

买入

2026 年 1 月 19 日

反垄断立案不改长期竞争力，估值底部布局正当时

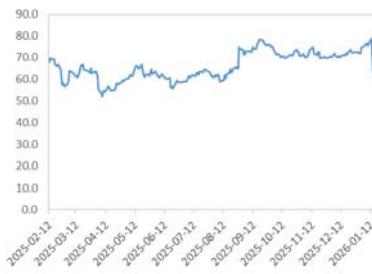
- **事件概述：**2026年1月14日，国家市场监督管理总局依据《反垄断法》对携程集团涉嫌滥用市场支配地位立案调查。同日，携程亦公告确认收到调查通知书，表态将积极配合，各项业务运转正常。
- **护城河依旧稳固，中高端基本盘难撼动：**尽管面临监管调查，我们认为携程在中国旅游行业（尤其是中高端及商旅市场）的护城河依然坚固，此次调查并不会动摇其行业地位：1) **从用户心智与信任上看**，携程不仅是流量分发平台，更是“服务确定性提供商”，在中高星酒店及出入境游等非标、高客单价领域，凭借对酒店的强管控能力（如偏袒消费者的客服政策）赢得了高净值用户的绝对信任，这与仅做流量撮合的平台有本质区别。2) **从供给侧粘性上看**，中国在线旅游行业的核心矛盾是供给过剩而流量稀缺，导致上游商家极度依赖能将流量高效转化为订单的平台，这种“单向依赖”构建了极高的转换成本。3) **从行业竞争的角度上看**，尽管近年来流量型平台试图进入中高端酒店市场，但缺乏携程在供应链上的深度（如总经销协议、与高星酒店的长期绑定等），难以对携程形成降维打击。
- **潜在处罚力度与整改预判：**复盘阿里、美团等平台历史反垄断案例，我们对携程处罚及整改方向预判如下：1) 参考阿里、美团的处罚金额分别占其上财年营收的3%-4%的比例测算，携程2025年营收预测约为618亿元，则其潜在罚款或将落在18亿-25亿元区间，相当于一次性扣减其约10%-14%年利润（剔除2025年股权出售收益影响），对集团的现金流及长期盈利冲击有限。2) 整改方面，考虑到监管核心诉求是破垄断、促公平，料整改将聚焦两方面但不伤根本：一是取消“二选一”及其它涉嫌排他协议的模式，允许商家多平台经营；二是规范定价与算法，“调价助手”等强制干预工具或叫停，以上将长期推动行业从“价格博弈”转向“服务竞争”。3) 此外佣金率走向方面，我们判断监管大概率不会设硬性佣金上限，因此供需未变背景下，携程的高佣金本质是其流量价值的市场化体现，无强制排他的话，佣金仍由供需决定。整体看，处罚属“纠偏式规范”，携程核心业务韧性与长期竞争力有望保持稳健。
- **目标价 85.00 美元，买入评级：**我们认为本次集团面临的调查属典型的“可解题型”事件，受市场情绪扰动，携程当前股价对应2026财年市盈率约14.5倍，处历史估值低位，市场过度放大了调查的远期负面效应，形成情绪性错杀。结合国内出境游复苏强劲与携程海外市场保持高速渗透的态势，我们看好此次事件所孕育的布局窗口，预计集团2025-2027年non-GAAP净利润分别有望实现168.9/198.4/231.4亿元（未考虑监管整改后的实际影响），给予85.00美元目标价，相当于26财年盈利预测20倍PE，较现价约有38%的上涨空间，买入评级。
- **重要风险：**1) 宏观经济发展不及预期；2) 地缘政治风险；3) 竞争加剧；4) 海外扩展不及预期；5) 品牌声誉风险；6) 监管处罚及整改影响大于预期。

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入(百万元)	44,562	53,377	61,971	70,636	79,921
变动(%)	122.2%	19.8%	16.1%	14.0%	13.1%
Non-GAAP归母净利润(百万元)	9,518	15,422	16,890	19,838	23,142
变动(%)	635.5%	62.0%	9.5%	17.5%	16.7%
基本每股收益(元)	15.2	26.1	47.2	29.7	34.9
市盈率@61.77美元(倍)	28.4	16.5	9.1	14.5	12.3
每股股息(美元)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4
股息现价比 (%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净收入	44,510	53,294	61,874	70,526	79,797
营业成本	(8,121)	(9,990)	(12,044)	(13,798)	(15,692)
毛利	36,389	43,304	49,831	56,728	64,105
营业费用	(25,065)	(29,127)	(34,022)	(38,002)	(42,119)
销售费用	(9,202)	(11,902)	(14,563)	(16,388)	(18,302)
管理费用	(3,743)	(4,086)	(4,338)	(4,733)	(5,115)
研发费用	(12,120)	(13,139)	(15,121)	(16,882)	(18,702)
营业利润	11,324	14,177	15,809	18,726	21,986
财务费用	23	606	704	802	907
所得税	(1,750)	(2,604)	(5,515)	(3,375)	(3,914)
净利润	10,002	17,227	31,262	19,684	23,136
少数股东损益	84	160	290	183	215
归属净利润	9,918	17,067	30,972	19,501	22,921
Non-GAAP归属净利润	9,518	15,422	16,890	19,838	23,142
基本每股收益	15	26	47	30	35
增速 (%)					
营业收入	122.2%	19.8%	16.1%	14.0%	13.1%
营业利润	12,768.2%	25.2%	11.5%	18.5%	17.4%
Non-GAAP归属净利润	635.5%	62.0%	9.5%	17.5%	16.7%

资产负债表
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
资产总计	219,137	242,581	258,599	262,099	283,956
流动资产合计	88,732	112,120	132,147	135,647	157,504
货币资金	41,592	48,439	66,448	65,114	81,791
应收账款	11,410	12,459	13,856	15,793	17,870
非流动资产合计	130,405	130,461	126,452	126,452	126,452
固定资产-物业、设备及软件	5,142	5,053	5,053	5,053	5,053
长期投资	49,342	47,194	47,194	47,194	47,194
商誉	59,372	60,911	60,911	60,911	60,911
无形资产	12,564	12,763	12,763	12,763	12,763
负债及股东权益总计	219,137	242,581	258,599	262,099	283,956
负债合计	96,131	99,099	102,454	105,415	108,611
流动负债合计	72,411	74,010	77,365	80,326	83,522
应付账款	16,459	16,578	19,908	22,808	25,937
应付关联方款项-流动负债	303	397	422	483	550
预收款项	13,380	0	0	0	0
非流动负债合计	23,720	25,089	25,089	25,089	25,089
长期借款	19,099	20,134	20,134	20,134	20,134
股东权益合计(含少数股东权益)	123,006	142,739	156,145	156,684	175,346
股东权益合计(不含少数股东权益)	122,184	141,807	155,213	155,752	174,414
少数股东权益	822	932	932	932	932

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
盈利能力					
毛利率	82%	81%	80%	80%	80%
营业利润率	25%	27%	26%	27%	28%
归母净利润率	22%	32%	50%	28%	29%
运营能力					
行政管理费用率	8%	8%	7%	7%	6%
市场营销费用率	21%	22%	24%	23%	23%
研究和开发费用率	27%	25%	24%	24%	23%
实际税率	16%	15%	15%	15%	15%
派息率			8%	8%	8%
应收账款周转天数	69	82	82	82	82
应付账款周转天数	537	599	599	599	599
财务状况					
资产负债率	44%	41%	40%	40%	38%
现金流量净额/净利润	2.2	1.1	1.3	1.6	1.5

总资产/股本
财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净利润	10,002	17,227	31,262	19,684	23,136
折旧与摊销	1,052	1,107	2,157	2,458	2,781
其它	10,950	1,291	6,212	8,630	9,217
经营活动产生的现金流量净额	22,004	19,625	39,630	30,772	35,134
贷款给用户所得的现金-投资活动	24,523	6,661	12,228	14,471	11,120
贷款给用户支付的现金-投资活动	(25,018)	(7,864)	(12,720)	(15,201)	(11,928)
其它	6,414	(4,849)	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	5,919	(6,052)	(492)	(730)	(808)
短期银行贷款所得款	34,562	31,775	20,489	28,942	27,069
长期借贷所得款	11,915	44	7,256	6,405	4,568
偿还长期贷款和债券	(7,682)	(14,860)	(10,971)	(11,171)	(12,334)
其它	(41,342)	(23,669)	(37,903)	(55,552)	(36,952)
筹资活动产生的现金流量净额	(2,547)	(6,710)	(21,129)	(31,376)	(17,649)
汇率变动对现金的影响	120	247	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	25,496	7,110	18,009	(1,334)	16,677
期初现金及现金等价物余额	18,487	43,983	51,093	69,102	67,768
期末现金及现金等价物余额	43,983	51,093	69,102	67,768	84,445

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。