0.7pcts。但是考虑公司增强 AI 方面的应用，我们预计未来三年公司的毛利率基本维持在 80.5%左右水平。

2) 公司产品研发开支主要聚焦技术创新与产品迭代，销售及营销开支侧重 Trip.com 的推广，行政开支则保持精细化管理。24 年公司的销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 22.3%、24.7%、7.7%。25Q1/25Q2/25Q3 公司的销售费用率分别为 21.7%、22.4%、22.8%；研发费用率分别为 25.5%、23.6%、22.3%；管理费用率分别为 7.5%、7.4%、6.2%。我们预计 25 至 27 年随着公司对 AI 应用的增强，以及营收规模效应释放，公司的产品研发开支费率、一般及行政开支费率呈下降趋势。我们预计 2025-2027 年产品研发费率分别为 23.8%、22.5%、22.0%，一般及行政开支费率分别为 7.1%、7.0%、6.5%。

公司目前的战略重心是海外市场拓展，预计未来仍将保持较大力度的营销费用投入，我们预计 25-27 年公司的销售及营销开支费率分别为 23.4%、23.3%、23.5%。

表 12：携程集团-S 盈利预测表（单位：百万元）

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
住宿预订	营收	17,257	21,612	25,923	30,330	34,879
	yoy	133.2%	25.2%	19.9%	17.0%	15.0%
交通票务	营收	18,443	20,301	22,475	24,731	27,215
	yoy	123.5%	10.1%	10.7%	10.0%	10.0%
度假业务	营收	3,140	4,336	4,615	5,021	5,513
	yoy	294.0%	38.1%	6.4%	8.8%	9.8%
商旅管理	营收	2,254	2,502	2,758	3,041	3,375
	yoy	108.9%	11.0%	10.2%	10.2%	11.0%
其他业务	营收	3,468	4,626	6,153	7,942	9,530
	yoy	37.3%	33.4%	33.0%	29.1%	20.0%
营业总收入		44,562	53,377	61,924	71,064	80,512
销售税及附加费		-52	-83	-85	-71	-81
营业净收入		44,510	53,294	61,839	70,993	80,432
yoy		122.1%	19.7%	16.0%	14.8%	13.3%
营业成本		-8,121	-9,990	-11,937	-13,830	-15,670
毛利		36,389	43,304	49,092	57,164	64,762
毛利率		81.8%	81.3%	80.7%	80.5%	80.5%
产品研发开支费率		27.2%	24.7%	23.8%	22.5%	22.0%
销售及营销开支费率		20.7%	22.3%	23.4%	23.3%	23.5%
一般及行政开支费率		8.4%	7.7%	7.1%	7.0%	6.5%
归母净利润		9,918	17,067	32,046	21,374	24,128
调整后归母净利润		13,071	18,041	31,150	20,032	22,760
yoy		910.1%	38.0%	72.7%	-35.7%	13.6%

资料来源：携程研究院，光大证券研究所

综上，我们预计 2025-2027 年公司的经调整归母净利润分别为 311.50、200.32、227.60 亿元，分别同比增长 72.7%、-35.7%、13.6%。

相对估值

相对估值方面，我们选取 OTA 公司同程旅行、Booking 作为可比公司。携程集团、同程旅行与 Booking 均布局在线旅游行业，提供包括住宿预订、交通预订等在内的一站式旅游预订服务。2025-2027 年，携程的 PE 分别为 10、16、14 倍，PE 水平相较可比公司 PE 均值更低。携程是国内 OTA 龙头企业，且是拓展海外市场的行业先锋，具备一定的估值提升空间。

表 13：携程集团-S 可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS				PE (X)			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
同程旅行	0780.HK	19.95	0.86	1.16	1.38	1.62	23	17	14	12
Booking	BKNG.O	4,914.69	172.69	209.42	254.29	285.38	28	23	19	17
行业均值							26	20	17	15
携程集团-S	9961.HK	486.85	27.58	47.55	30.58	34.75	18	10	16	14

资料来源：wind，光大证券研究所；注：美股公司股价与 EPS 单位均是美元，来源于一致预期；同程旅行的股价与 EPS 单位为元，来源于 wind 一致预期。携程集团的 EPS 来自光大证券研究所预测，EPS 与股价的单位为元。股价时间截至 2025 年 11 月 28 日，港币兑人民币为 1：0.91。

5.1.4 投资建议

携程作为中国领先的 OTA 平台，深度布局中高端旅游市场，凭借强大的资源整合能力与品牌影响力，抓住入境机遇促进自身发展。携程旗下的 Trip.com 在亚洲市场已具备一定的竞争力，有望受益于中国入境游发展红利，加速成长。我们看好携程集团-S 的发展，预计 25-27 年公司经调整归母净利润分别为 311.50、200.32、227.60 亿元，当前股价对应经调整 PE 分别为 10、16、14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：携程集团-S 盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	44,510	53,294	61,839	70,993	80,432
营业收入增长率	122%	20%	16%	15%	13%
经调整归母净利润（百万元）	13,071	18,041	31,150	20,032	22,760
经调整归母净利润增长率	910%	38%	73%	-36%	14%
经调整 EPS（元）	20.02	27.58	47.55	30.58	34.75
经调整 P/E	24	18	10	16	14

资料来源：，光大证券研究所预测；股价日期为 2025 年 11 月 28 日，港币兑人民币为 1：0.91；公司 2023-2024 年的加权平均普通股数分别为 652,859,211 股、654,035,399 股，假设 25-27 年加权平均普通股数为 655,036,191 股。

5.1.5 风险提示

地缘政治风险，市场竞争加剧风险，佣金率下滑风险，自然灾害影响旅游出行的风险。

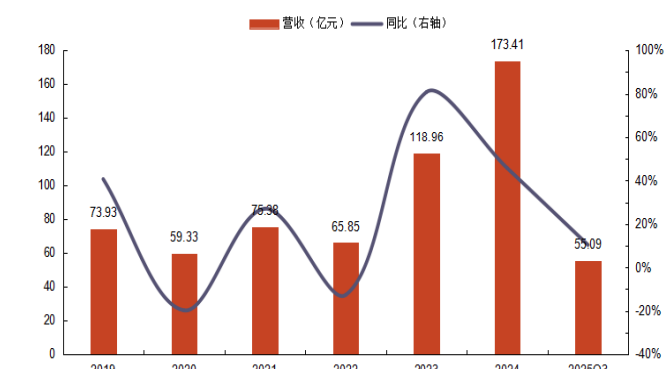
5.2 同程旅行：逐步探索国际市场，国际业务增长较快

2022 年，同程旅行重新开拓国际市场，构建国际供应链体系，服务用户的出境游需求。24 年同程旅行以 HogeGoo 与艺龙酒店科技平台为抓手，把握入境游市场机遇。经过初步探索，同程的国际业务已取得一定成效。24 年同程国际机票预订量同比增长超过 130%，国际酒店间夜量同比增长超过 110%。国际供应链持续优化，公司预计 25 年同程的国际业务有望实现盈亏平衡或者盈利。

5.2.1 营收与经调整净利润表现稳健，盈利能力提升明显

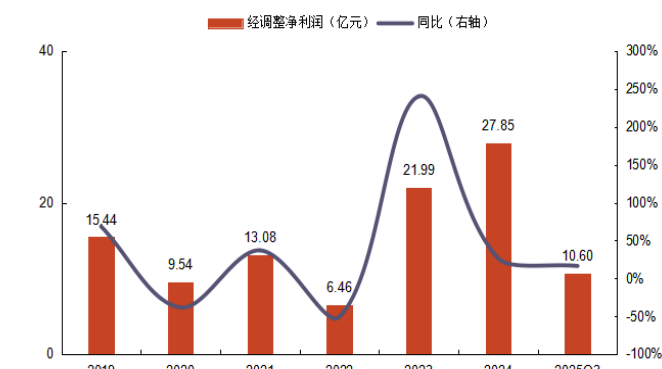
2019-2023 年公司营收由 73.93 亿元增至 118.96 亿元，CAGR 为 12.6%。同期经调整净利润由 15.44 亿元增至 21.99 亿元，CAGR 为 9.2%。24 年营收与经调整净利润分别达到 173.41 亿元、27.85 亿元，分别同比增长 45.8%、26.7%。25Q3，公司营收同比增长 10.4%至 55.09 亿元，经调整净利润同比增长 16.5%至 10.60 亿元。

图 70: 2019-2025Q3 公司营业收入与同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

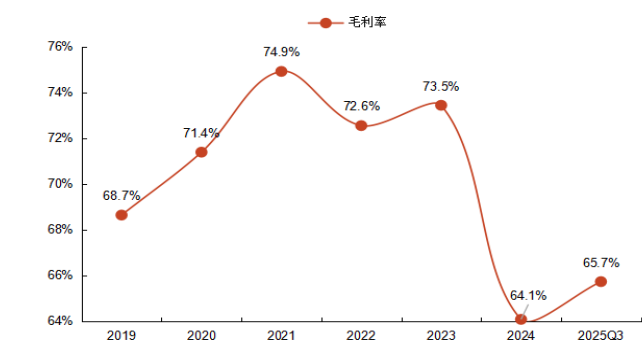
图 71: 2019-2025Q3 公司归母净利润与同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

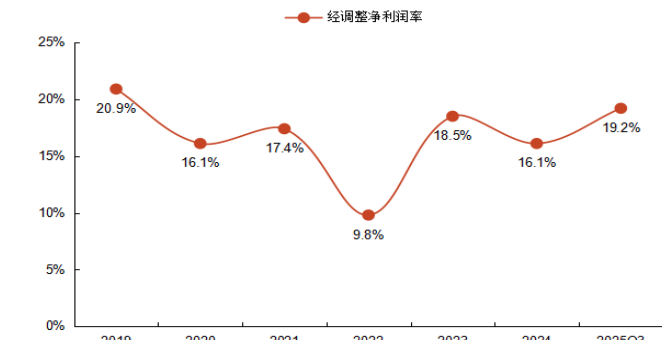
2019-2023 年, 随着住宿预订业务、其他业务的营收占比提升, 推动公司整体毛利率提升。2019-2023 年, 公司的毛利率从 68.7% 提升至 73.5%。2024 年, 由于整合旅游业务, 导致毛利率与经调整净利率均出现同比下滑。2025 年 Q3, 随着补贴投放效率提升, 应用 AI 提升内部经营效率, 公司经调整净利率提升至 19.2%。

图 72: 2019-2025Q3 公司毛利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 73: 2019-2025Q3 公司经调整净利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

5.2.2 加速海外供应链布局, 建设服务全球消费者的能力

2022 年, 同程重新开始开拓国际市场, 积极构建国际供应链。在旅游目的地方面, 同程于 2023 年 9 月启动“目的地全球计划”, 韩国、新加坡、匈牙利、西澳大利亚等国家陆续加入计划, 并与马来西亚、葡萄牙、塞尔维亚等国家政府就旅游平台建设、旅游市场营销等领域达成合作, 已全面上线各类旅游产品, 涵盖了航班、酒店、各类跟团游和自由行等。在组织架构方面, 2023 年同程已在北美、日本、中国香港设立了分公司, 2024 年 3 月在洛杉矶投入运营海外第一家线下服务门店。未来同程有望在欧洲、亚洲等核心地区继续设立海外分支机构, 扩大全球覆盖范围。

在国际酒店供应链方面, 截至 2023 年底, 同程旅行拥有超过 150 家国际住宿市场的核心供应商, 国际酒店预订服务覆盖海外超过 1 万个城市, 向用户提供全球约 250 万家酒店民宿的在线预订服务。

图 74：2023 年 9 月，公司启动“目的地全球计划”



资料来源：公司公众号，光大证券研究所

图 75：公司 CMO 与塞尔维亚国家旅游局签署战略合作协议书



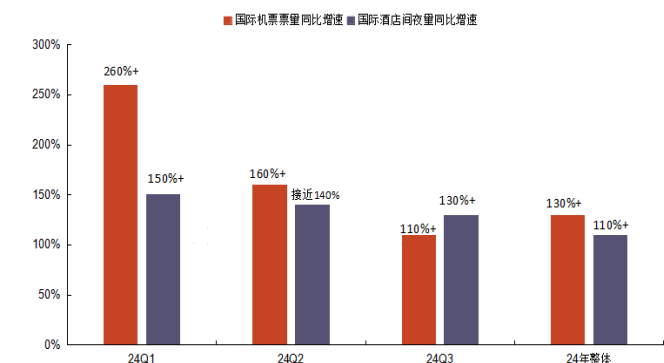
资料来源：公司公众号，光大证券研究所

进入 2025 年，同程加快海外供应链建设。供应链方面：同程旗下的艺龙酒店科技逐步向海外拓展，截至 2025 年 1 月底，艺龙酒店、爱电竞酒店、莫林酒店、云之尚酒店以及 ELE HOTEL 等入驻品牌已拓展到日本、马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨、阿拉伯联合酋长国、泰国等国家。另外，同程通过柏林国际旅游交易会（全球规模最大的旅游业展会），与西班牙 Welcomebeds、土耳其 Peak Point 等超过 100 家国际旅业合作伙伴达成战略合作，新增覆盖欧美、亚洲等区域的超 20 万间酒店库存，并与部分合作伙伴达成双向互售机制。

服务方面：同程推出了“BookCare 同程无忧”服务，从境外房源、入住、客服响应三方面提供保障。并且上线国际机票一站式包车服务，提供中文司机、包车免费退、1 对 1 专属客服等权益，保障用户出境旅行体验。另外，同程成立了双语客服团队，为外国游客提供更全面的服务。

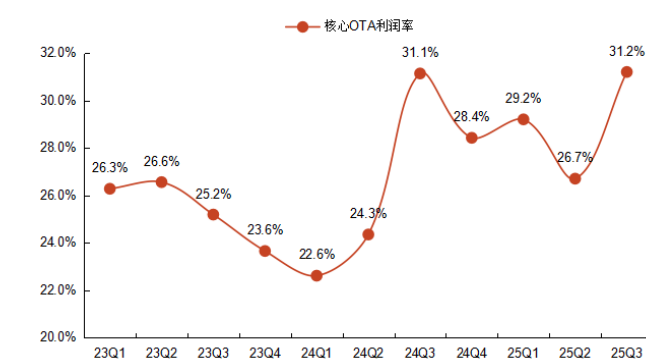
2023-2024 年同程的国际业务取得较快增长。2023 年春节期间，同程平台的出入境机票订单量大幅上涨，其中出境机票预订量同比上涨 258%，入境机票预订量同比上涨 632%，国际酒店预订量同比增长 177%。2024 年同程的国际供应链持续优化，国际业务延续较快增长，国际机票预订量同比增长超过 130%，国际酒店间夜量同比增长超过 110%。25Q3 同程的国际机票业务占交通票务收入 6%，同比提升 2 个百分点，且已实现盈利。另外，同程于 24 年二季度以来注重提升国际业务运营效率，公司预计 25 年国际业务有望实现盈亏平衡或者盈利，持续推动核心 OTA 利润率成长。

图 76：2024 年公司国际机票量与酒店间夜量同比增速



资料来源：同程旅行发言人，公司公告，光大证券研究所

图 77：23Q1-25Q3 公司核心 OTA 利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.2.3 通过 HopeGoo 平台与四海“艺”家计划，把握入境游机遇

目前同程的入境游业务处于早期发展阶段。24 年同程以 HopeGoo 与艺龙酒店科技平台为抓手，把握中国入境游发展机遇。

2024 年上半年，同程在香港推出国际旅游预订平台——HopeGoo，覆盖机票、酒店、火车票、门票、船票、当地玩乐等六大领域，支持全球 16 种货币支付和多种操作语言，为境外游客或者香港居民提供全球多个目的地的旅游预订服务。目前 HopeGoo 处于早期发展阶段，主要满足“港人北上”的需求。HopeGoo 推出后，先后与 WeChat HK、Alipay HK 达成合作，香港地区游客可以在这两个平台通过 HopeGoo 购买高铁票、酒店、景区门票。AlipayHK 拥有近 400 万活跃香港用户，是香港目前活跃用户最多的电子货币包，有望为 HopeGoo 带去潜在大量用户。

图 78：HopeGoo 的高铁订票服务已接入 Alipay APP



资料来源：Alipay APP，光大证券研究所

2024 年 12 月，HopeGoo 与香港八达通 APP 合作。通过八达通 APP，香港居民或者境外游客可以一键转跳到 HopeGoo，直接预订前往中国内地的火车票。截至 2025 年 1 月，在香港，八达通的发卡量超过 2000 万张，在香港地区的渗透率达到 98%，使用场景覆盖香港的公共交通工具、大型连锁店、便利店、快餐店及超市等。HopeGoo 通过与香港八达通 APP 达成合作，将有助于拓宽获客渠道。

图 79：HopeGoo 接入香港八达通 APP



资料来源：同程旅行发言人，光大证券研究所

25 年同程持续提升入境游服务，推出全新域名——“DeepTrip.com”，为 9 种语言的游客提供中国行程规划服务，助力发展入境游。

同程旅行调动国内酒店供应链资源，以艺龙酒店科技平台为抓手，启动四海“艺”家计划，针对入境游核心客源市场的消费习惯优化外宾入住体验，例如：门店双语服务指南、店内双语标识牌、双语礼宾服务以及更贴近外宾饮食习惯的特色早餐等。截至 24 年 7 月底，在艺龙酒店科技已开业酒店中，具备港澳台来宾及外宾接待能力的酒店超过 400 家，覆盖了全国 21 个省份的 80 多个城市。

5.2.4 投资建议

同程旅行补贴投放逐渐精细化，国际业务运营效率持续提升，25 年 4 月，公司通过收购万达酒店管理（香港）有限公司，补齐高端酒店管理矩阵，获得高端优质会员，未来有望增厚收入与利润。我们维持 25-27 年公司经调整归母净利润分别为 33.68、40.44、46.67 亿元，当前股价对应 25-27 年经调整 PE 分别为 14/12/10 倍。维持“买入”评级。

表 15：同程旅行盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,896	17,341	19,279	22,082	25,227
营业收入增长率	81%	46%	11%	15%	14%
经调整归母净利润（百万元）	2,188	2,771	3,368	4,044	4,667
经调整归母净利润增长率	230%	27%	22%	20%	15%
经调整 EPS（元）	0.97	1.19	1.43	1.72	1.99
经调整 P/E	21	17	14	12	10

资料来源：，光大证券研究所预测；股价时间为 25 年 11 月 28 日；2023/2024 年末的股本数分别为 22.55/23.27 亿股，假设 2025-2027 年末股本数为 23.49 亿股。港币兑人民币为 1：0.91。

5.2.5 风险提示

居民旅游支出不及预期风险、与大股东的战略合作不及预期的风险、国际业务发展不及预期风险。

5.3 众信旅游：中国领先旅游集团，供应链资源丰富

众信旅游是国内领先的大型旅游集团，以出境游批发业务起家，在出境游领域拥有较强的先发优势，已形成出境游服务综合平台，并且是中国首家上市的民营旅行社。众信的主要业务是旅游批发、旅游零售和整合营销，目的地覆盖全球 200 余个主要国家和地区，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游上具有较强的竞争优势。众信于 2024 年 3 月成立了入境服务子公司——优比利，目前公司入境游业务尚处于发展初期。

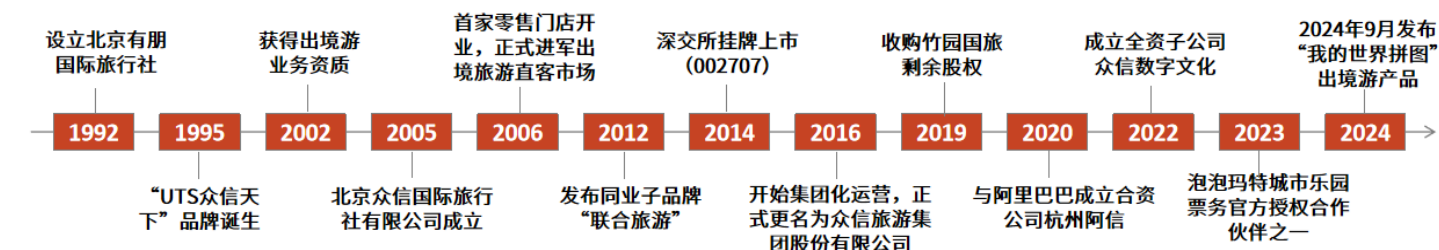
5.3.1 中国领先旅游集团，深耕出境游二十余载

众信旅游发展历史复盘

众信旅游是出境游行业龙头，深耕出境游领域二十余年，积累了丰富的供应链资源。1992 年，众信旅游前身北京有朋国际旅行社成立，并于 2002 年获得出境游业务资质，成为国内最早一批从事出境游业务的企业，早期专注于出境游批发业务。2004 年，公司抓住中国长线出境游起步的机遇，以批发业务为切入点，逐步拓展零售业务和商务会奖旅游业务。2007 年，公司开始实施“批发零售一体，线上线下一体”的发展战略。2008 年，公司整体变更为北京众信国际旅行社股份有限公司，并于 2014 年登陆深交所，成为中国首家上市的民营旅行社。2015 年收购竹园国旅 70% 股权。2016 年，公司开始集团化运营，更名为众信旅游集团，各板块加强协同。2019 年初，公司完成对竹园国旅剩余 30% 股权的收购。

经过出境游领域二十多年的深耕，公司目前已成为国内领先的大型旅游集团，业务范围涵盖旅游批发、旅游零售、整合营销、旅游目的地运营、旅游产业链服务等业务，目的地覆盖全球 200 余个主要国家和地区，且在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游上具有较强的竞争优势。

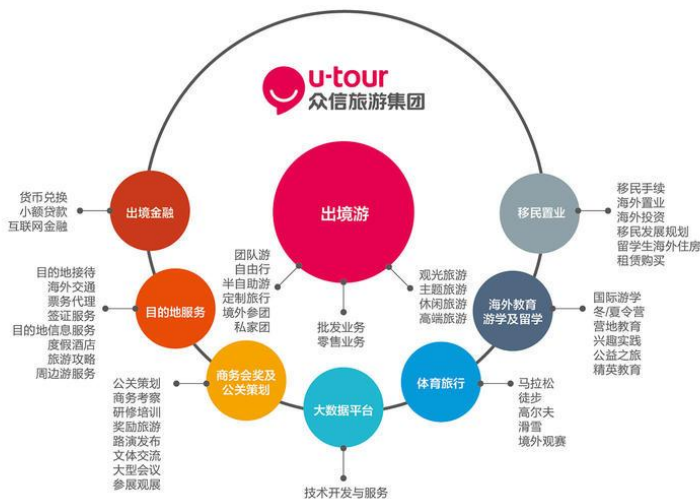
图 80：众信旅游的发展简史



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

推行“一横一纵”战略，打造出境综合服务平台。纵向看，众信以出境游业务为核心，进行产业链一体化纵向延伸。上游端，通过直采、外部合作、股权投资等方式掌握全球主要旅游目的地的资源，并且通过机票集中采购、与航企合作开通直航等方式深化与航企的合作关系。中游端，一方面丰富产品体系，推出跟团游、定制游、自由行、半自由行、海外目的地碎片化等产品；另一方面均衡各目的地的布局，从早期的依赖欧洲市场，变为欧洲、亚洲、美洲等目的地均有布局。下游端，采取线上+线下的双轮驱动模式，线上以悠游网接触消费者，线下端快速扩充实体门店。横向看，众信向移民置业、游学、出境金融等业务延伸，搭建出境旅游服务的大生态体系。在“一横一纵”战略下，公司已打造为出境综合服务平台，实现客户共享、资源共享。2024 年众信设立入境游子公司，开始布局入境游领域。

图 81：众信旅游出境游服务综合平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所

民营旅行社，阿里入股达成战略合作

众信旅游为民营旅行社，冯滨为公司控股股东及实控人，截至 25 年 Q2 末共持有众信 15.39% 的股权。2020 年 9 月，冯滨向阿里网络（阿里巴巴集团内企业）转让约 5% 股份，双方在产品供给、渠道和品牌、大数据技术、以及支付和系统等方面达成战略合作。2020 年 11 月，众信与阿里旅行分别出资 45% 与 55% 共 1.5 亿元，共同设立杭州阿信网络科技有限公司，拓展旅游产品分销渠道，提升

数字化水平。2021 年阿里网络再次协议受让冯滨及持股 5%以上股东郭洪斌合计约 6.04%股份。截至 25Q2 末，阿里网络持有公司 10.2%的股权。

众信旅游的核心管理团队共事十余年，拥有丰富的管理经验和敏锐的行业洞察力。冯滨担任董事长及总经理，拥有逾 40 年旅行社从业及管理经验，主导众信旅游战略方向；董事张磊、张一满加入众信都超过 10 年，出境游运营经验丰富；此外，众信亦聘任阿里巴巴集团旗下的飞猪旅行副总裁和度假事业部总经理赵磊成为董事，助力线上业务开拓。

表 16：众信旅游的管理层具备丰富的行业经验

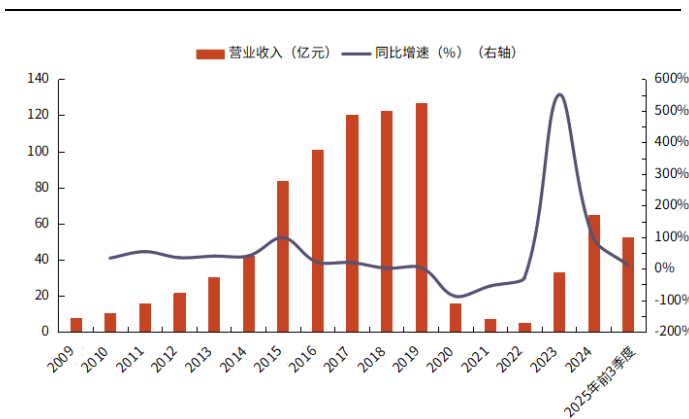
姓名	现任职务	加入公司时间	工作履历
冯斌	董事长、总经理	2008 年 6 月	2008 年 6 月至今任公司董事长；2008 年 6 月至 2016 年 9 月任董事长兼总经理；2020 年 6 月起任董事长兼总经理。
张磊	董事	2008 年 6 月	2008 年 6 月至 2014 年 6 月任公司出境旅游中心总监、监事会主席；2014 年 6 月至 2020 年 6 月任公司副总经理；2016 年 11 月至今任子公司优耐德（北京）国际旅行社有限公司总经理；2020 年 6 月起任公司董事；目前还任参股公司 West Coast Holidays Inc.的董事。
张一满	董事、副总经理	2006 年 12 月	2006 年 12 月至 2018 年 5 月历任竹园国际旅行社有限公司出境部人事行政经理、总经理、众信旅游总经理助理；2018 年 5 月起任公司副总经理；2020 年 6 月起任公司董事、副总经理。
郭镭	董事、副总经理、董事会秘书	2015 年 10 月	2008 年 7 月至 2015 年 10 月任华泰联合证券有限公司投资银行总部董事；2015 年 10 月至 2018 年 6 月任公司战略投资部总监；2018 年 6 月至今任公司副总经理、董事会秘书；2020 年 6 月起任公司董事、副总经理兼董事会秘书。
赵磊	董事	2021 年 12 月	2007 年加入阿里巴巴集团，历任天猫事业部食品快消行业负责人、飞猪消费者运营负责人；现任阿里巴巴集团旗下飞猪旅行副总裁和度假事业部总经理；2021 年 12 月起任公司董事。
吕菊蓉	财务总监	2018 年 12 月	曾任武汉高德红外股份有限公司审计经理、新疆昊嘉股权投资合伙企业投资总监；2018 年 12 月任上海众信国际旅行社有限公司财务总监；2020 年 10 月兼任子公司优耐德（北京）国际旅行社有限公司财务总监；2021 年 6 月至今任公司财务总监。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

营收与归母净利润逐渐恢复

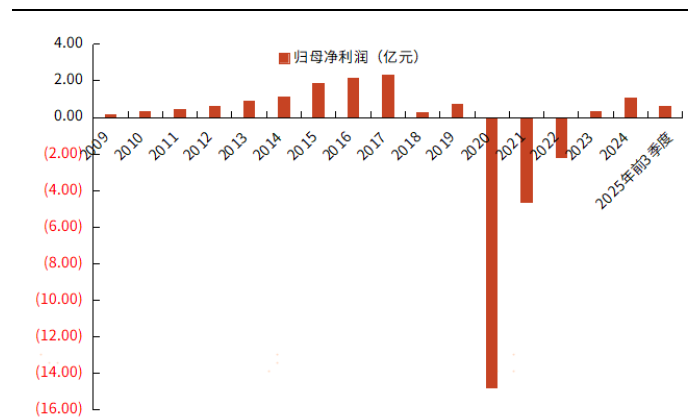
众信旅游早期紧抓出境游快速发展的机遇，作为批发商切入出境游市场实现迅速起量，而后大力发展电子商务、积极拓展出境游零售、商务会奖旅行业务。批发+零售的双轮驱动下，2009-2019 年公司营收从 7.8 亿元增至 126.8 亿元，复合增速达 32.2%。疫情期间公司灵活调整策略，将经营重心转向国内游市场。2023 年以来随着出境游行业复苏，众信旅游的业绩实现高弹性增长，2023 年营收同比+559.0%，归母净利润同比则扭亏为盈。2024 年，众信旅游的营收与归母净利润继续修复，营收同比增长 95.7%，归母净利润同比增长 228.2%。2025 年前三季度，众信旅游的营收为 52.41 亿元，同比增长 10.96%；归母净利润为 0.67 亿元，同比下滑 45.73%。归母净利润下滑原因是营业成本（主要为机票与地接费）、销售费用率、管理费用率同比增加，投资净收益同比减少。25Q3，众信旅游的营收与归母净利润分别为 23.66/0.27 亿元，分别同比+12.35%/-48.64%。

图 82：2009-2025 年前 3 季度众信旅游的营业收入与同比增速



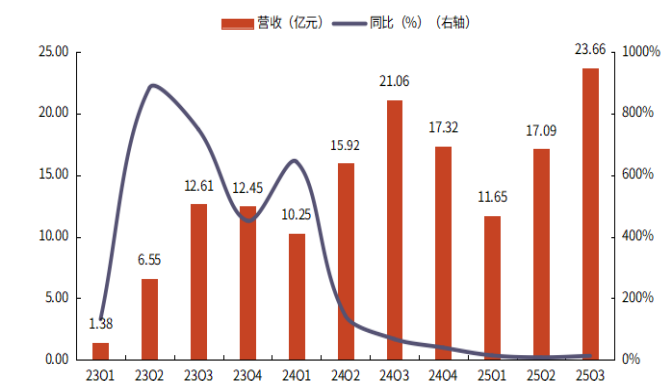
资料来源：iFinD，光大证券研究所

图 83：2009-2025 年前 3 季度众信旅游的归母净利润



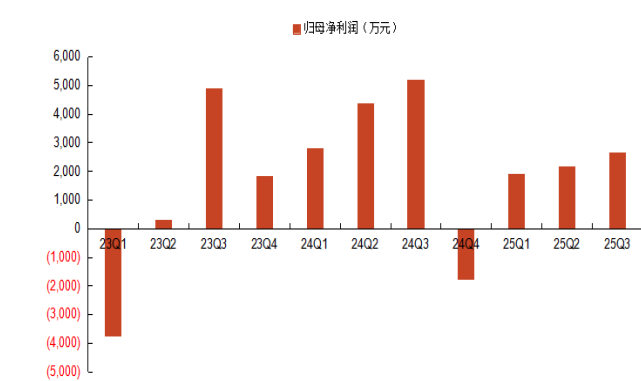
资料来源：iFinD，光大证券研究所

图 84：23Q1-25Q3 众信旅游的分季度营业收入与同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

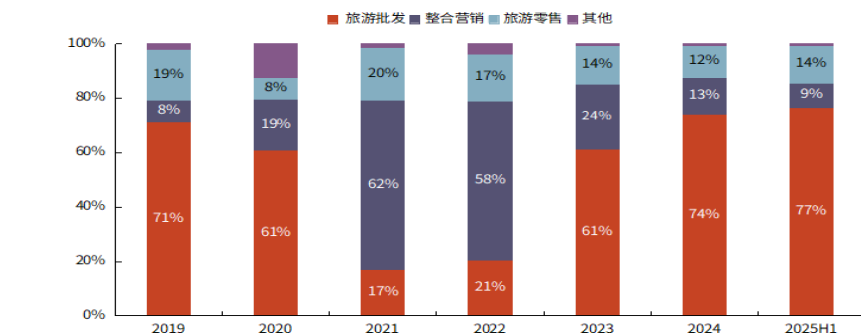
图 85：23Q1-25Q3 众信旅游的分季度归母净利润



资料来源：wind，光大证券研究所

众信旅游的核心业务是出境游批发、出境游零售和整合营销，另外布局旅游金融（货币兑换和小贷业务）、移民置业、游学留学服务等其他业务。其中，除疫情特殊时期之外，出境游批发一直是众信旅游的第一大业务板块。2023 年至 2025 年上半年，随着出境游行业恢复，众信旅游的批发业务营收占比分别达到 61%/74%/77%。众信旅游的批发业务模式是通过代理商销售旅游产品给终端消费者，零售业务则通过线下门店、线上悠游网等方式销售旅游产品给终端消费者。整合营销的服务产品分为商务会奖服务和活动公关策划服务，侧重商务会奖业务。商务会奖旅游具备定制属性、季节性偏弱，对服务商的专业度、和资源整合能力要求高，是高端旅游市场中含金量较高的业务。

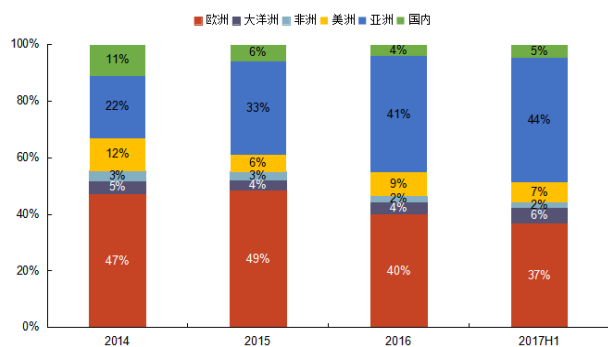
图 86：2019 年-2025 年上半年众信旅游的各业务板块营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

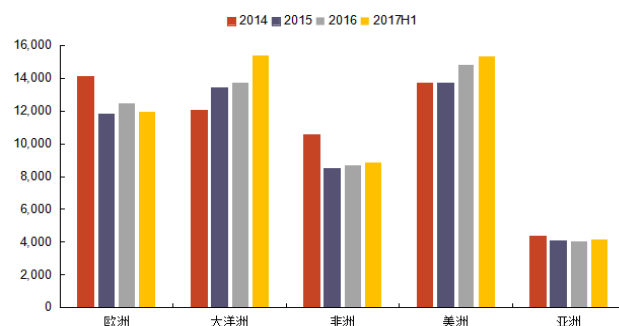
从目的地分类看，众信旅游早期布局以欧洲为主，后逐步在全球其他地区实现布局，2016 年，亚洲超过欧洲成为众信旅游的第一大目的地，营收贡献达到 41%。不过，亚洲路线由于距离较近且旅行社之间竞争激烈，产品均价较低，而欧洲、大洋洲、美洲等距离较远的路线价格较高，属于出境游中的中高端项目。

图 87：2014-2017H1 众信旅游各目的地的营收贡献



资料来源：公司可转债募集资金说明书，光大证券研究所；注：公司年报未按照目的地披露营收

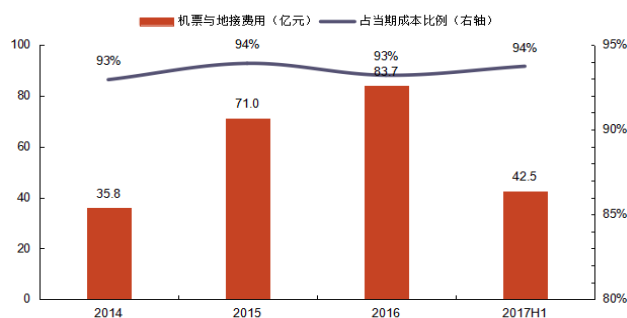
图 88：2014-2017H1 众信旅游各目的地主要产品均价（元/次）



资料来源：公司可转债募集资金说明书，光大证券研究所；注：公司年报未按照目的地披露营收

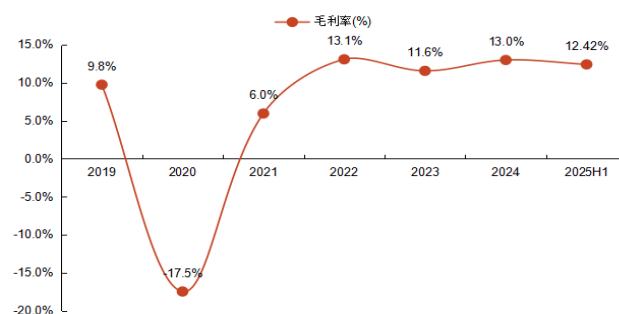
由于需要支付上游的地接、机票、酒店、餐费及门票费用等，旅行社运营商的整体毛利率水平偏低，且因机票款以预付为主，故对流动资金需求较大，小型旅行社的优势较弱。众信旅游的成本中，机票与地接费用占比 90%以上。但是众信旅游作为大型旅行社运营商，具备一定的规模优势，可获得品牌溢价，从而将毛利率维持在较高水平。除去疫情特殊时期，2019 年至 2025 年上半年，众信旅游的毛利率总体呈稳中微升的态势。

图 89：2014-2017H1 众信旅游的成本构成



资料来源：公司可转债募集资金说明书，光大证券研究所；注：公司年报未披露成本构成

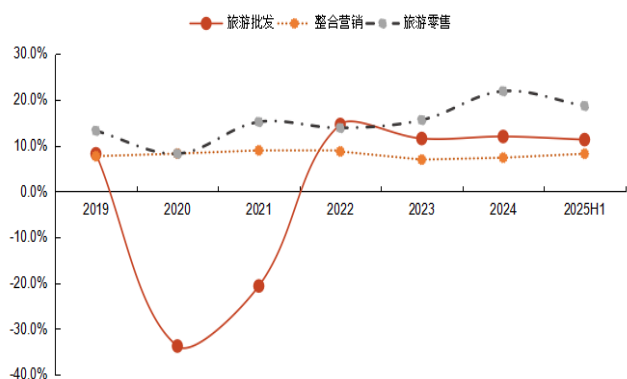
图 90：2019 年-2025 年上半年众信旅游的毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所

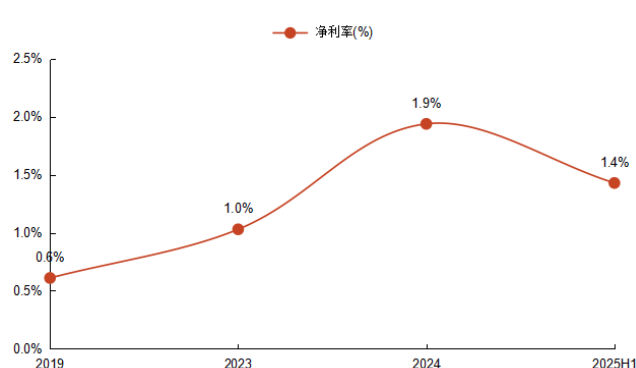
分业务，零售业务由于会计准则调整，表观盈利能力较好；批发业务毛利率水平维持在 10%至 15%左右。整合营销业务由于主要对接企业客户，毛利率低于批发业务。2023 年随着众信旅游的营收恢复，规模正效应逐渐凸显。2025 年上半年众信旅游的净利润率超过 2019 年水平，达到 1.4%。

图 91：2019 年-2025 年上半年众信旅游的各业务板块的毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 92：2019 年-2025 年上半年众信旅游净利润率



资料来源：wind，光大证券研究所

5.3.2 众信旅游核心竞争力分析

众信目前已在上游建立起较强的资源壁垒，逐步通过零售业务构建下游客户资源壁垒。另外，众信的批发、零售与整合营销三大业务形成较强的协同效应。众信进入出境游批发业务较早，积累了较强的先发优势，可为零售、整合营销业务以及入境游业务提供稳定的上游资源支持。零售业务为众信产品研发提供及时的市场情报，为批发业务提供一定的现金流支撑。整合营销业务则在疫情期间起到业绩稳定器的作用。24 年公司成立入境游子公司——优比利，目前入境游业务尚处于发展初期，未来有望调动海外、国内供应链资源，逐步增加入境游服务人次与营收贡献。

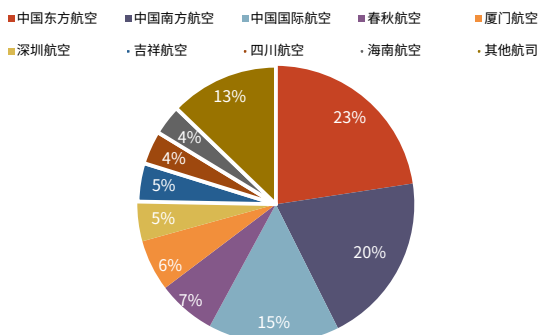
旅游批发：先发优势显著，构筑较强上游资源壁垒

出境游为主的批发业务是众信的第一大业务，批发业务覆盖出境口岸多、产品 SKU 丰富。众信旗下拥有“优耐德旅游”及“全景旅游”两大业内领先的出境游批发商。

2005 年众信即开始积极整合出境游上游资源，特别是长线出境游上游资源，包括机票、签证、地接、酒店等，使得众信在保证上游资源供应的同时，能够取得优惠价格，控制成本。另外众信凭借区位优势，建立和各国在华使领馆的关系，以争取较顺利的签证获批。众信已与全球 90 多个国家和地区的 400 多个地接社建立了合作关系，并通过战略投资在日本、纽约、迪拜、奥地利等地设立地接社。

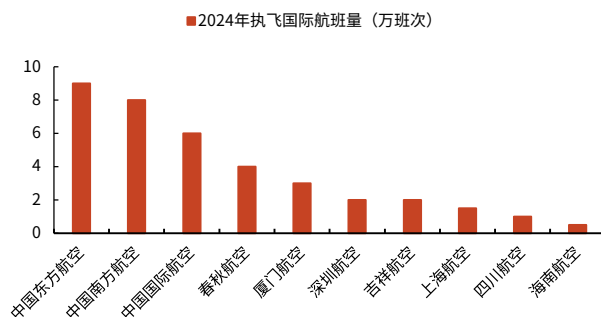
机票方面，众信拥有自己的机票代理资质，与国内、国际 50 多家航空公司建立了合作关系，是多家航空公司的 A 类客户，有利于众信获得更低折扣的团队票。众信也是国内首家推出洲际包机产品的旅行社，在北京、天津、南京、广州等城市开展洲际直飞包机业务。众信目前为国航在北京地区最大的旅行社合作伙伴，国航亦在公司的机票采购体系中占据前列。众信在上海与东方航空关系紧密。

图 93：2024 年中国航司份额占比



资料来源：航班管家，光大证券研究所；注：统计口径为各航司航班量占国内航司航班量总量的份额

图 94：2024 年 TOP10 航司国际航班量

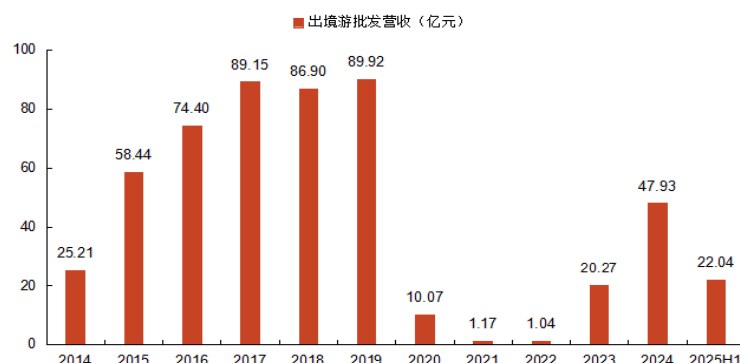


资料来源：航班管家，光大证券研究所

公司持续进行产品迭代，开发国内批发游市场，推动批发业务营收迅速修复。2019 年众信的出境游批发业务收入 89.92 亿元，占整体收入的比例为 71.2%。疫情期间，虽然众信的出境游基本盘受损严重，但是加快了国内游批发业务布局，目前众信的国内游产品覆盖了主要旅游目的地。另外，众信持续在产品领域推陈出新，打造差异化产品系列，24 年发布“众信制造 2.0”产品系列，其中 90% 以上为众信独家产品。优质的产品开发、迭代能力，叠加国内批发业务开拓，推动批发主业盈利能力逐渐修复，24 年众信旅游出境游批发业务实现营收 47.93

亿元,同比增长 136.5%。25 年上半年,众信旅游批发业务实现营收 22.04 亿元,同比增长 6.5%。

图 95：2014-2025 年上半年众信旅游的出境游批发业务营收



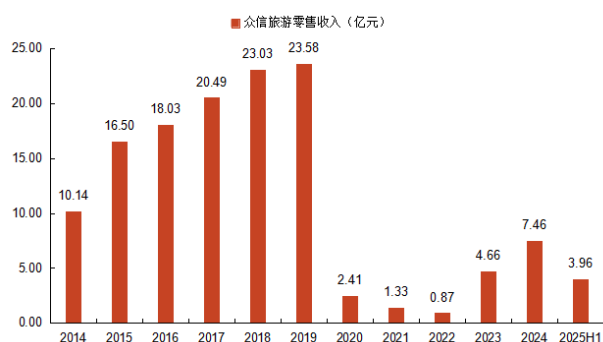
资料来源: wind, 光大证券研究所

旅游零售：多渠道运营，与批发业务形成协同优势

旅游零售业务为收入贡献第二大板块,合伙人门店计划推动线下零售网络持续扩张。公司于 2007 年开始拓展出境游零售业务,目前已形成线下零售门店与线上悠哉网两大获客渠道。众信零售业务由于直面消费终端,具备更强的情报搜集能力,可以在一定程度上反哺公司产品研发,并且由于零售业务具备更优质的现金流,可为批发业务提供更好的资金支撑(批发业务中机票款需要预付给航司)。

与旅游批发业务相比,旅游零售业务省去了旅游代理商这一中间环节,因此盈利能力更优。24 年众信旅游零售业务实现收入 7.46 亿元,同比增长 60%,毛利率达到 21.84%,比批发业务高出 9.89pcts。25 年上半年,众信旅游零售业务实现收入 3.96 亿元,同比增长 44.07%。2024 年,众信通过推出“U 护航”旅游零售全周期服务平台,从品牌、产品、数智、金融等维度为直营与加盟门店赋能。截至 24 年末,众信已在 20 个省市自治区设立了超过 2000 家门店,比 23 年末增加 500 家,并计划于 2026 年底达到 4500 家零售门店的规模。

图 96：2014-2025 年上半年众信旅游的零售收入



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 97：2018-2026E 众信旅游的门店数量



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; 公司计划 2026 年门店数量将达到 4500 家。

图 98：众信旅游推出“U 护航”旅游零售全周期服务平台



资料来源：众信旅游发言人，光大证券研究所

众信旅游在线上渠道加速布局，探索全媒体矩阵式运营模式。疫情期间，旅游行业流量部分向互联网迁移，众信开始加速构建全媒体矩阵式运营模式，除了传统的微博、小程序、公众号等，也尝试抖音、小红书等渠道，挖掘私域流量，积累用户数据。根据众信旅游发言人，2024 年众信在抖音渠道累计直播场次超 4153 场，累计观看人数超 737 万人次，直播旅游产品交易额达 1 亿 70 万元，活跃粉丝数量已接近 36 万。

图 99：众信旅游微信小程序



资料来源：众信旅游微信小程序，光大证券研究所

图 100：众信旅游在抖音平台的宣传



资料来源：中国旅行社协会，光大证券研究所

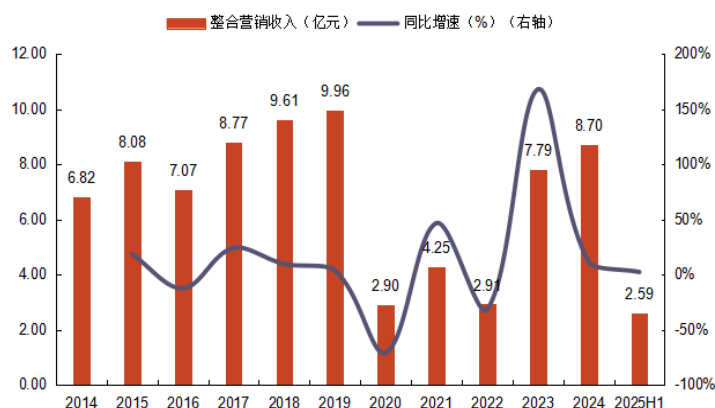
公司持续拓展合作伙伴范围，持续强化产业链上游资源优势。国外方面，2023 年以来，众信与沙特阿拉伯旅游局、泰国国家旅游局等展开合作，夯实公司上游旅游资源优势。国内方面，众信与洛阳市栾川县政府、泡泡玛特等签约合作，持续扩大国内游上游资源池，丰富国内游产品供给。

整合营销：持续构建多元客户结构，完善服务体系

众信旅游拥有专业化的整合营销品牌“众信博睿”。众信旅游商务会奖旅游业务的初期客户为大型医药企业，毛利率较高。2016 年公司旗下控股子公司众信博睿在新三板挂牌，并逐步将业务从商务会奖旅游升级到整合营销服务。

疫情前众信旅游的整合营销业务收入占比相对较低,2019 年实现营收 10.0 亿元,仅占整体收入的 7.9%。2020-2022 年整合营销业务分别实现营收 2.9/4.3/2.9 亿元,分别占整体收入的 18.2%/59.4%/57.5%,在疫情期间起到稳定业绩的作用。疫后整合营销业务快速修复,23 年实现营收 7.79 亿元,同比增长 168%。24 年整合营销业务实现营收 8.70 亿元,同比+12%。25 年上半年,整合营销业务实现营收 2.59 亿元,同比增长 2.3%。

图 101: 2014-2025 年上半年众信旅游的整合营销业务营收



资料来源: wind, 光大证券研究所

阿里赋能，打造杭州阿信旅游分销平台

阿里战略持股，双方深度合作，充分发挥协同效应。众信旅游与阿里巴巴集团旗下的阿里旅行达成战略合作，相互提供资源支持。众信旅游在产品方面给予阿里旅行在平台分销、采购价格、结算、优先供应以及独家代理等方面政策的支持，阿里旅行则在支付系统、内控管理、销售及采购支付、资金结算等方面为众信旅游提供解决方案支持。

表 17: 与阿里旅行达成战略合作

合作领域	具体内容
产品供给	公司同意在产品方面给予阿里旅行包括但不限于平台分销、采购价格、结算、优先供应、独家代理等各方面政策的支持。
渠道和品牌	探索和推进“旅游线下新零售”商业模式，在渠道端探讨品牌联合及规划。将在双方均同意的地区尝试开设试点门店，并依据门店的实施、成型及综合收益优先的原则确定下一步的发展规划以及品牌联合。
大数据技术	坚守国家监管机构相关法律法规规定，利用双方资源优势，结合大数据技术，为促进旅游行业稳步发展、不断提高旅游消费者体验，持续提供更多更具价值的创新产品。
支付	为提高公司线上支付水平及资金使用效率，阿里旅行同意为公司在支付系统方面提供方案支持。
系统	阿里旅行同意为公司在内控管理、销售及采购支付、资金结算等方面，提供系统解决方案的支持。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

5.3.3 关键假设与盈利预测

关键假设与盈利预测

众信旅游作为中国出境游业务的龙头企业，在出境游批发市场已占据先发优势，近年来积极布局零售业务，助力公司疫后综合毛利率提升。

➢ 公司分业务板块营收预测：

1) 旅游批发：疫情期间，公司旅游批发业务基本停滞，随着疫后供给端恢复，公司出境游批发业务逐渐恢复，低基数影响下 23 年、24 年的旅游批发业务营收同比增速较高。25H1，公司旅游批发业务实现营收 22.04 亿元，同比增长 7%。公司对上游资源的把控能力较强，批发业务覆盖的出境口岸多、产品 SKU 丰富，叠加国际航班量的修复以及异业渠道的开发，我们预计公司旅游批发业务未来增速较为稳定，假设 25-27 年的营收同比增速均维持在 9%。

2) 旅游零售：公司线下门店扩张速度较快，零售网络的覆盖广度与深度不断增加。根据公司发布的《2025 五一出游趋势报告》，截至 4 月 15 日，从众信旅游零售业务角度，GMV 较去年同期增长约 65%，产品丰富度较去年同期增长 55.25%。25H1 公司旅游零售业务实现营收 3.96 亿元，同比增长 44%。我们预计未来公司的旅游零售业务拓展较快，假设 25-27 年营收分别同比增长 30%、27%、23%。

3) 整合营销：公司旗下众信博睿以商务会奖业务为基石，积极拓展企业咨询、差旅服务、目的地二次开发等多元化、一站式服务，客户种类与服务体系逐渐丰富。疫情期间，公司的整合营销业务起到了重要的业绩稳定作用。25H1 公司整合营销业务实现营收 2.59 亿元，同比增长 2%。我们预计未来公司整合营销业务将稳步发展，假设 25-27 年整合营销业务的营收同比增速均维持在 8%。

4) 其他业务：公司具备游学服务、移民服务等其他业务，我们预计未来其他业务板块增长比较稳定，假设 25-27 年其他业务的营收同比增速均维持在 2%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年的营收分别为 71.81、79.84、88.49 亿元，同比增速分别为 11.24%、11.18%、10.85%。

► 公司各项期间费用率与毛利率预测：

1) 随着公司营收增长，规模效应逐渐凸显。25H1 公司销售/管理费用率分别为 9.0%/2.4%，分别同比增长 1.6、0.5pcts。我们假设 2025、2026、2027 年公司的销售费用率 8.8%、8.7%、8.6%。管理费用率分别为 2.4%、2.3%、2.2%。

2) 2023/2024/25H1 公司的毛利率分别为 11.6%/13.0%/12.4%。考虑旅游行业整体复苏，公司针对中高端客群，产品定价水平相对较高，但是行业竞争亦在加剧。我们假设 25-27 年公司整体毛利率分别为 12.4%、12.6%、12.8%。

表 18：众信旅游盈利预测假设表（单位：百万元）

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
旅游批发业务	营收	2027	4793	5225	5690	6190
	同比增速	1858%	136%	9%	9%	9%
	毛利率	11.5%	12.0%	11.6%	11.6%	11.6%
旅游零售业务	营收	466	746	969	1231	1514
	同比增速	433%	60%	30%	27%	23%
	毛利率	15.6%	21.8%	21.4%	21.4%	21.4%
整合营销	营收	779	870	939	1015	1096
	同比增速	168%	12%	8%	8%	8%
	毛利率	6.9%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
其他业务	营收	25	46	47	48	49
	同比增速	2%	84%	2%	2%	2%
	毛利率	28.8%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%
营业收入		3298	6455	7181	7984	8849
同比增速		558.96%	95.70%	11.24%	11.18%	10.85%
毛利率		11.6%	13.0%	12.4%	12.6%	12.8%
销售费用率		8.2%	8.5%	8.8%	8.7%	8.6%
管理费用率		3.2%	2.0%	2.4%	2.3%	2.2%
归母净利润		32.27	105.92	69.85	102.42	127.45
同比增速		-114.58%	228.18%	-34.06%	46.64%	24.44%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上，我们预计 2025-2027 年公司的归母净利润分别为 0.70、1.02、1.27 亿元，分别同比-34.06%、+46.64%、+24.44%。25 年前三季度公司归母净利润同比下滑 45.7%，下滑原因是营业成本（主要为机票与地接费）、销售费用率、管理费用率同比增加，销售费用率、管理费用率增加的主要原因在于人员扩张（疫情期间公司在职工数量降幅较大，2019/2022/2023/2024 年公司在职工数量分别为 5468/1459/2216/2706 人），25 年全年的归母净利润或将仍受营业成本、销售费用率与管理费用率同比增加的影响。2026 年与 2027 年，公司人员扩张进程或将放缓，叠加营收规模效应，销售费用率与管理费用率有望同比下降，带动归母净利润提升。

相对估值

相对估值方面，我们选取岭南控股、中青旅作为可比公司。岭南控股旗下有广之旅等旅行社业务，在出入境游、国内游等方面均有布局。中青旅是全国性综合旅游服务商，业务包含旅行社板块。岭南控股、中青旅与众信旅游的业务均涵盖旅行社相关服务。众信旅游作为出境游龙头企业，在上游拥有较高的资源壁垒，批发+零售双轮驱动，率先受益于中国的出境游恢复。2025-2027 年，公司 PE 分别为 99、67、54 倍。

表 19：众信旅游可比公司估值表

公司	代码	股价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
岭南控股	000524.SZ	12.08	0.22	0.24	0.29	0.33	55	50	42	37
中青旅	600138.SH	9.57	0.22	0.2	0.24	0.3	44	48	40	32
行业均值							49	49	41	34
众信旅游	002707.SZ	7.02	0.11	0.07	0.10	0.13	65	99	67	54

资料来源：wind，光大证券研究所；岭南控股与中青旅 EPS 来自 wind 一致预期，众信旅游 EPS 来自光大证券研究所预测。股价时间截至 2025 年 11 月 28 日。

5.3.4 投资建议

众信旅游作为出境游龙头企业，在上游拥有较高的资源壁垒，批发+零售双轮驱动，率先受益于中国的出境游恢复。我们预计 25-27 年公司的归母净利润分别为 0.70、1.02、1.27 亿元。当前股价对应 PE 分别为 99、67、54 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 20：众信旅游盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,298	6,455	7,181	7,984	8,849
营业收入增长率	558.96%	95.70%	11.24%	11.18%	10.85%
净利润（百万元）	32	106	69.85	102.42	127.45
净利润增长率	-114.58%	228.18%	-34.06%	46.64%	24.44%
EPS（元）	0.03	0.11	0.07	0.10	0.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.31%	12.31%	7.50%	9.91%	10.98%
P/E	214	65	99	67	54

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-28。

5.3.5 风险提示

居民旅游消费支出不及预期，入境游业务发展不及预期，行业竞争加剧风险。

6、风险提示

宏观经济波动导致旅游需求萎缩风险

全球经济增速放缓或区域经济不稳定可能抑制居民旅游消费能力,尤其是高端入境游和远程出境游需求。若主要客源国(如韩国、美国、东南亚国家)出现经济衰退、通货膨胀加剧,可能导致游客可支配收入下降,进而减少来华旅游预算。

国际关系风险

国际局势紧张(如中美贸易摩擦、区域安全事件)可能降低游客赴华意愿,尤其影响欧美远程客源。

突发事件与不可抗力风险

若发生全球性公共卫生危机可能导致出入境旅游暂停,若中国发生极端天气(如台风、地震)可能影响对全球游客的吸引力。

附录：中国入境游发展历程

中国入境游可分为以下四个阶段：

第一阶段（1978 年~1991 年）：1978 年改革开放之前，入境旅游业作为中国外交事业的延伸和补充，承担非经济的外事接待任务。1978 年改革开放后，入境旅游业从政治接待职能向经济创汇职能转变；1979 年中国与美国建交，中国的国际环境进一步改善，美国逐渐成为中国入境游远程客源地之一。1978 年至 1991 年，入境游客人次从 181 万人次增至 3335 万人次，CAGR 达到 25%。该阶段入境旅游承担着中国旅游业的主体功能，国内旅游和出境旅游市场基本没有形成，中国的旅游市场格局还比较单一⁷。

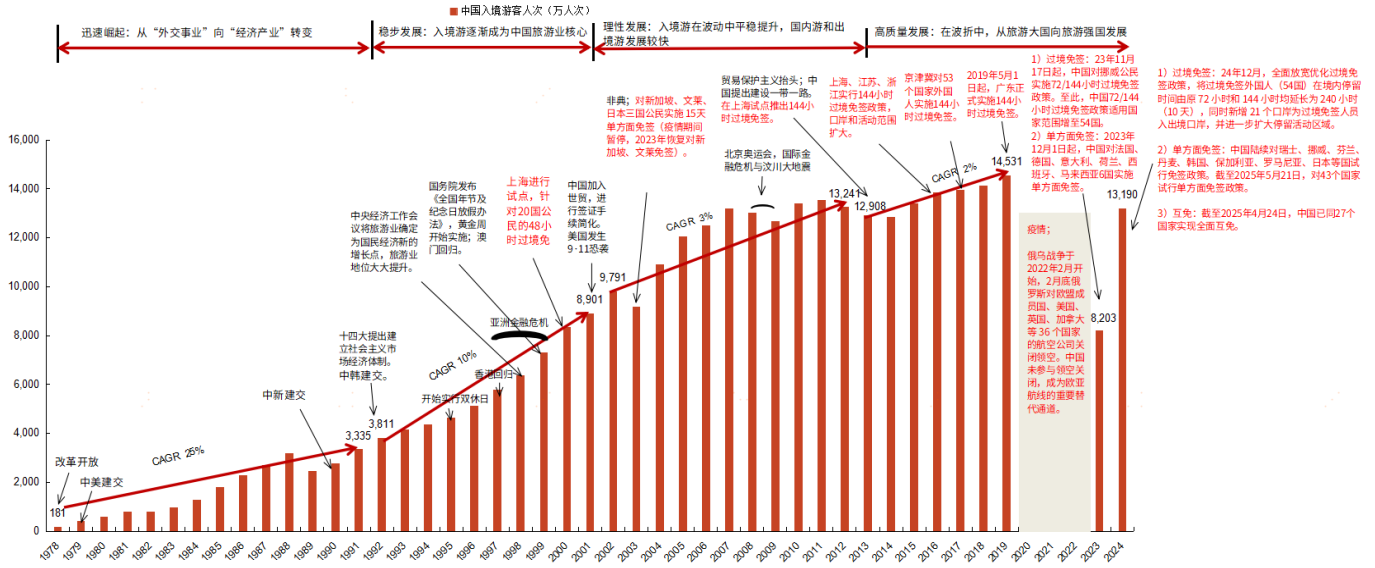
第二阶段（1992 年~2001 年）：社会主义市场经济环境逐渐形成，旅游业被列为第三产业中加快发展的重点产业，拥有良好的政策支持。1992 年，中国与韩国建交，韩国逐渐成为中国入境游的主要近程客源地。1995 年、1999 年中国先后开始实行双休日与“黄金周”制度，进一步优化旅游发展的社会环境。1998 年 12 月，中央经济工作会议将旅游业确定为国民经济新的增长点，旅游产业的地位得到了极大提升，政策支持进一步加强。2001 年，中国加入世贸组织，入境游的外部环境加速改善。在该阶段，入境旅游仍是中国旅游业的核心，并带动国内旅游和出境旅游市场逐步发展。1992 年至 2001 年，中国入境游客人次从 3811 万人次增长至 8901 万人次，CAGR 为 10%。

第三阶段（2002 年~2012 年）：2003 年的全球性公共卫生事件——“非典(SARS)”、2008 年的国际金融危机以及人民币总体升值的趋势，导致该阶段中国入境游的增速放缓，但是该时期中国国内游和出境游发展较快。2002 年至 2012 年，中国入境游客人次从 9791 万人次增至 13241 万人次，CAGR 为 3%。

第四阶段（2013 年至今）：2013 年国际贸易保护主义抬头，2018 年中美贸易冲突以及 2020 年开始的新冠疫情均对中国入境游产生不利影响。在此背景下，中国加大开放力度，提出“一带一路”倡议，疫后推出过境免签等政策利好，持续扩大过境免签政策的覆盖口岸、外国人停留时间与活动区域范围。2013-2019 年，中国入境游客人次从 12908 万人次增至 14531 万人次，CAGR 达到 2%。2024 年入境游客人次达到 13190 万人次，同比大幅增长 60.8%，其中免签入境的外国游客人次占到外国入境游客人次的 75%。

⁷郭旭红.《新中国 70 年入境旅游业》

图 102：1978-2024 年中国入境旅游发展阶段



资料来源：中国文旅部，中国政府网，国家移民局官网，外交部官网，陕西省文化和旅游厅，广州市人民政府，中国民航网，郭旭红.《新中国 70 年入境旅游业》，王亚辉、吴云超《签证制度与入境游客流：基于引力模型的实证研究》，王亚辉、全华、王亚力《“国际友城”的入境游效应及其时空异质性研究》，光大证券研究所；注：2020-2022 年由于疫情，中国文旅部未披露入境游客人次。

表 21：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			24A	25E	26E	24A	25E	26E	本次	变动
0780.HK	同程旅行	19.95	1.19	1.43	1.72	17	14	12	买入	维持
9961.HK	携程集团-S	486.85	27.58	47.55	30.58	18	10	16	买入	首次
002707.SZ	众信旅游	7.02	0.11	0.07	0.10	65	99	67	增持	首次

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-28；港币兑人民币汇率为 1:0.91；携程集团-S、同程旅行采取经调整 EPS。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP