

证券研究报告

2025年07月03日

海外行业报告：行业深度研究

互联网行业中期策略报告

全球重估：2025中国互联网重回进取和进化

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 杨雨辰 SAC执业证书编号：S1110521110001

分析师 曹睿 SAC执业证书编号：S1110523020003

分析师 刘诗雨 SAC执业证书编号：S1110524120001



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

中国互联网：港股年初至今涨幅居前，但估值仍具有吸引力

恒生指数和恒生科技指数的显著估值优势。截至25年7月1日，恒生指数的市盈率TTM值为10.68，近十年市盈率分位数为63.98%，股息率高达3.93%。恒生科技指数的市盈率TTM值为20.10，市盈率历史分位数为8.95%，处于历史较低估值水平。全球主要市场相比，年初至今港股市场涨幅位居全球前列，但相较于其他主要市场，在估值水平方面恒生指数及恒生科技指数的市盈率具备吸引力。

中国AI具有全球竞争性，打开中长期估值中枢

国内互联网公司的当前估值尚未充分反映AI预期，国内互联网龙头企业在AI技术能力方面有望持续缩小与全球领先公司的差距。随着AI进入应用探索阶段，国内互联网公司的技术积累和业务实践逐步深化，其整体竞争力或与海外互联网龙头缩小，并有望在部分场景中实现差异化突破。DeepSeek、通义千问等中国AI模型接近全球顶级模型能力；以快手可灵为代表的国产AI商业化正快速落地，推出10个月之后年化收入运行率(ARR)已突破1亿美元。我们认为随着国内互联网AI技术快速发展，预计AI估值有望被充分定价。

游戏行业：政策支持信号明确，关注产品周期变化

2025年游戏版号发放继续保持增长态势。2025年第一季度中国游戏市场实际销售收入为857.04亿元，同比增长17.99%。政策层面，版号常态化发放一定程度上缓解了市场对游戏行业的担忧，2025年一季度共发放国产游戏版号362个，进口游戏版号21个。考虑到2024年版号发放数量增长提供了较好的供给基础，需求端居民消费的担忧有望逐步改善，我们预计2025年中国游戏大盘收入（国内+出海）仍有望保持高个位数增长。

广告行业：宏观经济波动行业增速有所放缓，但部分公司仍有增量

前期基数较高，广告行业增速有所放缓，但部分公司在行业增速放缓下有超越大盘增速，主要来源于细分行业增量及自身广告效率提升。AI有望为行业带来新增量，我们认为未来国内互联网广告行业有望效仿海外科技大厂AI商业化路径，即从广告量和价两个维度受益于AI：1）通过AI不断改进推荐系统带来更精准的投放，从而改善用户使用体验以及平均使用时长；2）AI广告工具的推出有望使广告主的创意流程得到了显著优化，使得广告主的ROAS（广告支出回报率）大幅增长，从而提升广告支出。

本地生活行业：闪购+出海打开第二成长曲线，无人配送有望带来百亿成本节约

美团在国内即时零售市场，包括前置仓（小象超市）和闪电仓（闪购），已占据领先地位，但随着国内市场逐渐饱和，美团需要寻找新的增长点。而沙特杂货配送市场正处于高速增长阶段，预计到2028年市场规模将以18.2%的复合年增长率增至27.7亿美元。我们认为：1）中东整体移动互联网渗透率较高，目前处在高速发展期，外来人口多，为外卖环境创造有利基础；2）Keeta等玩家布局有望进一步提高外卖渗透率；3）当地take rate较高，商户付费基础好，进一步打开付费空间。另一方面，无人配送有望成为新趋势，长期空间带动百亿量级成本节约。

电商行业：竞争激烈但相对理性，回归优势领域

我们认为电商行业大盘增速有所放缓，主要系宏观经济影响下消费者消费相对谨慎；另一方面，美国关税政策短期对电商出口带来冲击，但长期看，电商出海可通过部分提价进行成本转嫁，新税率实施后全托管业务订单量有望逐步恢复，我们认为整体影响预计有限。预计随着各平台逐步回归优势领域叠加平台促销逐渐常态化，线上渗透率同比仍有望稳步提升；我们认为电商大盘将延续四个趋势：1）消费者理性消费，对高吸引力商品的需求持续，各平台AOV或有下降；2）不同平台间的GMV增速及货币化率增速差距或有缩小；3）不同电商平台在保证用户侧服务质量的同时，会更重视对优质供给端/商家侧的扶持，注重自身战略和平台资源禀赋的适配性；4）以旧换新政策创造行业增量。

风险提示：宏观经济下行；AI发展不及预期；地缘政治风险

目录

- 1、中国AI具有全球竞争性，打开中长期估值中枢
- 2、电商行业：竞争激烈但相对理性，回归优势领域
- 3、游戏行业：政策支持信号明确，关注产品周期变化
- 4、广告行业：行业增速有所放缓，但部分公司仍有增量
- 5、本地生活行业：闪购+出海打开第二成长曲线，无人配送有望带来百亿成本节约
- 6、垂直领域互联网：数字化开辟新模式，垂直类平台重构传统领域
- 7、投资建议及推荐标的

中国互联网：

中国AI具有全球竞争性，打开中长期估值中枢

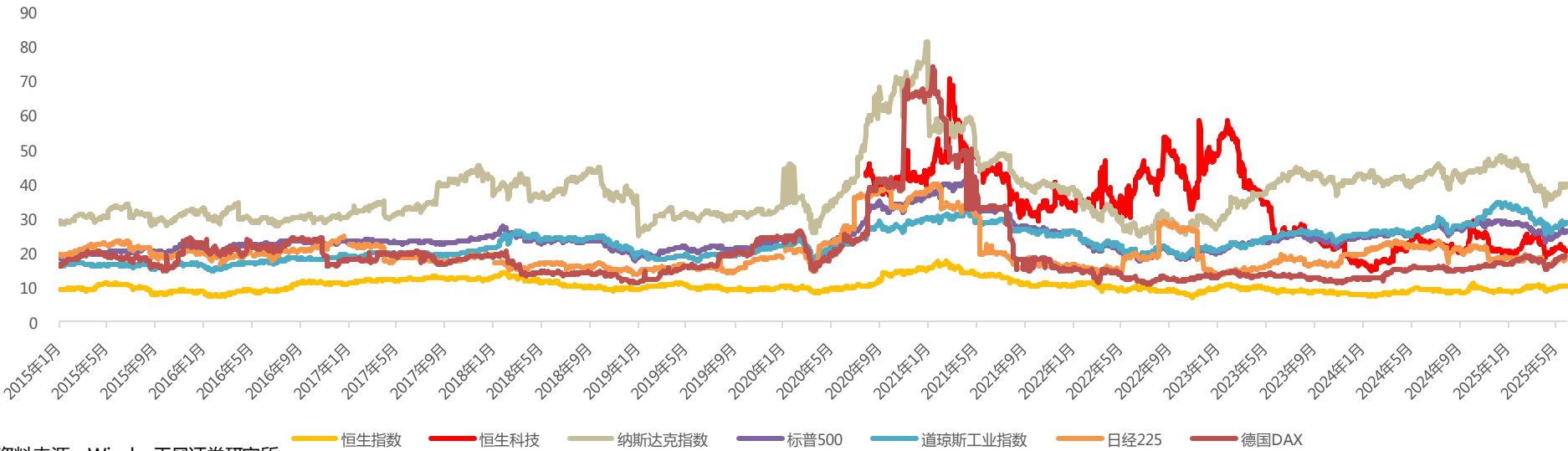
全球来看，恒生科技及恒生指数吸引力较高

- 香港市场，恒生指数和恒生科技指数的估值优势显著。截至25年7月1日，恒生指数的市盈率TTM值为10.68，近十年市盈率分位数为63.98%，股息率高达3.93%。恒生科技指数的市盈率TTM值为20.10，市盈率历史分位数为8.95%，处于历史较低估值水平。
- 全球主要市场相比，截至2025年6月24日恒生指数年内涨幅20.52%，位居全球市场涨幅前列，但相较于其他主要市场在估值水平方面恒生指数及恒生科技指数的市盈率仍具备吸引力，且恒生指数的股息率超全球大多数市场的平均水平。

图：年初至今恒生指数涨幅位居全球主要指数前列（截至2025年6月24日）



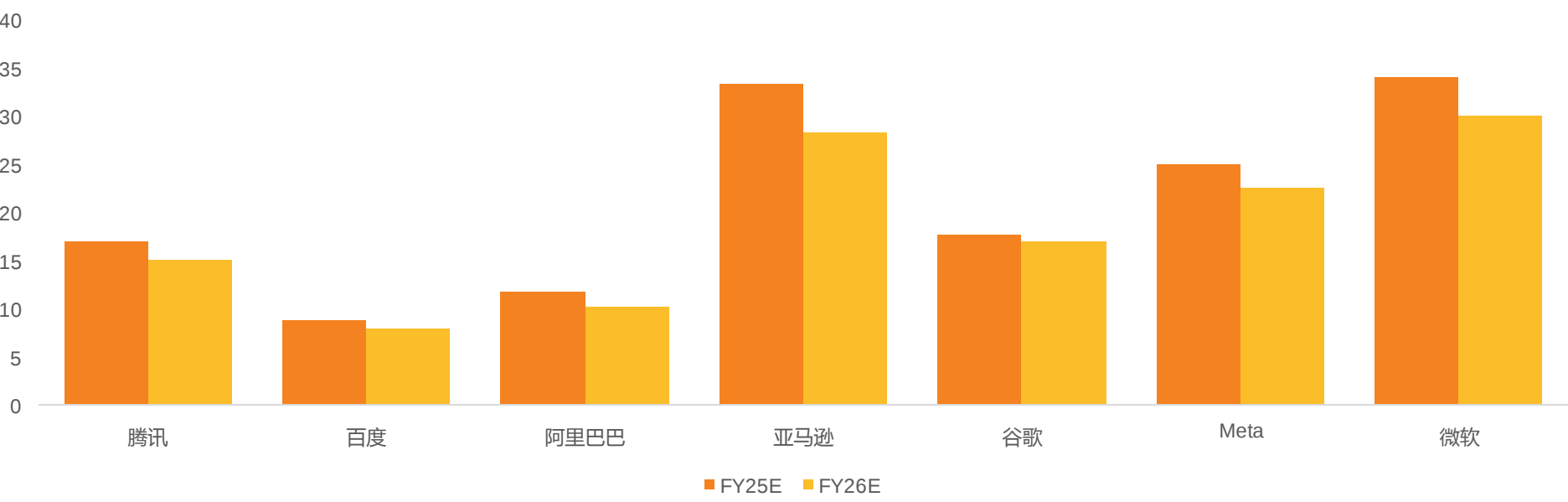
图：各大指数PE TTM水平（截至2025年5月29日）



互联网趋势之AI：中国互联网企业估值显著低于美国，中国AI尚未被充分定价

- 美国科技大厂的估值显著受益于AI的快速发展，使科技巨头的长期估值中枢上移，推动整体估值水平提升。北美科技大厂META/谷歌/微软/亚马逊FY25E市盈率分别为25X/18X/33X/33X；国内互联网大厂腾讯/阿里巴巴/百度FY25E市盈率分别为17X/12X/9X。中国互联网科技企业估值显著低于美国科技大厂。
- 国内互联网公司的当前估值尚未充分反映AI预期。国内互联网龙头企业在AI技术能力方面有望持续缩小与全球领先公司的差距，并在特定领域展现竞争优势。随着AI进入应用探索阶段，国内互联网公司的技术积累和业务实践逐步深化，其整体竞争力或与海外互联网龙头缩小，并有望在部分场景中实现差异化突破。我们认为随着国内互联网AI技术快速发展，预计AI估值有望被充分定价。

图：中美互联网大厂PE估值对比

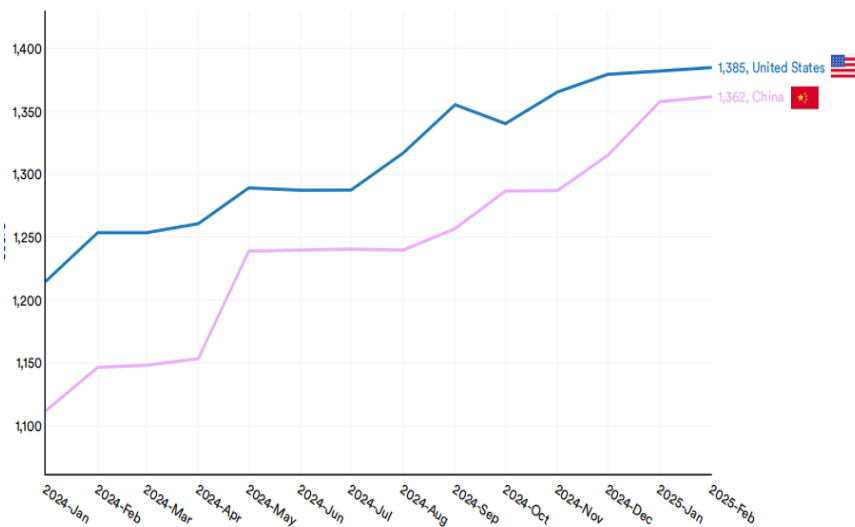


资料来源：彭博、天风证券研究所（注：数据统计日期为2025年6月24日）

互联网趋势之AI：中国模型能力显著提升，DeepSeek成全球第二大AI实验室

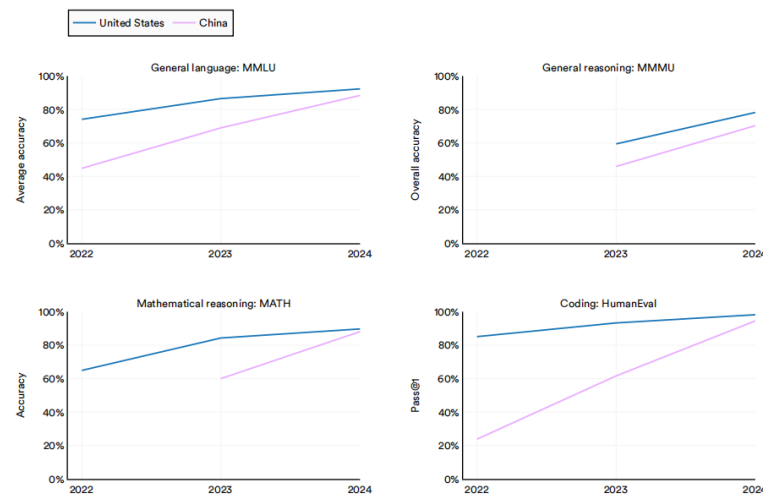
- 据李飞飞最新报告《AI指数报告2025》显示，美国在人工智能研究和模型开发方面历来占据主导地位，而中国始终排名第二。然而，最近的证据表明，形势正在迅速变化，中国的模型正在追赶美国模型企业。
- 在LMSYS聊天机器人竞技场中，2024年1月，顶尖的美国模型比最佳的中国模型高出9.26%。到2025年2月，这一差距缩小至仅1.70%。到2023年底，在MMLU、MMMU、MATH和HumanEval等基准测试中，性能差距分别为17.5、13.5、24.3和31.6个百分点。到2024年底，这些差距显著缩小至仅0.3、8.1、1.6和3.7个百分点。
- **DeepSeek成全球第二大AI实验室。**独立AI基准测试机构ArtificialAnalysis发布报告显示，DeepSeek凭借新版R1超越xA1、Meta和Anthropic，成为(与谷歌)并列的全球第二大AI实验室。DeepSeek-R1-0528的指数从60分跃升至第68分，与谷歌Gemini2.5Pro并列第三，AI分析指数是Artificial Analysis对所有领先模型独立进行的MMLU-Pro、GPOA Diamond等7项领先评估的指数。

图：美国与中国顶尖模型在LMSYS聊天机器人竞技场的表现



资料来源：《AI指数报告2025》、天风证券研究所

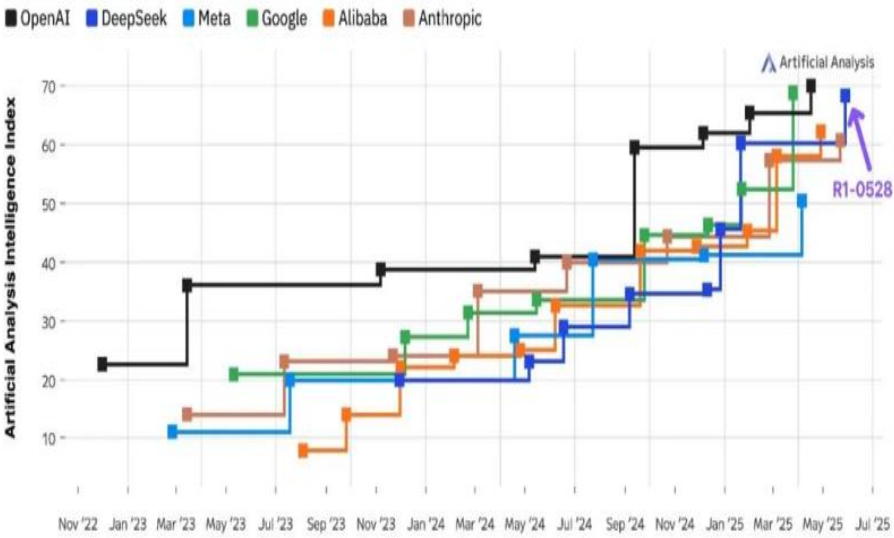
图：美国与中国顶尖模型在选定基准上的表现



资料来源：《AI指数报告2025》、天风证券研究所

互联网趋势之AI：以DeepSeek、通义千问模型为代表接近世界领先水平，中国AI需重估

- 以DeepSeek、阿里及字节等为代表的国产AI模型崛起，部分模型能力对标海外顶尖模型水平。其中以DeepSeek为例，其训练成本仅为600万美元，训练成本远低于海外模型公司。中国公司能够以更低的成本实现同等或更好的性能开源大模型，海外开源和闭源模型或都受到挑战，此外应用端在字节豆包带动下持续对商业化场景展开探索，国内AI公司和开源模型或将持续推动大模型产业和相关AI应用的升级。
- DeepSeek接近全球顶级模型能力：发布的R1模型表现卓越，在AIME2024数学基准测试中成功率达79.8%，超越了OpenAI的o1推理模型，在标准化编码测试中展现出“专家级”性能，在Codeforces上获得2029Elo评级，超越96.3%的人类竞争对手。
- 阿里巴巴：通义千问旗舰版模型Qwen2.5-Max发布，预训练数据超过20万亿tokens，比肩Claude-3.5-Sonnet，在多项公开主流模型评测基准上录得高分。
- 字节跳动：豆包1.5·视觉深度思考模型，激活参数仅20B，但具备强大的多模态理解和推理能力，在60个公开评测基准中，有38个取得 SOTA 表现，在视频理解、视觉推理、GUI Agent能力等方面均处于第一梯队。
- 快手：2025 年第一季度财报显示，可灵 A1 收入超 1.5 亿元，超过 2024 年 7 月至 2025 年 2 月的累计收入总和。在文生视频领域，据Poe 平台数据，2025 年 1-5 月可灵系列模型占据 30% 份额。
- 小米：正式开源旗下首个专为推理（Reasoning）任务设计的大模型“Xiaomi MiMo”，面向数学与代码两个领域，致力于提升AI推理能力。



资料来源：元宇宙News公众号、天风证券研究所

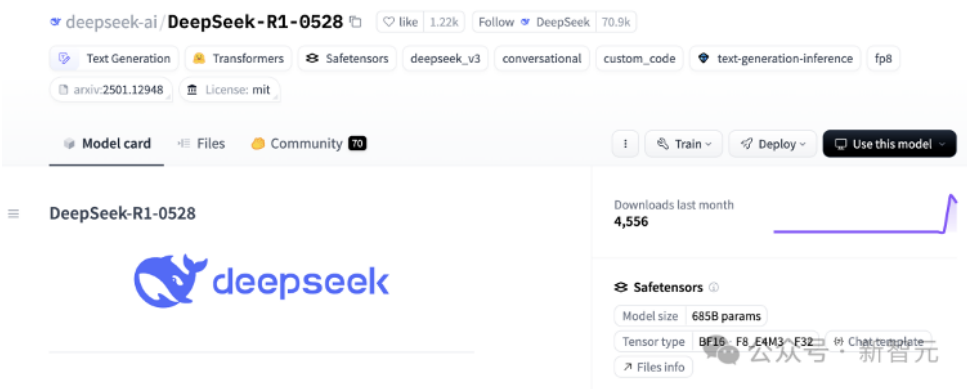
	DeepSeek	字节	腾讯	阿里	快手	小米	智谱
模型介绍	DeepSeek-R1/V3性能对标OpenAI，推理速度优化显著，定价极致吸引力，模型权重开源	豆包大模型1.6正式发布，更强模型、更高性价比。支持深度思考、多模态理解、图形界面操作等多项能力。	混元Turbo（万亿参数）、混元Large（开源大模型）、混元3D（图像生成及视频生成大模型，补齐多模态能力	Qwen3 系列模型，系列模型包括包含2个MoE模型、6个稠密模型。	可灵2.1系列模型包含普通版与大师版。应用场景方面，普通版适用于日常内容创作，大师版则瞄准影视制作、商业广告等领域。	小米旗下首个专为推理任务设计的大模型	GLM-4-Flash：商业化落地：API调用价格低至0.06元/百万tokens，To B平台已经吸引了70万企业和开发者用户，2024年的整体商业化收入超过100%。
代表模型	R1	豆包大模型1.6系列模型	Hunyun-Standard	Qwen3 系列模型	可灵系列模型	Xiaomi MiMo	GLM-4-Plus/GLM-PC
模型特点	强化学习下R1推理能力极强，开源，单Token成本低、FP8精度训练成本低	支持深度思考、多模态理解、图形界面操作等多项能力	较为平均	模型支持“思考模式”与“非思考模式”两种思考模式	在文字相关性、画面与动态质量等方面优势显著	数学与代码两个领域，致力于提升AI推理能力	Agent能力

资料来源：腾讯公众号，火山引擎公众号，可灵AI公众号，新智元公众号等、天风证券研究所

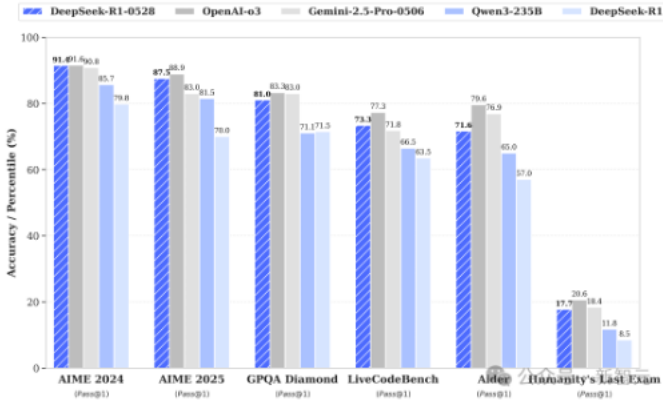
DeepSeek-R1 更新，推理能力显著提升

- DeepSeek R1 模型已完成小版本升级，当前版本为 DeepSeek-R1-0528。DeepSeek-R1-0528 仍然使用 DeepSeek V3 Base 模型作为基座，但在后训练过程中投入了更多算力，显著提升了模型的思维深度与推理能力。更新后的 R1 模型在数学、编程与通用逻辑等多个基准测评中取得了优异成绩，并且在整体表现上已接近其他国际顶尖模型，如 o3 与 Gemini-2.5-Pro。新版模型在复杂推理任务中的表现有了显著提升，在 AIME 2025 测试中，新版模型准确率由旧版的 70% 提升至 87.5%。在 AIME 2025 测试集上，旧版模型平均每题使用 12K tokens，而新版模型平均每题使用 23K tokens，表明其在解题过程中进行了更为详尽和深入的思考。
- 其他能力更新：（1）幻觉改善：新版 DeepSeek R1 针对“幻觉”问题进行了优化。与旧版相比，更新后的模型在改写润色、总结摘要、阅读理解等场景中，幻觉率降低了 45~50% 左右，能够有效地提供更为准确、可靠的结果。（2）创意写作：在旧版 R1 的基础上，更新后的 R1 模型针对议论文、小说、散文等文体进行了进一步优化，能够输出篇幅更长、结构内容更完整的长篇作品，同时呈现出更加贴近人类偏好的写作风格。

图：新版本以DeepSeek V3 Base为基座进行训练



图：DeepSeek-R1-0528 在各项评测集上均取得了优异表现



阿里巴巴AI：Qwen3正式发布并全部开源8款“混合推理模型”

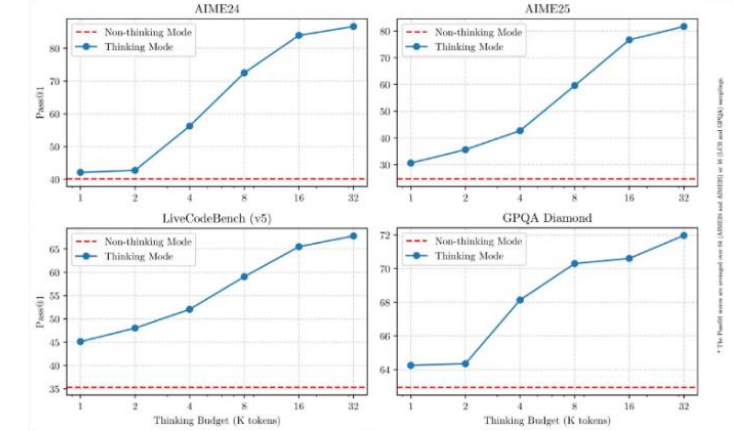
- 阿里云正式开源 Qwen3 系列模型，迅速在技术圈引发广泛关注，发布 2 小时即在 GitHub 上收获超 16.9k 星。该系列模型由阿里云 Qwen 团队开发，在模型性能、功能特性等多方面取得显著突破。
- **Qwen3 系列模型发布八款模型，覆盖多种规模与架构。**系列模型包括包含2个MoE模型、6个稠密模型。其中，旗舰模型 Qwen3-235B-A22B 在代码处理、数学运算及通用能力等核心领域，与 DeepSeek-R1、o1、o3-mini、Grok-3 及 Gemini-2.5-Pro 等国际领先模型相比，展现出强劲的竞争力。小型 MoE 模型 Qwen3-30B-A3B 的激活参数数量是 QwQ-32B 的 10%，但表现更优；即使是轻量级的 Qwen3-4B，也能匹敌 Qwen2.5-72B-Instruct 的性能。
- **多种思考模式：**Qwen3 模型支持“思考模式”与“非思考模式”两种思考模式。用户能够根据具体任务控制模型进行“思考”的程度。在思考模式模型会逐步推理，经过深思熟虑后给出最终答案；在“非思考模式”中，模型提供快速、近乎即时的响应，适用于对速度要求高于深度的简单问题。两种模式的结合增强了模型实现稳定且高效的“思考预算”控制能力。用户能够更轻松地为不同任务配置特定的预算，在成本效益和推理质量之间实现更优的平衡。支持MCP协议，强化Agent能力。

图：模型参数领先

	Qwen3-235B-A22B MoE	Qwen3-32B Dense	OpenAI-o1 2024-12-17	Deepseek-R1	Grok 3 Beta Think	Gemini-2.5-Pro	OpenAI-o3-mini Medium
ArenaHard	95.6	93.8	92.1	93.2	-	96.4	89.0
AIME24	85.7	81.4	74.3	79.8	83.9	92.0	79.6
AIME25	81.5	72.9	79.2	70.0	77.3	86.7	74.8
LiveCodeBench v5, 2024-12-20-02	70.7	65.7	63.9	64.3	70.6	70.4	66.3
CodeForces Elo Rating	2056	1977	1891	2029	-	2001	2036
Aider Pass@2	61.8	50.2	61.7	56.9	53.3	72.9	53.8
LiveBench 2024-11-23	77.1	74.9	75.7	71.6	-	82.4	70.0
BFCL v3	70.8	70.3	67.8	56.9	-	62.9	64.6
Multif 8 Languages	71.9	73.0	48.8	67.7	-	77.8	48.4

1. AIME 24/25: We sample 100 questions for each query, and report the average of the accuracy. AIME 24 contains 10 Part I and Part II, with a total of 100 questions.
2. Aider: We didn't evaluate the think mode of Qwen3 to ensure efficiency with alternatives.
3. BFCL: The Qwen3 models are evaluated using the BFCL format, while the baseline models are assessed using the highest scores obtained from either the BFCL or group format.

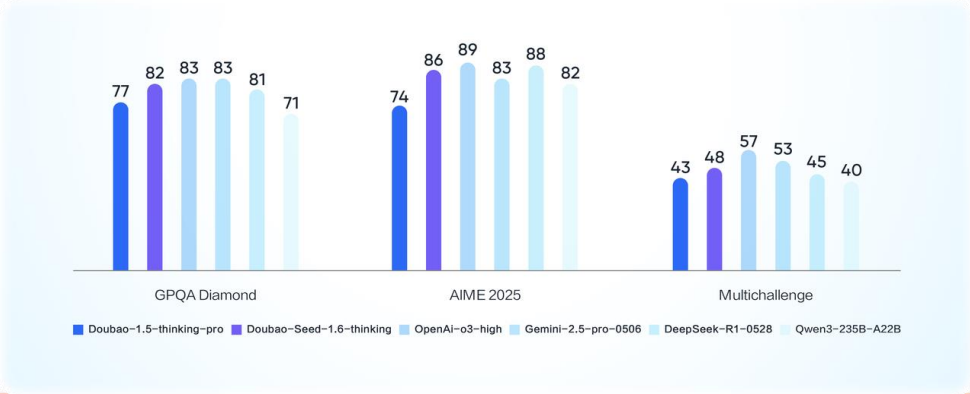
图：思考和非思考模式对比



字节跳动：豆包大模型1.6发布，tokens 使用量较去年5月增长137倍

- 字节跳动正式发布豆包大模型1.6、豆包·视频生成模型 Seedance 1.0 pro、豆包·语音播客模型，豆包·实时语音模型在火山引擎全量上线，豆包大模型家族已成为拥有全模态、全尺寸、高性价比的领先模型。截至2025年5月底，豆包大模型日均tokens 使用量超过16.4万亿，较去年5月刚发布时增长137倍。
- 豆包大模型1.6正式发布，更强模型、更高性价比。全新发布的豆包大模型1.6系列由三个模型组成，其中doubao-seed-1.6是All-in-One 的综合模型，是国内首个支持256K 上下文的思考模型，支持深度思考、多模态理解、图形界面操作等多项能力。支持选择开启或关闭深度思考、自适应思考三种方式，其中自适应思考模式可根据提示词难度自动决定是否开启思考，提升效果的同时大幅减少 tokens 消耗。**推理能力方面**，豆包大模型1.6在推理速度、准确度与稳定性上显著提升，可支撑更复杂的业务场景落地。豆包大模型1.6全系列均原生支持多模态思考能力，让模型可以理解和处理真实世界的问题。**价格显著下降**，豆包大模型1.6的综合成本（2.6元）比豆包大模型1.5·深度思考模型、DeepSeek R1的综合成本（7元）下降63%，实现了原来三分之一的价格，就能使用能力更强、原生多模态的新模型。
- 豆包·视频生成模型Seedance 1.0 pro正式发布。模型具备三大特性：**无缝多镜头叙事、多动作及随心运镜、稳定运动与真实美感**，在电商、影视、游戏等行业应用前景广阔。Artificial Analysis 最新结果，Seedance 1.0 pro 在文生视频、图生视频两个维度都超越了业界诸多主流模型，登顶全球竞技场第一。

图：豆包大模型1.6在众多权威测评集上，得分均属于国际第一梯队



图：Seedance 1.0 pro登顶Artificial Analysis视频模型榜首

Artificial Analysis Video Arena Leaderboard					Artificial Analysis Video Arena Leaderboard				
Text to Video					Text to Video				
Creator	Model	Arena ELO	95% CI	# Appearances	Creator	Model	Arena ELO	95% CI	# Appearances
ByteDance Seed	Seedance 1.0	1299	-13/+13	4,947	ByteDance Seed	Seedance 1.0	1343	-13/+14	5,454
Google	Veo 3 Preview	1252	-18/+18	8,033	Google	Veo 3 Preview	1238	-11/+11	8,261
Google	Veo 2	1128	-8/+8	12,114	Kuaishou	Kling 2.0	1197	-18/+18	9,748
Kuaishou	Kling 2.0	1114	-9/+9	9,467	Kuaishou	Kling 1.6 (Pro)	1138	-9/+9	10,471
Kuaishou	Kling 1.5 (Pro)	1054	-5/+5	24,211	Runway	Runway Gen 4	1121	-9/+9	21,161
OpenAI	OpenAI Sora	1053	-5/+5	25,251	Google	Veo 2	1118	-9/+9	10,564

Artificial Analysis 文生视频榜单

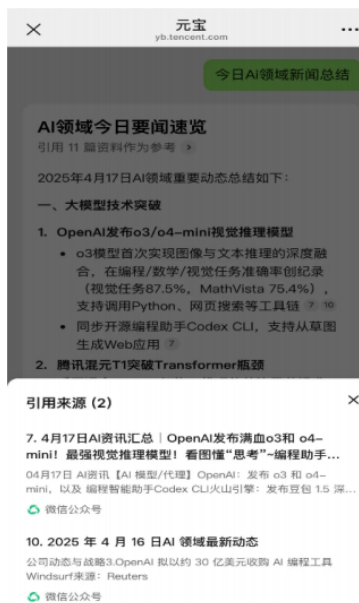
Artificial Analysis 图生视频榜单

截止2025年6月9日

腾讯AI：微信推出AI助手“元宝”，集成混元和DeepSeek双模引擎

- 腾讯旗下应用微信推出了首个AI助手“元宝”，用户可将其添加为好友，在聊天界面与之互动。作为腾讯元宝APP的驻微信AI助手，“元宝”搭载混元和DeepSeek双模引擎，无缝衔接微信生态，其核心功能包括一键解析公众号文章、图片和文档（支持100M以内文件），并能对内容进行智能互动，同时支持日常陪伴互动。
- 元宝其针对微信场景进行了特别优化，避免直接调用第三方模型，确保用户数据仅在本地处理。此外目前元宝暂时不支持聊天问答之外的复杂功能。例如此前外界期待的一键管理群聊、指定好友发信息、公众号内容整合等AI Agent功能。同时，联系人元宝的初始语气偏向活泼逗趣风格，但用户也可以对语气进行调节。

图：微信版“元宝”功能演示



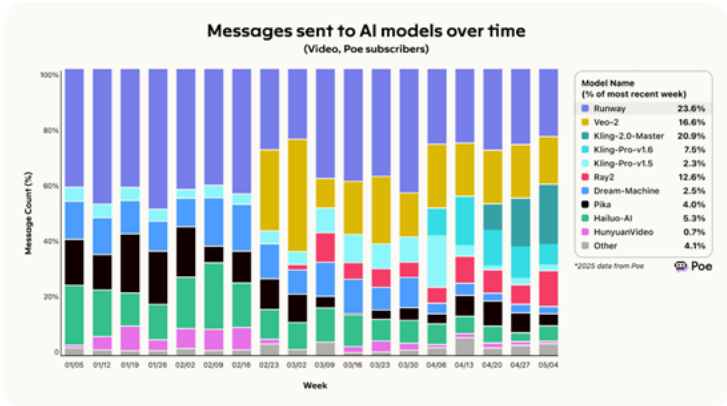
图：微信版“元宝”支持添加好友



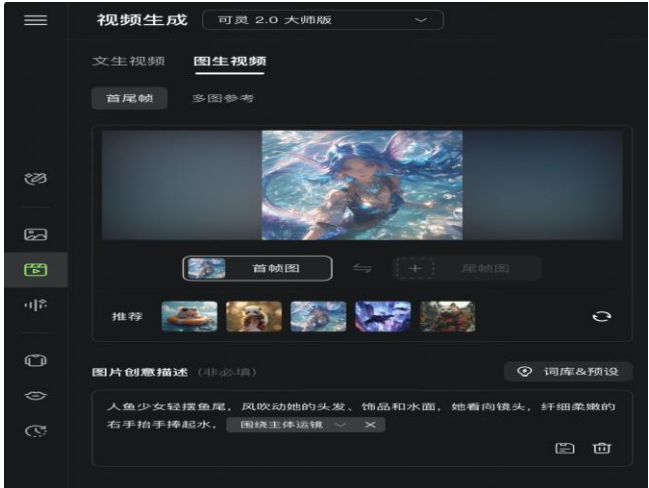
快手AI：推出可灵AI全系模型2.0，可灵AI一季度收入达1.5亿元

- **可灵 2.1系列模型正式发布，物理真实感大幅提升。**系列模型包含普通版与大师版。其中普通版有 720P 标准模式(20 灵感值/5秒)和 1080P 高品质模式(35 灵感值/5秒)，当前仅支持图生视频，文生视频功能后续上线;大师版为 1080P 规格(100 灵感值/5 秒)，已支持文生视频。**成本效率方面**，可灵2.1普通版 1080P视频生成成本较 2.0大师版显著降低;生成速度提升至 5秒 1080P 视频不足1分钟，优于行业 2-3 分钟的平均水平。**应用场景方面**，普通版适用于日常内容创作，大师版则瞄准影视制作。商业广告等专业领域，支持从个人创作到高端大屏展示的全场景需求。
- 可灵AI在推出10个月之后（即今年3月）的年化收入运行率(ARR)已突破1亿美元，另外今年4月和5月的月度付费金额均超过1亿元人民币。目前可灵AI全球用户规模突破2200万，为超过1万家的企业客户提供API服务。
- 快手AI商业化能力加速：快手 2025 年第一季度财报显示，可灵 AI 收入超 1.5 亿元，超过 2024 年 7 月至 2025 年 2 月的累计收入总和。在文生视频领域，据 Poe 平台数据，2025 年 1-5 月可灵系列模型占据 30% 份额，其中 2.0 大师版上线后，Runway 市场份额大幅下降。其商业化应用已渗透至广告营销领域，Q1 AIGC 营销素材日均广告消耗达 3000 万，与上一季度持平。

图：Kling家族视频生成模型迅速获得了约30%份额



图：图生视频功能

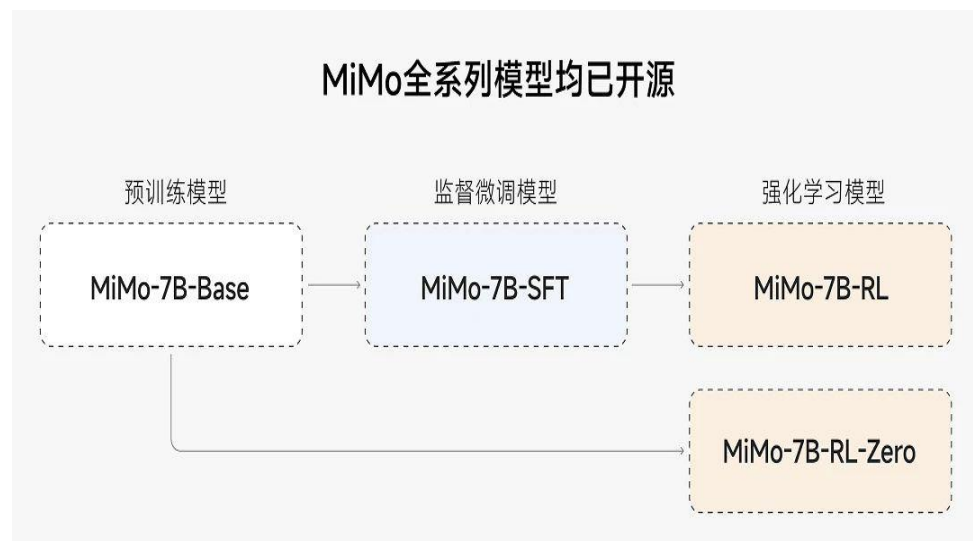
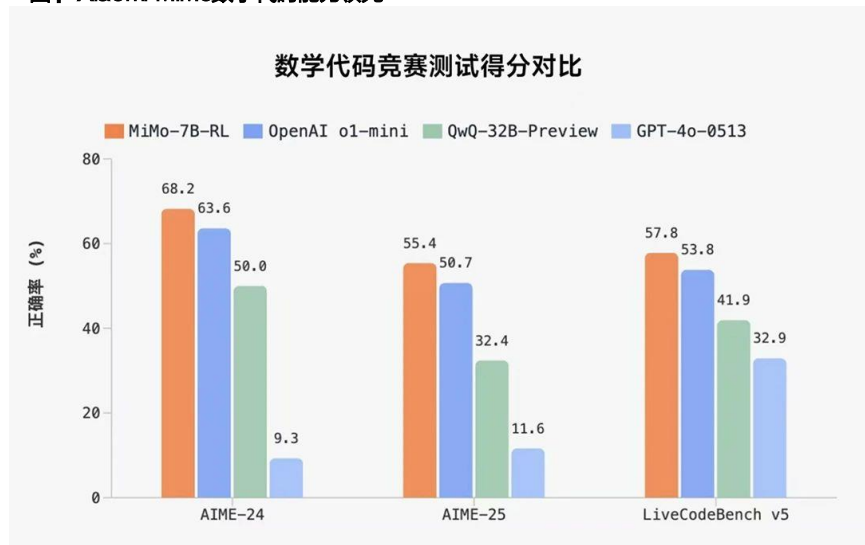


小米AI：开源首个为推理大模型“Xiaomi MiMo”，联动预训练到后训练

- 4月30日，小米正式开源旗下首个专为推理（Reasoning）任务设计的大模型“Xiaomi MiMo”，面向数学与代码两个领域，致力于提升AI推理能力。MiMo-7B 仅使用7B参数规模，在AIME 24-25数学推理测试与LiveCodeBench v5代码竞赛测评中，推理表现超越OpenAI闭源模型o1-mini与阿里Qwen的QwQ-32B-Preview等更大规模模型，显示出优越的效率与性能比。在强化学习测试中，MiMo-7B在数学与编程任务的潜力也明显领先传统32B开源模型。
- **训练方法：**MiMo的推理能力由预训练与后训练阶段协同驱动：预训练方面，模型拥有更多推理模式，覆盖约200B tokens的高质量语料，并采用三阶段渐进式训练策略，总训练量达25T tokens；后训练方面，引入高效强化学习算法与稳定框架，在稳定性与训练效率方面双双提升。目前，MiMo-7B已开源包含Base、SFT、RL及RL-Zero在内的四个模型版本，全部上线至HuggingFace 供全球开发者调用使用。

图：Xiaomi MiMo数学代码能力领先

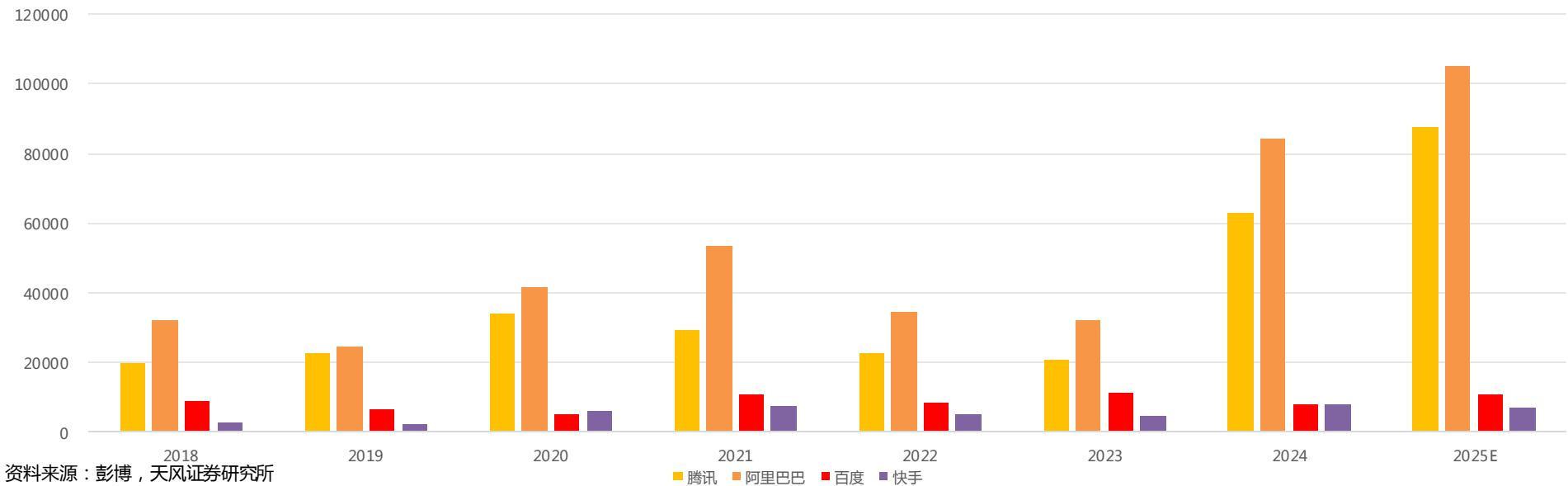
图：Xiaomi MiMo全系列开源



互联网趋势之AI：中国互联网大厂Capex投资或将逐步提升

- **字节跳动：**资金上，字节跳动在AI上投入巨大，仅是2024年资本开支达到800亿元，接近百度、阿里、腾讯三家的总和。**截至2025年5月底，豆包大模型日均tokens使用量超过16.4万亿，较去年5月刚发布时增长137倍。**
- **腾讯：**腾讯的混元大模型是其在AI领域的核心产品之一，具备强大的自然语言处理能力，并在办公协同、知识管理、智能客服等多个场景中实现了应用。**腾讯计划在2025年进一步加大资本支出，预计资本支出将占收入的十几个百分点。**
- **阿里：**公司表示未来三年的资本支出预期会超过过去十年，未来三年将支出3800亿元投资云计算和AI基础设施。未来三年将是公司建设云和AI基础设施最集中和最高水平投资的时期，反映了公司内部和外部客户的巨大需求。阿里将AI技术应用于多个业务领域，如电商、金融、物流等，通过AI驱动的推荐系统、智能客服、风险预测等应用，提升了业务效率和用户体验。
- **百度：**百度近年来在AI方面大幅投入，在自动驾驶、智能语音等领域取得了显著成果，如阿波罗自动驾驶平台、小度智能语音助手等。

