

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-21

宏观策略

2026 年 09 月 21 日

宏观点评 20260917: 9 月 FOMC: 鹰派剧本, 风险偏上行——2026 年 9 月 FOMC 会议点评

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

核心观点: 9 月 FOMC 如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%, 会议声明边际鹰派, 点阵图中位数指引年内还有额外 1 次加息、明年维持利率不变但票型分布显著更鹰, 经济预测上修增长和通胀预期, 整体释放鹰派信号。此次发布会更加简短, 沃什重申美国增长强劲、通胀趋势仍未取得进展、金融条件尚不具有限制性, 保持与 Jackson Hole 一致的鹰派基调, 因此市场交易“鹰派加息”剧本, 定价到明年 9 月累计加息 3.2 次, 高于点阵图指引, 美债利率&美元指数上行, 黄金&美股下行, 美债利差收窄。向前看, 短期市场已充分定价全年 2 次加息 (9、12 月), 是否出现 10、12 月连续加息, 将取决于 10 月伊朗是否在中选前夕主动扩大争端并推高油价至 120 美元/桶以上, 加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧; 中期来看, 明年的加息路径将取决于中东 (油价)、中选 (财政) 和 AI Capex (增长), 当前看仍具有较大的不确定性。

宏观深度报告 20260916: 如何看待本轮人民币汇率升值空间?

2026 年 9 月以来人民币汇率偏强运行, 离岸价触及 6.70 关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱, 贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下: 一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值, 主因经常账户贡献及地缘安全溢价, 且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限; 二是升值对出口影响较小, 我国对美出口份额已降至 2026Q1 的 9%, 人民币实际有效汇率不高, 近 60%外贸企业汇率影响可控; 三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言, 海外流动性收敛背景下, 美元下行幅度受限, 但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026 年 Q4 人民币或在温和升值基调下围绕 6.60—6.75 中枢双向波动; 至 2027 年 3 月末, 中性情形有望运行至 6.63, 乐观情形或触及 6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点, 中性假设下本轮升值终点区间 6.50-6.60, 乐观视角可触及 6.45。

固收金工

固收点评 20260918: 瑞鹤转 02: 白车身模检具+焊装一体化核心供应商
我们预计瑞鹤转 02 上市首日价格在 133.16~147.59 元之间, 我们预计中签率为 0.0024%。

行业

房地产行业月报: 投资端仍处调整阶段, 核心城市价格韧性延续

投资建议: 房地产市场仍处于筑底调整阶段, 开发投资、新开工等供给端指标延续承压, 但销售金额累计同比及房价同比降幅边际收窄, 个人按揭贷款降幅有所收窄。一线城市价格表现相对稳定, 核心城市优质项目仍具备一定市场支撑。我们预计行业修复仍以结构性改善为主, 具备长期竞争

壁垒的商业龙头公司，以及受益于二手房市场边际改善的经纪平台有望率先受益。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地，招商蛇口；2) 商业及物业管理：推荐华润万象生活，绿城服务，建议关注保利物业，招商积余；3) 房地产经纪：推荐贝壳-W，建议关注我爱我家。风险提示：政策效果不及预期；销售与回款不及预期；行业流动性风险加剧。

推荐个股及其他点评

携程集团-S (09961.HK)：2026Q2 业绩点评：国际业务延续高增，全球化战略持续深化

事件：携程集团发布 2026 年第二季度及上半年业绩。2026Q2 公司实现净营业收入 156.6 亿元（人民币，下同），同比+6%；其中住宿预订/交通票务/旅游度假/商旅管理收入分别为 65.8/53.5/11.6/7.7 亿元，同比+6%/-1%/+8%/+11%。受 52 亿元反垄断处罚影响，2026Q2 归母净亏损 24.6 亿元；剔除股权激励、反垄断处罚及投资公允价值变动等影响后，Non-GAAP 归母净利润 48.0 亿元，同比-4%；调整后 EBITDA 为 45.7 亿元，同比-6%，对应调整后 EBITDA 利润率为 29%。国际业务延续高增，入境游及全球对全球业务持续贡献增量：2026Q2 公司国际平台收入同比增长超过 50%，入境游收入同比实现高双位数增长；入境旅游及全球对全球旅游仍是当前结构性增长动力。2026Q2，公司进一步明确“全球化+高品质”的 G2 战略，并持续推进自研 AI 能力覆盖旅客行程各环节，提升全球平台产品及服务能力。国内旅游需求保持韧性，短期宏观及合规调整形成一定扰动：2026Q2 住宿预订收入同比增长 6%，旅游度假收入同比增长 8%，商旅管理收入同比增长 11%，交通票务收入同比下降 1%；高能源价格及地缘政治波动对交通票务等业务形成一定影响，同时公司根据行业标准及合规框架变化主动调整运营；住宿收入增长亦部分受到反垄断处罚相关影响。整体看，国内旅游需求仍具韧性，但短期收入增速和利润率受到外部环境、营销投入及合规调整影响。盈利预测与投资评级：考虑到反垄断处罚对当期利润的影响，我们将 2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润预测由 200.4/220.2/238.8 亿元下调为 179.4/206.0/231.2 亿元，对应 Non-GAAP PE 为 11/9/8 倍。考虑公司国际业务仍保持较快增长，全球化持续贡献增量，长期成长逻辑未发生明显变化，维持“买入”评级。风险提示：在线平台监管趋严风险，旅游及出入境相关政策变化风险，行业竞争加剧，宏观及地缘政治风险

宏观策略

宏观点评 20260917： 9 月 FOMC：鹰派剧本，风险偏上行——2026 年 9 月 FOMC 会议点评

核心观点：9 月 FOMC 如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%，会议声明边际鹰派，点阵图中位数指引年内还有额外 1 次加息、明年维持利率不变但票型分布显著更鹰，经济预测上修增长和通胀预期，整体释放鹰派信号。此次发布会更加简短，沃什重申美国增长强劲、通胀趋势仍未取得进展、金融条件尚不具有限制性，保持与 Jackson Hole 一致的鹰派基调，因此市场交易“鹰派加息”剧本，定价到明年 9 月累计加息 3.2 次，高于点阵图指引，美债利率&美元指数上行，黄金&美股下行，美债利差收窄。向前看，短期市场已充分定价全年 2 次加息（9、12 月），是否出现 10、12 月连续加息，将取决于 10 月伊朗是否在中选前夕主动扩大争端并推高油价至 120 美元/桶以上，加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧；中期来看，明年的加息路径将取决于中东（油价）、中选（财政）和 AI Capex（增长），当前看仍具有较大的不确定性。 FOMC 声明：如期加息，声明边际鹰派。9 月 FOMC 会议如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%，为一致决议。与 7 月 FOMC 相比，9 月会议声明的措辞更加鹰派，新增对经济韧性的判断：①强调地缘冲突的发展导致不确定仍然较高、但国内支出仍有韧性；②强调通胀仍然偏高，并解释今天的行动将支持更及时地（timelier）回归 2%通胀目标，与 8 月 Jackson Hole 会议的表态相呼应；③删除加息是为应对供给冲击的表述，隐含认为供给问题存在长期化风险。 点阵图：曲线整体上移，指引今年累计 2 次加息，明年维持不变但风险偏向鹰派。9 月点阵图曲线较 6 月显著上调，对 2027 年的指引明显鹰派。从中位数来看，9 月点阵图指引年内还有额外 1 次加息，2027 年维持利率不变，但票型分布显著更鹰：①在对 2026 年的指引上，与 6 月点阵图僵持（加息：不加息=9：9）的局面不同，此次 18 名委员中有 12 名指引全年 2 次加息至[4, 4.25]%区间；②在对 2027 年的指引上，9 月点阵图的分歧明显更少，中位数（6 人）指引 2027 不再加息，而众数（8 人）指引再加息 25bps 至[4.25, 4.5]%区间，即实际上有相当比例的委员支持 2027 年再加息 1 次（累计再加息 2 次）。从点阵图发布后的联邦基金期货隐含利率来看，市场明显在定价更多加息的风险。 经济预测：上修增长和通胀预期，风险均偏上行。①增长方面，与 6 月相比，上修 2026、2027 年美国 GDP 同比预测各 0.1pct 至 2.3%、2.4%，同时，大幅下修失业率预测：对 2026-2028 年美国失业率预期均下调至 4.1%，低于长期自然失业率 4.2%。②通胀方面，对 2026 年 PCE、核心 PCE 通胀分别上修 0.1pct 至 3.7%、3.4%，对 2028 年 PCE、核心 PCE 分别上修 0.1pct 至 2.1%、2.2%，且 2%通胀目标延后至 2029 年才能实现。值得注意的是，③对增长和通胀风险的评估方面，与 6 月相比，不再有委员担心失业率的上行风险，绝大部分委员（18 人中的 17 人）认为失业率风险是均衡的；失业率风险扩散指数转负（评估失业率更可能下行），GDP 风险扩散指数转正（评估 GDP 更可能上行）；与此同时，绝大部分委员（18 人中的 17 人）仍担忧通胀的上行风险。总体来看，美联储对经济的评估逐步从“通胀风险趋于上行，增长风险中性”变成“通胀风险趋于上行，增长风险进一步缓释”，即评估美国经济风险方向从“滞胀”走向“过热”。 发布会：篇幅更简洁、基调维持鹰派。本次 FOMC 发布会的时长相较于往常更短，并且沃什在回应记者提问上更加简洁、避免过多引申。总体来看，沃什的发言延

续了与 8 月 28 日 Jackson Hole 上同样的鹰派基调，在重申通胀趋势仍未取得进展的同时，增长保持强劲，且 FOMC 委员一致认为金融条件尚不具有限制性。偏鹰派的发布会也令市场在此期间进一步交易紧货币预期的强化，对截至 2027 年的累计加息预期升温。具体来看，①对于货币政策决策，沃什表示，自 7 月会议以来，三方面的变化促成了 9 月的加息：经济增长强劲、通胀趋势并未改善、地缘风险的恶化。对于记者有关是否会连续加息的提问，沃什仍表示不提供前瞻指引。②对于通胀，沃什表示，今年夏天的通胀趋势“没有通过检验”；一次加息虽然不能解决供给端问题，但能够应对通胀广度的扩散，防止通胀传导的二轮、三轮效应。③对于增长，沃什表示在过去几周中，一揽子数据表明美国经济正在走强，潜在增速提高；失业率处于与充分就业相符的水平，并且不认为需要通过削弱就业才能实现通胀目标，双重使命在中期内并不冲突。④对于金融市场，沃什重申，当前的金融状况很难被称为具有有限性，因此此次加息是“撤回了一部分宽松（dose of accommodation）”。对于近期美债利率上行的原因，沃什总结为三方面：增长的强劲、企业对资本的竞争、地缘局势的变化，这一解读仍保持了对增长的乐观。市场反应与策略启示：鹰派加息“剧本”，加息节奏短期取决于油价，中期不确定性更高。如期鹰派的点阵图、经济预测和略超预期鹰派的发布会后，市场交易“鹰派加息”：交易员定价 12 月加息概率 1.3 次，到明年 9 月累计 3.1 次，即本轮累计 4 次/100bps 的加息幅度，而点阵图指引的最高利率预期是 3 次/75bps。紧货币交易下，美债利率&美元指数上行，黄金&美股下行，美债利差收窄。向前看，市场预期、点阵图与 FOMC 委员对于美国增长和通胀前景的上修均显示，年内仍有一次加息是大概率情形。短期看，我们预计 9 月美国 CPI 核心环比有望改善，但年内 CPI 同比增速趋势预计难有大幅下行的空间，在油价上行风险持续下，市场已充分定价全年 2 次加息（9、12 月），而是否会在 9、10、12 月连续加息，则在很大程度上取决于 10 月中选前夕伊朗是否主动扩大争端、推高油价至 120 美元以上，加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧。中期看，明年的加息路径则取决于中东局势（油价走势）、中选结果（是否会有紧财政以及紧财政的程度）、AI Capex 的持续性（能否延续 2026 年对增长的显著拉动效应），当下来看都具有较高的不确定性。风险提示：中东局势发展超预期；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
 证券分析师：王茁）

宏观深度报告 20260916：如何看待本轮人民币汇率升值空间？

核心观点：2026 年 9 月以来人民币汇率偏强运行，离岸价触及 6.70 关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱，贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下：一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值，主因经常账户贡献及地缘安全溢价，且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限；二是升值对出口影响较小，我国对美出口份额已降至 2026Q1 的 9%，人民币实际有效汇率不高，近 60%外贸企业汇率影响可控；三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言，海外流动性收敛背景下，美元下行幅度受限，但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026 年 Q4 人民币或在温和升值基调下围绕 6.60—6.75 中枢双向波动；至 2027 年 3 月末，中性情形有望运行至 6.63，乐观情形或触及 6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点，中性假设下本轮升值终点区间 6.50-6.60，乐观视角可触及 6.45。如何理解本轮人民币汇率升值？其一，

美元强势基础转弱，非美货币受提振。7月末以来美元指数自101.6回撤近3%至98.6。美日联合干预后，8月日本外汇储备消耗947亿美元，日元升值近7%，日元走强直接削弱美元强势基础。其二，外贸景气叠加经常账户顺差，结汇韧性延续。2026年8月商业银行结汇顺差为485亿美元，远高于2010年以来单月均值。1—8月贸易顺差累计8063亿美元，远超过去6年同期均值5200亿美元；2026年Q2经常账户差额1951亿美元，远高于2010年单季均值705亿美元。其三，央行中间价连续调升释放牵引信号，但逆周期因子系统性转正。引导升值斜率更为平滑，侧面映射市场供需力量更多推动汇率走向温和升值。人民币基本盘：有管理的浮动汇率制+国际收支“两顺两逆”

汇率可视为法定货币的外部价格，本质为内外经济基本面的综合映射。当前中国实行有管理的浮动汇率制度，国际收支呈“两顺两逆”格局：经常账户顺差、资本与金融账户逆差；货物贸易顺差、服务贸易逆差。2026年8月，央行外汇占款余额21.7万亿元，官方外储3.4万亿美元。本轮人民币汇率升值的市场分歧

第一，为何中美利差倒挂下仍持续升值？本轮人民币升值周期未伴随美元大幅走弱、中美利差回正或收敛，国内基本面也仅平缓复苏，主因在于全球AI资本开支高景气下经常账户支撑及美元信用受损下的地缘安全溢价、中美经贸磋商进展及人民币国际化推进提振。且中美10Y实际利率差仅约-150bp，远小于名义利差。第二，升值是否对出口形成压力？

对美出口份额已从2018年9月的20.7%降至2026年Q1的9.17%，出口目的地多元化；人民币实际有效汇率仍然低估，同时外贸企业汇率对冲扩大，近60%外贸企业受汇率影响可控。央行行长潘功胜表示，中国无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势。第三，外资对股债配置趋势如何？2023年起外资股债配置分化。2024年8月—2026年6月外资持有境内股票由2.48万亿元升至4.66万亿元；2026年1—9月外资对中债整体净减持。2024年Q3-2026年H1，人民币境外存款回流与A股走强同步，但汇率升值终点往往滞后于权益高点。民间部门国际净头寸近一年转正，但海外资产头寸仍累积，私人部门对外投资收益改善。多维度推演人民币汇率本轮升值空间

第一，历史两轮升值周期趋势判断。过去两轮升值周期极值从2018年3月的6.25至2022年2月的6.31。考虑内外经济周期差异未显著收敛、美元下行受限，本轮升值终点在6.50附近，乐观可触及6.45。第二，央行逆周期调节时点回溯后续推演。参考2017年9月与2020年10月央行下调远期售汇外汇风险准备金率后汇率运行，按波幅均值，中性假设下终点为6.55-6.60，乐观视角可至6.45。第三，汇率升值动力模型公式。至2027年3月末，中性视角有望触及6.63，乐观情形有望触及6.58。

风险提示：（1）国际地缘摩擦超预期；（2）美联储加息节奏超预期；（3）国内经济修复不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李沛）

固收金工

固收点评 20260918：瑞鹤转 02：白车身模检具+焊装一体化核心供应商

事件 瑞鹤转 02 (127116.SZ) 于2026年9月17日开始网上申购：总发行规模为6.86亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于“中高档乘用车大型精密覆盖件模具智能制造升级扩产项目”“大型精密覆盖件模具关键材料智能增材制造项目（一期）”“智能机器人系统集成

与智能装备研发制造项目”投资建设。当前债底估值为 99 元，YTM 为 1.85%。瑞鹄转 02 存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.02%（2026-09-15）计算，纯债价值为 99.00 元，纯债对应的 YTM 为 1.85%，债底保护较好。当前转换平价为 100.2 元，平价溢价率为-0.21%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2027 年 03 月 23 日至 2032 年 09 月 16 日。初始转股价 29.18 元/股，正股瑞鹄模具 9 月 15 日的收盘价为 29.24 元，对应的转换平价为 100.21 元，平价溢价率为-0.21%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.10%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 29.18 元计算，转债发行 6.86 亿元对总股本稀释率为 10.10%，对流通盘的稀释率为 10.10%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计瑞鹄转 02 上市首日价格在 133.16~147.59 元之间，瑞鹄模具已公布中签率为 0.0022%。综合可比标的以及实证结果，考虑到瑞鹄转 02 规模适中，评级较高，所属题材赛道具有一定成长性，我们预计上市首日转股溢价率在 40%左右，对应的上市价格在 133.16~147.59 元之间。瑞鹄模具已公布网上中签率为 0.0022%，建议积极申购。瑞鹄模具是国内汽车车身智能制造解决方案供应商，主要从事汽车覆盖件模具、焊装自动化生产线及铝合金轻量化零部件的研发、生产与销售，产品覆盖汽车制造装备与汽车轻量化零部件领域。公司深耕汽车车身智能制造二十余年，在大型精密覆盖件模具及铝合金轻量化零部件领域形成优势；累计取得授权专利 140 余项，客户覆盖奇瑞、比亚迪、吉利等国内整车厂及奔驰、宝马、奥迪等海外品牌。2021 年以来公司营收稳步增长，2021-2025 年复合增速为 33.24%。自 2021 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率先升后降再回升，2021-2025 年复合增速为 33.24%。2025 年，公司实现营业收入 32.92 亿元，同比增加 35.80%。与此同时，归母净利润也不断增长，2021-2025 年复合增速为 35.79%。2025 年实现归母净利润 3.92 亿元，同比增加 11.85%。公司销售净利率波动上升，毛利率保持稳定，销售费用率下降，财务费用率保持低位，管理费用率下降。2021-2025 年，公司销售净利率分别为 11.89%、12.43%、11.67%、16.64%和 13.83%，销售毛利率分别为 23.87%、23.47%、21.66%、25.01%和 24.16%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

房地产行业月报：投资端仍处调整阶段，核心城市价格韧性延续

投资要点 ■ 开发投资延续调整，新增供给保持审慎。2026 年 1-8 月全国房地产开发投资 47979 亿元，同比-19.9%，降幅较 1-7 月扩大 0.7pct；房屋新开工面积 29894 万平方米，同比-24.8%，降幅扩大 0.8pct；房屋竣工面积 21097 万平方米，同比-23.7%，降幅扩大 0.5pct。当前行业投资端仍处调整阶段，房企新增投资仍以项目盈利确定性和现金流安全为核心，供给端延续优化趋势，优质地块投资热度有所提升，行业资源继续向优势区域和优质企业集中。 ■ 销售金额

降幅边际收窄，核心城市价格表现相对稳健。2026 年 1-8 月全国新建商品房销售面积 49880 万平方米，同比-12.1%，降幅较 1-7 月扩大 0.3pct；商品房销售额 47470 亿元，同比-13.0%，降幅收窄 0.1pct；二手房交易网签面积 54923 万平方米，同比+10.6%。8 月 70 城新房价格环比-0.2%、同比-3.3%，二手房价格环比-0.3%、同比-5.1%，同比降幅继续收窄。一线城市新房、二手房价格环比分别+0.1%、+0.1%，价格端韧性延续。 ■ 资金端整体承压，个人按揭贷款降幅继续收窄。2026 年 1-8 月房地产开发企业到位资金 50893 亿元，同比-21.0%，降幅较 1-7 月扩大 0.7pct。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款累计同比分别-33.3%、-20.0%、-14.8%，降幅分别扩大 1.2pct、1.5pct 和 0.4pct；个人按揭贷款同比-22.4%，降幅收窄 1.1pct。8 月单月到位资金同比-26.7%，较 7 月降幅扩大 5.7pct。 ■ 投资建议：房地产市场仍处于筑底调整阶段，开发投资、新开工等供给端指标延续承压，但销售金额累计同比及房价同比降幅边际收窄，个人按揭贷款降幅有所收窄。一线城市价格表现相对稳定，核心城市优质项目仍具备一定市场支撑。我们预计行业修复仍以结构性改善为主，具备长期竞争壁垒的商业龙头公司，以及受益于二手房市场边际改善的经纪平台有望率先受益。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地，招商蛇口；2) 商业及物业管理：推荐华润万象生活，绿城服务，建议关注保利物业，招商积余；3) 房地产经纪：推荐贝壳-W，建议关注我爱我家。 风险提示：政策效果不及预期；销售与回款不及预期；行业流动性风险加剧。

(证券分析师：姜好幸 证券分析师：刘汪)

推荐个股及其他点评

携程集团-S (09961.HK): 2026Q2 业绩点评：国际业务延续高增，全球化战略持续深化

投资要点 事件：携程集团发布 2026 年第二季度及上半年业绩。2026Q2 公司实现净营业收入 156.6 亿元（人民币，下同），同比+6%；其中住宿预订/交通票务/旅游度假/商旅管理收入分别为 65.8/53.5/11.6/7.7 亿元，同比+6%/-1%/+8%/+11%。受 52 亿元反垄断处罚影响，2026Q2 归母净亏损 24.6 亿元；剔除股权激励、反垄断处罚及投资公允价值变动等影响后，Non-GAAP 归母净利润 48.0 亿元，同比-4%；调整后 EBITDA 为 45.7 亿元，同比-6%，对应调整后 EBITDA 利润率为 29%。 国际业务延续高增，入境游及全球对全球业务持续贡献增量：2026Q2 公司国际平台收入同比增长超过 50%，入境游收入同比实现高双位数增长；入境旅游及全球对全球旅游仍是当前结构性增长动力。2026Q2，公司进一步明确“全球化+高品质”的 G2 战略，并持续推进自研 AI 能力覆盖旅客行程各环节，提升全球平台产品及服务能力。 国内旅游需求保持韧性，短期宏观及合规调整形成一定扰动：2026Q2 住宿预订收入同比增长 6%，旅游度假收入同比增长 8%，商旅管理收入同比增长 11%，交通票务收入同比下降 1%；高能源价格及地缘政治波动对交通票务等业务形成一定影响，同时公司根据行业标准及合规框架变化主动调整运营；住宿收入增长亦部分受到反垄断处罚相关影响。整体看，国内旅游需求仍具韧性，但短期收入增速和利润率受到外部环境、营销投入及合规调整影响。 盈利预测与投资评级：考虑到反垄断处罚对当期利润的影响，我们将 2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润预测由 200.4/220.2/238.8 亿元下

调为 179.4/206.0/231.2 亿元，对应 Non-GAAP PE 为 11/9/8 倍。考虑公司国际业务仍保持较快增长，全球化持续贡献增量，长期成长逻辑未发生明显变化，维持“买入”评级。风险提示：在线平台监管趋严风险，旅游及出入境相关政策变化风险，行业竞争加剧，宏观及地缘政治风险。

（证券分析师：张良卫）

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>