图：2018-2025E互联网大厂Capex情况（百万元）



互联网趋势之AI：模型成本大幅下降，期待中国AI应用快速发展

2025年推理成本下降了280倍：《Artificial Intelligence Index Report 2025》报告指出如在 MMLU 基准测试中，得分相当于 GPT - 3.5 (64.8) 的模型推理成本，从 2022 年 11 月的 20 美元 / 百万词元降至 2024 年 10 月的 0.07 美元 / 百万词元 (Gemini - 1.5 - Flash - 8B)，约 1.5 年减少超 280 倍。在更具挑战性的 GPQA 基准测试中，得分超 50% 的模型推理成本，从 2024 年 5 月的 15 美元 / 百万词元降至 12 月的 0.12 美元 / 百万词元 (Phi 4)。Epoch AI 估计，依任务不同，LLM 推理成本每年降 9 - 900 倍。

大模型训练成本大幅降低：以DeepSeek为例，其训练成本仅为600万美元，相比以往降低了10倍。这种成本的降低得益于模型架构、基础设施优化、数据优化等多方面的工程改进。互联网大厂通过优化算法、提升算力等方式，进一步降低了AI技术的应用成本。

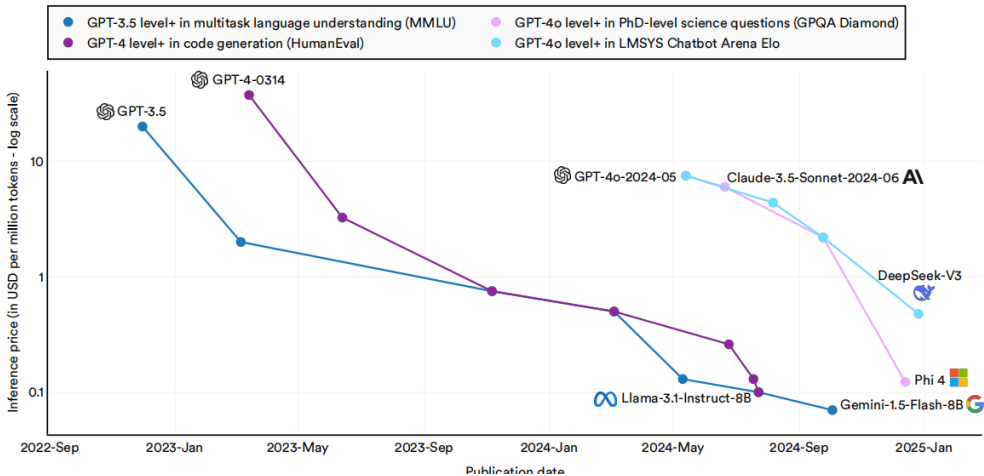
API价格持续下降：GPT-4o的价格已从发布初期的5美元/100万tokens输入显著降至最新版本的2.5美元/100万tokens输入，降幅近达50%。国内大模型企业也纷纷跟进降价，如DeepSeek-V3的API价格目前为每百万输入tokens 0.5元（缓存命中）/2元（缓存未命中），每百万输出tokens 8元。

互联网大厂有望直接受益成本下降，AI应用有望快速发展。我们认为大模型API价格的下调以及训练成本持续优化将为应用生态带来更大的活力。我们预计随着高吸引力模型的增多和运营成本的降低，越来越多的开发者将被吸引加入，进一步推动AI原生应用的普及和创新发展，为行业生态注入新的动力。

模型推理成本显著下降

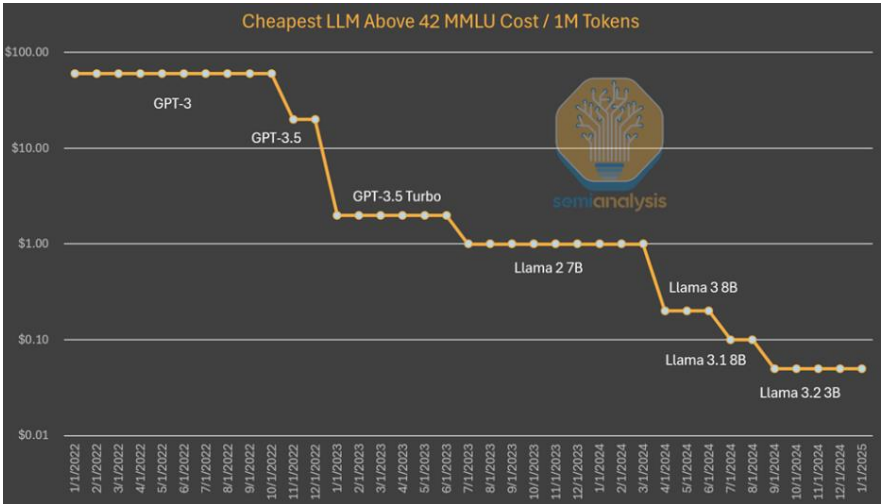
Inference price across select benchmarks, 2022-24

Source: Epoch AI, 2025; Artificial Analysis, 2025 | Chart: 2025 AI Index report



资料来源：《Artificial Intelligence Index Report 2025》、天风证券研究所

大模型API价格呈下降趋势

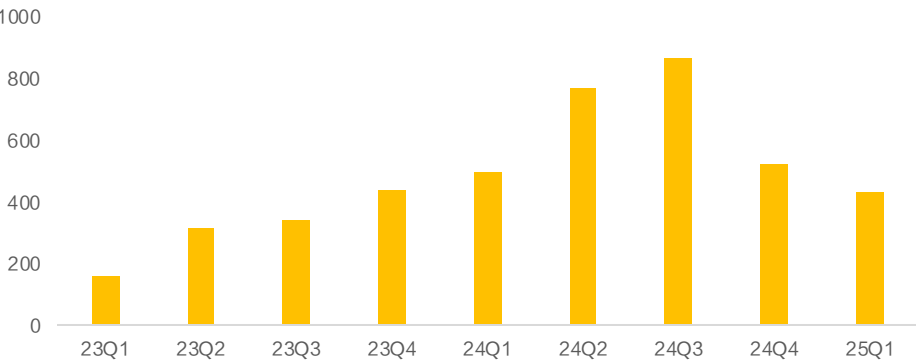


资料来源：EDWARD CONARD、天风证券研究所

互联网趋势之股东回报：互联网科技股掀起港股中概回购潮

- 2024年港股年内回购金额达2654.6亿港元，相较2023年的1269亿港元，同比增幅约109%。2025年Q1，港股单季度总回购金额为436亿港元。
- 2025年一季度港股前十大股票回购中，截至2025年3月31日，腾讯Q1季度回购金额达到171亿港元，位居2025年一季度港股回购金额之首。参照美股科技股大幅回购经验，我们认为港股科技公司大幅回购股票有望推动整体股价上行。
- 我们认为随着港股中概互联网科技板块的基本面逐渐改善，以及估值也处于相对较低的水平，互联网科技上市公司开始更加积极地回购股份，显示了公司对自身未来发展的信心，或对股价产生正面影响。

图：2023-2025Q1港股回购金额（亿港元）

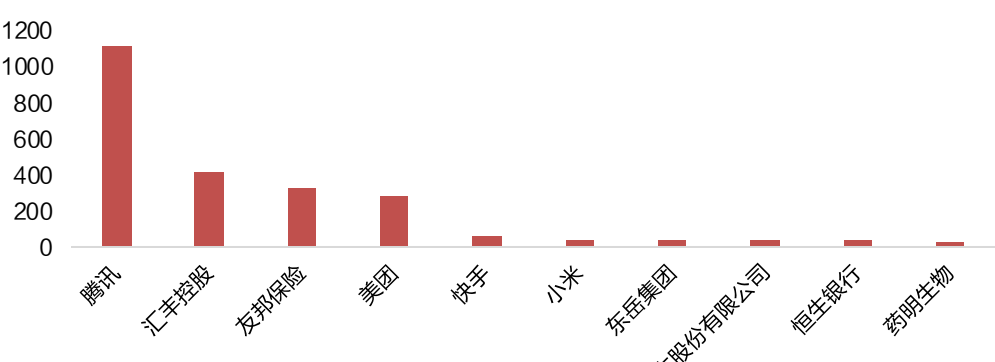


资料来源：Wind、天风证券研究所

公司名称	回购计划	2023年回购金额	2024年回购金额
阿里巴巴	2024年2月，阿里巴巴宣布增加250亿美元回购计划总回购规模增至650亿美元	95亿美元	125亿美元
腾讯	计划在2024年回购超1000亿港元股份	494亿港元	1120港元
美团	2023年11月美团宣布进行股份购回，总金额不超过10亿美元； 2024年6月美团宣布进行股份购回，总金额不超过20亿美元； 2024年8月美团宣布进行股份购回，总金额不超过10亿美元	0	282亿港元
快手	快手公告160亿港元回购计划，2024年6月13日生效，有效期36个月	14亿港元	55亿港元
京东	京东3月公告30亿美元回购计划； 京东8月公告50亿美元回购计划，2024年9月生效，有效期至2027年8月	-	2024年上半年回购33亿美元
百度	百度2023年2月公告不超过50亿美元回购计划，有效期至2025年12月31日	7亿美元	7亿美元（前三季度）

资料来源：证券时报、上海证券报、各公司官网等、天风证券研究所

图：港股2024年回购金额前十（亿港元）



资料来源：新浪港股公众号、天风证券研究所

互联网细分行业景气度

细分行业	2025年行业发展趋势	潜在催化剂	潜在制约因素及下行风险
游戏	1、政策环境基本稳定，版号发放常态化。 2、中国自研游戏出海收入维持高增长。 3、小游戏中期渠道红利不断兑现。 4、AIGC+3D有望为游戏降本增效，关注AI带来游戏新玩法。	1、AIGC应用落地（包括3D美术降本+细分品类玩法/内容创新） 2、UGC游戏和创作平台发展；	1、游戏上线时间具有不确定性。 2、宏观消费影响玩家消费意愿； 3、AIGC应用落地时间具有不确定性 4、行业买量成本上升。
电商	1、消费更注重高吸引力及服务质量 2、ROI为导向，理性回归各自优势领域，利润端存在改善趋势 3、电商出海带来平台收入新增量，以TikTok和Temu为代表； 4、AI技术升级有望带动长期电商货币化率	1、国补政策推动消费，消费需求刺激政策； 2、不同平台生态间互联互通带来潜在用户增长	1、宏观消费短期复苏偏弱； 2、平台take rate提升预期或有所放缓 3、美国关税政策潜在影响
本地生活	1、本地生活线上化率仍有较大提升空间； 2、行业中期增长动能较充足，消费场景改善情况下，需求和供给边际恢复较快； 3、即时零售仍有较大增长空间。	1、到店领域竞争趋缓； 2、出海带动平台收入增长，有望打开新增长曲线	1、京东入局外卖，整体行业竞争加剧； 2、抖音在本地生活持续加大投入，整体竞争加剧； 3、骑手社保政策或影响中期内外卖业务UE改善。
广告	1、技术变革带来变现效率提升； 2、短剧、小游戏等细分行业广告增量； 3、AI广告提升广告ROI和变现能力	1、经济基本面逐步复苏，广告大盘需求增长推动垂直行业基本面逐步修复； 2、部分平台广告位增长带来广告收入增加，腾讯视频号等平台在直播电商赛道逐步起量 3、AI提升整体广告效率	1、宏观经济及线下消费增长具有一定不确定性； 2、行业性整体扩库存，导致广告竞价激烈。

资料来源：未来智库、艾瑞咨询、晚点LatePost公众号等、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

互联网公司估值比较：PE纵向视角处于相对“极限”位置

表：互联网公司估值比较（彭博一致预期）

	腾讯	网易	美团	阿里巴巴	京东	拼多多	快手	百度
边际竞争格局	公司游戏业务产品周期推动短期游戏收入增长加速，视频号广告加库存或可支撑中期广告收入增长韧性，金融科技及企业服务业务收入增长有望随宏观环境逐步修复，高毛利率的增量业务奠定中期毛利率持续提升基础，叠加相对稳固竞争格局下可维持谨慎的费用开支，盈利增长能力相对明显。 公司游戏研发能力行业领先，于MMO等品类市场地位相对稳固。部分长线游戏有望受益于宏观环境有序回暖。 美团的核心竞争力在于强大的商户基础以及积累数十年的用户的真实评价，现阶段来看自身护城河依然稳固。现阶段来看，外卖业务壁垒稳固，外部竞争格局逐步清晰，未来美团核心本地商业盈利能力有望持续加强，新业务减亏顺利。 国内电商行业竞争或加剧，以及公司持续投入以推进国际电商业务，考虑到公司长期将专注于提高运营及投资效率，AIDC、本地生活等其他业务盈利能力有望逐步提高。 长期来看，IP和3P全盘统筹与公司推进的价格竞争力策略协同，叠加下沉策略不断推进获客，我们长期持续看好公司供应链和物流核心能力的发展潜力。 电商：增速仍远高于大盘，获取其他传统电商平台份额出海：创造新增长曲线，贡献收入增量。 广告：变现加速，市场份额持续提升 电商：依靠泛货架模式叠加店播比例提升，持续获取超大盘份额。 云业务：随着企业在百度云平台的开发体验变好，用户积累变多，ERNIE的用户黏性或逐渐增强，有望维持行业竞争力。							
2025E收入增速	10.8%	9.0%	15.2%	7.1%	11.4%	9.4%	11.8%	10.8%
2025E净利润增速	12.9%	16.3%	-2.4%	6.4%	-4.5%	-24.1%	13.5%	12.9%
2025E PE	17	16	18	12	7	12	12	17

注：阿里巴巴为2026FY预测、截至2025年6月24日

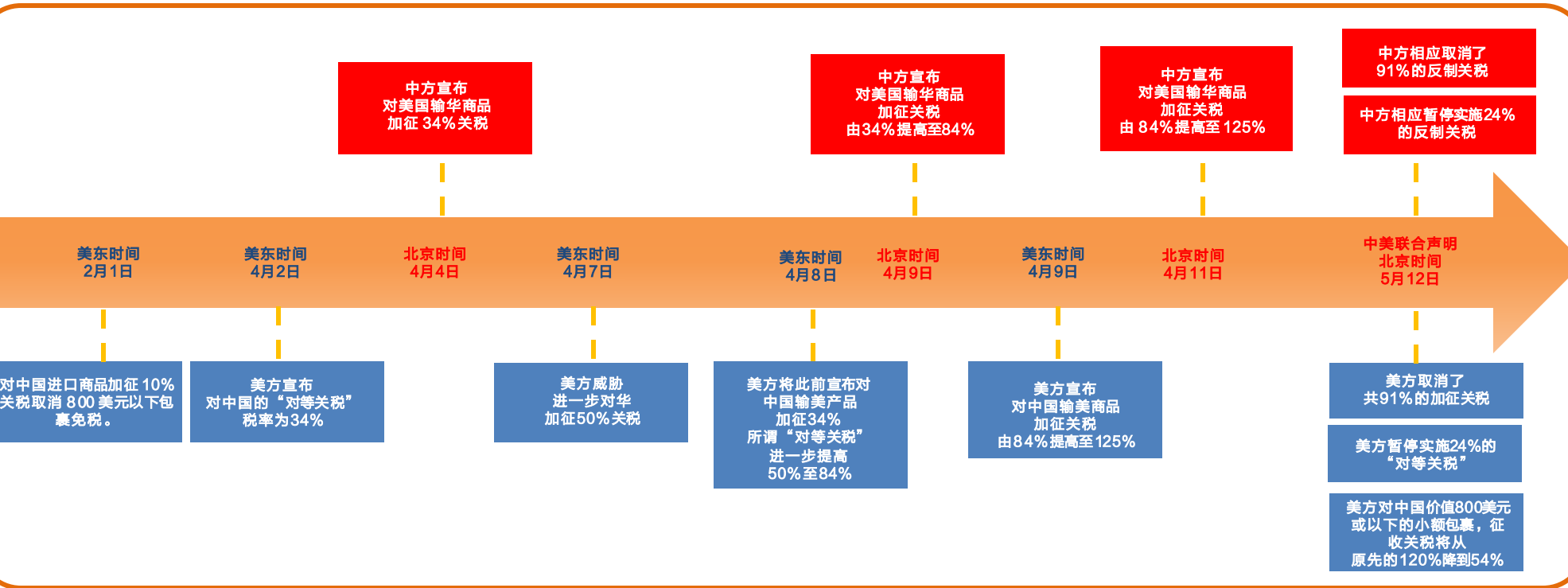
资料来源：彭博等、天风证券研究所

电商行业：
竞争激烈但相对理性，回归优势领域

电商-关税影响：关税政策边际缓和，订单量有望恢复

- 自2025年4月起，美国政府对来自中国的低价值包裹征收高达145%的关税，导致SHEIN和TEMU的运营成本大幅上升。
- 平台应对策略，提价与本地化：面对成本上升，SHEIN和TEMU均宣布对美国市场的商品进行价格调整。TEMU在结账时增加了约145%的“进口费用”，而SHEIN则通过整体提价的方式转嫁成本。此外，两家公司还加快了本地化布局，增加美国本地仓储和供应链，以减少对中国直邮的依赖。
- 关税政策边际缓和：2025年5月14日，中美达成临时贸易协议，将小额包裹的关税从120%降至54%，为期90天。
- 我们认为由于现有的加价税率主要针对成本价加成，对终端价格传导影响相对有限，考虑到和Amazon的价格差距，SHEIN和TEMU可通过部分提价进行成本转嫁，新税率实施后全托管业务订单量有望逐步恢复。

图：中美关税时间线全梳理



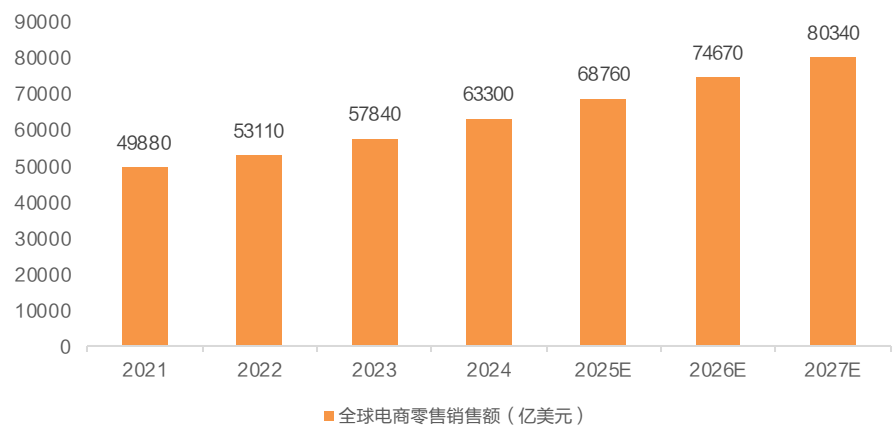
资料来源：国际商报公众号、财联社公众号、证券时报公众号、天风证券研究所

电商-跨境电商：海外监管不确定性较大，仍有望为国内平台贡献新增量

我们认为在海外电商渗透率持续提升的背景下，中国优质供应链在国内电商激烈的市场竞争中有望走出去，通过平台全托管方式进一步降低商家参与门槛，同时通过半托管模式提升履约时效，补充品类及SKU丰富度，有望为平台创造新增量。我们认为随着特朗普上台，相关贸易保护政策（加征关税等）实施或对跨境电商造成一定影响，海外监管不确定性或加大。

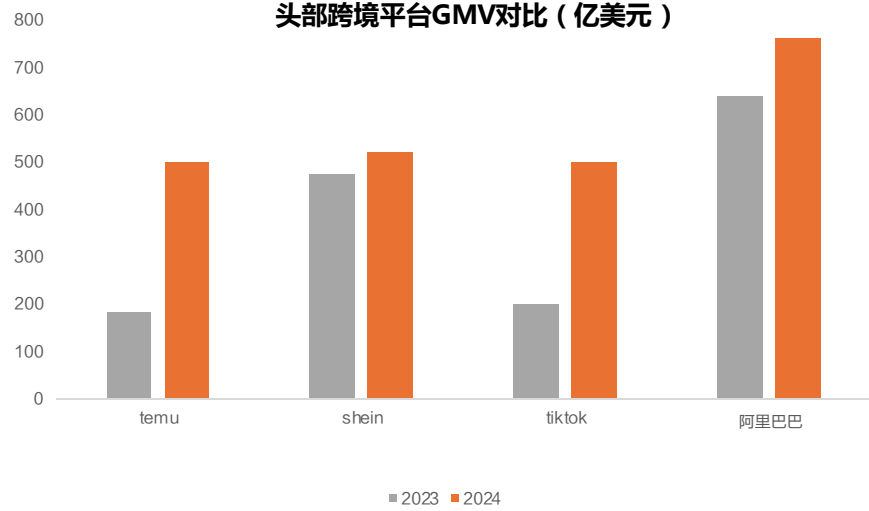
- **TEMU：**半托管开放地区稳步扩张，GMV占比稳步提升，带来新增量。根据公司官网，TEMU已上线超80个国家和地区，公司2024年于3月中旬在北美推出半托管模式，此后陆续在欧洲、日韩等地区开放；我们认为随着半托管模式占比提升，公司海外监管风险和政策风险或部分转嫁，公司表示将进一步加强合规，建设健康的营商环境，追求公司海外业务长期健康发展，我们认为短期由于半托管模式的投入，利润端或承压，但预计全年海外亏损额可控。
- **TikTok：**2024年TikTok Shop在今年黑色星期五当天销售额突破1亿美元，同比增长300%；海外监管仍有一定不确定性，12月27日，特朗普向美国最高法院提出请求，要求暂停执行TikTok强制出售令。据报道，美国最高法院于1月10日就此案进行辩论，允许法院在法律1月19日生效前对该问题作出裁决。1月20日，特朗普签署了一项行政命令，将TikTok禁令的执行推迟75天。我们认为参考国内抖音的增长路径，内容电商或是tiktok电商出海的核心优势和增长来源。
- **速卖通：**收入高速增长，亏损收窄明显。我们认为随着lazada的持续减亏，国际业务UE有望改善，亏损有望收窄。
- **Shein：**半托管逐步起量，开放欧洲市场。2024年6月半托管模式上线美国，8月27日，shein半托管开放欧洲五国站点，集中在欧洲网民基数大、电商成熟度较高的德国、英国、法国、意大利、西班牙五国，半托管模式补充商品供给带来增量。

2021-2027E全球电商零售销售额



全球电商零售销售额（亿美元）

头部跨境平台GMV对比（亿美元）



2023 2024

资料来源：Statista、天风证券研究所

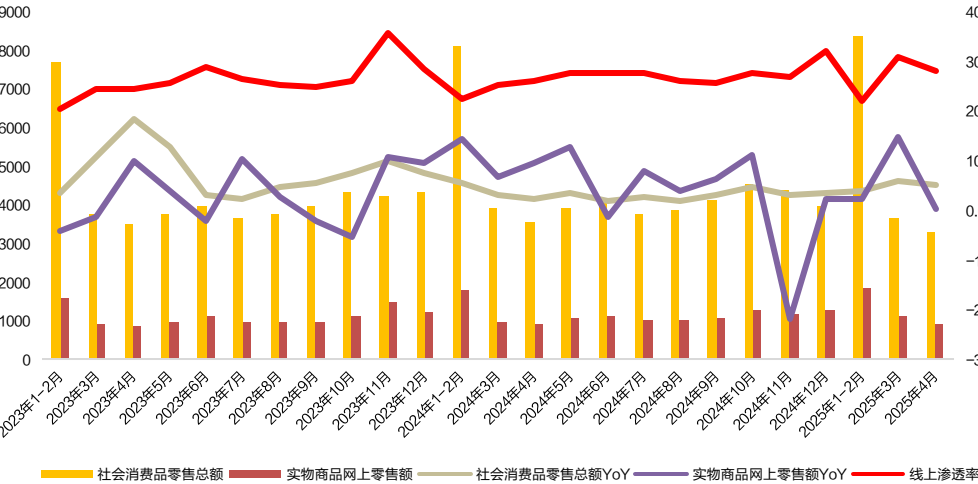
资料来源：彭博、天风证券研究所

电商-整体展望：竞争激烈但相对理性，回归优势领域

我们认为电商行业大盘增速有所放缓，实物商品网上零售额25Q1同比增长6.7%，宏观经济影响下消费者消费相对谨慎，我们预计随着各平台逐步回归优势领域叠加平台促销逐渐常态化，线上渗透率同比仍有望稳步提升；我们认为当前电商大盘将延续以下四个趋势：

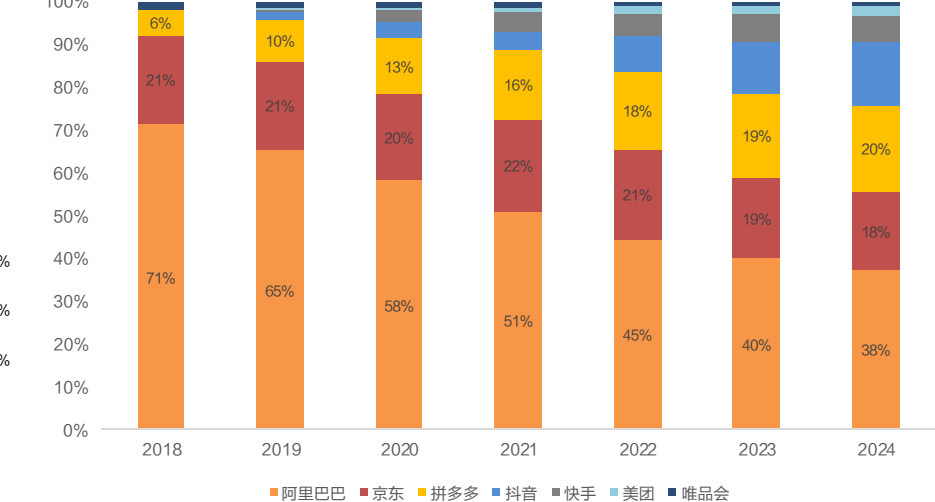
- 1) 消费者理性消费，对高吸引力商品的需求持续，各平台AOV或有下降；具体体现为，截至2025年1-4月快递单量增速（yoy 20.9%）显著高于实物商品网上零售额增速（yoy 5.1%），延续2024年态势，说明各平台AOV下降趋势延续，消费者对高吸引力商品的需求延续。
- 2) 不同平台间的GMV增速及货币化率增速差距或有缩小；考虑到阿里FY25Q3财报里提到全站推广帮助货币化率的增长，以及拼多多在商家侧的加大投入，我们预计不同平台的货币化率差异亦会收窄。
- 3) 我们认为不同电商平台在保证用户侧服务质量的同时，会更重视对优质供给端/商家侧的扶持，注重自身战略和平台资源禀赋的适配性。
- 4) 以旧换新政策创造行业增量；继2024年7月，2025年国家加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品，至高可享产品销售价格的20%补贴，单件产品至高补贴2000元。其中京东由于自营占比高，参与度相对较高，截至24年12月已覆盖全国28个省市，受益程度最高；拼多多以3P模式为主，且平台家电品牌商品多为经销商销售，在国补中受益程度较低。

社零总额、网上零售额及增速对比（十亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

自下而上测算中国电商市场GMV份额



资料来源：彭博、天风证券研究所

电商-AI电商：AI+电商或为AI应用的最快落地场景，或带动商家效率提升

我们认为OpenAI开放多模态API后，电商应用有望迎来新一代创新，有望在智能客服、广告生成、数据分析等场景中提升商家运营效率。

1) 智能客服：解决传统客服响应速率慢、人工成本高的痛点，降低商家运营成本

产品推荐：消费者向智能客服询问想购买的产品，智能客服会基于消费者的过往浏览、消费记录为消费者推荐个性化需求的产品；
交流互动：实现持续的对话互动，并依据上下文语境快速识别用户需求，给出高质量、个性化的回答；

2) 商家广告生成：ChatGPT采集用户的行为数据，包括浏览记录、消费记录、搜索历史等，通过分析用户相关信息，形成用户偏好及购买潜力标签，由此向用户生成个性化营销文案，并根据数据更新持续优化，充分挖掘用户消费潜力并对消费者进行精准投放。相比传统营销，具有全自动化、时间短、推荐精准度更高的特点，我们认为有望大幅提升广告投放ROI及整体营销行业效率；

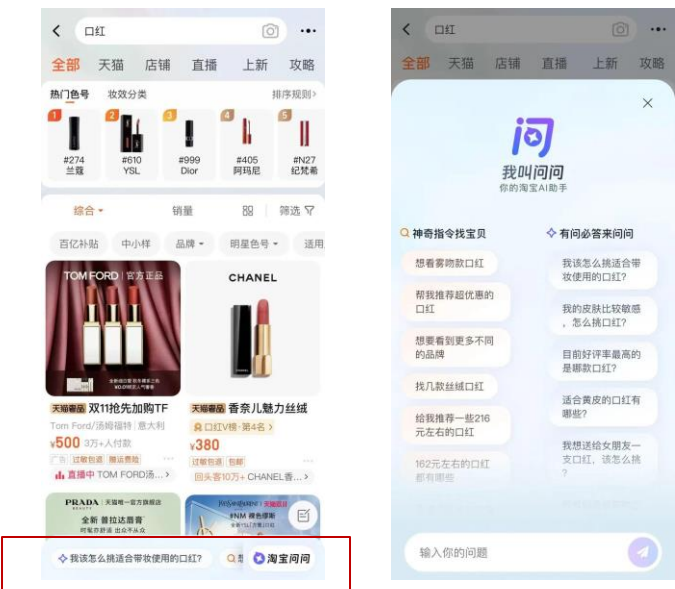
3) 商家商品评论数据分析：ChatGPT接入后，商家可从购买动机、产品优势和缺陷、客户期望、使用场景、客户情况等方面对客户评价进行分析，可以帮助商家对自身产品和竞品有更准确的认知，从而制定有竞争力的销售战略。

ChatGPT Shopify购物插件使用流程



资料来源：Shopify公司官网、ChatGPT官网，天风证券研究所

淘宝问问渗透到了淘宝的日常搜索中



资料来源：淘宝APP、天风证券研究所

电商—国补政策驱动：“以旧换新”政策推动电商销售全面增长

- 中国各地结合当地实际纷纷出台消费品以旧换新落地细则，对消费品以旧换新支持力度进一步加大。家电方面，消费者购买冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具等家电产品时，至高可享产品销售价格的 20% 补贴，单件产品至高补贴 2000 元。
- **国补政策推动双十一成交额，家电3C产品销量亮眼。**在“双11”购物节期间，京东家电推出了以旧换新的补贴政策，该政策覆盖了20多个省份，并适用于8500多款换新产品。与此同时，天猫与超过千家品牌合作，投入60亿元资金，通过品类优惠券、官方让利以及国家补贴的多重优惠叠加，使得部分家电产品的价格降至5.5折的超值水平。此外，快手与上百商家联手，为家电产品提供10亿元的现金补贴，而拼多多则针对家电产品升级了“百亿消费券”活动。在国家补贴与各平台年度大促销活动的双重利好影响下，家电销售实现了全面增长。
- **2025年国补延续：**国家发改委在国务院“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上表示，2025 年要对购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品给予补贴。其中购买手机、平板、智能手表手环等产品，补贴 15%。明确了手机等 3C 产品补贴的具体政策：对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。

省/市	主要内容
上海市	以旧换新拉动全市家电销售 7 亿元。除冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 大类产品享受1级能效20%的补贴、2 级能效15%的补贴外，增加了对扫地机器人、吸尘器、空气净化器等家电、家装、家居和适老化产品共 60 类产品的补贴，补贴标准为销售价格的 15%，单次补贴不超过2000 元。
江苏省	省商务厅、省发改委、省财政厅联合发布了绿色节能家电以旧换新补贴新政策，明确江苏自 2024年9 月7 日起至 12 月31 日，全面启动 2024 苏新消费绿色家电以旧换新专项活动，消费者购买17 类家电商品均可享受成交价15%至20%补贴的政策，单次补贴上限为2000 元。
四川省	截至2024年9 月14 日，全省家电以旧换新信息系统申报补贴家电超28 万件，带动销售 12.4 亿元。从9 月9 日以来，单日申报量均攀上 1.2 万件。从品类看，空调、电冰箱、洗衣机、电视机销量较好，占家电以旧换新总量的91%。
山西省	重点支持“旧房装修、厨卫局部改造、居家适老化改造、智能家居消费”四个方向的九大类消费品，个人消费者在参与活动的商家购买符合补贴范围类型的产品，按照剔除商家所有折扣优惠后最终销售价格的 15%享受一次立减，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过2000 元。
广东	（1）与中央一致。（2）手机补贴标准为产品销售价格的10%，每件补贴不超过1000元；平板、智能穿戴设备补贴标准为产品销售价格的15%，每件补贴不超过2000元。（3）“8+3”类家电以外的“N”类家电产品补贴不得高于以上标准

资料来源：山西省商务厅公众号、江苏1号公众号、上海商务公众号、四川新闻广播公众号，天风证券研究所

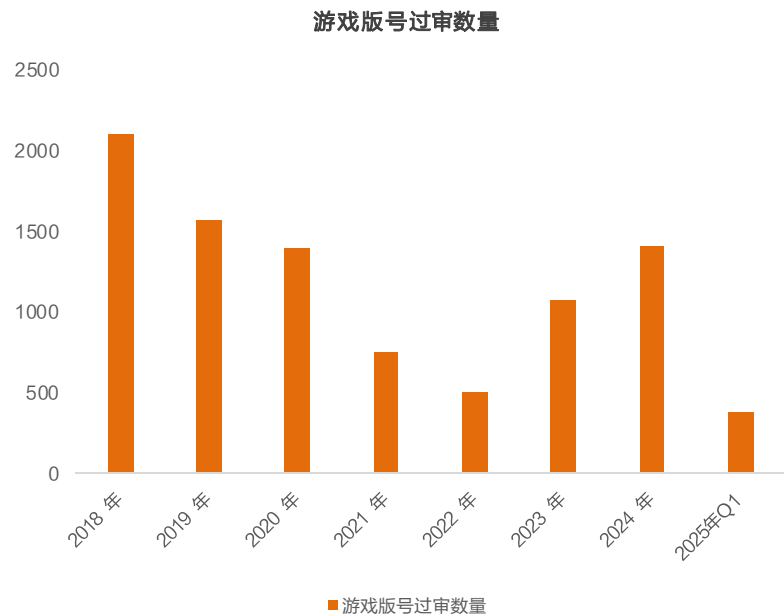
游戏行业：

政策支持信号明确，关注产品周期变化

游戏： 版本号发放数量继续增长，政策支持基调不变

- 2025年游戏版本号发放继续保持增长态势。2025年第一季度中国游戏市场实际销售收入为857.04亿元，同比增长17.99%。政策层面，版本号常态化发放一定程度上缓解了市场对于游戏行业的担忧，2025年一季度共发放国产游戏版本号362个，进口游戏版本号21个。
- 游戏行业政策利好频出，助力行业发展。促进服务消费、智慧旅游创新等政策，助力游戏与文旅融合，催生新场景；北京政策压缩游戏审批周期，加强精品扶持；浙江支持游戏出海，培育产业集群。我们看好未来游戏行业在政策驱动下，在技术升级、产业融合、出海拓展等方面迈进，实现高质量发展。

2018–2025Q1年我国游戏版本号发布数量变化趋势（个）



资料来源：游戏陀螺、天风证券研究所

图：近期游戏行业政策梳理

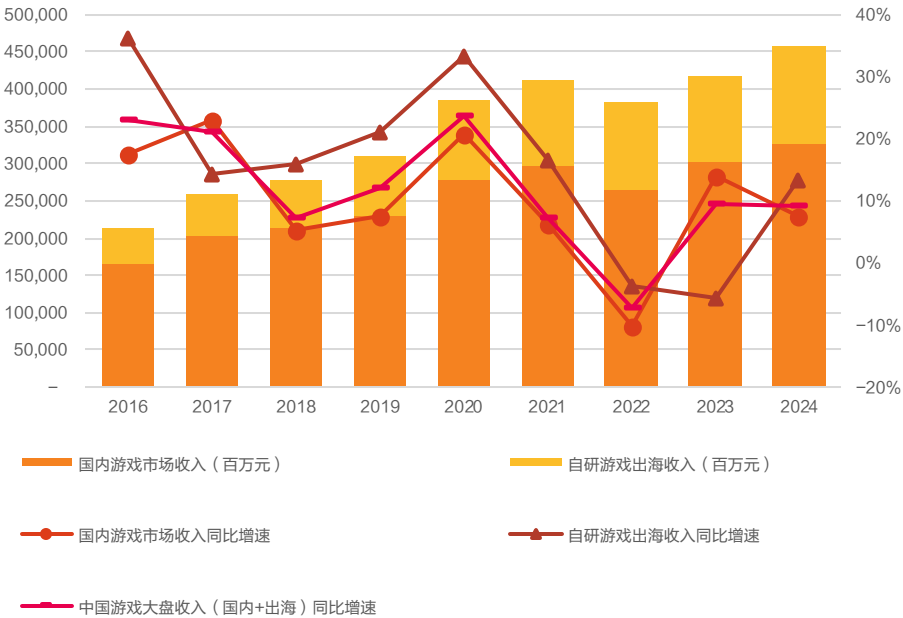
政策名称	政策内容简介	行业影响
《网络出版科技创新引领计划》	支持网络游戏与图形处理器等基础产品的联合研发适配。加强涉人工智能、游戏引擎、虚拟现实、芯片等网络出版领域知识产权保护，维护创新主体合法权益，激发创新活力。	推动游戏行业底层技术发展，激发创新活力
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	提升网络文学、网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量，鼓励沉浸体验、剧本娱乐、数字艺术、线上演播等新业态发展。	推动文化娱乐行业高质量发展
《智慧旅游创新发展行动计划》	促进电子竞技、动漫游戏等线上数字场景与线下旅游场景融合发展。鼓励数字文创等智慧旅游产品出海，提升国际传播力和影响力。	促进游戏与旅游融合，催生新消费场景，拓展行业边界
北京市《关于促进北京市游戏电竞行业高质量发展的支持办法》	对经国家新闻出版署审批通过获得游戏版本号，并在上年度首次正式上线运营的精品游戏项目，经评定，给予游戏研发企业、游戏运营企业最高不超过500万元奖励。压缩审核周期，加强对出版国产试点网络游戏的申报辅导，增加游戏专家审读力量，有效提升审核能力，提高审核质量。	游戏审批周期大幅压缩，加强精品创作扶持，加快游戏行业发展
浙江省《关于支持游戏出海的若干措施》	积极培育国家文化出口基地、国家对外文化贸易基地和省级数字贸易示范区，打造游戏出海产业集群；鼓励研发创作精品游戏、打造自主文化IP，高质量推进重点游戏作品创作生产	极培育游戏出海市场主体，推动游戏行业收入增长
《提振消费专项行动方案》	将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。	促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品消费”，推动传统文化与游戏融合。

资料来源：中国新闻网、文化和旅游部等、天风证券研究所

游戏：预计2025年国内游戏大盘有望维持高个位数增长，关注产品周期带动的景气上行窗口

- 游戏用户增长相对较缓背景下，大盘收入实现高个位数增长。2024年中国游戏用户6.7亿人，同比微增1%。2024年中国游戏收入同比增长8%（其中手游收入同比增长5%，端游收入同比增长3%），自研游戏海外收入同比增长13%，中国游戏大盘（国内+出海）同比增长9%。
- 出海、小程序等赛道游戏收入增长较好。2024年中国小程序游戏市场收入同比增长99%至398亿元。中国自研游戏海外市场收入同比增长13%至186亿元。
- 预计2025年游戏大盘有望保持高个位增长。整体而言，2024年游戏大盘实现平稳增长，增速前低后高，四季度国内游戏收入同比增长16%，出海收入同比增长26%，产品周期变化带来景气上行窗口。考虑到2024年版号发放数量增长提供了较好的供给基础，需求端居民消费的担忧有望逐步改善，我们预计2025年中国游戏大盘收入（国内+出海）仍有望保持高个位数增长。

2024年国内游戏市场收入同比+8%，自研出海收入同比+13%



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

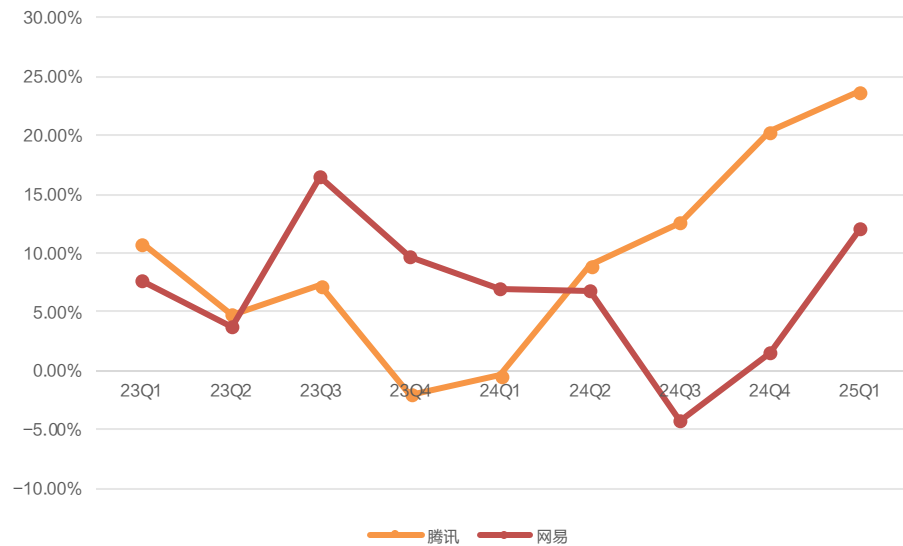


资料来源：伽马数据、天风证券研究所

游戏龙头：产品周期是短期关键因素，预计网易游戏增长有望逐步回升

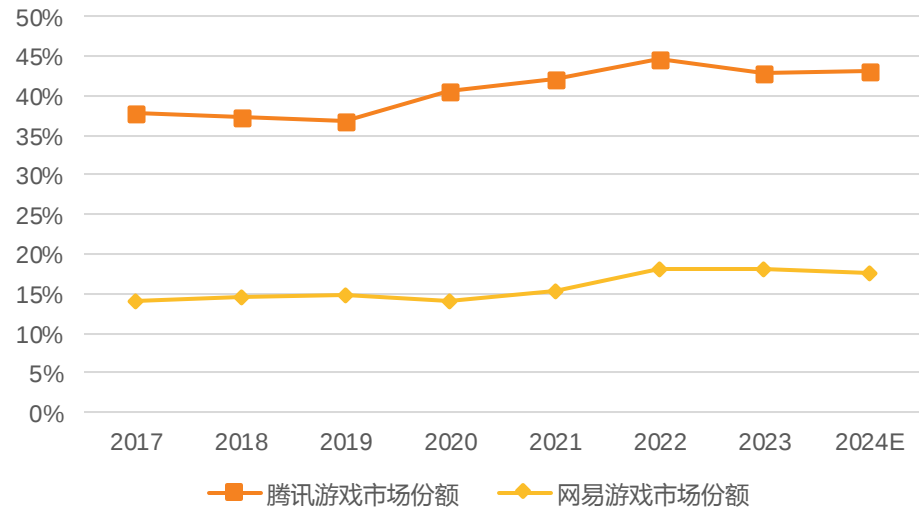
- 随产品周期变化，预计2025年腾讯游戏收入增速（彭博预期16%）跑赢大盘，份额回升；预计2025年网易游戏收入增速较2024年显著提速（彭博预期12%）。重磅储备产品《无畏契约手游》4月开启预约后48小时全面预约人数超1000万。《无畏契约》端游版在过去2年强劲增长，我们认为此IP已在年轻用户出圈，具备较高社交热度，手游上线后或有助于平衡下半年高基数压力。
- 中长期来看，腾讯、网易在游戏业务各自拥有独特优势，具有长线持续研发能力。短期而言，两家产品周期和基数一定程度决定了边际走势。展望2025年，我们预计腾讯游戏业务按季度前高后低走势。我们预计网易游戏业务增长有望逐步恢复，或呈现按季度前低后高走势。

2025Q1年腾讯游戏和网易游戏收入增速



资料来源：彭博、天风证券研究所

腾讯游戏和网易游戏市场份额



资料来源：伽马数据、天风证券研究所

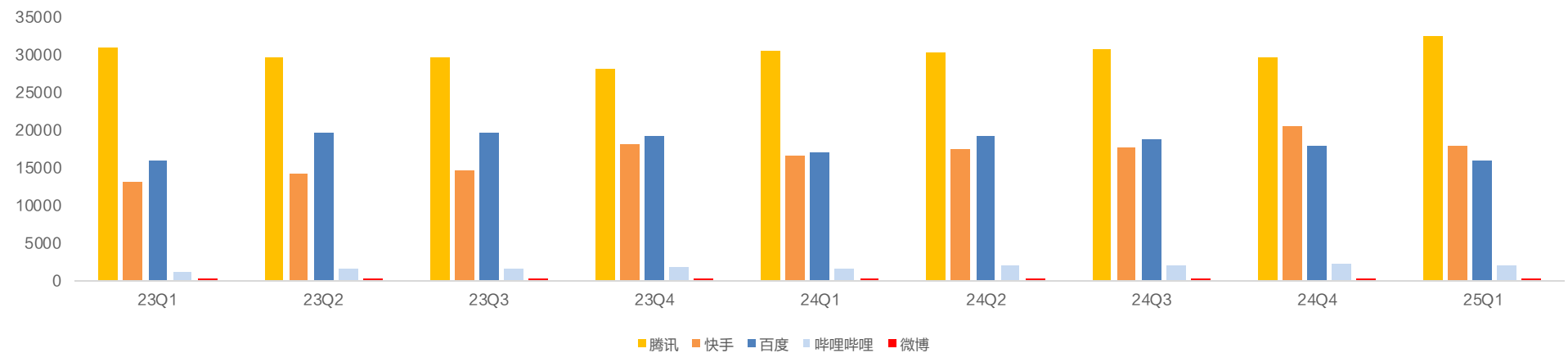
广告行业：

行业增速有所放缓，但部分公司仍有增量

互联网广告：宏观经济波动行业增速有所放缓，但部分公司仍有增量

- 前期基数较高，广告行业增速有所放缓，但部分公司在行业增速放缓下有超越大盘增速，主要来源于细分行业增量及自身广告效率提升。25Q1腾讯营销服务收入同比+20%，视频号、小程序、微信搜一搜广告库存继续保持强劲需求,公司通过提升生成式AI能力，升级广告技术平台，包括辅助广告制作、数字人直播、加深商品与用户兴趣理解以提升推荐效果；快手25Q1广告业务收入同比增长8%，广告业务受益AI能力投放工具（如UAX、全站推广智能体4.0等）；哔哩哔哩广告收入同比增长20%，B站在消费决策领域的优势正在不断放大，超过1亿人在B站消费家居家电内容，带动相关广告收入增长近40%。
- 展望全年，我们认为宏观经济波动下，广告主投放仍相对谨慎，广告行业下半年增速或仍承压。以旧换新政策或部分电商带来行业增量，对于广告主的需求拉动或有所滞后。但我们仍看好2025年部分公司在行业增速放缓下有超越大盘增速，AI赋能广告行业有望打开广告公司新增长曲线。

图：1Q23-1Q25 国内互联网广告收入（百万元）



资料来源：彭博、天风证券研究所

互联网广告-广告AI：AI重塑互联网广告生态，高效精准与创意并进

- 我们认为广告是互联网大厂在AI方面最重要的商业化途径之一，海外互联网巨头META广告收入增长显著受益于AI带来的效率提升，META2025年Q1业绩会上表示，平台整体广告展示量增长5%，广告单价提升10%。定价提升则反映了广告表现改善带来的广告主需求上升。AI持续赋能公司核心业务，货币化率明显提升。Meta AI的使用量持续增长，目前月活跃用户超过10亿。使用AI创意工具的广告主数量增长了30%。一季度推出全新的广告生成推荐模型GEM，其架构在相同数据与算力条件下可实现2倍的广告表现提升，在Facebook Reels初步测试中，公司已看到广告转化率最高可提升5%，当前已向更多平台扩展部署。
- 我们认为未来国内互联网广告行业有望效仿海外科技大厂AI商业化路径，即从广告量和价两个维度受益于AI：1) 通过AI不断改进推荐系统带来更精准的投放，从而改善用户使用体验以及平均使用时长；2) AI广告工具的推出有望使广告主的创意流程得到了显著优化，使得广告主的ROAS（广告支出回报率）大幅增长，从而提升广告支出；我们预计未来广告主将更倾向于将广告投入从人员成本转移至AI驱动的广告工具，从而打开整体广告市场空间。

公司	互联网公司业绩会AI广告相关表述
腾讯	AI在广告投放中的应用：腾讯利用基础模型“腾讯混元”优化广告内容和素材的标签化与分类，大幅提升广告定位和投放效率。升级后的机器学习平台显著提高了广告定位的精准度，使广告更符合用户需求，增加了点击率和转化率。 微信搜索中的AI能力：利用大型语言模型功能来帮助理解复杂的查询和内容增强搜索结果的相关性。
百度	生成式AI增强广告转化：百度通过大模型“文心ERNIE”，改进了广告生成和内容定制化能力，为广告主提供更精准的投放服务。生成式AI应用在广告转化中取得早期成果，特别是在法律、教育和B2B服务等垂直领域，广告主通过ERNIE代理生成更高效的销售线索。 ERNIE代理助力广告创新：ERNIE代理的应用大幅提升了广告互动和客户参与度。例如，某健康医疗客户通过自定义的代理，优化了用户咨询和推荐服务，其用户互动率上升了13.6%，潜在客户转化率提升了50%。 广告生成效率提升：文心模型的更新显著降低了推理成本，同时优化了模型性能，使广告生成和投放更加高效。在生成内容的展示形式上，百度利用多样化的形式（如图像、视频和数字人），通过个性化推荐，提升用户体验并提高广告转化。
快手	AI驱动的内容理解与推荐优化：快手深化大模型在短视频、直播、评论和商业化等多场景的应用，通过AI技术提升广告投放效率。推荐大模型的技术升级显著提升了用户观看时长和广告转化效果。 AIGC在广告中的应用：本季度基于AI生成内容的营销素材日均消耗超过2000万元人民币，帮助广告主快速生成高质量的广告内容。AI生成内容已融入奥运竞猜、用户私信和评论互动等场景，增强了广告的用户触达率和互动性。 可灵AI：快手发布了可灵AI 1.5版本，支持1080P原生视频生成，同时升级了镜头控制、首尾帧控制和语音响应等功能，显著提升了广告素材的创意效果。可灵AI推出了会员付费体系和API服务，为广告主提供定制化生成服务，涵盖视频生成、图像生成和虚拟试穿模块。目前商业化进展符合预期，单月流水超过1000万元人民币。 短剧广告的AI加持：短剧广告消费同比分别增长超过300%，AI技术在短剧兴趣人群分析和用户转化方面起到了关键作用。快手通过自动化补贴和智能化推荐，进一步提升了短剧广告的投放效果和覆盖范围。
Bilibili	AI生成内容的广告应用：Bilibili推出了创意中心和AIGC生成工具，提升了广告效率。这些工具可以帮助广告主自动创建或修改广告素材，从而降低成本和使用门槛。在优化广告投放体验的同时，算法效率的提升预计将吸引更多广告主加入Bilibili平台。 广告投放系统的智能化优化：通过整合Sparkle广告系统，Bilibili实现了广告投放的智能化，Sparkle广告的参与比例在Q3达到接近60%。广告主数量显著增长，其中移动智能应用的广告投放客户数同比增长700%。 广告变现效果：Bilibili在多个行业的广告收入取得显著增长，例如教育、母婴、旅游和住宿等领域广告收入同比增长超过100%。在电商广告领域，双十一期间GMV同比增长超过150%，参与内容创作者数量增长80%，显示了AI驱动的广告业务在吸引新用户和提升品牌价值上的效果。

资料来源：各公司 Earning Call、天风证券研究所

本地生活行业：

闪购+出海打开第二成长曲线，无人配送有望带来
百亿成本节约

即时零售之外卖：京东入局外卖，外卖行业整机竞争加剧

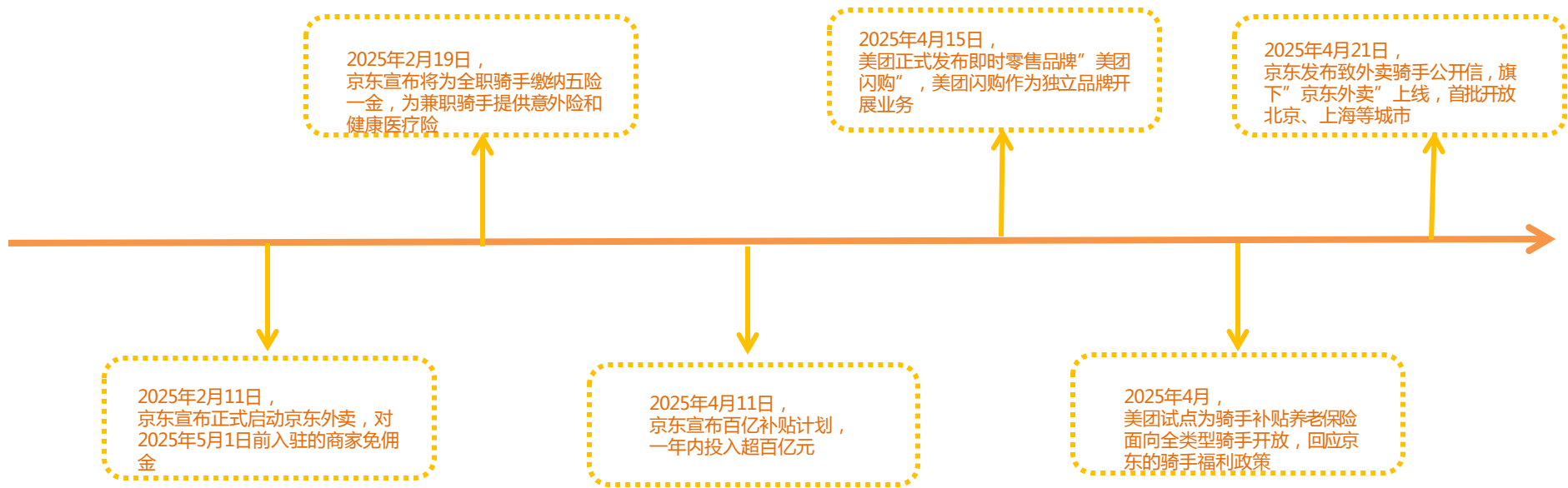
美团：生态协同与规模效应

- 核心优势：美团凭借庞大的骑手网络（超过700万人）与千万级商户基础，搭建了涵盖餐饮、住宿、出行、生鲜等200余个品类的本地生活服务生态。通过以高频服务（如外卖）带动低频消费（如酒店预订）的模式，实现了场景联动与生态协同，有效提升了用户转化效率并降低了整体获客成本。
- 战略调整：“美团闪购”借力现有外卖配送网络，深入数码家电等高客单价商品领域。同时，美团上线骑手防疲劳措施并完善社保保障体系，旨在兼顾消费者体验与骑手权益的平衡。

京东：品质化与供应链驱动

- 核心优势：京东外卖将自身定位为“品质外卖”，主攻中高端餐厅市场，并以“最快 9 分钟送达”突显配送效率。依托众多连锁餐饮品牌的深度合作所带来的供应链优势，加之达达秒送支撑的即时配送网络，京东外卖由此打造出差异化竞争壁垒。
- 战略布局：京东已将外卖服务与“秒送”频道深度整合，搭建出“餐饮配送 + 即时零售”的闭环场景。消费者在下单餐食的同时，可便捷追加日用品或生鲜采买，由达达秒送团队在 30 分钟左右送抵，显著提升了用户黏性和客单价。

京东美团外卖大战时间线梳理

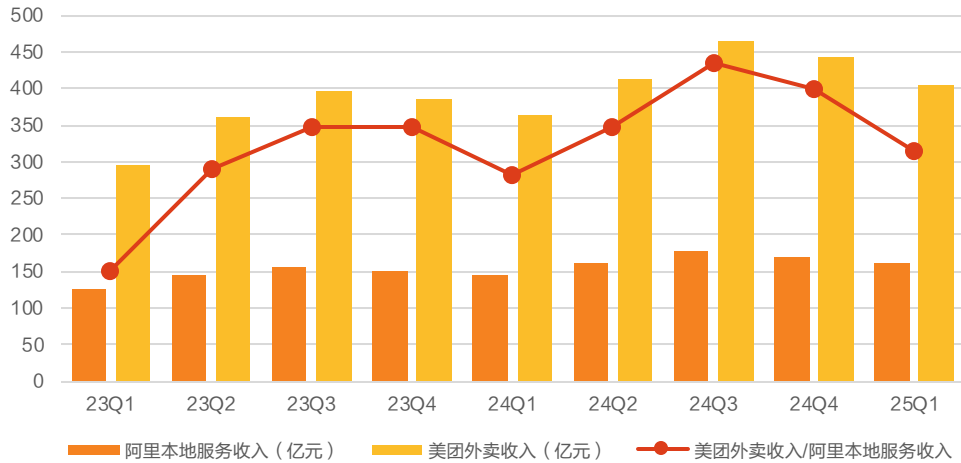


资料来源：新浪科技、新华网等、天风证券研究所

即时零售之外卖：出海业务打开美团新增长曲线，在中东、巴西等地快速扩张

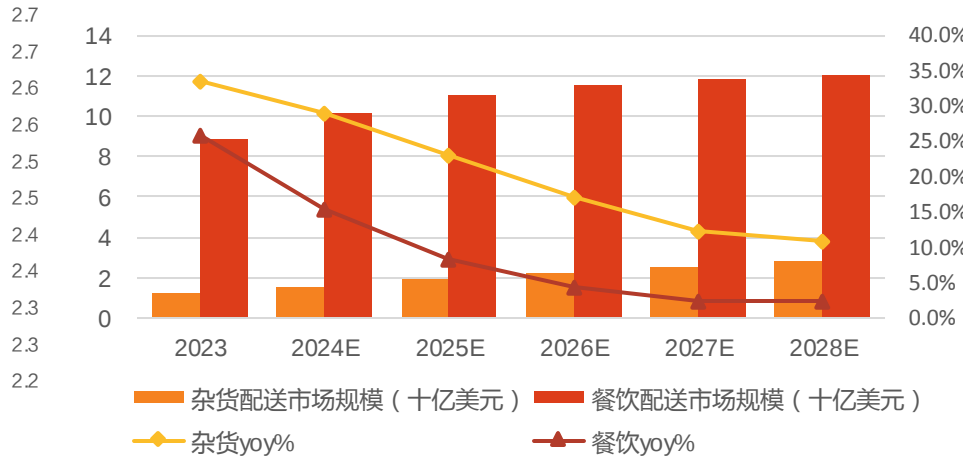
- 美团外卖业务保持稳定增长，运营效率持续提高，用户留存率和订单频次显著改善。我们认为美团外卖订单量主要增长空间在于三线及以下城市的渗透率、用户平均每月外卖频次，尤其是高活跃用户渗透率和外卖频次。美团在国内即时零售市场，包括前置仓（小象超市）和闪电仓（闪购），已占据领先地位，但随着国内市场逐渐饱和，美团需要寻找新的增长点。
- 沙特杂货配送市场正处于高速增长阶段，根据Statista数据，预计到2028年市场规模将以18.2%的复合年增长率增至27.7亿美元，为美团即时零售业务出海提供了广阔的市场空间。美团的“小象超市”于24年12月宣布进军国际市场，首站落地沙特。小象超市采用前置仓模式，在社区周边租赁或建设前置仓场地，同时配备一定数量的配送人员和相应的配送设备以保证配送时效，从而实现1-3公里范围内30分钟至1小时送达的快送服务。
- 外卖业务与即时零售业务具有协同效应，小象超市可以共享Keeta的配送资源和用户基础以降低获客成本并提升用户粘性。1）23年5月美团外卖海外版平台Keeta在中国香港上线，10月覆盖全香港地区，订单量份额已超Deliveroo和Foodpanda位居第一。2）24年9月9日，Keeta在沙特阿爾卡吉上线，10月9日扩展至首都利雅得，数据显示Keeta在沙特的市占率约27%，日均单量达7万。3）2025年5月12日，美团与巴西政府签署10亿美元投资协议，Keeta宣布进入巴西市场，根据投资协议，Keeta进入巴西后，将在当地建设全国性即时配送网络，为当地用户带来更优质的外卖服务。同时，Keeta将为当地合作伙伴提供综合的服务、多样化的营销工具和数字化运营工具，支持当地餐饮商户的业务增长。我们认为Keeta在海外市场开拓有望为小象超市发展助力：1）运营经验借鉴。Keeta在海外市场的开拓过程中积累了本地化运营经验，包括市场调研、营销推广、商户管理、配送调度等。小象超市可以借鉴经验，结合自身特点进行优化和调整，制定本地化的运营策略。2）配送资源协同。Keeta在海外建立的配送团队和配送网络，为小象超市的物流配送提供一定的资源支持和协同机会。

表：美团外卖收入与阿里本地生活收入



资料来源：Wind、彭博、天风证券研究所

图：沙特食货配送及餐饮配送市场规模及增速



资料来源：美团官网、Statista数据库等、天风证券研究所

即时零售之外卖：外卖出海有望为美团带来第二增长曲线

- 我们认为：1）中东整体移动互联网渗透率较高（70%-90%，根据Statista），且目前处在高速发展期，外来人口多，为外卖环境创造有利基础；2）Keeta等平台布局有望进一步提高外卖渗透率；3）以Jahez举例分析，当地外卖平台take rate较高（>30%），商户付费基础好，远高于国内，进一步打开了付费空间。
- 我们假设：1）2024年，沙特外卖人均单量约40单（按照单均16美元测算），中性情况下，沙特外卖人均单量有望达国内外卖平均水平（53.6）；2）利润率在8%-12%间波动（以美团为例分析，国内盈利水平在3%-4%之间，沙特take rate远高于国内）；3）远期沙特外卖渗透率有望与中国持平（50%），测算得沙特外卖业务盈利空间在79-144亿，考虑海湾六国（假设外卖渗透率在36%-44%间波动），则乐观假设下海湾六国远期外卖盈利空间有望达到216亿；
- 国内美团市占率高于70%，考虑到美团具有较为丰富的外卖运营经验和出海成功经验，假设美团渗透率在50%-80%之间波动，则美团在沙特的盈利空间在40亿-115亿，在整个中东有望达到150亿。

图：沙特及中东外卖市场测算

	2024	2027E（沙特）			2027E（海湾六国）		
	沙特	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
人口（万人）	3396	3576	3576	3576	6342	6342	6342
外卖渗透率	42.90%	48%	50%	52%	36%	40%	44%
外卖总用户（万人）	1456.9	1716.5	1788.0	1859.5	2283.1	2536.8	2790.5
年人均单量	40	50	53.6	56	50	53.6	56
AOV	16	16	16	16	16	16	16
总规模（亿美元）	93.2	137.3	153.3	166.6	182.6	217.6	250.0
总规模（亿元）	671	989	1104	1200	1315	1566	1800
单均利润率	2.23%	8.00%	10.00%	12.00%	8.00%	10.00%	12.00%
盈利规模（亿美元）	2.1	11.0	15.3	20.0	14.6	21.8	30.0
盈利规模（亿元）	15.0	79.1	110.4	144.0	105.2	156.6	216.0

资料来源：美团官网、Statista数据库等、天风证券研究所

即时零售之外卖：无人配送有望成为新趋势，长期空间带动美团百亿量级成本节约

- 美团已初步完成了自主飞行无人机、全自动化收发餐机场以及无人机运行软件体系的研发工作。截至 2024 年底，美团无人机已开通 53 条航线，累计配送订单超过 45 万单，航线覆盖北京、上海、深圳三大一线城市的部分社区写字楼、景区及医院等场景。其中 2024 年完成订单量突破 20 万单，同比增长接近 100%。
- 测算:无人配送带动美团百亿量级成本节约
 - 1) 无人机：按高载重的六旋翼物流无人机保守测算，其生命周期总成本约 8.45 万元。设备成本 5.6 万元，最大载重 2.5 公斤；每架次航程 5 公里，生命周期总里程 5 万公里（10000 架次）。动力电池单价 5200 元 / 组，可用 2000 次 / 组，全周期需 5 组，单架次用电 0.25 度，上海电价 1 元 / 度。按 5 年折旧，月均成本 1400 元，相较外卖骑手成本节省 75%-90%；若仅替代 1/3 骑手，骑手成本可降 25%-30%。
 - 2) 无人车：我们预计自动配送车未来有望下降至 9 万左右，若按照 5 年折旧年限，则月均成本为 1600 元，较现有骑手单人成本节省 70%-85%；若考虑仅有 1/3 骑手被替代，骑手成本节约潜在规模可达百亿量级。

图：美团无人机介绍

无人机

建设高效低空物流网络

美团无人机已经初步完成了自主飞行无人机、全自动化收发餐机场以及无人机运行软件体系的研发工作，达成安全、高效、经济、自主可控四大目标，合力打造多场景、全天候、高空度的城市低空物流网络。

超过400件
美团无人机相关专利

超过30万单
配送电商订单



图：美团自动配送车介绍

自动车

丰富地面物流运力

我们基于自研自动配送车，重点突破城市复杂环境自动驾驶的多传感器融合感知、高精度定位、轨迹预测、决策规划、行为仿真等技术，打造车规级自动驾驶平台和大规模地面自动配送能力。

360° 5CM-150M
无死角大范围感知

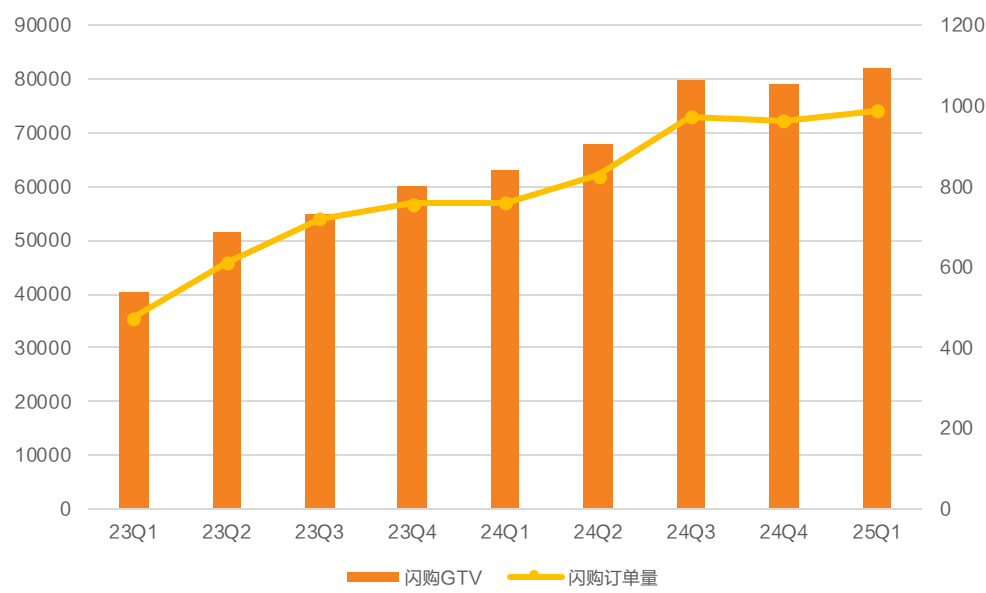
99%
城市开放道路自动驾驶里程占比



即时零售之闪购：闪购业务有望带来新成长曲线

- 美团闪购是美团旗下的即时零售平台，依托及时配送能力，连接本地零售供给，满足消费者对便捷购物的需求。平台涵盖了多种商品类别，包括超市便利、食材、水果、休闲零食、药品等。
- 对于美团，美团闪购持续高速增长，包括饮料零食、3C产品、家用电器、美妆个护等在内的多个品类增长显著。2月14日“情人节”当天，美团闪购日订单量同比增长接近一倍。当前美团非餐食品类即时零售日单量已突破1800万单。美团闪电仓有望拓展更多下沉市场，一些大型零售商（如名创优品）也与美团闪电仓的合作。展望未来，美团将通过美团闪电仓与更多初创企业和大型零售商合作，为商户提供选址、门店开设和库存管理等支持。截至24年10月美团闪电仓数量已超过3万个，美团预计2027年美团闪电仓将覆盖超过10万家商户，覆盖全品类、全区域，市场规模将达到2000亿元。

图：美团闪购订单量和GTV



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图：美团闪电仓

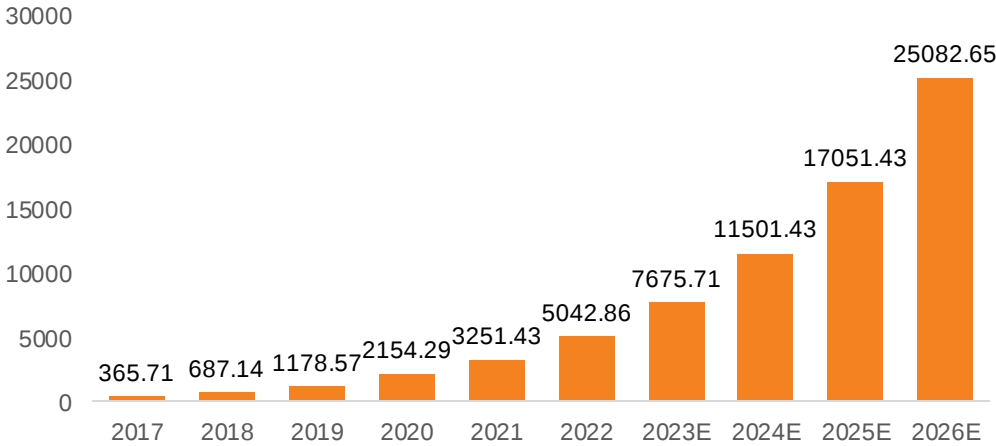


资料来源：美团官网、天风证券研究所

即时零售之闪购：闪购仍处在高速成长期

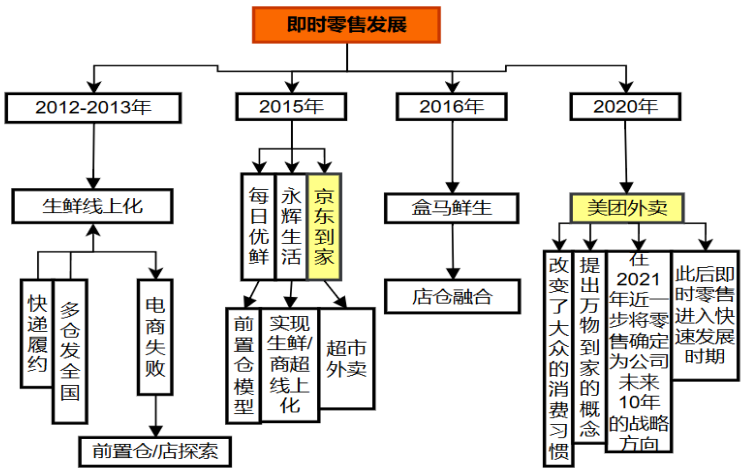
- 近年来我国即时零售市场蓬勃发展，成为零售新引擎。商务部国际贸易经济合作研究院预测，零售市场规模将突破2万亿元，年均复合增长率达25%以上。
- 美团2025年Q1，美团闪购累计交易用户数超5亿，以90后的年轻消费者为主；美团非餐饮品类即时零售日单量已突破1800万单。一季度，美团闪购保持了强劲的增长势头，包括饮料零食、3C产品、家用电器、美妆个护等在内的多个品类增长显著。美团闪购联合全国近3000个县市区旗的零售商、品牌商与本地中小商家，满足消费者日常购物需求，下单后平均30分钟送达。
- 京东将即时零售作为战略重点。京东到家2024年战略提到，将聚焦全品类、小时达、平台化，3年内京东小时达服务的用户规模增长超50%。
- 叮咚买菜GMV稳健增长。2025年Q1叮咚买菜GMV同比增长7.9%至59.6亿元，收入增长9.1%至54.8亿元，连续5个季度保持营收正向增长。在现有区域的渗透方面，继续呈现出快速的增长势头。

图：即时零售市场规模（单位：亿）



资料来源：中商情报网、天风证券研究所

图：即时零售发展历程



资料来源：新经销、天风证券研究所

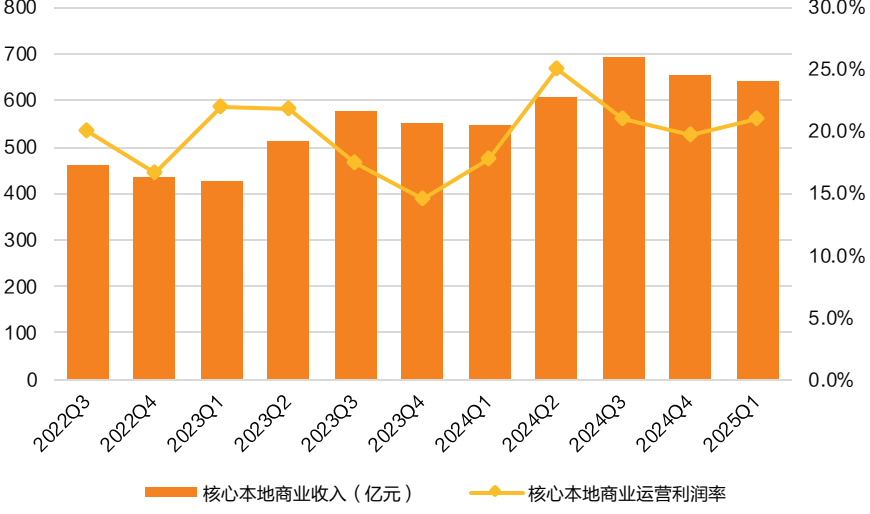
到店：面对抖音竞争，美团核心竞争能力仍然稳固

➢ 竞争格局：美团本地生活业务基建成熟，长期保持领先，后续需要完善内容生态；抖音流量优势明显，ToB体系和线下能力建设需要时间；目前美团、抖音匹配的需求存在差异化，挑战者完整的体系搭建需要较多时间和成本，预计中期内美团市场份额受到的冲击相对有限。

1) 本地生活市场，美团长期领先，已具备成熟的基建和较好的客户认知。但对于电商和短视频行业巨头（阿里和抖音），本地生活市场数字化空间可观，不仅可以提供新增长方向，同时也有望与现有业务创造更多协同价值。我们预计“美团+阿里+字节”三家共存的局面或继续存在，龙头平台美团竞争体系完善，阿里、字节如果想要切分更大份额，需要进一步投入时间和成本改善自身供给-履约能力。

2) 本地生活数字化趋势下，我们认为美团在内容量、供给、履约方面仍占据明显优势地位，如抖音仅依靠信息分发模式的差异性，中短期内对美团构成的冲击或有限。我们认为美团到店业务的积累在于强大的商户数基础以及与线下流量强相关的找店心智，现阶段来看自身护城河依然稳固。

图：美团核心本地商业收入和经营利润率



资料来源：公司财报、天风证券研究所

表：美团点评与抖音在到店领域的能力对比

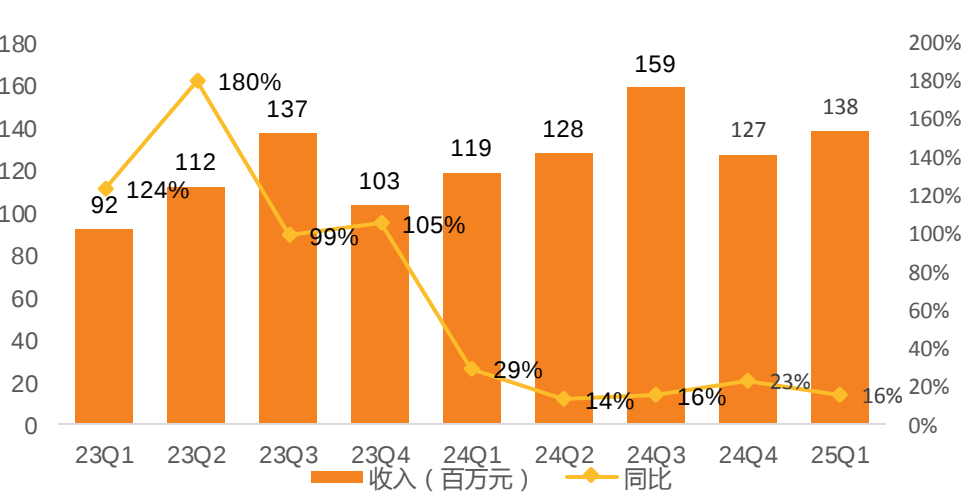
	美团 美团	抖音
市场地位	团购和外卖行业竞争的“胜利者”，本地生活服务行业领先者	全球短视频行业龙头，本地生活行业的挑战者
流量/内容	现有优势：1) 大众点评多年积累的UGC内容；2) 一站式生活服务平台，已占领消费者认知；3) 高频次业务反哺；4) 腾讯流量支持； 后续观察：1) 如何丰富优化内容生态，如图文素材视频化，工具性定位向内容平台转变，存在一定难度；2) 快手内容引流场景营销。	现有优势：1) 丰富的平台流量和内容资源，本地tab流量倾斜；2) 直播、短视频是相对更高效的内容形式；3) 依托平台流量议价能力，通过直播+低价催生需求。 后续关注：解决直播推荐流量本地化问题。
匹配需求	用户确定性的搜索向需求	种草需求，转化和消费具有一定不确定性
履约能力、企业服务和商户生态	全方位供给-履约体系，优秀的线下地推能力和商户管理，为商户提供线上流量平台和效率管理工具，到店服务体系成熟，协助企业提升经营效率，同时提升商户平台粘性和转移成本。	完整的线下地推和商户管理有待构建。目前推广模式较适合品牌连锁店和高毛利“网红店”，可持续、更大规模的商户生态需要完善的商户精细化运营和服务体系、以及可以提供合理用户复购率/留存率的合作模式。

资料来源：36氪公众号、艾媒咨询、晚点LatePost公众号等、天风证券研究所

本地生活-OTA旅游：国内旅游加速修复，境外旅游需求强劲

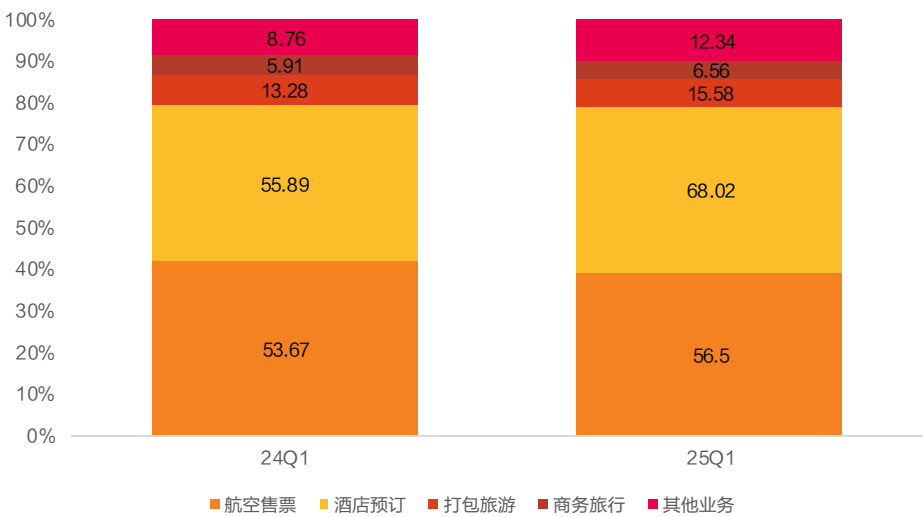
- **中国旅游市场表现出显著的韧性。**2025年第一季度，旅游业在消费需求稳健及政策利好的双重支持下保持强劲增长势头。国内和跨境旅游均表现强劲，需求快速增长反映消费者信心的复苏和对旅游的热情日益高涨，旅客出行和旅行预订量均超过了疫情前的水平。
同程数据显示，三线及以下城市用车预订热度增长超过50%；县城文旅成假期消费亮点，全国近百个县城酒店预订热度同比上涨超过50%。
- **出境游继续成为市场增长的重要推动力。**2025Q1出境酒店和机票预订已全面超过2019年疫情前同期的120%水平。携程的出境酒店和机票预订量与2019年水平相比恢复了120%；国际OTA平台总预定同比增长超过60%。
- **入境旅游需求快速增长。**2025Q1携程入境游订单量同比增长约100%，来自亚太主要免签地区的酒店预订量增长超过240%，韩国、泰国、马来西亚和印度尼西亚等新兴客源市场增长明显。24年入境游客中25%的人不止一次访问过中国，这表明中国对渴望探索其丰富文化和生活方式的回头客具有吸引力。

图：携程季度收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图：携程分版块收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

垂直领域互联网：

数字化开辟新模式，垂直类平台重构传统领域

数字化改造：产业互联网开创供应链新模式，垂直类平台重构传统领域

- **产业互联网用数字技术重构产业链，以数实融合协同生态创新实现。**京东工业以技术实现工业供应链全链路数智化，四流合一、自动流转、高效链接海量供应商与客户，助力行业降本增效。阿里巴巴旗下平台1688，推出“工蜂联盟计划”，通过数据洞察、黑科技应用精准制造方案匹配以消费为导向释放C2M的优势。腾讯云提供计算、存储和网络等基础设施资源，使用户获取虚拟化的基础设施资源并灵活调整资源使用量，从而减少大量软硬件初期投资。
- **垂直类公司通过数字化改造传统行业。**满帮率先开发数字化、标准化和智能化物流基础设施，实现货运匹配流程的数字化、交易参数标准化、交易匹配定价智能化。途虎养车围绕汽车服务产业链开发出全面汽车服务技术支持系统，通过智能算法进行协调和同步，帮助在门店管理、存货规划和供应链网络优化等领域实现集中决策。万物新生在运营中心创建自动化检测定价系统精准定价；采用数字化手段精准监控预测各仓库的库存，提高仓储空间利用率。

图：垂直类公司的数字化改造



资料来源：电动物流世界公众号、途虎招股书等、天风证券研究所

汽车服务：线下线下门店一体化，数字化管理赋能汽车后市场行业

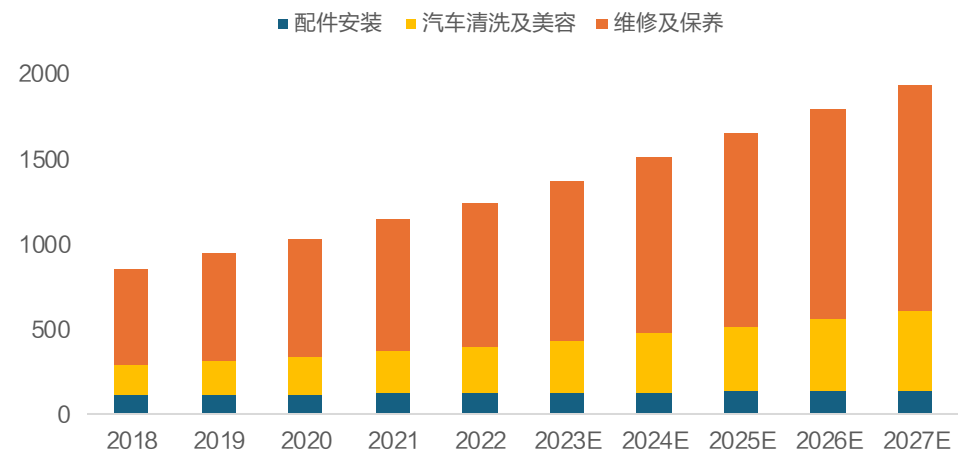
- 途虎养车是中国领先的线上线下一体化汽车服务平台，提供数字化及按需服务体验，满足车主多样化的产品和服务需求。截至2024年年底，途虎养车工场店6874家，净增965家；累计注册用户近1.4亿，同比增长20.4%；APP平均月活用户及年度交易用户分别为1200万、2410万，同比增长17.2%和24.8%。途虎通过智慧门店体系和数字化运营，实现了门店智能化管理和服务标准化，提升运营效率和用户体验。得益于途虎高效数字化能力，途虎加盟店的运营效率和门店技师利用率高于行业平均水平。途虎工厂店的汽车工位每日服务周转率为 2.2，远高于行业 1.1 的平均水平。
- 根据灼识咨询数据，预计到2027年中国汽车服务市场规模将达到人民币19,319亿元，2023年至2027年的复合年增长率为9.0%。随着车辆老化，车主倾向于选择吸引力高的独立维保门店，因其便利性和成本效益，预计为汽车后市场带来发展机会。

图：途虎线上线下结合服务平台



资料来源：36氪、灼识咨询报告、途虎招股书、天风证券研究所

图：中国汽车服务市场规模（十亿元）

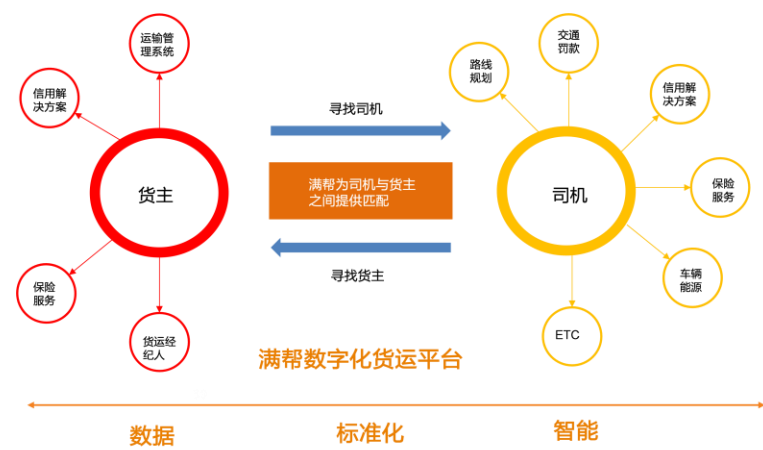


资料来源：36氪、灼识咨询报告、途虎招股书、天风证券研究所

数字化货运：数字化货运，助力运输效率升级

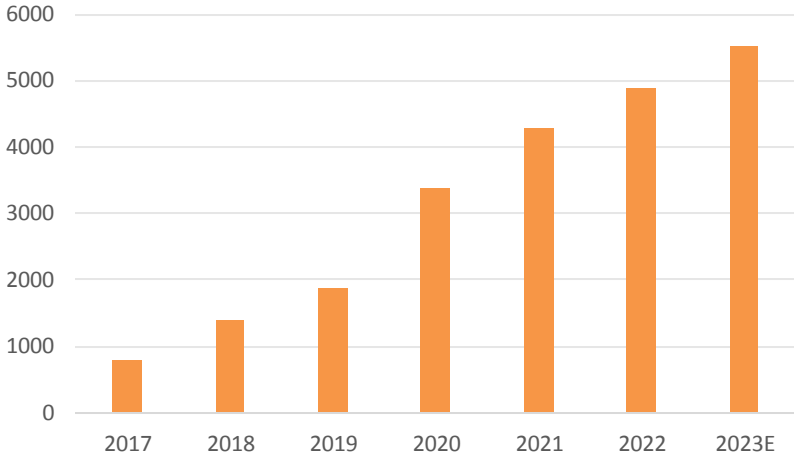
- 满帮集团是中国数字货运平台的领军企业，专注于为货车司机和中小货主提供端到端的交易匹配服务。通过其平台，满帮实现了货主与司机的高效连接，优化了订单发布和获取流程，显著提升了物流行业的运作效率。此外，满帮还拓展了包括信用解决方案、路线规划、交通罚单管理等在内的一系列增值服务，以满足用户的多元化需求。
- 2022年中国数字货运平台在线交易总额约为4899亿元，在整车运输市场中的渗透率约占11%，预计线上货运渗透率仍有提升空间。
- 截至2024年三季度，满帮集团货主月活跃用户（MAU）数量显著增长，平均为284万人,同比增长33.6%；司机端，过去十二个月履约活跃司机数量突破400万人。一方面庞大的司机群体为平台提供了充足的运输能力，另一方面货主需求不断增长；货物供需两侧均呈现上升趋势，长期线上货物平台渗透率有望显著提升。

图：满帮数字化货运平台



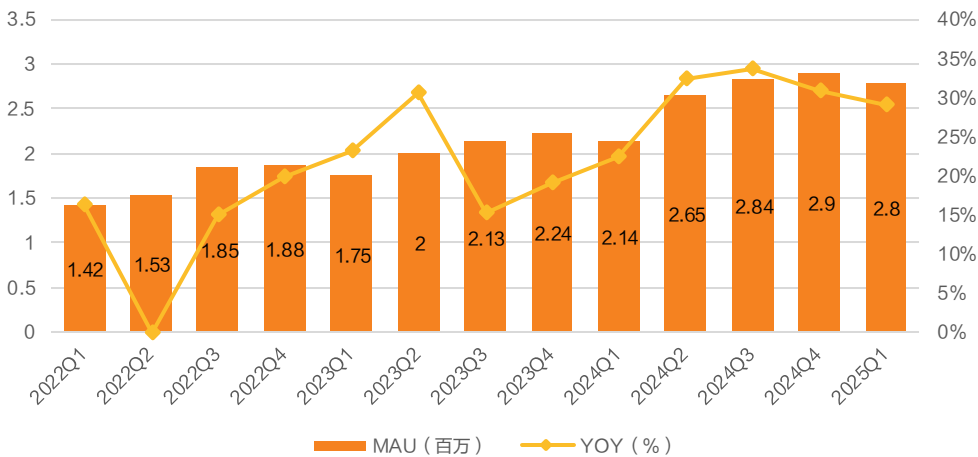
资料来源：满帮官网、天风证券研究所

图：2017–2023中国数字化货运市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网、天风证券研究所

图：满帮集团货主MAU及增速（百万，%）



资料来源：彭博、天风证券研究所

投资建议

投资建议：看好进取+进化下港股中概整体估值重估

- 我们认为中概互联网估值在全球比较具有吸引力，恒生指数和恒生科技指数的估值优势显著。截至25年7月1日，恒生指数的市盈率TTM值为10.68，近十年市盈率分位数为63.98%，股息率高达3.93%。恒生科技指数的市盈率TTM值为20.10，市盈率历史分位数为8.95%，处于历史较低估值水平。
- 我们认为与此前互联网公司更为看重股东回报水平不同的是，2025年中概互联网重回进取和进化，如持续开展新业务、通过微信小店进一步布层电商生态的腾讯控股，如积极布局国补、有望拉动公司整体收入利润超预期的京东，如积极布局AI，模型能力出色的阿里巴巴、字节跳动、Deepseek等。
- 我们认为AI业务的布局在提振中概互联网公司总体估值水平的同时，也有望助力互联网公司提振增效。如阿里巴巴电商全站推通过AI的应用进一步提高了匹配效率，有助于提振公司总体货币化率水平；如智能驾驶有助于提振小米汽车产品竞争力从而带动销量。
- 我们建议关注：腾讯控股、阿里巴巴、小米、京东集团、快手、拼多多、美团、哔哩哔哩。

图：互联网企业估值情况（截至2025年7月1日）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	PE	
			FY25E	FY26E
腾讯控股	0700.HK	42,043	20	17
阿里巴巴	9988.HK	19,114	15	13
美团	3690.HK	6,982	19	14
京东集团	9618.HK	3,718	10	8
快手	1024.HK	2,473	14	12
小米集团	1810.HK	14,187	36	27
百度集团	9888.HK	2,093	10	9
哔哩哔哩	9626.HK	644	79	34
拼多多	PDD	10,636	12	9

资料来源：彭博、天风证券研究所

阿里巴巴：云业务收入加速增长，全站推驱动CMR增长

- 公司披露FY25Q4季度业绩。FY25Q4阿里实现收入2365亿元，经调整EBITDA为418亿元。调整后净利润为300亿元。FY25Q4资本支出为246亿元，较上季度318亿元有所回落。
- 分业务：淘宝天猫集团收入1014亿元，超彭博一致预期3.6%，其中零售收入956亿元，包括客户管理收入711亿元，直销收入245亿元；经调整EBITA达417亿元，超彭博一致预期6.2%。云智能集团收入301亿元，超彭博一致预期0.8%，经调整EBITA 24亿元，低于彭博一致预期14.3%。
- 淘宝天猫集团：FY25Q4收入1014亿元，经调整EBITA为417亿元。1）客户管理收入同比增长12%，主要得益于take rate的同比提升。Take rate的提升受益于软件服务费的影响以及“全站推”渗透率的不断提高。2）公司持续投入于用户增长及其他策略举措，例如推出高性价比产品、优化客户服务、提升会员计划权益以及应用人工智能技术，增强用户体验，平台上的订单量持续增加。88VIP会员的数量继续以两位数的同比增速增长，已超过5000万。
- 云业务：FY25Q4收入301亿元，经调整EBITA 24亿元。1）本季度收入同比增长18%，主要得益于公有云营收的更快增长，其中人工智能相关产品的采用率不断提高。人工智能相关产品营收连续第七个季度保持三位数同比增长。AI产品应用范围增加，覆盖互联网、零售、制造和媒体等多个行业垂直领域。2）公司持续推进多模态AI技术，并扩大开源计划。4月推出了（Qwen3）系列，并在ModelScope、Hugging Face等平台上全面开源。
- AIDC：FY25Q4收入336亿元，经调整EBITA -36亿元。1）本季度收入同比增长22%，主要得益于跨境业务的强劲表现。AIDC持续专注于提升运营和投资效率，业务板块的亏损同比收窄。速卖通（AliExpress）的Choice业务的单位经济效益环比有所改善。2）AIDC在全球多个地区有业务布局，战略重点在部分欧洲市场和中东海湾地区等关键区域。速卖通和Trendyol尤其通过在不同市场采用不同的商业模式，与当地商家和合作伙伴开展合作，持续丰富和拓展其产品供应。
- 股东回报：FY25Q4公司以6亿美元回购了总计5100万股普通股。FY25公司以119亿美元回购了总计11.97亿股普通股，导致已发行股份净减少9.95亿股，考虑ESOP发行的股份后实际净减少5.1%。董事会已批准一项分为两部分的股息，每股普通股股息总额为0.25美元，包括：(i)FY25年度常规现金股息，每股普通股0.13125美元；(ii)作为处置某些业务和金融投资收益分配的一次性特别现金股息，每股普通股0.11875美元。股息总额约为46亿美元。
- 投资建议：本季度云业务收入符合预期，人工智能相关产品收入保持高速增长。淘宝天猫集团收入利润均超预期，客户管理收入超彭博预期，全站推和软件服务费驱动take rate提升。AIDC业务盈利能力加强，亏损同比收窄，速卖通和Choice UE环比改善。我们预计阿里巴巴FY 2026-2028年收入为10353/11057/11798亿元（2026-2027年前值11097/12122亿元）；考虑公司持续投入于用户增长以及其他策略举措，我们预计FY 2026-2028年归属股东净利润（Non-GAAP）为1807/1859/1957亿元（2026-2027年前值1825/2016亿元），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、疫情反复，消费疲软；政策监管风险；电商行业竞争加剧；新业务发展不及预期

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
总收入	941,168	996,347	1,035,328	1,105,735
	8.3%	5.9%	3.9%	6.8%
毛利	354,845	398,062	411,688	437,474
毛利率	37.7%	40.0%	39.8%	39.6%
GAAP净利润	158,359	157,699	180,700	185,911
分业务				
总收入	941,168	996,347	1,035,328	1,105,735
淘天集团	434,893	449,827	470,958	487,713
中国商业零售	414,414	425,526	443,012	455,785
CMR	304,009	322,346	336,737	346,321
直营	110,405	103,180	106,275	109,464
批发	20,479	24,301	27,946	31,928
阿里巴巴国际	102,598	132,300	147,424	165,744
零售	81,654	108,465	123,464	140,586
批发	20,944	23,835	23,960	25,158
本地生活	59,802	67,076	71,236	75,415
菜鸟	99,020	101,272	91,145	93,952
云	106,432	118,028	142,069	170,606
DME	21,145	22,267	21,470	21,474
其他	192,074	206,269	195,719	202,682

资料来源：彭博、天风证券研究所

腾讯控股：基本面维持强劲，AI应用潜力深厚

整体业绩：1Q25收入与盈利增长强劲，AI能力已产生实质性贡献

1Q25公司收入同比13%，毛利同比+20%，Non-IFRS经营利润同比+18%，Non-IFRS净利润同比+22%，收入与利润均明显超过彭博一致预期。1Q25收入明显超彭博预期，主要来自游戏、广告收入强劲增长。1Q25综合毛利率超彭博预期1.9pct，主要由于增值服务、金融科技及企业服务毛利率超预期，以及高毛利率的国内游戏、小游戏、视频号、搜索等收入来源占比提升。1Q25公司经营费用同比+28%，超过彭博预期。1Q25管理费用同比+36%，主要由于一次性股份酬金40亿元，以及AI相关的研发开支增加。1Q25尽管进行了AI原生应用推广，销售费用同比仅增长4%，销售费用率同比下降。

此外，1Q25财务成本同比+37%，主要由于汇兑损益。1Q25 Non-IFRS分占联合营公司盈利76亿元，环比微降1亿元。或反映联合营企业整体盈利趋于稳定（此前2个季度环比收缩）。1Q25资本开支275亿元，较上季度阶段性高峰的366亿元有所回落。公司强调AI能力已对效果广告和长青游戏产生实质性贡献。本季度微信内推出多项AI功能，包括将AI服务元宝添加为微信联系人。腾讯云推出Agent智能体、中国首个支持 MCP 的代码助手CodeBuddy，与微信开发者工具深度集成，提供一站式的小程序开发解决方案。展望后续，我们预计微信与元宝围绕Agen功能的合作有望持续深化。考虑到腾讯在入口、场景、社交关系链、信息/内容生态、小程序基建等方面的强大优势，我们坚定看好公司在Agent赛道的竞争潜力。

网络游戏：1Q25收入与流水增长强劲，《无畏契约手游》有望受益于IP破圈

1Q25网络游戏收入同比+24%，大幅超过彭博预期的15%。主要由于国内游戏收入同比+24%，超过彭博预期的17%，海外游戏收入同比+23%，超过彭博预期的13%。尽管本季度游戏确认收入增长强劲，截止期末递延收入余额仍同比+16%，环比+23%，或可反映一季度游戏流水增长强劲，有助于对冲后续收入基数压力。重磅储备产品《无畏契约手游》4月开启预约后48小时全面预约人数超1000万。《无畏契约》端游版在过去2年强劲增长，我们认为此IP已在年轻用户出圈，具备较高社交热度，手游上线后或有助于平衡下半年高基数压力。

营销服务：1Q25收入超预期，广告库存增长以及AI带动效果提升的趋势有望延续

1Q25营销服务收入同比+20%，超过彭博预期的17%。广告毛利率约56%，略高于去年同期，环比回落或主要由于电商淡季。视频号、小程序、微信搜一搜广告库存继续保持强劲需求。公司通过提升生成式AI能力，升级广告技术平台，包括辅助广告制作、数字人直播、加深商品与用户兴趣理解以提升推荐效果。根据见实，微信事业群成立电商产品部，负责微信内交易模式的探索，加速发展交易基建及交易生态，运营微信交易新模式。随微信电商生态逐步发展，有望带动内循环广告增长提速。

FBS：1Q25毛利率超预期，支付和云服务成本收益提高

1Q25金融科技与企业服务收入同比+5%，与彭博预期一致；分部毛利率50%，超过彭博预期2.7pct，主要由于高毛利率的消费贷服务和理财服务收入贡献增加，以及支付服务和云服务成本收益提高。

投资建议：

考虑到公司广告效果受益于AI技术明确，储备游戏有望逐步上线，我们维持2025年预测Non-IFRS归母净利润为2649亿元，上调2026年预测Non-IFRS归母净利润至2965（原为2940亿元），新增2027年预测预测Non-IFRS归母净利润为3303亿元，对应同比增速分别为19%/12%/11%。截止2025/5/14，公司股价对应2024/2025/2026年预测PE分别为16x/14x/13x。12个月彭博滚动前瞻PE低于5年来中位数0.3个标准差，处于37%的历史分位值。相对纳指12个月彭博前瞻PE低于5年来中位数0.6个标准差，处于27%历史分位值，估值处于相对低位。我们看好公司在AI应用领域的强大竞争力和长期增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不确定性；公司新游戏上线存在不确定性；AI应用落地节奏存在不确定性。

单位：百万元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
一、增值服务收入	78,629	78,822	82,695	79,022	92,133
YoY	-1%	6%	9%	14%	17%
1.本土游戏	34,529	34,622	37,295	33,222	42,933
YoY	-1.7%	8.8%	13.9%	23.1%	24.3%
2.海外游戏	13,600	13,900	14,500	16,000	16,600
YoY	3.0%	9.4%	9.0%	15.1%	22.1%
3.社交网络	30,500	30,300	30,900	29,800	32,600
YoY	-2%	2%	4%	6%	7%
二、广告收入	26,506	29,871	29,993	35,004	31,853
YoY	26.4%	19.5%	16.6%	17.5%	20.2%
三、金融科技及云	52,302	50,440	53,089	56,125	54,907
YoY	7%	4%	2%	3%	5%
总营收	83,870	85,895	88,828	90,653	100,493
YoY	23%	21%	16%	17%	20%
毛利率	52.6%	53.3%	53.1%	52.6%	55.8%
销售费率	4.7%	5.7%	5.6%	6.0%	4.4%
管理费率	15.6%	17.1%	17.4%	18.2%	18.7%
Non-IFRS归母净利润	50,265	57,313	59,813	55,312	61,329
Non-IFRS归母净利率	31.5%	35.6%	35.8%	32.1%	34.1%

资料来源：彭博、天风证券研究所

美团：业绩超预期，看好长期竞争优势

整体业绩：美团25Q1收入866亿元，超彭博一致预期1.3%；EBIT 106亿元，超彭博一致预期24.83%。调整后净利润约109亿元，超彭博一致预期12.6%。分业务来看，核心本地商业收入643亿元，超彭博一致预期1.5%；新业务收入222亿元，超彭博一致预期1.4%。

核心本地商业：25Q1收入端和利润端均超预期。25Q1收入643亿元，超预期1.5%，其中配送服务收入257亿元，佣金收入241亿元，在线营销收入119亿元。25Q1经营利润135亿元，超彭博一致预期9.5%。

餐饮外卖：外卖即时配送方面，公司丰富产品线，拓宽价格区间，优化30分钟送达网络和线上运营环境；“拼好饭”“神枪手”持续更新迭代，满足消费者对不同价格带高性价比产品的多样化需求；“品牌卫星店”帮助餐饮商家发掘新的增长机会。截至第一季度末，超过480个品牌在美团开设了3000多家高品质品牌卫星店。公司实施一系列扶持中小商家的措施，帮助商家改善客源，实现业务增长；“光明厨房”，为了支持包括家庭餐厅和社区餐厅在内的小微商家，公司为他们提供定向补贴，涵盖硬件采购、安装等成本。未来三年，公司计划投资1000亿元，推动餐饮服务行业实现高质量增长。这些资源将用于支持各类商家，并刺激消费需求。

到店业务方面，美团到店业务持续拓展供给，年活跃商户数同比增长超25%。全新升级的“美团会员”体系进一步促进业务协同，将吃、住、行、游、娱、购、医等全生活场景业务整合进一套会员体系中。目前已接入的主要权益包括“神券”权益、酒店权益、出行权益、生活权益等。

酒旅业务方面，公司加强运营能力、深化与商家的合作、提升服务质量，并提供更多高性价比的选择。公司在3月底推出的「美团会员」计划涵盖所有业务类别和消费者日常生活的方方面面。该计划以「神券」作为通用权益，为不同会员等级设置差异化的附加权益，鼓励会员在平台上多交易从而升级为更高等级的会员，解锁更多会员权益。自推出以来，公司升级了更多酒旅方面的会员权益，强化了公司在酒旅行业的品牌认知，带来更多交叉销售。

新业务：25Q1新业务收入同比增长19.2%至222亿元，超彭博一致预期1.4%。经营亏损同比收窄17.5%至23亿元，经营亏损率同比改善4.6pcts至10.2%。公司通过小象超市、美团优选等食杂零售业务，为外贸企业提供全面扶持。公司的海外业务也取得了显著突破，Keeta在沙特阿拉伯充分展现了其产品实力和技术优势，跃升为当地备受欢迎的餐饮外卖平台之一。

投资建议：我们认为短期竞争加剧或对公司盈利能力造成一定影响，长期来看，美团的核心竞争力在于强大的商户基础以及积累数十年的用户的真实评价，自身护城河依然稳固。未来美团核心本地商业盈利能力有望持续加强，新业务有望继续收窄亏损。基于短期竞争加剧，或对公司盈利能力造成一定影响，我们预测美团2025-2027年收入分别为3913/4632/5426亿元（前值3969/4650/5397亿元），净利润（Non-IFRS）分别为338/470/644亿元（前值496/593/711亿元），维持“买入”评级。

投资建议：投资建议：我们认为短期竞争加剧或对公司盈利能力造成一定影响，长期来看，美团的核心竞争力在于强大的商户基础以及积累数十年的用户的真实评价，自身护城河依然稳固。未来美团核心本地商业盈利能力有望持续加强，新业务有望继续收窄亏损。基于短期竞争加剧，或对公司盈利能力造成一定影响，我们预测美团2025-2027年收入分别为3913/4632/5426亿元（前值3969/4650/5397亿元），净利润（Non-IFRS）分别338/470/644亿元（前值496/593/711亿元），维持“买入”评级。

风险提示：外卖业务进入高平台期，用户增长趋于饱和；行业竞争风险过大；海外市场政治与执行风险存在不确定性；宏观经济和消费者信心风险存在不确定性。

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E
收入	276,745	337,592	391,340	463,161
核心商业	206,907	250,247	280,256	322,643
外卖	143,762	168,489	179,714	198,665
闪购	18,301	25,328	33,636	46,885
到店酒旅	44,843	56,431	66,906	77,092
新业务	69,838	87,344	111,085	140,518
营业利润	13,415	36,845	35,455	53,183
核心商业	38,699	52,415	51,222	66,391
外卖	23,058	32,839	26,830	37,318
闪购	-337	613	1,173	2,494
到店酒旅	15,978	18,963	23,219	26,578
新业务	-20,166	-7,273	-9,729	-7,362
未分配的项目	-5,117	-8,296	-6,038	-5,846
净利润（Non-IFRS）	26,217	43,772	41,113	53,920

资料来源：彭博、天风证券研究所

快手：核心业务稳健增长，AI 商业化变现加速

业绩概览：2025Q1公司实现营业收入 326 亿元，同比增长 10.9% ； 经调整净利润为 45.8 亿元，同比增长 4.4%，毛利为 178 亿元，同比增长 10.4%。销售及营销开支同比增长 5.5%，达 99 亿元，占总收入的比例为 30.4% ， 占收入 比重下降主要系运营效率提升。研发开支同比增长 16%达 33 亿元，占总收入的 比例的 10.1%，其增长主要系雇员福利开支的增加。行政开支同比增长79.2% ， 主要由于雇员福利开支增加。我们认为公司核心业务收入增长稳健，建议持续关注 可灵带来的用户及收入增量。

流量端：用户流量创新高， DAU 及时长同比均小幅提升。2025Q1 快手应用平均 DAU/MAU 分别为 4.08 亿 /7.12 亿，同比增长 3.6%/2.1%；每位 DAU 的日均使用时长为 133.8 分钟，用户总使用时长同比增 长 5.9%，展望未来，我们认为公司单用户获取及留存成本或持续优化，用户获取 ROI 有望进一步提升。

AI：商业化变现加速。可灵：2025 年 4 月，公司视频大模型可灵推出 2.0 版本，在动态质量、语义响应、画面美学等维度，保持全球领先；2025Q1，可灵 AI 收入超过 1.5 亿元；AI 内部赋能：公司持续深化 AI 大模型在内容生态和商业生态的适用，25Q1 AIGC 营销素材日均消耗超过人民币 3000 万元。

线上营销业务：外循环广告增长强劲， 内循环广告增长稳健。2025Q1，线上营销服务收入达 180 亿元，同比增长8%，其增长驱动力主要系外 循环营销服务， 其中内容消费行业和本地生活行业增长迅速，短剧行业的营销消耗 同比高速增长，本地生活行业的营销消耗同比增长超 50%，UAX 消耗在外循环中 比例进一步提升至超 60%；从内循环来看，25Q1 商家使用全站推广产品及智能 托管产品的总消耗占内循环总消耗比例达 60% ， 展望未来，我们预计公司外循环 广告维持增长态势，内循环广告稳健增长。

其他服务收入（含电商）：泛货架 GMV 有望稳步提升。2025Q1，公司其他服务收入同比增长 15.2%至 48 亿元，快手电商 GMV 同比增 长 15.4%，达到人民币 3323 亿元 。供给端来看， 2025Q1 新入驻快手商家数量 同比增长超过 30%，这主要得益于公司提供充沛冷启流量和降本 政策；需求端来 看， 2025Q1 快手电商月活跃买家数达 1.35 亿，月活跃用户渗透率约 19%；展 望未来，我们认为随着公司商城场景逐步推进，泛 货架 GMV 占比持续超大盘增 长（2025Q1 GMV 占比约 30%），预计 25 年全年 GMV 同比增速有望达 13% 。

直播打赏业务：签约公会及主播数量稳健增长。2025Q1 直播业务收入为人民币 98 亿元，同比增长 14.4%，恢复正增长 。截至 一季度末，平台签约公会机构数量同比提升超 25% ， 签约主播数量同比增长超 40% 。

海外业务：ROI 驱动增长， 经营利润转正。2025Q1 海外收入同比增长 32.7%至 13 亿元，其中线上营销服务收入同比高速 增长，海外整体层面首次实现季度经营利润转正 。其中巴西地区日活跃用户（ DAU ）稳步增长 。我们认为公司将把重点资源投放在用户较为集中、生态较为成熟、可 开启商业化变现的重点国家。

投资建议：我们预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 1413/1522 亿元；考虑 到公司 26 年或在 AI 上加大投入，我们调整公司 2025-2026 年经调整净利润分 别为 196/216 亿元（26 年前值为 234 亿元），维持“买入”评级。

单位：百万，min	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
DAU	700.4	697.4	691.8	714.1	735.5
YoY	9.4%	6.6%	2.7%	4.3%	5.0%
时长	124.5	129.5	122.0	132.2	125.6
YoY	-7%	2%	4%	2%	1%
一、直播收入	10,048	8,575	9,302	9,338	9,846
YoY	0.14%	-7.98%	-6.68%	-3.92%	-2.01%
二、广告收入	18,203	16,650	17,515	17,634	20,620
YoY	20.60%	27.45%	22.08%	20.04%	13.28%
三、其他收入（电商）	4,310	4,183	4,158	4,159	4,918
YoY	36.22%	47.60%	21.26%	17.52%	14.11%
电商GMV	403,908	288,073	305,253	334,163	462,094
YoY	29%	28%	15%	15%	14%
总收入	32,561.0	29,408.0	30,975.0	31,131.0	35,384.0
YoY	15.1%	16.6%	11.6%	11.4%	8.7%

资料来源：彭博、天风证券研究所

风险提示：快手用户规模和时长增长不及预期；直播内容审核趋严；电商付费用户规模以及复购率提升不及预期；海外业务拓展及商业化变现不及预期。

拼多多：利润短期承压，看好公司长期发展

业绩概览：2025Q1公司营业收入同比增长10%至957亿元；拆分来看，公司25Q1营销服务收入为487亿元，同比增长15%；交易服务收入同比增长6%至470亿元，公司指出Q1营收增速放缓主要受竞争加剧和外部不确定性因素影响；盈利有所波动主要系公司在商家支持和平台生态建设上加大投入。公司25Q1调整后净利润同比减少45%至169亿元，Non-GAAP净利率为18%。

行业竞争激烈叠加公司加大投入，广告及电商增速放缓

收入端来看，公司25Q1营销服务收入同比增长15%，交易服务收入同增6%，我们预计公司收入增速有所放缓主要系TEMU半托管GMV占比提升，半托管货币化率较低叠加公司减免商家多项费用或部分拖累主站佣金收入。利润端来看，考虑到公司受限于3P业务模式，国补政策受益较小，我们认为公司或需加大补贴以维持相关商品的价格优势，对标其他平台的国补力度，且补贴范围有所扩大，销售费用同比增加43%至334亿，我们认为公司调整后净利润短期或承压；我们认为公司持续加强供应链建设扶持新质商家，有利于平台长期健康发展，我们认为从长期角度公司仍具备竞争力。

TEMU半托管占比稳步提升，或部分影响交易服务收入

公司海外市场稳步扩张，我们认为公司自3月中旬在北美推出半托管模式后，随着半托管模式占比提升，公司海外监管风险和政策风险或部分转嫁的同时，temu整体货币化率或有下降，或部分影响公司交易服务收入。考虑到美国800美金以下“小包免税”政策取消，商家成本或有大幅提升，我们认为公司在北美市场的增长短期或有所放缓，但我们长期看好TEMU在全球电商市场的进一步扩张。公司表示将进一步加强合规，建设健康的营商环境，追求公司海外业务长期健康发展。

投资建议：考虑到电商行业竞争激烈叠加公司持续加大投入，公司收入及利润增速有所放缓，我们下调公司2025-2027年营业收入分别至4402/5056/5774亿元（2025/2026/2027年前值为4702/5478/6250亿元）；我们预计2025-2027年Non-GAAP净利润至1048/1327/1555亿元（2025/2026/2027年前值为1380/1698/1969亿元），对应6月3日收盘价PE分别为10X/8X/6X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定性；行业竞争加剧；主站收入增速放缓，货币化率提升不及预期；海外业务开展不及预期；多多买菜业务盈利进度不及预期；海外监管存在不确定性。

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	247,639	393,836	470,200	547,783	625,020
同比增速	89.7%	59.0%	19.4%	16.5%	14.1%
毛利润	156,048	239,936	284,471	339,625	393,763
同比增速	57.5%	53.8%	18.6%	19.4%	15.9%
毛利率	63.0%	60.9%	60.5%	62.0%	63.0%
归属股东净利润	60,026	112,435	126,954	155,570	181,256
同比增速	90.3%	87.3%	12.9%	22.5%	16.5%
净利率	24.2%	28.5%	27.0%	28.4%	29.0%
Non-GAAP净利润	67,899	122,344	138,028	169,813	196,881
同比增速	71.8%	80.2%	12.8%	23.0%	15.9%
净利率	27.4%	31.1%	29.4%	31.0%	31.5%

资料来源：彭博、天风证券研究所

京东：营收突破3000亿元超预期，新业务外送生态初显锋芒

事件：北京时间2025年5月13日，京东集团（9618.SW）发布2025年第一季度业绩报告。2025年第一季度，公司实现营业收入3011亿元，同比增长 15.8%，超彭博一致预期；其中，商品收入2423.09亿元，同比增长16.2%；服务收入587.73亿元，同比增长14.0%。从费用端来看，2025年第一季度研发/销售/管理/履约费用率分别为1.5%/3.5%/0.8%/6.6%，研发/管理/履约费用率环比增长0.3/0.1/0.8pct，销售费用率环比下降1.3pct。利润端表现强劲：2025年第一季度Non-GAAP归属于公司普通股股东净利润为128亿元，同比增长43.8%，Non-GAAP净利润率高达4.2%，同比优化0.8pct。

京东零售：收入增速超市场预期，出口转内销打开新增量。

2025年第一季度京东零售实现收入2638.45亿元，同比提升16.3%，经营利润128亿元，同比增长37.8%，经营利润率同比上升0.8pct达4.9%。

分品类来看，1）电子产品及家用电器品类收入1442.95亿元，同比增长17.1%，主要受益于“以旧换新”政策支持。2025年加大对消费品以旧换新的支持力度，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等三类数码产品给予补贴，预计在第二季度手机家电会有连续健康销售增长趋势。第一季度，京东战略深化小米等3C品牌合作，共同抓住消费支持政策和AI大模型带来的新的市场机遇。**2）日用百货品类收入980.14亿元，同比增长14.9%。**第一季度，莱珀妮、Crocs等奢品旗舰店入驻，扩充了品牌丰富度、扩大了时尚业务规模并加强用户份额，我们预计全年时尚品类运营将保持强劲。4月京东启动2000亿出口转内销计划，联动制造企业打造“低价好物”新供给。从用户运营方面看，2025年第一季度，公司季度活跃客户数量同比增长了两位数，平均用户购物频率增加；JD plus会员购物频率和ARPU 均得两位数的同比增长；NPS（用户净推荐值）同比环比双升，下沉市场用户增速领先高线城市；3P生态订扩张，市场营销收入同比增16%。

京东物流：持续拓展海外业务

2025年第一季度，京东物流收入469.67亿元，同比增长11.5%，高于市场预期；经营利润14.5亿元，同比降低35.27%，经营利润率同比减少0.2pct至0.3%。2025年1月，京东物流正式开通中国深圳-泰国曼谷国际航线，实现两地商品的高效互通。3月，京东物流波兰华沙2号仓正式投入运营，为中国企业和欧洲本地企业提供一体化的供应链物流服务。2025年3月24日，京东快递港岛运营中心正式投入运营，标志着京东快递在香港的快递网覆盖能力和服务效率迈上新台阶。

京东外卖：利用协同效应布局新领域，发展迅速

2025年2月，京东正式推出外卖业务。京东外卖深植于京东生态。京东外卖和现有业务产生协同效应。京东外卖在极短时间内已经取得显著进展。京东外卖自2月11日正式上线以来，目前已覆盖北京、深圳、广州、上海、成都等全国126个城市，入驻品质堂食餐厅门店数突破30万家。目前，京东外卖订单量已快速突破近2000万单。

持续进行股东回报：股份回购、分红计划稳步完成。

根据公司于2024年8月采纳并至2027年8月有效的最高达50亿美元的股份回购计划， 2025年1月1日至3月31日，公司回购共计约80.7百万股A类普通股（相当于40.4 百万股美国存托股），平均回购均价在 37.18美元，总额约为15亿美元。2025年1月1日至3月31日，公司回购的股份总数约为其截至2024年12月31日流通在外普通股的2.8%。同时，公司在3月宣布了 2024 年年度的现金股利已按照计划在4月完成派发。

投资建议：我们认为，在消费政策的刺激作用下，全品类渗透持续提升，受新业务的影响，我们调整京东2025-2027年收入为12,951/ 13,926/ 14,781亿元（前值分别为12,510/ 13,312 /14,095亿元），同比增长11.8%/ 10.0%/ 5.6%；调整2025-2027年归属股东净利润（Non-GAAP）分别为466/ 531/ 570亿元（前值分别为519/ 574/ 628亿元）。长期来看，IP和3P全盘统筹与公司推进的价格竞争力策略协同，叠加下沉策略不断推进获客，我们长期持续看好公司供应链和物流核心能力的发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期；电商行业竞争加剧；外卖业务发展不及预期；海外上市监管政策风险。

（百万元）	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
商品收入	208,508	233,908	204,613	280,978	242,309
服务收入	51,541	57,489	55,774	66,008	58,773
总收入	260,049	291,397	260,387	346,986	301,082
YOY	7%	1%	5%	13%	16%
调整后运营利润	8,768	11,483	12,966	10,362	11,552
调整后运营利润率	3%	4%	5%	3%	4%
YOY	5%	32%	12%	19%	14%
调整后归母净利润	8,899	14,460	13,174	11,295	12,758
调整后归母净利润率	3%	5%	5%	3%	4%
YOY	17%	69%	24%	34%	43%

资料来源：彭博、天风证券研究所

小米: AIOT毛利率提升，汽车新品发力在即

主营业务情况：Q1营收1113亿，同比增长47.4%，Q1经调整净利润107亿，同比增长64.5%。手机业务收入506亿元，较上年同期的464.8亿元增长8.9%，占营收的比例为45.5%，上年同期的占比为61.6%。IoT与生活消费产品收入323.39亿元，较上年同期的203.74亿元增长58.7%，占营收的比例为29.1%，较上年同期的27%提升了2.1个百分点。互联网服务营收为90.76亿元，较上年同期的80.48亿元增长12.77%，占营收的比例为8.2%。

汽车业务营收为181亿元，汽车的ASP为每辆车23.83万元；汽车业务毛利率由2024年第一季度的12.6%上升至2025年第一季度的23.2%。

核心运营数据

Q1手机销量4180万台，同比增长3%；手机销量位居全球排名第三，市场份额14.1%；手机单价为1211同比增长5.8%。米家MAU 1.064亿；小爱同学MAU 1.467亿，同比增长17.5%。

手机业务核心高端化进程顺利：2025Q1小米智能手机全球出货量同比增长3%，高于大盘0.5%的同比增幅。同时手机ASP达1211元，高端手机出货量占比持续提升。而小米自主设计研发的3nm SoC芯片玄戒O1发布，性能足以与苹果最新的A18Pro比肩，并且已经搭载在小米15S Pro、小米平板7Ultra两款旗舰产品上。

AIOT业务科技家电释放利润弹性：2025Q1，小米空调出货量超110万台，同比增长超65%，冰箱出货量超88万台，同比增长超65%，洗衣机出货量超74万台，同比增长超100%。目前小米空调已经完成全线产品布局 and 全栈自研，武汉的智能大家电工厂将于今年投产，自研自产带来的技术和产品力提升逐渐释放利润弹性。

汽车业务静待YU7发布：2025年4月小米汽车交付量超2.8万台，首次在中国大陆20万以上车型市场排名第一，目前小米正在全力扩充产能，冲击2025年全年交付35万台的目标。而定位为“豪华高性能SUV”的小米YU7已经正式亮相，预计7月正式上市。

投资建议：我们前期认为小米发布自研芯片后，国产手机高端竞争格局或开始加速变化，而头部具备自研底层硬件能力的手机厂商的市占率提升或是小米估值提升的核心逻辑之一。此外我们认为YU7是小米汽车业务的下阶段核心，小米在汽车业务第二款产品力的打磨或更为成熟和出色。

我们持续看好小米在自研芯片、新车周期下的加速升级，我们预计2025~2026年总收入至4718/6797亿元，其中电动车和创新业务收入964/2506亿元，归母调后净利润429/855亿元，维持“买入”评级。

风险提示：新车型发布不及预期、消费电子市场需求变化、端侧AI发展不及预期、全球宏观环境变化、跨市场选取可比公司相应风险等

单位：百万人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E
智能手机	167,217	157,461	191,759	202,662	219,203
yoy	-20%	-6%	22%	6%	8%
AIOT	79,795	80,108	104,104	132,079	165,420
yoy	-6%	0%	30%	27%	25%
互联网	28,322	30,107	34,115	37,405	41,100
yoy	0%	6%	13%	10%	10%
其他	4,711	3,294	3,174	3,238	3,394
yoy	-25%	-30%	-4%	2%	5%
电动车&创新			32,754	96,447	250,603
yoy				194%	160%
总收入	280,044	270,970	365,906	471,832	679,720
yoy	-15%	-3%	30%	24%	17%
营销费用	21,323	19,227	24,837	30,780	37,707
管理费用	5,114	5,127	6,101	6,533	5,489
研发费用	16,028	19,098	24,050	30,047	35,498
净利润	8,518	19,273	26,111	42,917	85,517
净利润率	3.0%	7.1%	7.4%	9.1%	12.6%

资料来源：彭博、天风证券研究所

哔哩哔哩：收入利润均超预期，广告和游戏业务表现强劲

Bilibili发布2025Q1财报。25Q1收入为70亿元，超彭博一致预期1.3%。经调整净利润为3.6亿元，超彭博一致预期46.7%。**分业务看：移动游戏：**本季度收入17.31亿元，超彭博一致预期2.73%，同比增长76%，主要由于公司独家授权的策略游戏《三国：谋定天下》的强劲表现。**广告：**本季度收入19.98亿元，低于彭博一致预期0.59%，同比增长20%。主要由于效果类广告收入的强劲增长。**VAS：**本季度收入28.07亿元，超彭博一致预期0.94%，同比增长11%。主要由于直播和其他增值服务的收入增加。**IP及衍生品：**本季度收入4.67亿元，超彭博一致预期6.26%，同比减少4%。

运营数据：用户端：本季度DAU 1.07亿；MAU 3.68亿；MPU 3200万；用户日均使用时长为108分钟。创作者端：本季度，粉丝数超过100万的UP主同比增长超过20%， 从广告和VAS业务获得的收入总额分别同比增长20%和11%；

成本结构持续优化，毛利率同比大幅提升。成本端，营业成本为44.6亿元，其中收入分成成本为26.7亿元。**毛利端，**毛利润为25.4亿元，毛利率达36.3%，同比提升8pcts；**利润端，**经调整净利润为3.6亿元，同比扭亏为盈。

广告和游戏业务增长表现强劲：

广告业务，商业化进展顺利，延续行业领先增长。2025年Q1广告收入同比增长20%至19.98亿元，高于行业平均水平。增长的核心驱动来自于高ROI的效果类广告增长超30%，叠加公司在广告产品与算法层面的持续优化，显著推动了整体广告收益效率的改善。公司广告收入增长的关键在于用户价值的提升。更具消费潜力的高质量用户结构展现出深度内容偏好与较强的转化意愿，为DAU广告收入带来长期动能。此外，公司依托GenAI能力全面升级AIGC广告创意工具，在广告制作与投放效率上已实现显著突破，AIGC创意广告贡献达广告支出的30%以上。

游戏业务：SLG游戏《三国：谋定天下》表现持续强劲，驱动整体游戏收入同比增长76%至17.31亿元。该游戏凭借高质量玩法和玩法更新吸引用户，在第七季中活跃用户和参与度均高于前几季。《三谋》正逐步演变为具备中长期价值的优质游戏内容。公司预计未来将继续通过优化内容与玩法、拓展游戏赛季功能，推动游戏业务实现长期增长。与此同时，《FGO》和《碧蓝航线》等传统二次元游戏也维持稳定表现。公司表示，《三谋》将于今年晚些时候拓展至国际市场，数款新游也在酝酿筹备中。

投资建议：我们认为，公司降本增效成果显著，本季度实现扭亏为盈，长期有望受益于“自研精品，全球发行”战略，未来建议持续关注商业化进程。考虑到公司新游戏表现良好，我们预测2025-2027年的收入分别为301/330/360亿元，non-GAAP净利润为23/35.0/50.0亿元，维持“买入”评级。

风险提示：MAU增长速度不及预期；中概股监管政策进一步趋严；数据监管政策进一步趋严；DAU/MAU进一步下滑；商业化恢复进程不达预期，游戏研发和上线不及预期

（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
手机游戏	4,021	5,610	6,480	6,804	7,008
直播和VAS	9,910	10,999	12,010	12,885	13,756
广告行业	6,412	8,189	9,649	11,242	13,064
其他	2,185	2,033	2,005	2,105	2,210
总收入	22,528	26,832	30,144	33,036	36,039
%yoy	3%	19%	12%	10%	9%
毛利	5,442	8,774	11,134	12,780	14,734
%yoy	41%	61%	27%	15%	15%
%毛利率	24.2%	32.7%	36.9%	38.7%	40.9%
非GAAP营业利润	(3,385)	(61)	2,131	3,470	5,407
非GAAP营业利润率	-15.0%	-0.2%	7.1%	10.5%	15.0%
非GAAP净（亏损）/收入	(3,414)	(39)	2,291	3,503	5,026
非GAAP净利润率	-15.2%	-0.1%	7.6%	10.6%	13.9%

互联网重回进取，先期关注大厂生态公司

互联网大厂	相关标的	简介
腾讯	微盟集团	腾讯为股东，电商SaaS，为中小企业提供云端商业及营销解决方案服务
	有赞	腾讯为股东，电商SaaS，从事零售科技服务
	阅文集团	阅文集团致力于建立广泛而优质的华语IP宇宙。公司培育和开发的核心IP及衍生覆盖文学、动漫、影视、游戏等多样化的数字娱乐形态,并努力和线下真实生活融合,实现用户全面精神需求。
	腾讯音乐	腾讯系音乐平台，收购喜马拉雅，布局长音频等业务
京东	京东健康	京东子公司，在线医疗健康平台
	京东物流	京东子公司，供应链解决方案及物流服务商
	达达集团	京东子公司，本地即时零售和配送平台
	万物新生	京东为大股东，定位为“互联网+环保”类型的循环经济企业
阿里	阿里影业	阿里旗下，影视娱乐内容制作、发行及 IP 开发等业务，助力阿里大文娱生态布局
	阿里健康	阿里旗下，聚焦医疗健康服务与医药电商等业务，构建互联网医疗健康生态
小米	禾赛科技	小米为股东，激光雷达制造商
	金山云	小米为股东，独立云服务提供商
网易	网易云音乐	网易旗下在线音乐平台，注重社区氛围与原创音乐，在音乐版权、社交娱乐等领域发展
	网易有道	网易旗下，在有道词典和有道翻译等在线知识工具的普及基础上,有道现在提供涵盖各个年龄段、学科、学习目标和兴趣领域的在线课程。

资料来源：富途、天风证券研究所

建议关注

公司	行业	市值（亿元）	PE(TTM)	核心看点
携程	旅游	3,092	18	在线旅游巨头，全球化布局覆盖多场景出行，供应链与服务能力筑高行业壁垒。
满帮	产业互联网	915	24	货运产业互联网平台，连接车货两端，数字化重塑物流效率，行业整合空间大。
BOSS直聘	产业互联网	589	32	在线招聘头部平台，直聊模式优化求职效率，人才供需匹配能力巩固市场地位。
极兔速递-W	物流	558	78	公司与各市场的电商平台合作的深化，以及积极拓展多元化品牌合作商户。在东南亚稳守市场龙头地位，收入和盈利保持稳健、可持续的增长。连续五年位居东南亚市场第一市占率跃升至28.6%。
美图公司	AI创作工具	332	42	业绩的增长主要得益于AI技术高度融入影像与设计产品，持续提升功能效果，带动高毛利的付费订阅收入快速攀升。
途虎	产业互联网	149	31	汽车后市场垂直平台，线上线下融合服务网络，标准化养护模式引领行业升级。
赤子城科技	社交平台公司	139	29	围绕社交、娱乐等领域打造了数十款产品，帮助世界各地的用户打破空间、年龄、语言和文化等限制，建立更有温度的连接。
爱奇艺	娱乐	122	42	长视频平台代表，内容自制与会员体系为根基，降本增效后盈利改善可期。
涂鸦智能-W	智能硬件	112	80	涂鸦智能的差异化商业模式带来的持续收入增长和健康的运营杠杆，推动了GAAP净利润的稳步增长。公司始终专注于构建差异化的AIoT能力，赋能全球开发者。涂鸦智能的平台化模式持续促进人工智能与智能设备的深度融合，加速行业智能化转型。
汇量科技	广告	111	53	旗下AI广告平台Mintegral 凭借覆盖全球的优质流量、行业领先的 AI 技术，以及表现出众的互动创意，为全球开发者提供高效的 用户获取、再营销和广告变现解决方案，助力用户规模和变现收益的提升。
多点数智	零售	74	-	零售数字化服务商，赋能传统零售企业升级，受益于零售行业数字化转型趋势。
巨星传奇	IP	46	83	依托明星 IP 开展多元化业务，借粉丝经济与品牌营销拓展商业边界，IP 运营能力为核心竞争力。
乐华娱乐	IP	24	53	头部偶像经纪公司，手握优质艺人资源，选秀与团综等内容推动艺人商业价值释放。

资料来源：Wind等、天风证券研究所

风险提示

■ 宏观经济下行：

当前全球经济增长面临诸多不确定性，宏观经济下行风险加剧。若宏观经济不及预期，将导致整体市场需求萎缩，企业和消费者的投资与消费能力下降。

■ AI发展不及预期：

AI技术的发展速度和商业价值存在不确定性。一方面，技术突破可能不及预期，导致AI在某些关键领域的应用无法达到理想效果；另一方面，市场需求和应用场景的拓展也可能面临瓶颈，使得AI相关产品和服务的推广和应用受到限制。

■ 地缘政治风险：

当前国际地缘政治局势复杂多变，地缘政治风险不断上升。技术封锁和国际冲突等因素，可能对全球AI产业链和供应链造成冲击。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS