

互联网行业2026年投资策略

AI、游戏和电商出海、外卖边际缓和是关键变量

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

证券分析师：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

S0980525060001

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

- 复盘历史，港股很难脱离美元流动性和宏观因素，历年Q4恒生科技指数和恒生指数表现相对疲软，次年的Q1/Q2又会经历修复。因此当前港股市场承压，主要也与流动性和宏观经济悲观预期相关。展望2026年，我们认为需重点关注互联网巨头出海业务的进展，AI发展趋势下，国内云厂商和游戏厂商面临出海增长的好机遇，叠加国产优质供应链升级，电商平台出海也为补充内需疲软的重要增长方向。此外，2025年美团、阿里和京东三家巨头开启的外卖大战，在2026年或进入到投入边际收缩的阶段，对三家平台的现金流和利润均为重要影响变量。
- 阿里：AI全栈自研厂商，26年重点关注：1) 千问模型占据全球模型市场份额持续提升，开源社区积累驱动阿里云出海增长；2) AI端侧与苹果合作落地后续云业务增量；3) 下游Agent、应用放量带来的模型层变现加速增长；4) 自研芯片上线节奏以及对利润率带动。
- 腾讯：广告业务在AI赋能背景下继续保持快速增长水平，同时游戏出海为重要增量。2025年我们观察到腾讯海外游戏明显加速，国内持续输出优质工业级别生产力支持，与海外工作室合作进一步加深，同时伴随AI对手游出海投放渠道的改善，26年腾讯国际游戏增长或为重要看点。
- 美团：回顾25年外卖大战，补贴是影响短期单量增长的关键，但长期来看比拼资金实力和运营能力。当前各家平台外卖投入ROI过低，亏损或已见顶。重点跟踪后续竞争态势变化，边际份额回升趋势若持续或促发新一轮行情演绎。
- 百度：已公告昆仑芯上市计划，AI背景下资产重估为重要叙事。重点关注昆仑芯上市进展，和自动驾驶业务UE转正进展。
- 快手：AI视频出海稀缺标的，国产模型性价比路径获取更多全球市场份额，重点跟踪后续可灵收入进展。

图：恒生科技指数和恒生指数2022-2025年各季度涨跌幅（25Q4截至12月18日）

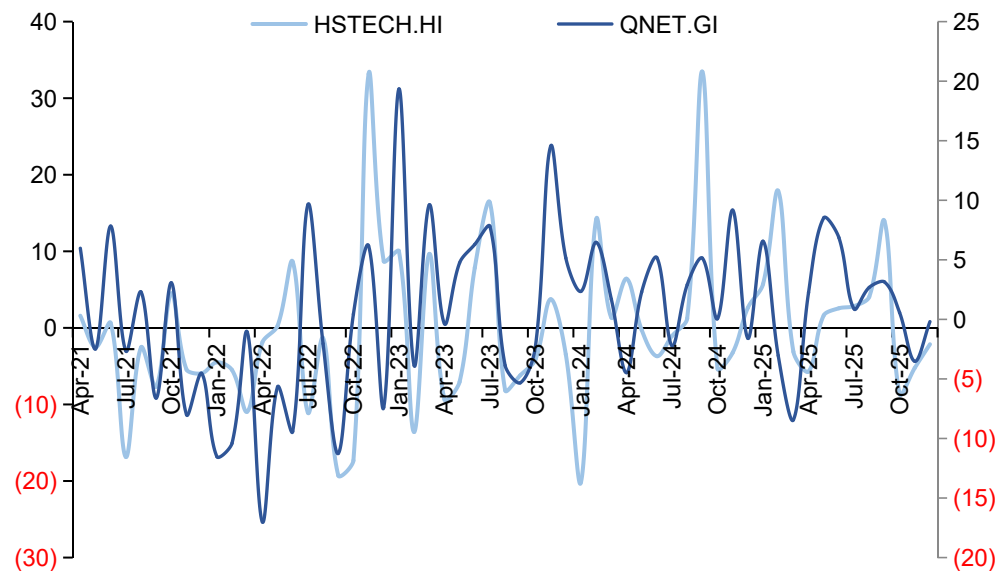
恒生科技指数	2022年	2023年	2024年	2025年
Q1	-20%	4%	-8%	21%
Q2	7%	-9%	2%	-2%
Q3	-29%	0%	34%	22%
Q4	20%	-4%	-6%	-16%
恒生指数	2022年	2023年	2024年	2025年
Q1	-6%	3%	-3%	15%
Q2	-1%	-7%	7%	4%
Q3	-21%	-6%	19%	12%
Q4	15%	-4%	-5%	-5%

- 【 01 】 互联网行情回顾
- 【 02 】 国产模型占全球份额快速提升，驱动云业务出海
- 【 03 】 工业化能力和AI投放提效，加速国内游戏出海
- 【 04 】 供应链继续升级，电商走向全球市场
- 【 05 】 内需竞争或边际趋缓，外卖投入是关键变量

年度行情回顾：恒生科技累计上涨24%

- 指数情况：截至2025年12月22日，恒生科技指数今年累计涨幅为24%。总体来看，2025年恒生科技指数走势可以分为“两起两落”：
- 年初-2月28日：累计涨幅为25%，主要系1月Deepseek-R1发布，引发投资者对中国科技资产价值重估的意愿，南向资金持续流入港股科技板块，市场对AI的乐观情绪叠加对宏观经济复苏的乐观预期推动恒生指数上涨。
- 3月-4月30日：累计下跌9%，主要受美国关税政策冲击影响。
- 5月-9月30日：累计上涨27%，主要有几方面因素影响：1）5月中美双方宣布互降关税，进入为期90天的“关税博弈低波动窗口”，极大缓解了市场的紧张情绪。9月美联储宣布降息25bp，美元总体走弱，港股吸引力提高。2）南向资金持续且巨量流入港股市场，截至2025年7月29日，南向资金年内累计净买入额突破8400亿港元，创下历史新高，尤其偏好阿里巴巴等核心科技标的。3）政策持续发力，国内宏观经济基本面改善。5月中国人民银行宣布降准降息等多项货币政策措施，充分释放市场流动性，提振市场信心。此外，三季度核心CPI连续回升且PPI降幅收窄，景气度指标延续改善趋势。
- 10月至今：波动下跌，累计跌幅15%。综合受到10月特朗普宣布加征100%关税并严格管制关键软件出口、内需疲软、和南向资金活跃度降低以及外资部分撤出等因素的影响，港股流动性持续走低。

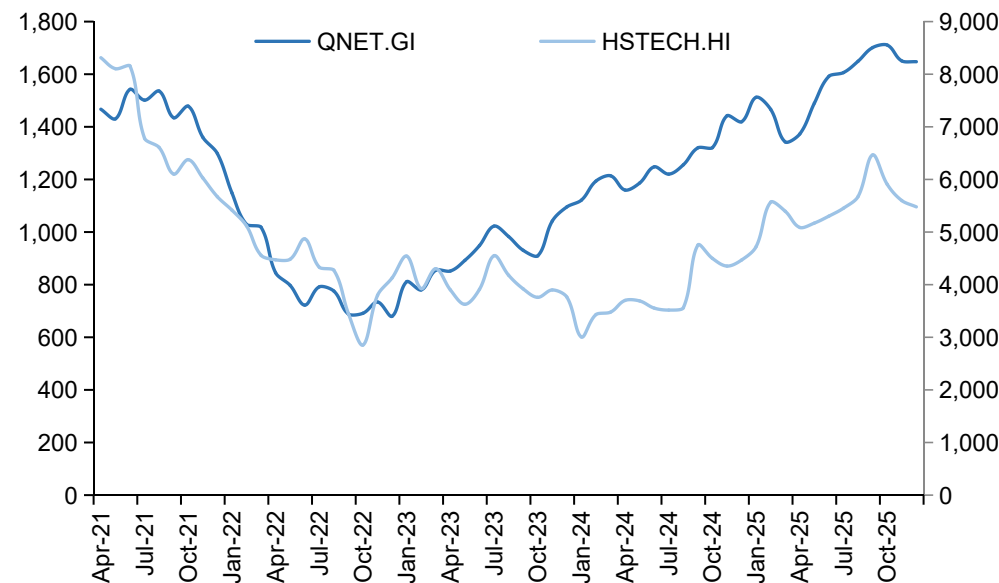
图：恒生科技指数VS纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

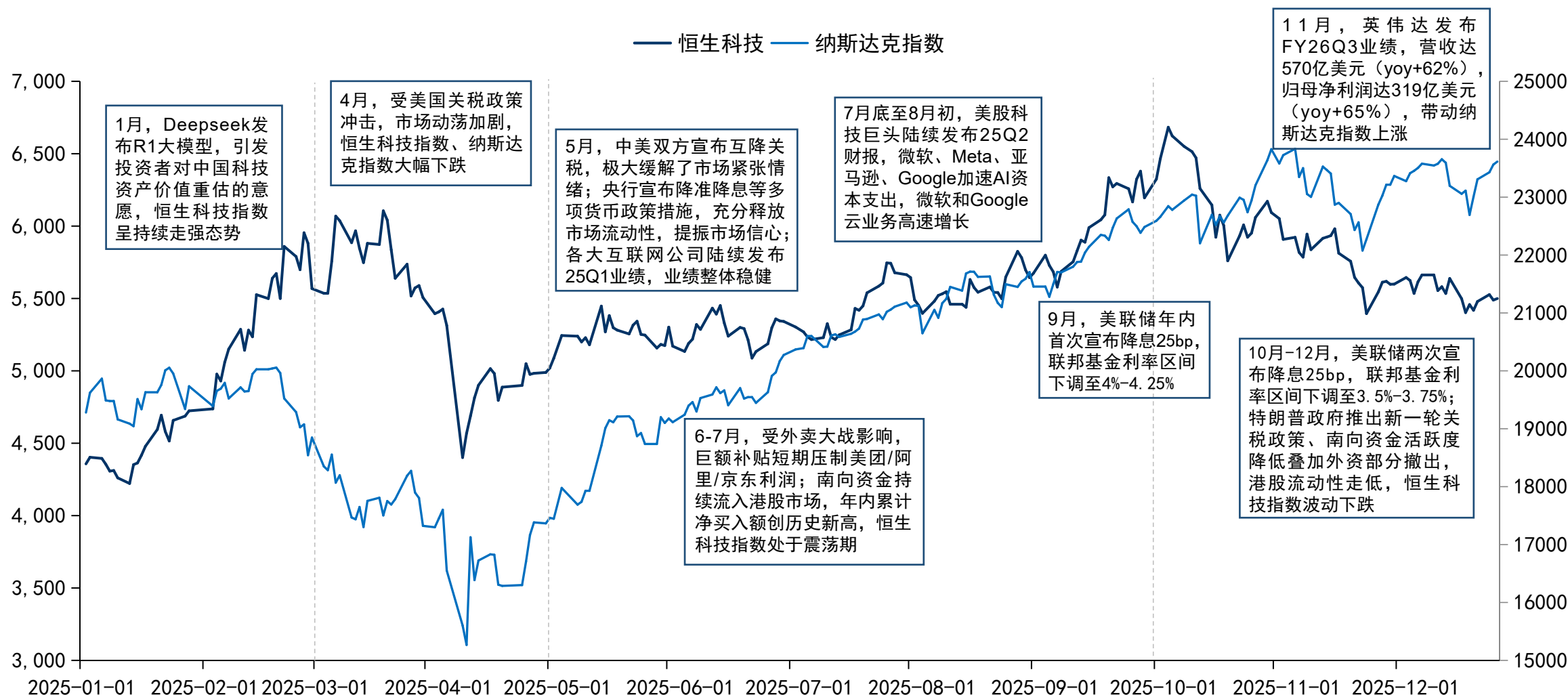
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：恒生科技指数VS纳斯达克互联网指数月度走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

年度行情回顾：恒生科技累计上涨24%



年度行情回顾：大部分标的涨幅由估值驱动



➤ 2025年大部分标的涨幅由PE带动，主要受益于流动性大幅改善：其中阿里上涨77%，估值提升贡献90%涨幅，百度、拼多多、快手等公司均出现了利润下修但估值上涨；云音乐、美图Q2叙事很强，估值持续上行，但下半年伴随流动性走弱，叙事走弱，估值不断下杀。

公司	YTD(%)	年初市值 (亿元)	25E利润 (年初)	25PE (年初)	当前市值 (亿元)	25E利润 (亿元)	26E利润 (亿元)	26PE	EPS	PE	年内最大回撤
腾讯控股	46%	38,468	2405.6	16	56,062	2608	2940	19	22%	19%	-20%
阿里巴巴-W	77%	15,701	1648.9	10	27,736	1078	1519	18	-8%	92%	-29%
拼多多	15%	1,350	1738	1	1,555	1118	1290	1	-26%	55%	-33%
美团-W	-32%	9,172	68.5	134	6,277	-170	71	88	4%	-34%	-49%
小米集团-W	22%	8,659	365.2	24	10,559	429	486	22	33%	-8%	-37%
京东集团-SW	-18%	4,335	512.4	8	3,548	286	366	10	-29%	15%	-37%
百度集团-SW	43%	2,285	284.3	8	3,267	186	197	17	-31%	106%	-27%
网易-S	55%	4,384	343.6	13	6,792	393	417	16	21%	28%	-18%
携程集团-S	8%	3,691	217.54	17	3,996	312	208	19	-4%	13%	-28%
快手-W	61%	1,776	266.69	7	2,868	206	232	12	-13%	85%	-31%
腾讯音乐-SW	59%	1,371	98.5	14	2,186	96	108	20	10%	45%	-33%
云音乐	66%	247	17.45	14	412	28	23	18	31%	27%	-39%
阿里健康	58%	534	23.43	23	846	24	28	30	21%	31%	-35%
京东健康	105%	899	53.17	17	1,845	60	66	28	25%	64%	-32%
京东物流	-7%	848	91.04	9	787	80	88	9	-3%	-4%	-33%
哔哩哔哩-W	36%	598	29.6	20	811	24	33	24	12%	21%	-35%
阅文集团	31%	256	17.13	15	334	13	15	22	-12%	48%	-30%
大麦娱乐	84%	141	10.77	13	260	10	12	21	14%	61%	-39%
心动公司	146%	123	9.27	13	304	16	19	16	101%	22%	-31%
金山软件	-12%	450	23.02	20	394	16	18	21	-20%	9%	-40%
猫眼娱乐	-12%	92	10.93	8	81	5	7	12	-39%	45%	-33%
途虎-W	-11%	147	15.11	10	132	8	9	14	-39%	47%	-25%
商汤-W	32%	551	-15.3	-36	727	-23	-11	-64	-25%	77%	-35%
金蝶国际	59%	306	4.75	64	487	1	4	126	-18%	95%	-39%
微博-SW	7%	183	4.74	39	195	5	5	42	-2%	9%	-28%
众安在线	50%	173	8.44	21	259	13	14	19	65%	-9%	-33%
平安好医生	346%	69	3.25	21	310	3	4	78	21%	267%	-43%
明源云	17%	51	0.31	166	60	0	1	82	135%	-50%	-44%
同程旅行	24%	424	36.9	11	524	34	39	14	5%	18%	-16%
美图	147%	135	10.44	13	334	10	13	26	21%	104%	-42%

港股互联网估值与美股差距仍有明显空间（估值截至2025年12月29日）

国信证券
GUOSEN SECURITIES

		市值(亿元)	收入(百万元)					调整后利润预期(百万元)					PE值(调整后利润)			PS			2023年股东回 报率	2024年股东回 报率
			24	25E	26E	24-26E CAGR	25E YoY	24	25E	26E	24-26E CAGR	25E YoY	24	25E	26E	24	25E	26E		
0700. HK	腾讯	49,895	660,257	751,495	831,642	12%	14%	222,703	260,798	293,837	15%	17%	22	19	17	8	7	6	1.5%	2.7%
BABA. N	阿里巴巴	25,257	981,767	1,039,749	1,150,006	8%	6%	152,693	107,767	151,913	0%	-29%	17	23	17	3	2	2	4.3%	5.7%
1810. HK	小米集团	9,257	365,906	470,357	564,955	24%	29%	27,235	42,902	48,828	7%	58%	34	22	19	3	2	2	0.1%	0.0%
PDD. O	拼多多	11,488	393,836	431,910	494,647	12%	10%	122,344	111,832	128,999	3%	-9%	9	10	9	3	3	2	0.0%	0.0%
NTES. O	网易	6,121	105,295	113,862	123,205	8%	8%	33,511	39,287	41,655	11%	17%	18	16	15	6	5	5	2.1%	3.3%
3690. HK	美团	5,716	337,592	366,174	412,218	11%	8%	43,772	-16,961	7,093	-60%	-139%	13	-34	81	2	2	1	0.0%	4.9%
JD. O	京东	3,258	1,158,819	1,323,762	1,405,596	10%	14%	47,827	28,753	36,936	-12%	-40%	7	11	9	0	0	0	3.5%	11.3%
1024. HK	快手	2,529	126,898	142,141	155,423	11%	12%	17,716	20,616	23,247	15%	16%	14	12	11	2	2	2	0.9%	2.2%
BIDU. O	百度	2,978	133,125	129,494	135,957	1%	-3%	27,002	18,586	19,736	-15%	-31%	11	16	15	2	2	2	1.6%	2.1%
BEKE. N	贝壳	1,307	93,457	94,937	98,901	3%	2%	7,211	5,681	6,987	-2%	-21%	18	23	19	1	1	1	5.0%	6.1%
TME. N	腾讯音乐	1,941	28,401	32,694	36,822	14%	15%	7,671	9,637	10,815	19%	26%	25	20	18	7	6	5	0.7%	1.4%
6618. HK	京东健康	1,701	58,160	70,926	82,531	19%	22%	4,792	5,973	6,648	18%	25%	36	28	26	3	2	2	0.0%	0.0%
0241. HK	阿里健康	753	30,598	34,893	38,926	13%	14%	1,950	2,412	2,842	21%	24%	39	31	27	2	2	2	0.0%	0.0%
BILI. O	哔哩哔哩	730	26,832	30,182	32,922	11%	12%	-22	2,437	3,327				30	22	3	2	2	0.0%	0.0%
BZ. O	BOSS直聘	697	7,356	8,259	9,446	13%	12%	2,728	3,565	4,046	22%	31%	26	20	17	9	8	7	0.3%	0.1%
VIPS. N	唯品会	675	108,421	107,378	109,953	1%	-1%	9,033	8,735	9,076	0%	-3%	7	8	7	1	1	1	9.0%	8.4%
9899. HK	云音乐	370	7,950	7,923	8,701	5%	0%	1,700	2,819	2,286	16%	66%	22	13	16	5	5	4	0.0%	0.1%
1357. HK	美图	298	3,341	3,990	4,947	22%	19%	586	950	1,263	47%	62%	51	31	24	9	7	6	0.3%	0.0%

*利润预测采用彭博一致预期（阿里巴巴采用日历年数据，阿里健康采用财年数据23年显示为FY24数据）

		市值 (亿美元)	收入(百万美元)					GAAP净利润预期(百万美元)					PE值			PS			2023年股东回 报率	2024年股东回 报率
			24	25E	26E	24-26E CAGR	25E YoY	24	25E	26E	24-26E CAGR	25E YoY	24	25E	26E	24	25E	26E		
AAPL. O	苹果	40,399	395,760	452,015	483,318	11%	14%	96,150	120,867	131,167	17%	26%	42	33	31	10	9	8	2.3%	2.8%
MSFT. O	微软	36,248	261,802	326,340	375,199	20%	25%	92,750	119,396	140,558	23%	29%	39	30	26	14	11	10	1.0%	1.0%
NVDA. O	英伟达	46,299	120,497	213,226	326,625	65%	77%	72,880	114,729	187,675	60%	57%	64	40	25	38	22	14	0.2%	0.8%
AMZN. O	亚马逊	24,857	637,959	714,562	795,539	12%	12%	59,248	94,077	106,087	34%	59%	42	26	23	4	3	3	0.0%	0.0%
GOOG. O	谷歌	37,941	350,018	342,345	394,001	6%	-2%	100,118	132,625	140,779	19%	32%	38	29	27	11	11	10	1.6%	1.8%
META. O	META	16,718	164,501	199,363	235,440	20%	21%	62,360	71,124	82,125	15%	14%	27	24	20	10	8	7	1.6%	2.1%
TSLA. O	特斯拉	15,804	97,690	95,089	107,660	5%	-3%	7,091	5,482	7,428	2%	-23%	223	288	213	16	17	15	0.0%	0.0%
NFLX. O	奈飞	4,003	39,001	45,101	50,921	14%	16%	8,712	11,119	13,890	26%	28%	46	36	29	10	9	8	1.5%	1.6%

*利润预测采用彭博一致预期，微软、苹果调整为日历年，英伟达24年-26年数据为FY25-FY27，美股巨头为GAAP净利润，未考虑sbc等调整项

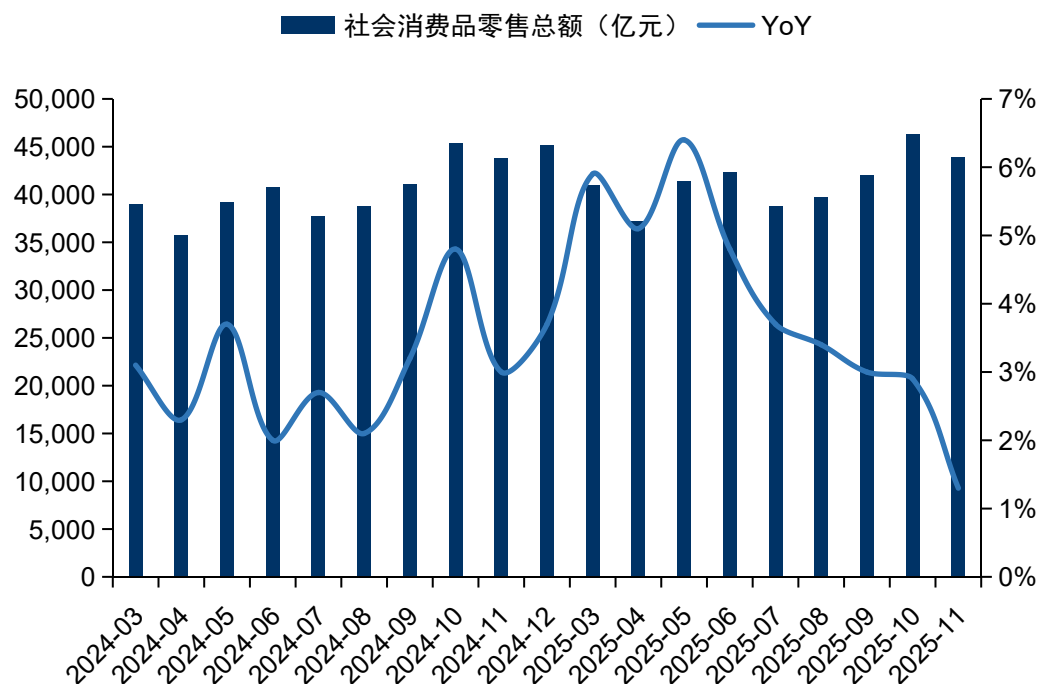
		调整后净利润预期(百万美元)					PE值		
AAPL. O	苹果	108,228	127,982	137,083			37	32	29
MSFT. O	微软	104,070	122,195	142,410			35	30	25
NVDA. O	英伟达	74,266	118,361	186,036			62	39	25
AMZN. O	亚马逊	76,637	94,077	106,087			32	26	23
GOOG. O	谷歌	122,903	157,284	168,637			31	24	22
META. O	META	79,050	71,124	82,125			21	24	20
TSLA. O	特斯拉	8,419	5,482	7,428			188	288	213
NFLX. O	奈飞	8,984	11,119	13,890			45	36	29

调整净利润=净利润+股权激励费用等，其中苹果、微软、谷歌、meta由于彭博未直接计算调整项，因此我们手动调整，仅考虑股权激励费用作为调整项

国内宏观经济展望：预计26年国内实际GDP增速边际放缓

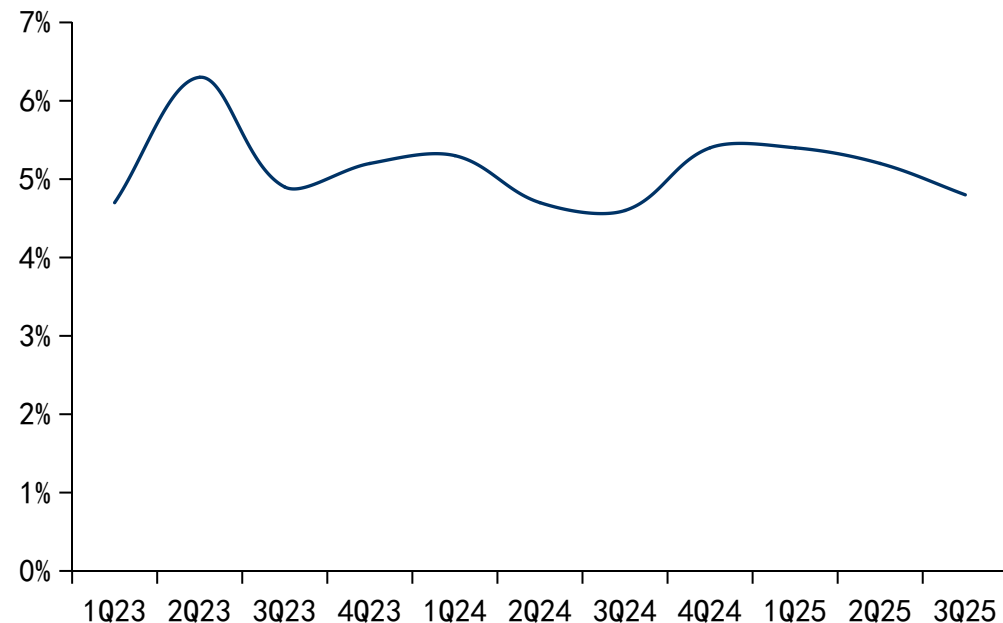
- 宏观经济方面：2025年前三季度国内GDP实际增速为5.2%，其中住宿和餐饮业实际增速为4.6%，信息传输、软件和信息技术服务业实际增速为11.2%。具体来看，一季度GDP同比增长5.4%，二季度GDP同比增长5.2%。进入下半年，经济增速有所放缓，三季度GDP同比增速为4.8%。2025年1-11月中国社会消费品零售总额为456067亿元，同比增长4%；全国网上零售额达144582亿元，同比增长9%，其中实物商品网上零售额为118193亿元，同比增长6%，占总额比重达26%。
- 根据我们宏观团队的预测，2025年全年实际/名义GDP增速预计为5.0%/4.1%，2026年实际/名义GDP增速预计分别为4.9%/5.5%。

图：国内社会消费品零售总额及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：国内实际GDP同比增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

海外流动性展望：25年下半年美联储持续降息，预计26年仍可能进一步降息

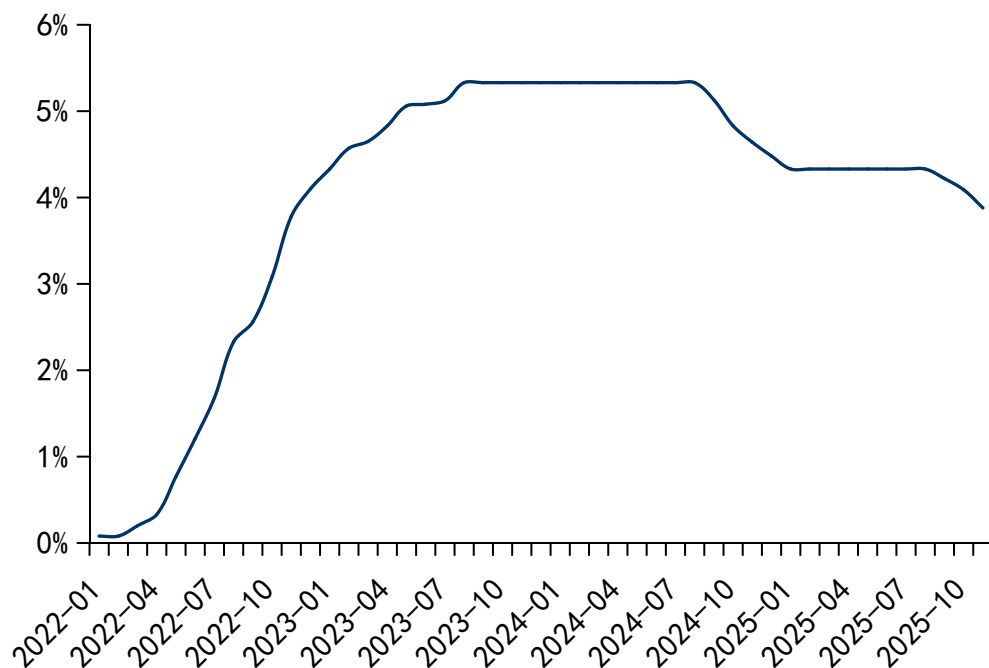
➤ 2025年美联储经历了从上半年持重观察到下半年预防式降息的过程：

年初至年中：25年上半年美国通胀数据超预期反弹且劳动力市场表现稳健，核心CPI同比涨幅一度回升至3%，展示了较强的通胀韧性。美联储在1月至7月的多次会议中表示维持利率不变，即联邦基金利率区间维持在4.25%-4.5%。

下半年：伴随美国就业数据显著放缓，美联储于9月启动降息，并于9月/10月/12月分别降息25bp，全年累计降息75bp，联邦基金利率目标区间下调至3.5%-3.75%区间。

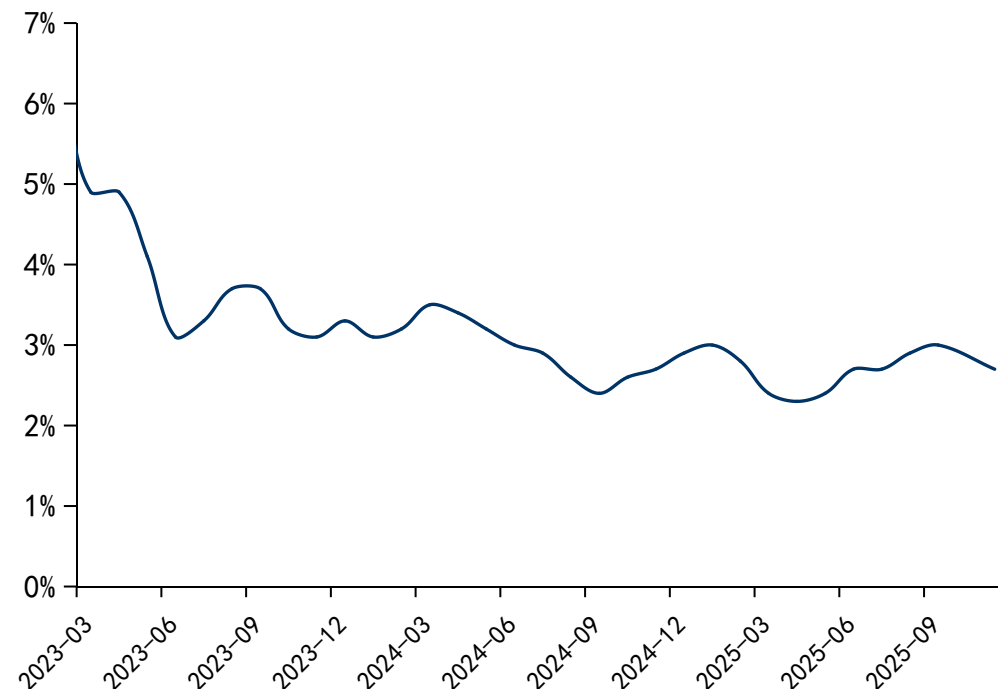
➤ 2026年美国政策面临高度不确定性，财政融资压力、美元流动性减弱叠加地缘政治不确定性可能加剧市场波动，市场普遍预期26年美联储将进一步降息。

图：美联储联邦基金利率变化(%)



资料来源：美国联邦公开市场委员会、国信证券经济研究所整理

图：美国CPI季调：同比(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

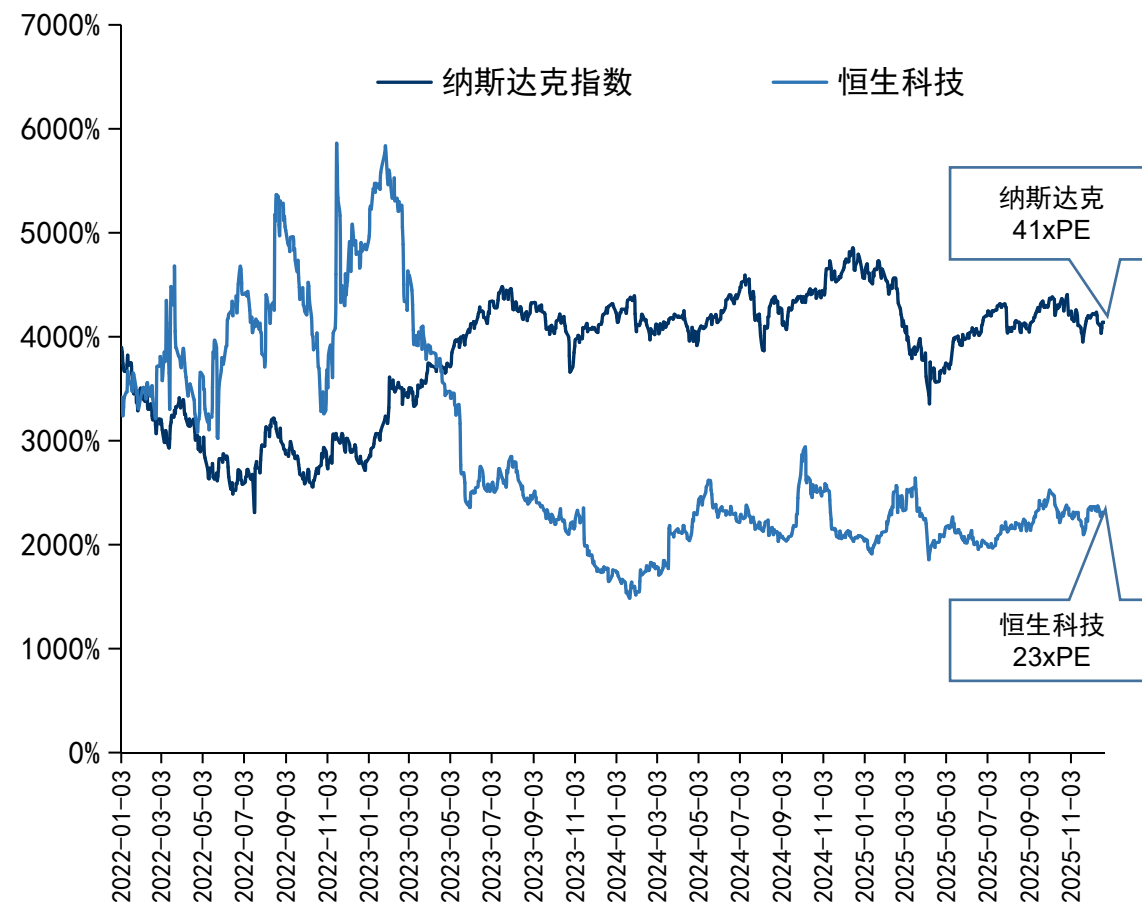
尽管24年初以来恒生科技上涨99%，估值仍处于历史分位较低水平

图：恒生互联网科技PE ttm过去3年变化图（目前23xPE，位于历史分位点43%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

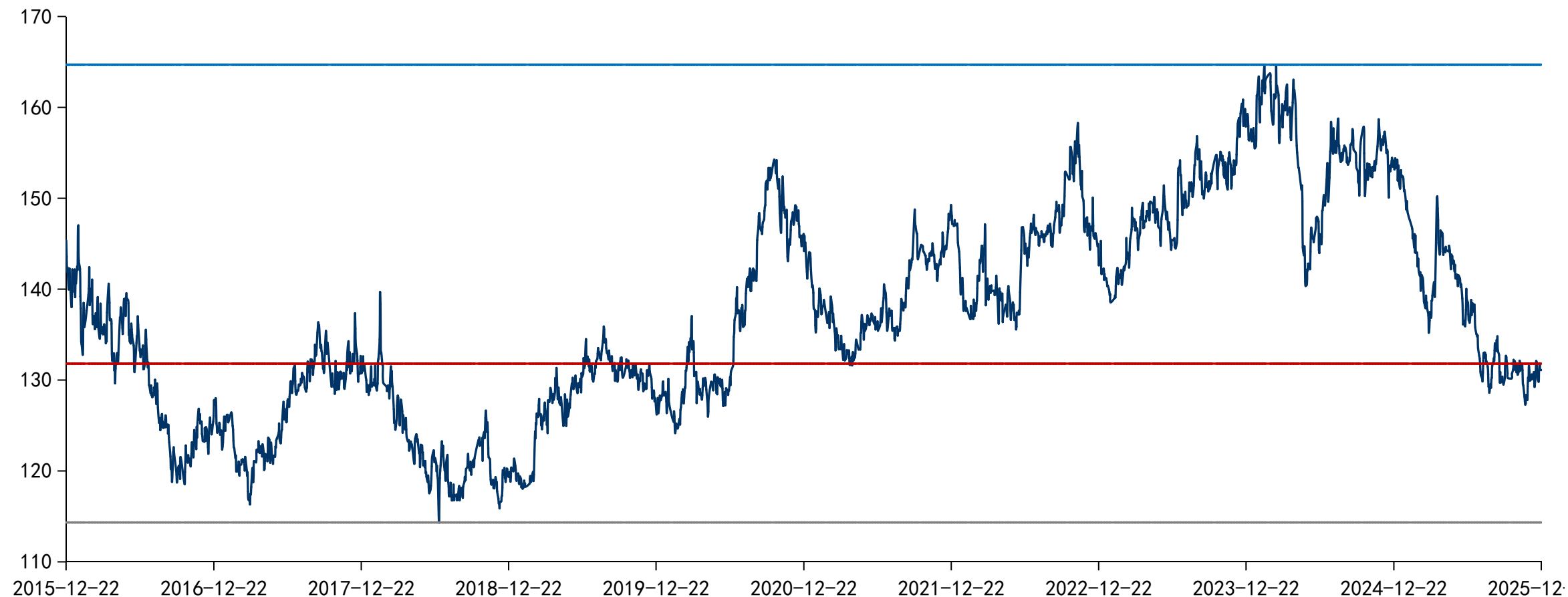
图：纳斯达克与恒生科技估值情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

AH溢价突破过去5年的支撑点位

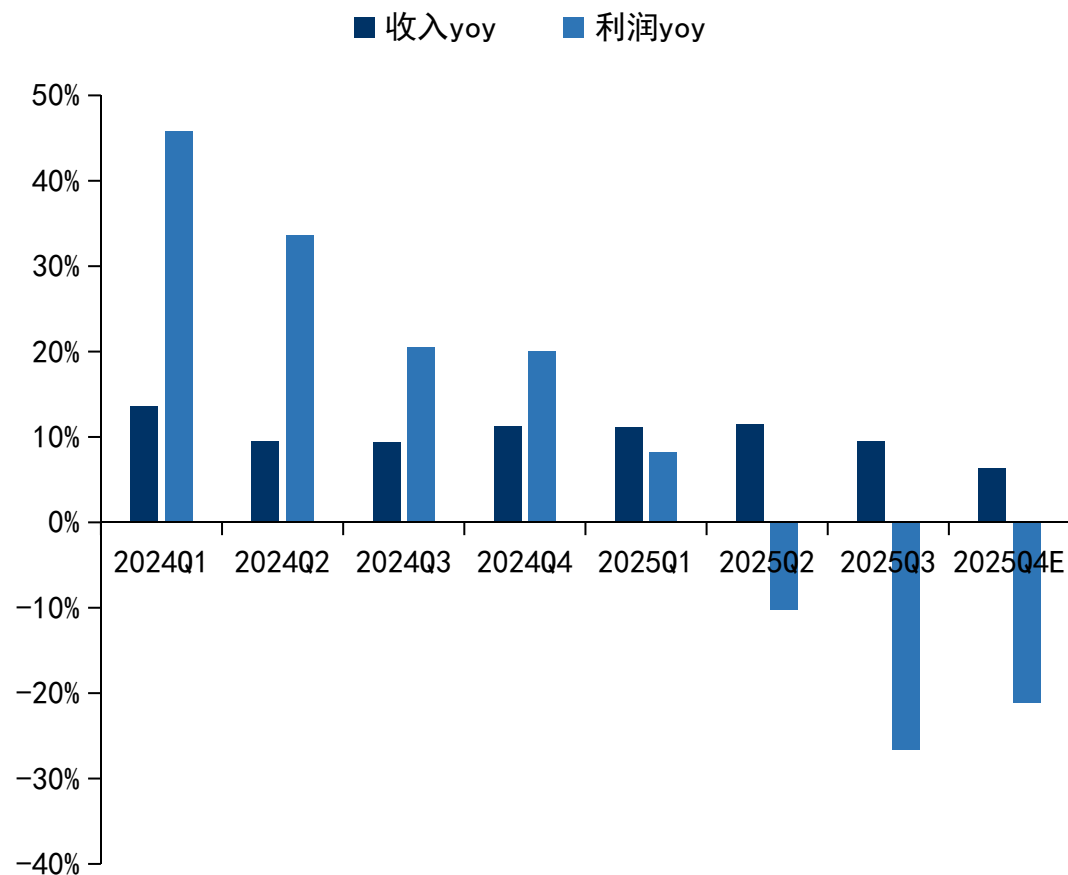
图：近10年AH溢价变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

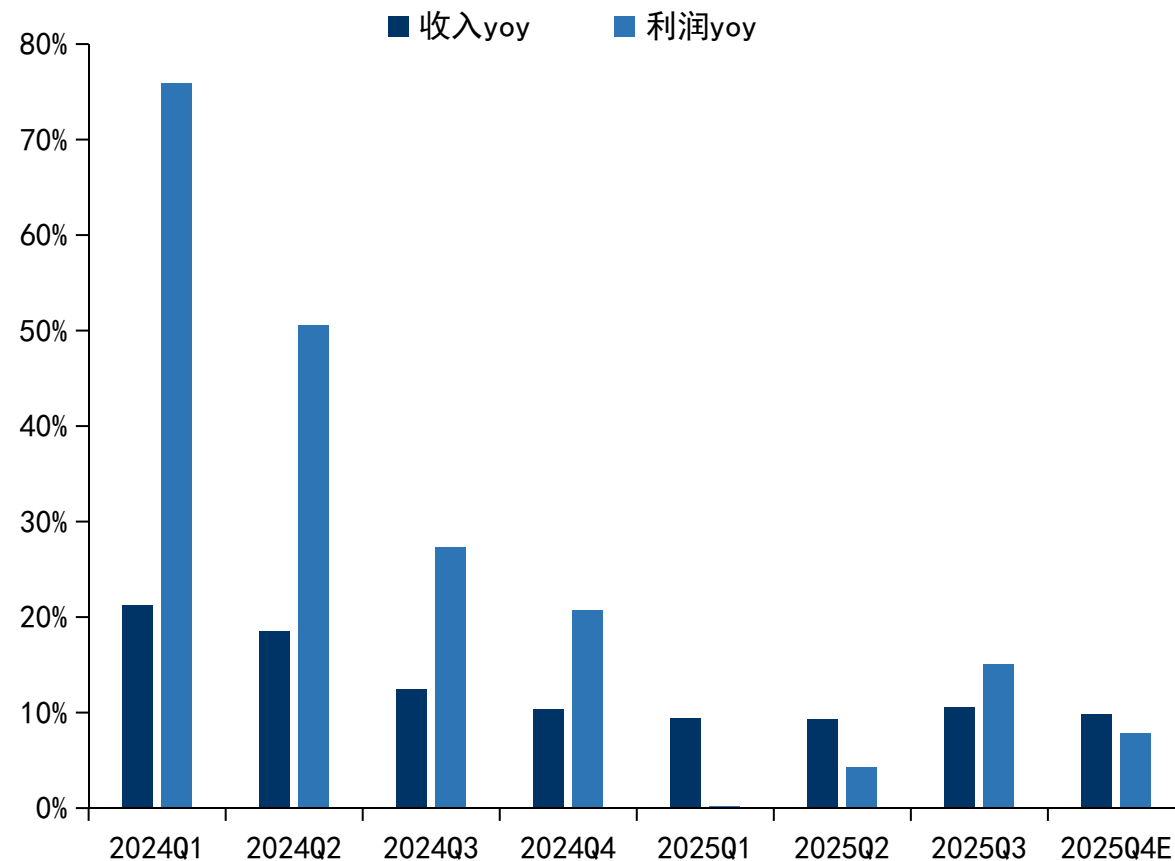
外卖大战影响，互联网板块利润底部或在25Q3出现

图：互联网公司收入与经调净利润增速变化情况



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图：互联网公司收入与经调净利润增速变化情况（不含阿里京东美团）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- 复盘历史，港股很难脱离美元流动性和宏观因素，历年Q4恒生科技指数和恒生指数表现相对疲软，次年的Q1/Q2又会经历修复。因此当前港股市场承压，主要也与流动性和宏观经济悲观预期相关。展望2026年，我们认为需重点关注互联网巨头出海业务的进展，AI发展趋势下，国内云厂商和游戏厂商面临出海增长的好机遇，叠加国产优质供应链升级，电商平台出海也为补充内需疲软的重要增长方向。此外，2025年美团、阿里和京东三家巨头开启的外卖大战，在2026年或进入到投入边际收缩的阶段，对三家平台的现金流和利润均为重要影响变量。
- 阿里：AI全栈自研厂商，26年重点关注：1) 千问模型占据全球模型市场份额持续提升，开源社区积累驱动阿里云出海增长；2) AI端侧与苹果合作落地后续云业务增量；3) 下游Agent、应用放量带来的模型层变现加速增长；4) 自研芯片上线节奏以及对利润率带动。
- 腾讯：广告业务在AI赋能背景下继续保持快速增长水平，同时游戏出海为重要增量。2025年我们观察到腾讯海外游戏明显加速，国内持续输出优质工业级别生产力支持，与海外工作室合作进一步加深，同时伴随AI对手游出海投放渠道的改善，26年腾讯国际游戏增长或为重要看点。
- 美团：回顾25年外卖大战，补贴是影响短期单量增长的关键，但长期来看比拼资金实力和运营能力。当前各家平台外卖投入ROI过低，亏损或已见顶。重点跟踪后续竞争态势变化，边际份额回升趋势若持续或促发新一轮行情演绎。
- 百度：已公告昆仑芯上市计划，AI背景下资产重估为重要叙事。重点关注昆仑芯上市进展，和自动驾驶业务UE转正进展。
- 快手：AI视频出海稀缺标的，国产模型性价比路径获取更多全球市场份额，重点跟踪后续可灵收入进展。

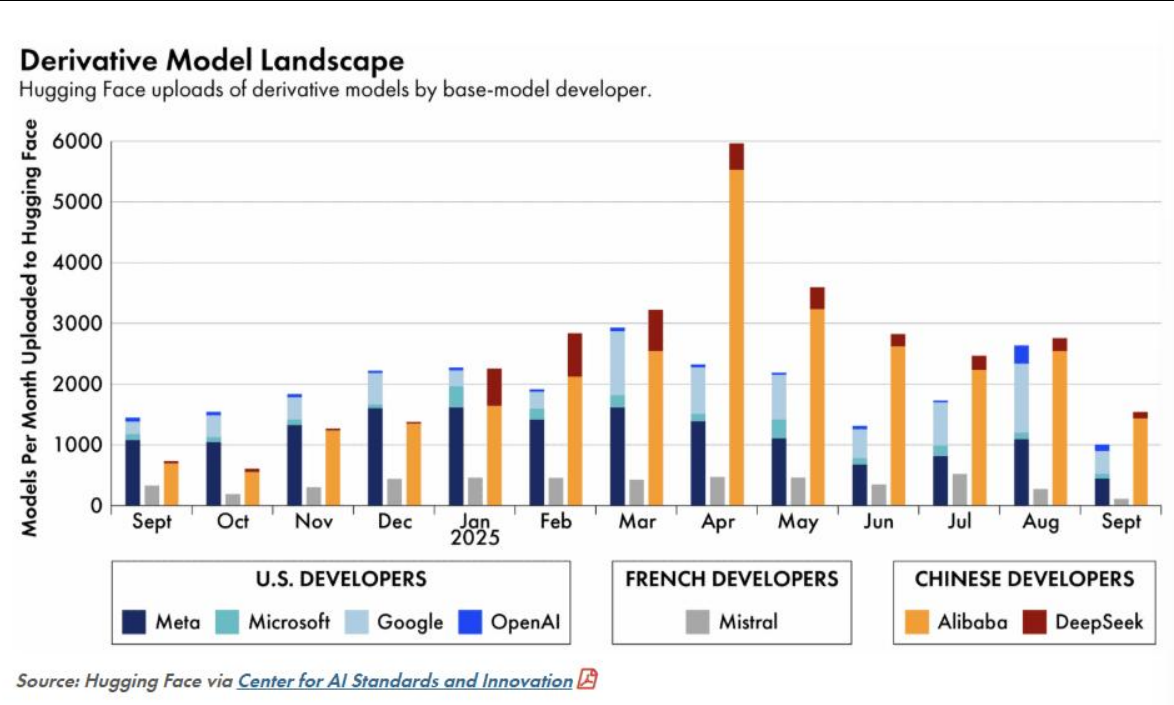
图：恒生科技指数和恒生指数2022-2025年各季度涨跌幅（25Q4截至12月18日）

恒生科技指数	2022年	2023年	2024年	2025年
Q1	-20%	4%	-8%	21%
Q2	7%	-9%	2%	-2%
Q3	-29%	0%	34%	22%
Q4	20%	-4%	-6%	-16%
恒生指数	2022年	2023年	2024年	2025年
Q1	-6%	3%	-3%	15%
Q2	-1%	-7%	7%	4%
Q3	-21%	-6%	19%	12%
Q4	15%	-4%	-5%	-5%

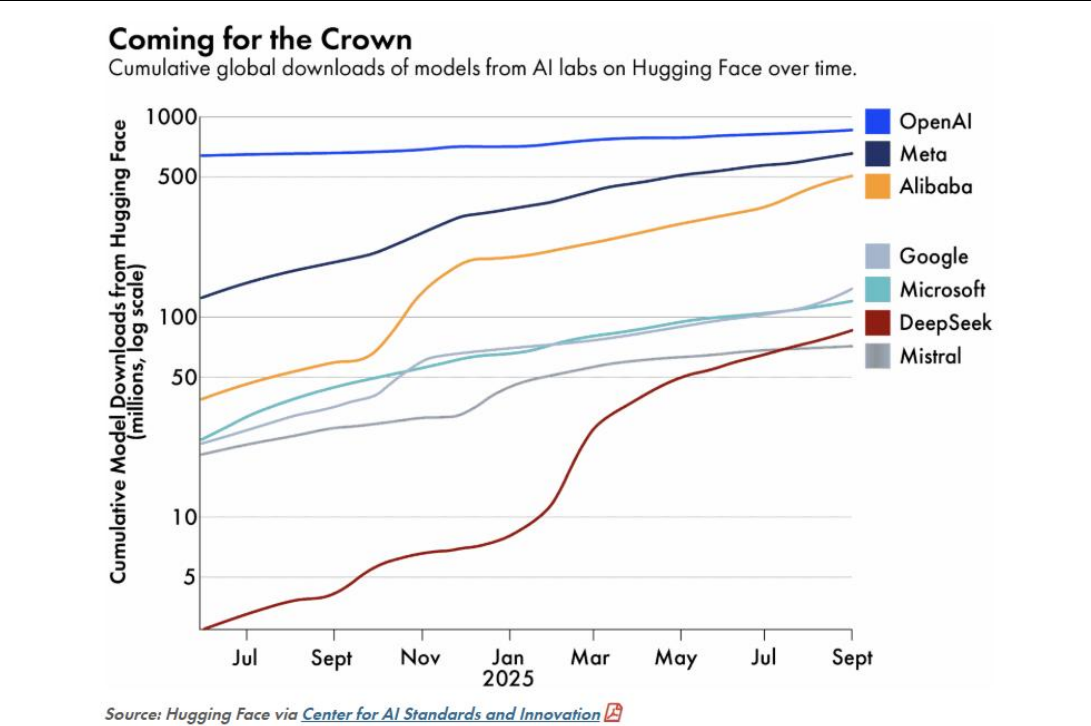
- 【 01 】 互联网行情回顾
- 【 02 】 国产模型占全球份额快速提升，驱动云业务出海
- 【 03 】 工业化能力和AI投放提效，加速国内游戏出海
- 【 04 】 供应链继续升级，电商走向全球市场
- 【 05 】 内需竞争或边际趋缓，外卖投入是关键变量

- 国产模型以Deepseek、Qwen为代表，主要优势在于开源、性价比高且迭代速度快，Qwen和DeepSeek保持定期发布，从而能够快速适应不断涌现的新工作负载。在开源模型平台Hugging face上，显示出国产开源模型的下载量和基于其开发的模型上传量在年内占比持续提升。另外根据OpenRouter统计数据，国产开源模型的tokens占比从2024年末约1.2%的占比提升至，全年平均13%的水平，且在某些周内甚至达到了所有模型总使用量的近30%。

图：基于基础模型开发者的Hugging Face衍生模型上传量



图：Hugging face中不同公司的模型下载量

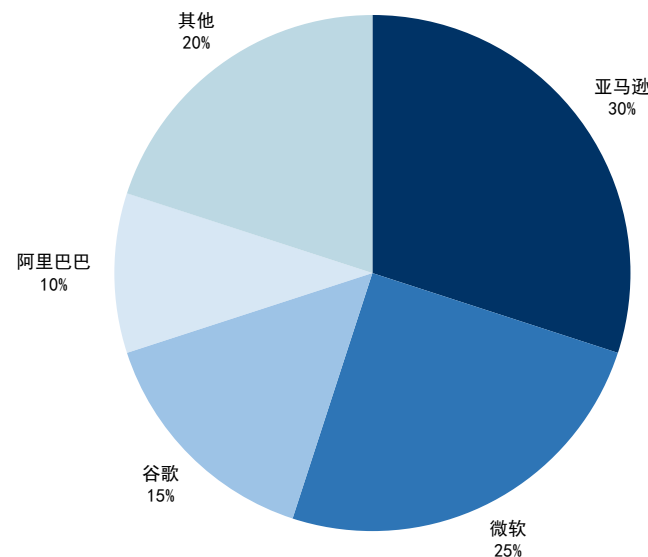


资料来源：Hugging face、国信证券经济研究所整理

资料来源：Hugging face、国信证券经济研究所整理

- **新加坡国家级人工智能计划：**2019年新加坡确立了到2030年成为研发和部署人工智能方案先行者的目标，2023年末对原有战略进行了重大的升级替代，抢占算力与人才高地。为了提升东南亚地区的 AI 能力，新加坡启动了一个名为 Sea-Lion的国家级项目，项目初期是基于Meta 的 Llama 架构构建，但2025年11月发布的最新版 Qwen-Sea-Lion-v4，底层架构彻底切换到了 Qwen3-32B。
- **选择阿里的主要原因：**1) **小语种天赋：**Llama 的训练数据中，东南亚语言（如印尼语、泰语、越南语）占比仅约为 0.5%；而 Qwen3 在预训练阶段就涵盖了 119 种语言，东南亚语种词元（Tokens）占比极高。2) **分词器（Tokenizer）优势：**Qwen 采用了更适合亚洲文字的 BPE 分词方案，处理泰语、缅甸语等不带空格的文字时，效率和准确度远超西方模型；3) **降低使用门槛：**经过阿里技术团队的后训练优化，Qwen-Sea-Lion-v4 可以在配备 32GB 内存的笔记本电脑上流畅运行，这大大降低了东南亚中小企业使用 AI 的成本。
- **当前AI在新加坡的渗透仍处于早期阶段，**仅部署了一些轻算力应用，仍有大量的重算力应用由于信息敏感在等待使用主权AI模型，未来的潜在客户以及市场空间规模较大，在新加坡市场中海外云巨头占比较高，阿里云目前不足10%，后续有望依靠Qwen的合作优势持续提升海外市场市占率。

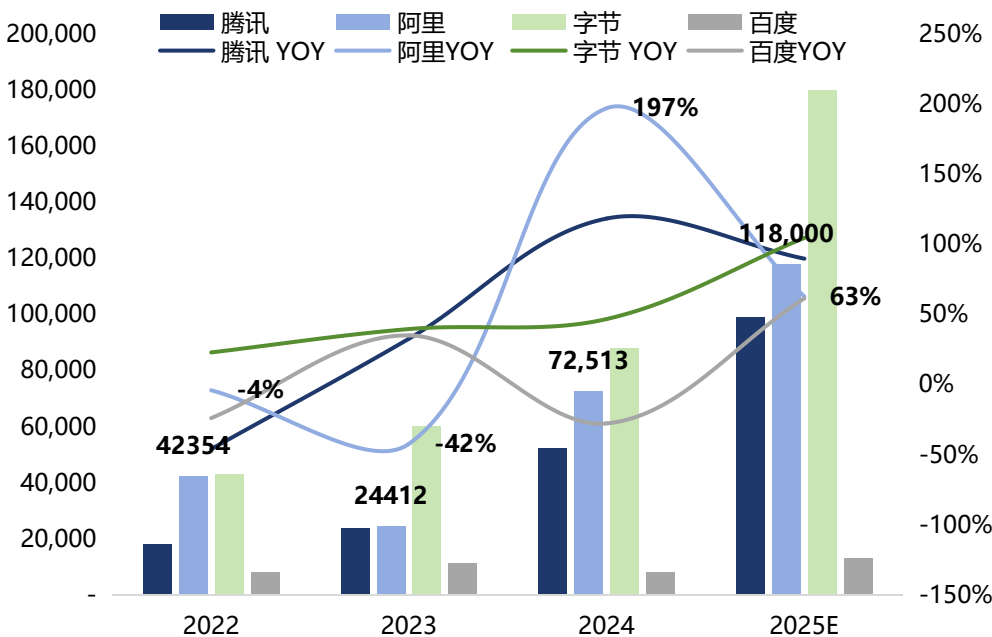
图：新加坡云计算市场格局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理测算

- 25年国内云厂竞争加剧，字节加大CAPEX同时GPU租赁持续通过价格战抢占市场份额。叠加供给增加影响，GPU租赁价格持续下降，截至年末阿里GPU租赁毛利率从年初的20%-30%下降至20%左右，字节GPU租赁仅10%+。
- 基于国内激烈的价格战，云厂普遍加大出海力度。我们预计字节资本开支25年达到1800亿，26年有望达到2600亿，其中超过一半用于海外市场，阿里海外占比也持续提升，我们预计当前占比已达到接近20%。
- Tokens消耗成重点指标，关注26年云厂模型层变现放量。随着模型能力的成熟，26年调用模型进行Agent开发等需求有望迎来爆发，各厂商开始重视tokens消耗指标。

图：国内互联网与云厂Capex年度投资与增速变化情况（百万元、%）



资料来源：公司财报、彭博一致性预期、国信证券经济研究所整理

图：阿里云&字节云收入结构拆解和预测

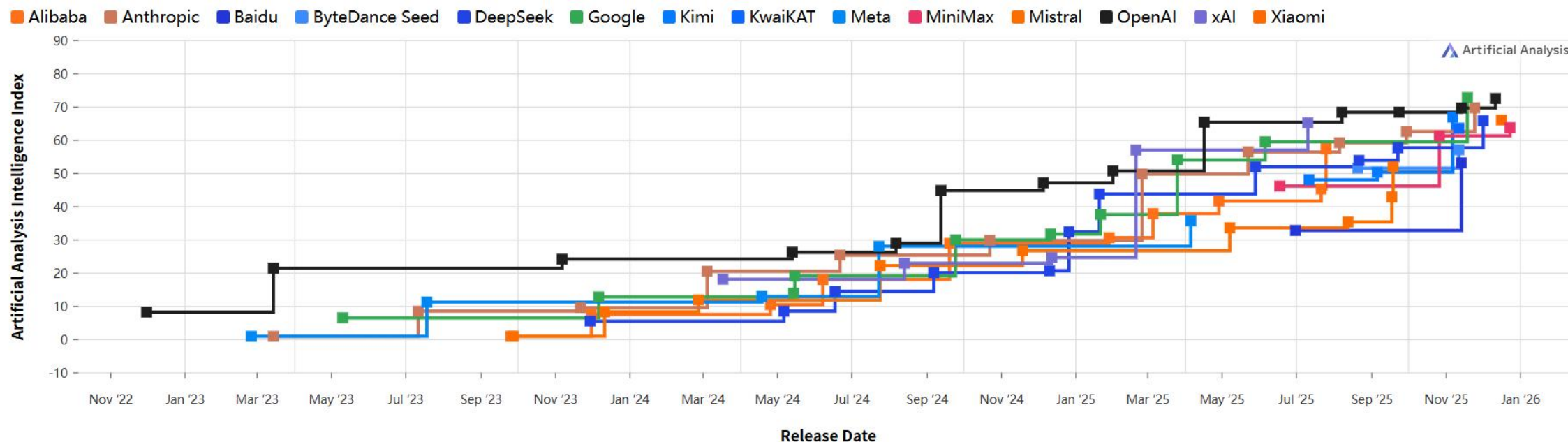
单位：亿元	字节云	阿里云
25年收入	245	1500
26年收入	450	2000
yoy	84%	33%
25年AI云收入	85	300
占比	35%	20%
-GPU租赁	75	160
-MAAS+PAAS	10	140
26年AI云收入	235	600
占比	52%	30%
-GPU租赁	125	
-MAAS+PAAS	110	

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

模型发展趋势：23年从“技术奇点”向“产业爆发”

- 2023年是Scaling law的红利期，以GPT-4为代表，23年各模型厂商的模型版本快速迭代，基本在半年时间就能完成一个大版本的升级，主要是由于预训练阶段的scaling law尚未触及数据瓶颈，通过扩展参数能够实现模型性能的快速提升，GPT-4确立了模型在逻辑推理、复杂指令遵循上的SOTA基准。
- 模型仍以文本为主导，OpenAI作为技术的领导者逐步引入了图片、视频生成理解能力。
- 基于Transformer架构的大语言模型应用场景以chatbot为主，受限于推理能力和上下文长度，在编程等场景中仅具备本科学生级别基本代码能力，可处理中等难度问题，主要依赖网页端一问一答、手动改代码。

图：前沿模型能力比较

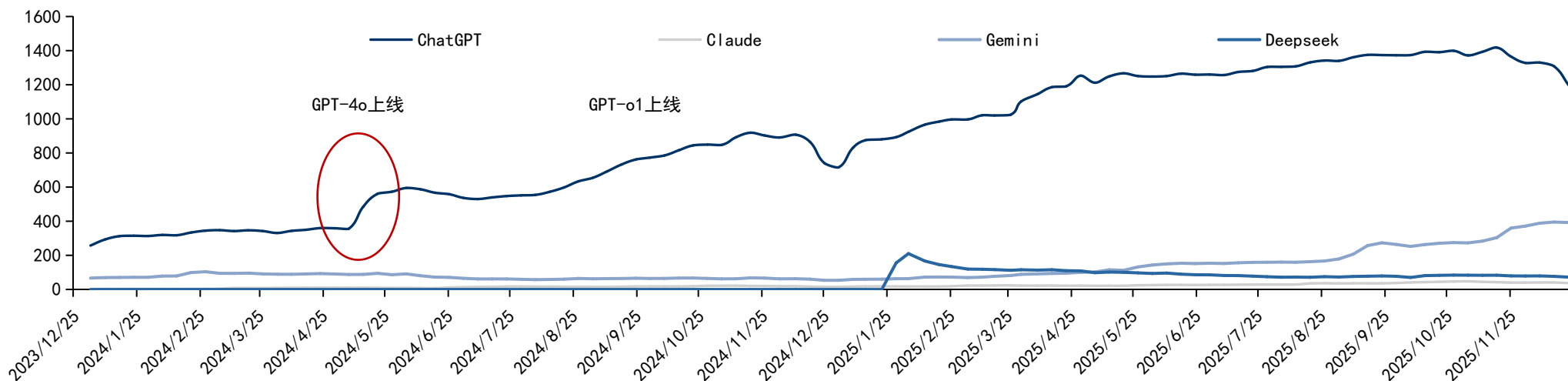


资料来源：artificial analysis、国信证券经济研究所整理

模型发展趋势：24年多模态、推理模型开始涌现

- 24年OpenAI继续引领了模型发展的两大核心趋势：1) 文本以外，图像、视频更强的模型开始涌现，包括GPT-4o为代表的多模态模型，但能力并未完善，GPT-4o的生图能力实际延期一年上线，同时OpenAI也在年初推出了视频模型Sora，谷歌5月发布Veo此后包括可灵、即梦等应用陆续上线；2) 以GPT-o1（9月）为代表的推理模型方向。预训练的Scaling law开始边际放缓，GPT-o1引入了模型的慢思考能力，通过思维链（CoT）在给出最终答案前进行内部思考，利用推理时间的延长提升模型能力上限，在数据、编程、推理等领域提升显著。但模型上下文追踪、工具调用能力不足，agent能力未落地（当时SWE bench仅能修复1%-5%现实世界GitHub任务）。
- Claude、Gemini、Llama等模型开始缩小与OpenAI的差距。
- 编程能力提升，Cursor开始出圈。年中Claude 3.5开始展现出在逻辑推理和编程方面的领先优势，结合无基础编程的破圈，Cursor的ARR迅速从23年末的100万美元增长至1亿美元。

图：头部模型产品24年以来周访问量情况

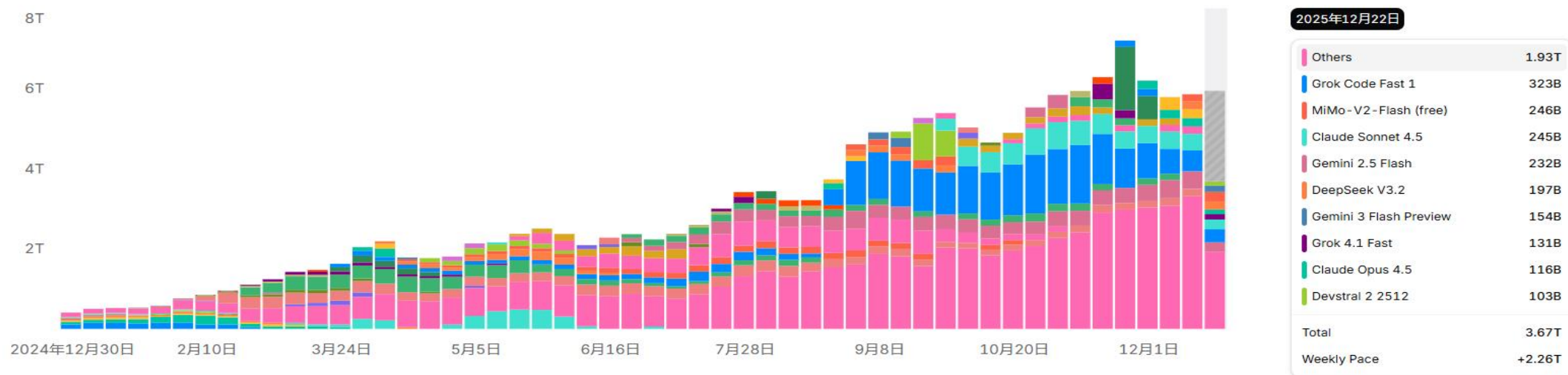


资料来源：SimilarWeb、国信证券经济研究所整理

模型发展趋势：25年从“暴力美学”（Scaling Law）重新回归“算法与工程”

- Deepseek R1的发布探索出了在烧钱Scaling law之外的另一条通过算法实现效率提升的路径。在预训练Scaling law的边际效应放缓背景下，模型厂商引入Mid training或把更多精力放到后训练中来继续实现模型整体的Scaling law。
- OpenAI缺乏模型能力突破，Gemini引领原生多模态。全年来看，OpenAI的模型能力缺乏有效突破，从诞生起就是原生多模态路径的Gemini系列开始成为市场中的SOTA基准，且谷歌的自研芯片+模型+应用的闭环生态成为其实现领先的关键。
- Coding发生质变，Agent开始走向成熟。1) Coding方面，2月claude 3.7 发布，coding 能力显著提升，可通过Cursor 工具在命令行/服务器自主拆分长任务、完成工具调用，改变开发者对 agent coding 的认知。2025 年 3 月 Gemini 2.5 Pro 发布：文本写作、情商表达、幻觉控制能力突出，成为科研论文写作的关键工具。token 消耗呈快速增长（接近指数级），核心驱动为agent coding、多智能体协作（同步开 2-3 个端口推进任务）、深度搜索功能使用。2) 经历前两年在RAG的普及、长文本能力推理能力的提升以及MCP的推出等各方面能力积累，Agent开始走向成熟。

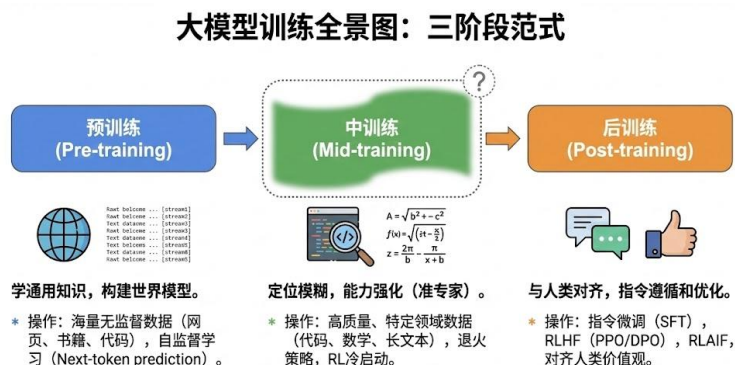
图：OpenRouter 周度tokens消耗情况



资料来源：openrouter、国信证券经济研究所整理

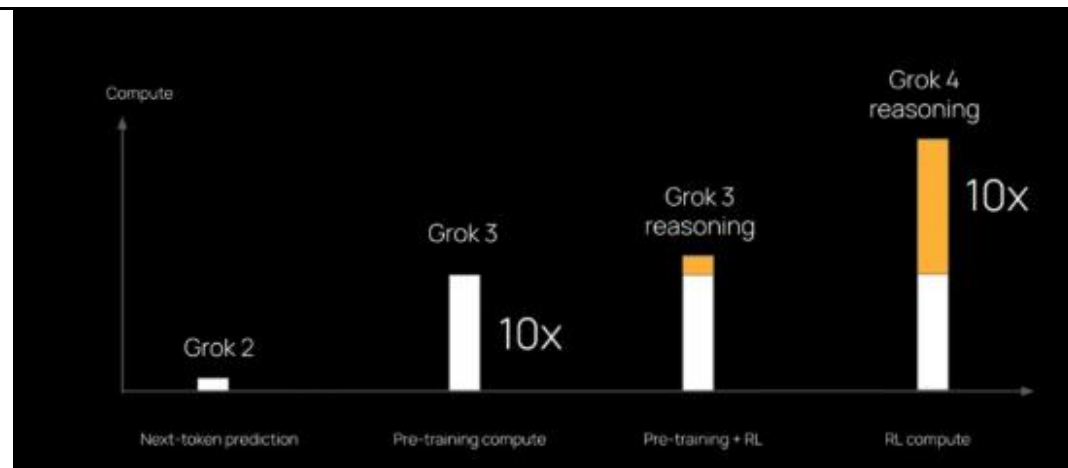
- **预训练scaling仍未见顶**：随着Gemini3的发布，谷歌再次证明尽管可用数据正在逐渐减少，但预训练仍有scaling的空间，据Gemini预训练负责人Sebastian Borgeom，预训练通过合成数据和模型架构的调整，能够继续实现scaling，且在接下来的一年中仍不会失效。（例如随着模型逐步转向原生多模态模型，原本的视频模型、图像模型都可以作为教师模型合成更多优质数据进行训练）。
- **引入Mid training**：通过在训练中加入高密度的推理链（CoT）和指令数据，让模型在还没有进入微调阶段前，就完成逻辑抽象和信息压缩。
- **后训练（强化学习）scaling是现阶段和未来的重点**：强化学习的scaling是当前模型训练的重点，主要通过RLAIF（基于AI反馈的强化学习）、RLVR（基于可验证信号的强化学习，DeepseekR1采用，在提升模型推理能力和代码能力方面表现尤为突出）。例如2025年7月发布的Grok4较Grok3在预训练环节计算量不变的基础上，在后训练阶段实现了10倍的计算量增长，带来了模型能力的进一步提升。谷歌Deepmind首席科学家Jeff Dean认为未来的重点是强化学习，原因是：人类学习的tokens远少于现在的模型，却能达到很高的能力水平，主要是由于人类会思考行动的后果、观察反馈，这种方式更偏向强化学习。
- **推理中的scaling**：主要是通过测试时计算（Test-Time Compute），利用思维链，延长模型的思考时间实现scaling（自我博弈），因此我们看到flash、pro、deepresearch模式下模型思考时间越长能够回答越深度的问题，即使不增加模型参数，模型性能依然能提升。

图：模型训练环节



注：范式正从“双阶段”向“三阶段”演进，中训练是弥合基础能力与对齐的关键。

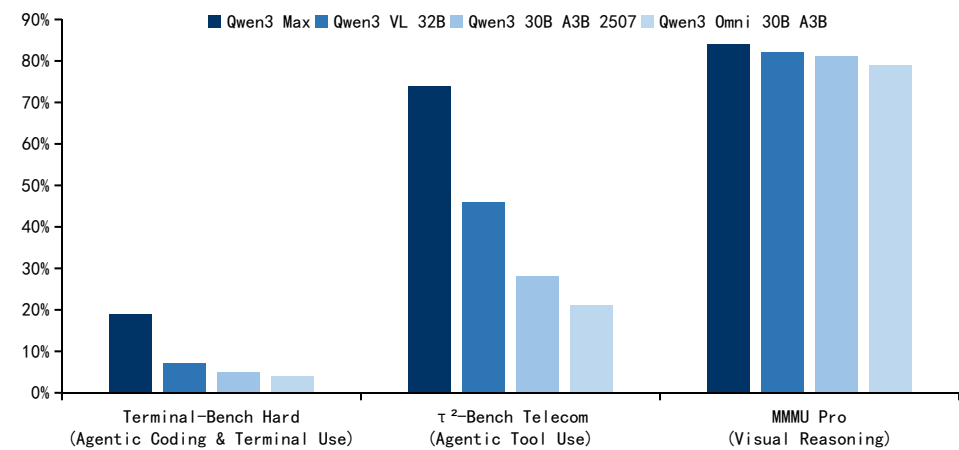
图：Grok每代版本算力投入变化情况



资料来源：xAI、国信证券经济研究所整理

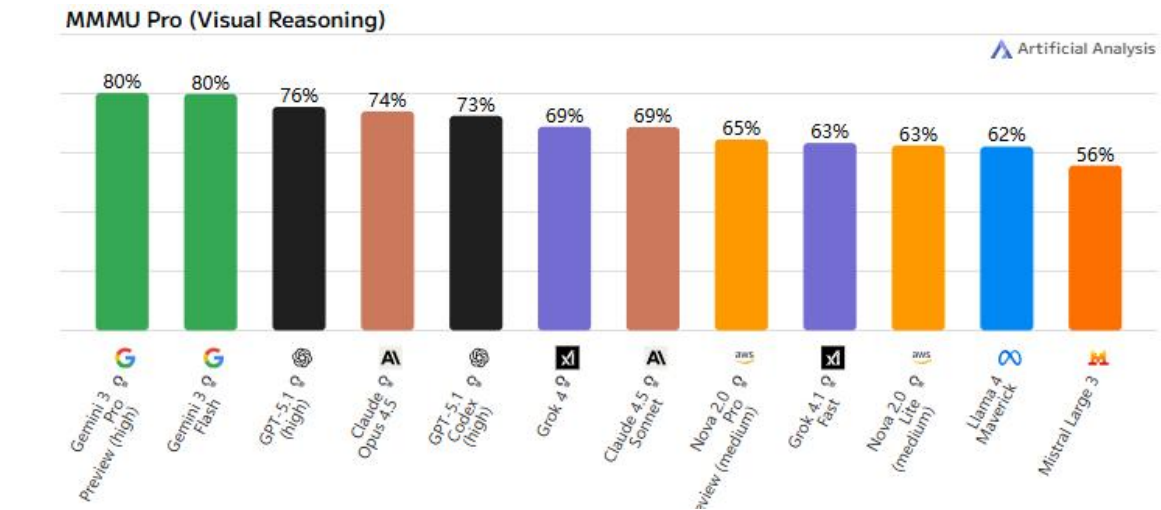
- 推理能力提升+多模态+长文本=更成熟的Agent。具备多模态能力和更强推理能力才能够应用于更多场景（例如端侧），并且在多步执行中不会忘记前面的执行步骤，因此伴随模型在这些维度能力的继续提升，26年的应用侧有望看到更多更成熟的Agent。
- 多模态能力：25年的一个重要趋势是从文本模型+外挂多模态向原生多模态模型转变，这些问题仍需要在模型架构上调整，以及对数据做更多处理。GPT-4o上线一年后在今年5月推出了原生生图能力，阿里在9月推出了Qwen3-Omni，根据新浪财经，马斯克在26年即将推出的Grok5也将是原生多模态模型。
- 在向原生多模态转变的过程中，一个重要限制是数据问题，例如一段视频当中，文本内容的数据量远低于视频内容，这会影响原本基座模型的推理能力，例如qwen3-omni相比同参数的文本模型，在agent调用、推理等方面的能力都有所下降，以及要同时理解文本、视频等内容，也需要对数据做相应的处理，而这方面也是谷歌目前保持领先优势的重要原因（Gemini从推出第一天起就是原生多模态，谷歌也拥有高质量的视频数据）。

图：Qwen3 Omni较同参数Qwen3模型性能下降



资料来源：artificial analysis、国信证券经济研究所整理

图：谷歌视觉推理等多模态能力领先

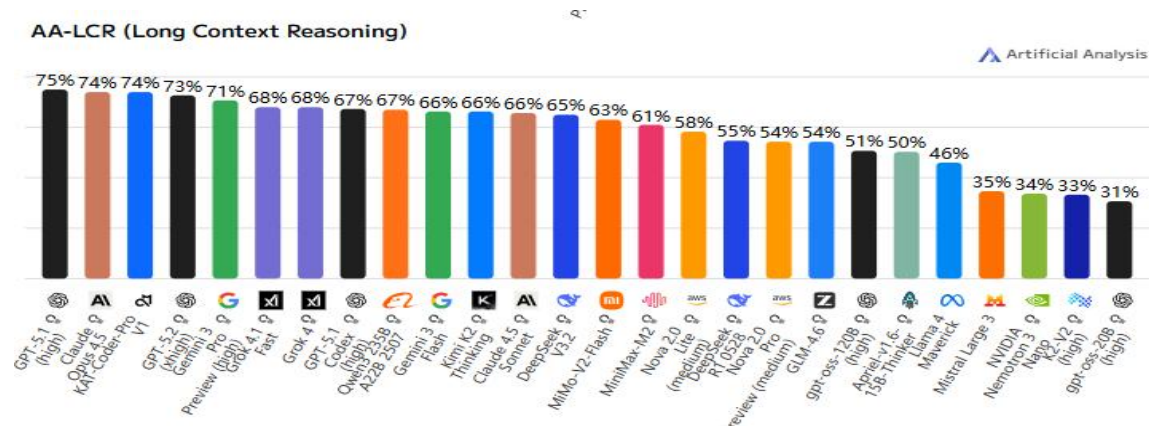


资料来源：artificial analysis、国信证券经济研究所整理

展望26年：推理能力提升+多模态+长文本=更成熟的Agent

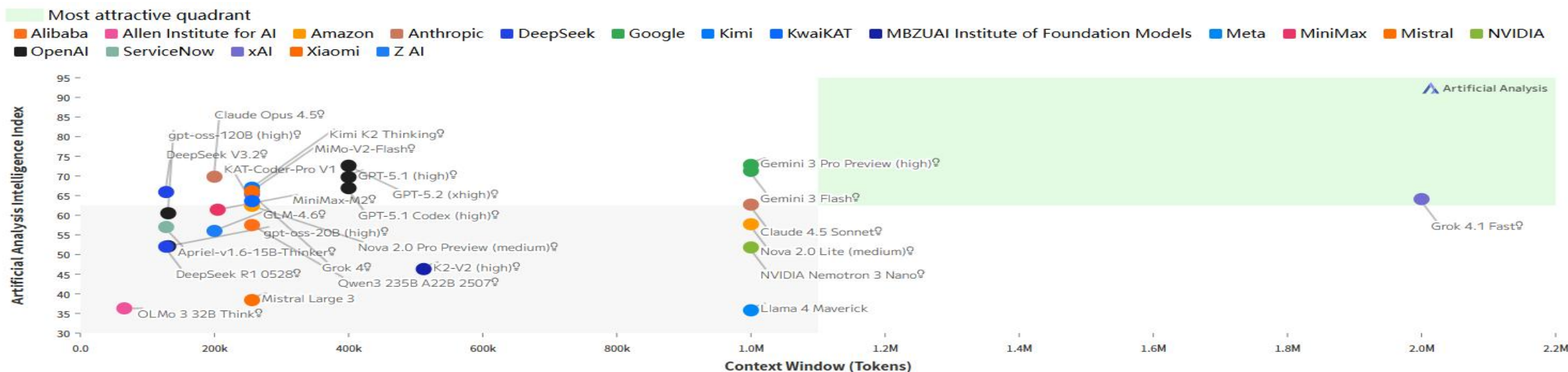
- 长文本：在当前的模型架构下，Transformer虽好，但自注意力机制下，每个token都要“关注”其他所有token，导致计算量和内存消耗与序列长度的平方成正比，在较长任务执行的过程中很难保持效率。而解决长文本问题一方面可以通过在长文本上做训练、或改善模型架构实现。
- 谷歌在2025年初推出了Titans架构，这一架构下能将RNN的速度和Transformer的性能结合到一起，新架构能够处理极长上下文，在参数规模小得多的情况下，性能优于GPT-4等大规模模型，但相比Transformer，Titans仍然面临幻觉率更高、算力要求更高、容易崩溃等问题。

图：AA-LCR（长文本推理能力）测试评分排名



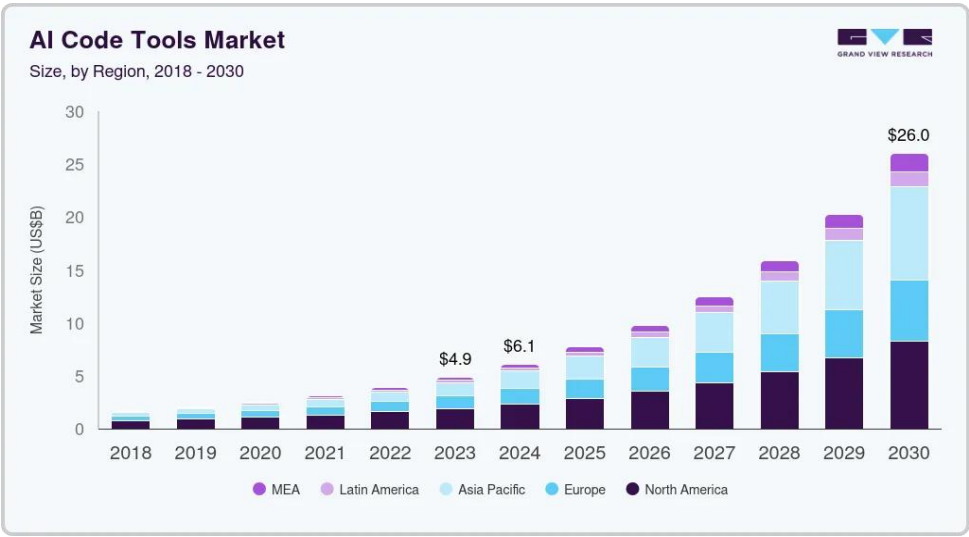
资料来源：artificial analysis、国信证券经济研究所整理

图：主流模型上下文长度对比



- 在模型稳定性和Agent能力提升的基础上，26年有望迎来需求的快速释放。
- 编程和企业Agent商业化落地最快。目前AI编程是落地最快的AI应用场景，据Grand view research，AI coding市场30年有望达到260亿美元。另据CB insights对未上市独角兽的统计，原生AI应用中，估值50亿以上的公司编程占比最多，包括Cursor的母公司Anysphere目前估值接近300亿美元，25年收入已达到10亿美元规模，此外还有两款未上市的企业agent产品也达到了100亿美元估值，ARR超过1亿美元，Salesforce的Agent产品ARR已经达到5亿美元。
- 在工业、财务、医疗、法律等垂类场景渗透率逐渐提升。例如中国南方电网总调利用 Qwen 大模型构建了电力调度辅助系统，当电网出现异常波动时，模型自动调取数万个传感器数据，快速定位是雷击还是设备老化，并给出恢复供电的建议方案；结合多模态能力和长链路执行能力的提升，也可以将模型接入工业机器人，去完成复杂操作。

图：AI编程市场规模预测



资料来源：Grand view research、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：一级市场中估值约50亿美元及以上的原生AI应用公司

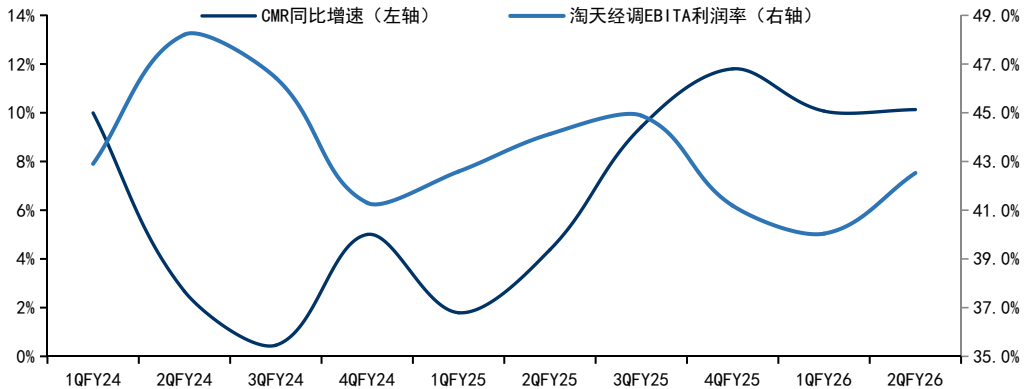
公司	估值（亿美元）	收入	行业
nysphere（Cursor）	293	收入10亿美元	编程
Sierra	100	ARR 1亿	企业agent
Reflection AI	80	收入460万	编程
Mercor	100	ARR 5亿	数据标注和模型评估
Cognition AI	102	ARR 1.5亿	企业agent
Lovable	66	ARR 2亿	编程
Cyera	90	ARR 1亿	网络安全
Helsing	53.7	收入1-2亿	防务
NinjaOne	50	收入3-5亿	网络安全
Quince	45	ARR 5亿	电商

资料来源：CB insights、国信证券经济研究所整理

阿里巴巴：电商竞争依旧激烈，外卖逐步减亏

- 电商业业务今年以来受益于技术服务费和全站推广告产品，货币化率保持同比提升趋势，带动CMR收入实现了连续三个季度10%以上的增长，但同时由于激烈的竞争环境，我们测算电商业业务利润率仍然保持下降趋势，考虑到目前的消费环境，预计利润率下降趋势仍有可能延续。
- 即时零售业务在Q3达到单季度亏损峰值，进入Q4，公司不断调整订单结构，预计非茶饮占比已超过75%，单均价格较8月环比增长超过两位数。我们测算，10月以来较7-8月UE优化一半，同时订单份额稳定，单均物流成本显著降低。后续伴随老客占比的提升、补贴方式调整、商业化水平推进，UE仍有进一步改善空间。

图：阿里电商业业务CMR增速及电商经调EBITA利润率（测算值）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

图：阿里财务预测

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
总收入	941,168	996,329	1,046,301	1,182,239	1,293,003	243,236	236,503	280,154	236,454	247,652	247,795
毛利	354,845	398,044	430,361	488,022	534,942	97,130	92,474	117,630	90,828	111,223	97,014
研发费用	-52,256	-57,151	-63,890	-68,711	-75,161	-13,373	-14,182	-14,662	-14,934	-15,001	-17,095
销售费用	-115,141	-144,021	-222,174	-223,028	-234,083	-32,696	-32,471	-42,675	-36,179	-53,178	-66,496
管理费用	-41,985	-44,239	-37,309	-44,343	-51,087	-13,280	-9,777	-10,851	-10,331	-7,398	-7,380
经调整EBITA	165,028	173,065	120,781	166,710	189,472	45,035	40,561	54,853	32,616	38,844	9,073
净利润, non-GAAP	157,479	158,104	111,749	144,996	171,969	40,691	36,518	51,066	29,847	33,510	10,352
CAPEX	32,087	85,817	133,791	173,929	191,322	11,939	17,491	31,775	24,612	38,676	31,501

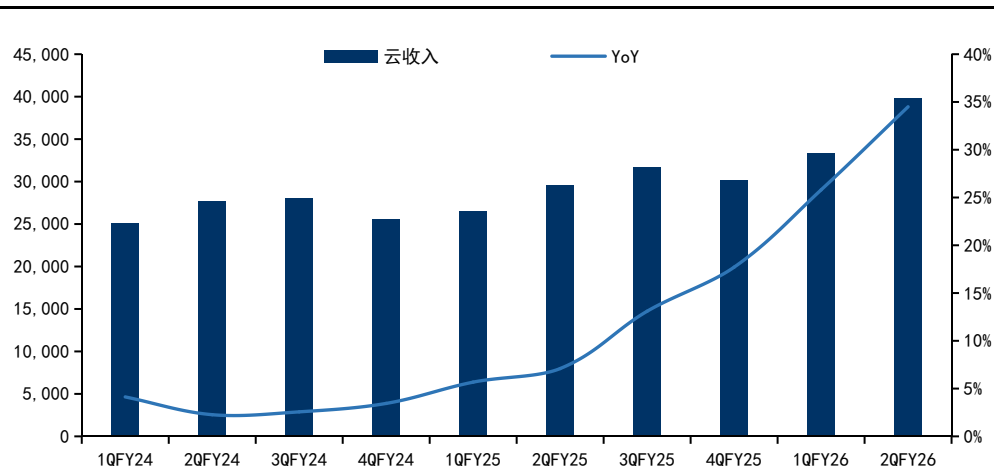
新口径	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
中国电商集团											
收入	491,810	582,829	649,064	684,046		127,670	114,773			140,072	132,578
CMR	324,622	352,451	374,761	394,487		81,088	71,667			89,252	78,927
直营、物流及其他	103,463	109,379	114,848	118,293		27,434	22,799			29,325	24,006
即时零售	39,424	93,630	129,350	138,150		13,196	14,321			14,784	22,906
中国批发商业	24,301	27,368	30,105	33,116		5,952	5,986			6,711	6,739
经调整EBITA	195,912	124,539	169,540	189,310		48,753	44,327			38,389	10,497
阿里国际数字商业集团											
收入	102,598	132,300	147,971	159,576	167,838	29,293	31,672	37,756	33,579	34,741	34,799
经调整EBITA	-8,035	-15,137	472	1,596	2,518	-3,706	-2,905	-4,952	-3,574	-59	162
云智能集团											
收入	106,432	118,028	155,118	202,024	256,941	26,549	29,610	31,742	30,127	33,398	39,824
经调整EBITA	5,592	10,556	13,969	18,283	23,253	2,337	2,661	3,138	2,420	2,954	3,604

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

阿里巴巴：关注出海、tokens消耗量增长带来的利润率拐点

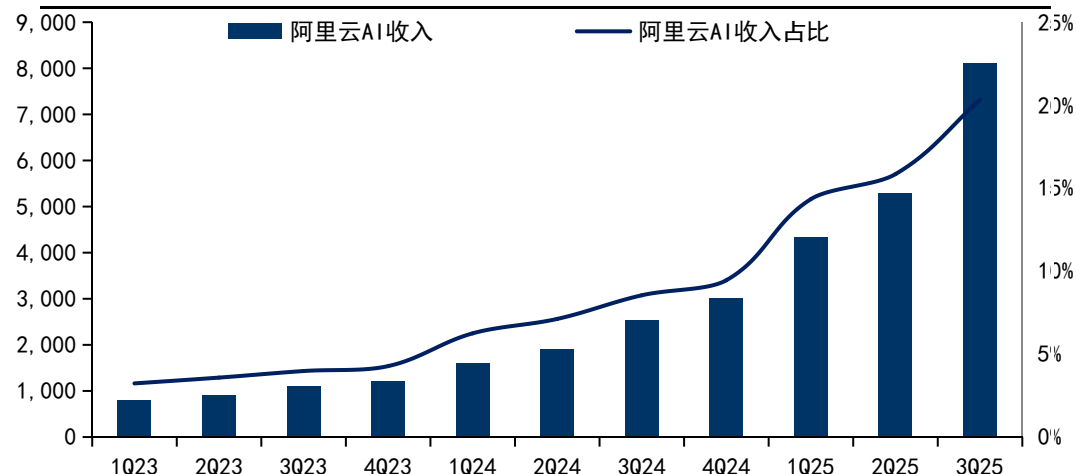
- AI&云业务是阿里巴巴股价的核心影响因素，自25年以来在AI驱动下收入持续加速，25Q3收入增速已达到34%，AI相关收入占外部收入超过20%，且整体利润率保持稳定，全年CAPEX预计将达到1200-1300亿，较去年明显增加。
- 展望26年，我们认为核心应该关注：1) 出海、PaaS业务放量带来的利润率拐点。
- ✓ 我们预计当前阿里海外收入占比约20%，且增速远高于国内，阿里在海外拥有价格优势，无论在传统云还是大模型的tokens定价上，且阿里自身的模型能力领先，已经吸引到新加坡政府从I lama模型切换到Qwen上，后续有望靠紧跟第一梯队的模型能力+价格优势吸引到更多客户。同时，海外市场价格竞争激烈程度弱于国内，因此阿里云海外的毛利率高于国内，伴随海外收入占比的持续增加，有望带动整体利润率的提升。
- ✓ 我们预计FY26阿里云AI收入约300亿元人民币，其中GPU租赁相关预计占比50%-60%，今年以来受市场竞争加剧影响，GPU租赁毛利率持续下滑，但展望明年，伴随模型能力的成熟，Agent的开发需求以及下游应用需求有望迎来放量，模型消耗tokens实现大幅增长，因此我们认为PaaS层（百炼平台等）的增长潜力高于GPU租赁，考虑到其更高的毛利率水平，有望带来整体利润率的提升。

图：阿里云收入及增速（百万元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：阿里AI云收入及增速（百万元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

阿里巴巴：关注苹果合作落地以及模型能力提升

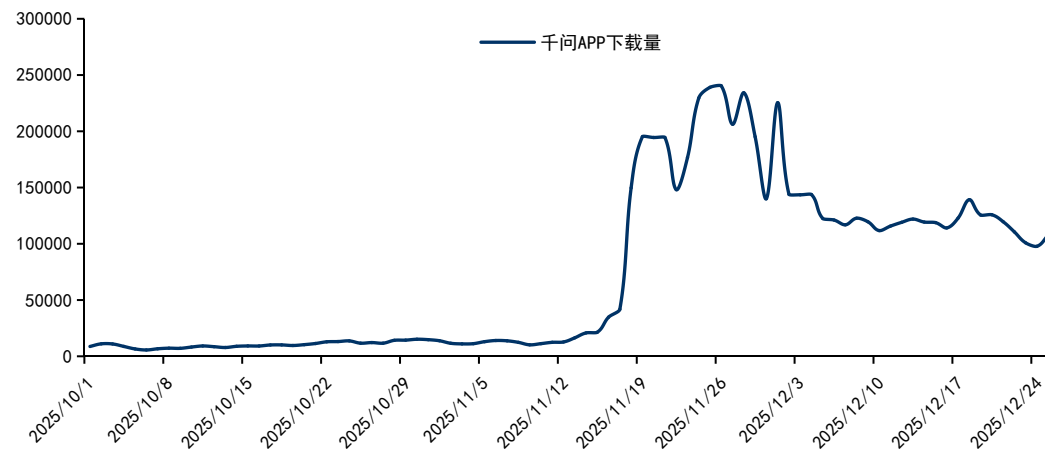
- 2) 苹果合作落地：根据中国日报，①与苹果合作为Siri提供模型支持，国内苹果活跃设备数量达到2.7亿，将直接为阿里带来云服务的增量。参考海外苹果以10亿美元/年的价格获取谷歌Gemini模型的使用权。②与苹果合作有望为阿里生态的产品带来流量支持，在出行、支付、购物等场景下获得流量倾斜。③更重要的是，阿里Qwen模型作为国内目前最强模型，与头部手机厂商的合作也有望打造标杆案例，进一步推进与其他手机厂商的合作。
- 3) 模型能力升级，千问APP流量增长拓展C端。模型侧一方面需要关注Qwen后续模型的发布，尤其是原生多模态领域的能力提升，另一方面，C端产品千问APP用户增长情况对于阿里无论创造新的流量入口还是为带动主业流量增长都值得期待。

图：智能手机品牌活跃设备数量变化



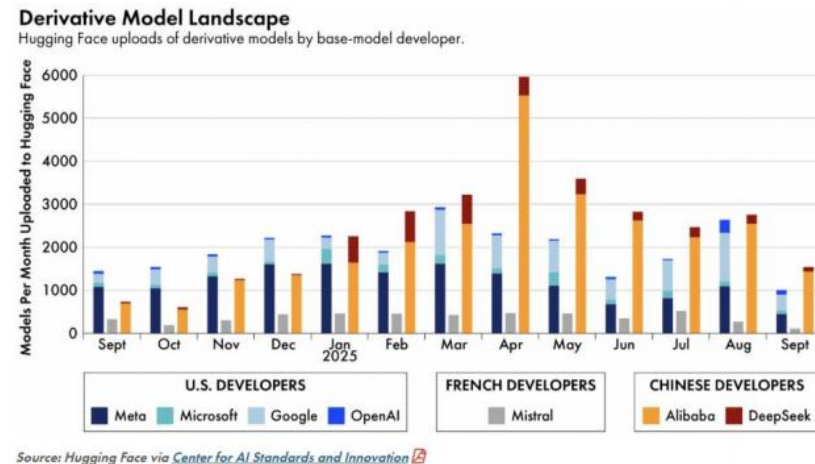
资料来源：Questmobile、国信证券经济研究所整理

图：千问APP下载量（IOS）



资料来源：七麦数据、国信证券经济研究所整理

图：基于基础模型开发者的Hugging Face衍生模型上传量



资料来源：Hugging face、国信证券经济研究所整理

海外云业务估值

➤ 截至12月24日收盘价，海外云业务估值情况：当前谷歌云14x PS，亚马逊云8.5x PS，微软云12.6x PS，Oracle 6.8x PS。

图：海外云厂估值拆分

谷歌 26年预测	收入 (百万美元)	YoY	PS	经营利润 (百万美元)	OPM	净利润 (百万美元)	YoY	税率	PE	市值 (百万美元)
谷歌服务	367,767	12%	7.6	149,681	41%	127,229	11%	15%	22	2,799,035
谷歌云	71,946	28%	13.8	15,698	22%	13,343	38%	15%	75	995,080
谷歌	441,052	12%	8.6	150,042	34%	128,844	7%		29.4	3,794,115
亚马逊 26年预测										
零售 (电商+广告+会员等)	635,186	8%	1.9	47,490	7%	40,367	16%	15%	30	1,210,995
亚马逊云	150,317	19%	8.5	51,741	34%	43,980	17%	15%	29	1,274,694
亚马逊	782,983	10%	3.2	99,231	13%	83,096	15%		29.9	2,485,689
微软 26年预测										
其他	197,945	8%	9.0	74,474	38%	71,278	6%	15%	25	1,781,953
微软智能云	146,729	23%	12.6	62,494	26%	53,120	26%	15%	35	1,842,892
微软	344,674	14%	10.5	136,968	40%	124,398	14%		29.1	3,624,845
Oracle (FY27预测; 截至27年5月)	83,518	25%	6.8			18,817	26%		30.2	568,851

资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

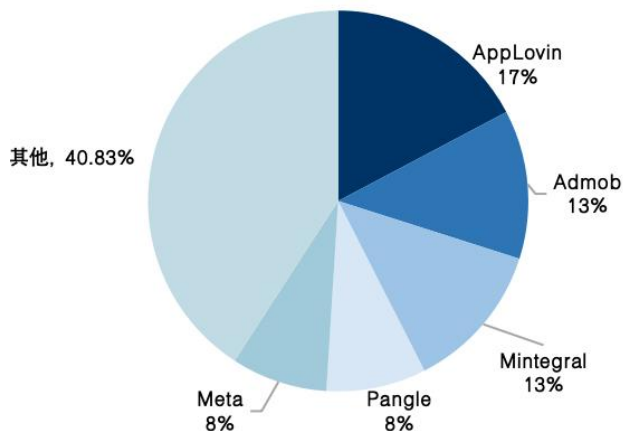
- 当前估值（截至2025年12月29日收盘价）：2.5万亿人民币。
- 中国电商集团：我们预计FY27经调整净利润1400-1500亿元，10x PE，约合1.4-1.5万亿人民币。
- 云智能集团：我们预计FY27收入2000亿元，当前对应约5xPS，约合1万亿元人民币。
- 估值空间测算：目标市值3.4-4万亿人民币。
- 中国电商集团：伴随外卖业务的亏损持续收窄，利润持续改善，我们认为应当用更长期视角思考外卖业务的价值。FY27公司电商主业稳态经调整净利润将达到约1800亿元，远期外卖扭亏情况下，整体给予10x-12xPE，对应1.8万-2万亿人民币市值。
- 当前阶段，市场对于外卖行业的最终格局仍有分歧，但我们认为，本轮竞争中淘宝闪购在战略地位、组织执行力、资源条件等维度与当年饿了么相比提升明显，竞争力明显提升，长期来看阿里有能力维持当前市场份额，后续通过增加对于增量用户的商业化（广告），以及进一步的降低补贴力度，逐步减少亏损。
- 闪购业务长期有能力扭亏，并且给主站贡献AI Agent层面的价值，可以按照远期扭亏情况下进行估值，考虑到FY27公司电商主业稳态经调整净利润将达到约1800亿元，给予10x-12xPE，对应1.8万-2万亿人民币市值。
- 云智能集团：26年有望迎来利润率提升，模型得到海外认可有望加速海外收入增长，阿里云作为全栈云服务商可以对标谷歌给予8-10xPS，我们预计FY27阿里云实现收入2000亿元，对应1.6-2万亿人民币。
- 利润率提升路径：1）自研芯片使用有望带来成本改善；2）海外占比提升，新加坡标杆案例落地后有望加速公司出海进程，海外市占率有较大提升空间，考虑到海外市场拥有更高利润率水平，有望带动公司整体利润率提升；3）26年大模型agent能力更成熟，下游有望放量，AI云中PaaS占比有望持续提升，带动利润率提升。

- 【 01 】 互联网行情回顾
- 【 02 】 国产模型占全球份额快速提升，驱动云业务出海
- 【 03 】 工业化能力和AI投放提效，加速国内游戏出海
- 【 04 】 供应链继续升级，电商走向全球市场
- 【 05 】 内需竞争或边际趋缓，外卖投入是关键变量

AI推动Applovin广告投放成本低，降低国内厂商出海成本

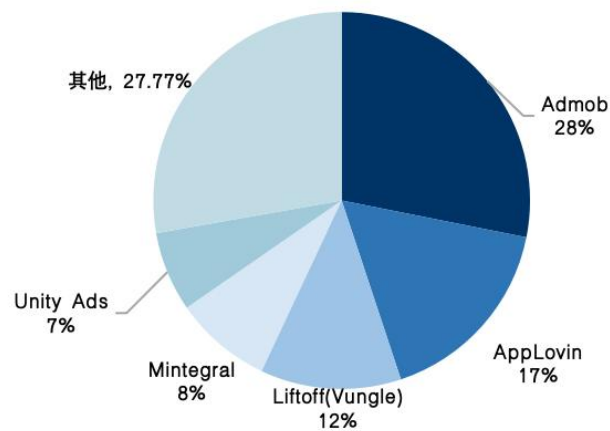
- **AI推动Applovin广告投放成本低，降低国内厂商出海成本。** Applovin的核心竞争力，在于2023年2月推出的AI引擎AXON 2.0，并将其引入到两个平台：①AI广告制作平台SparkLabs，前者利用AI技术，制作海量的广告素材。可以将定制素材的时间缩短至一到两周内，并且价格低廉。②一站式广告营销平台AppDiscovery。利用机器学习和人工智能提供更精准的用户定向，可以根据用户偏好和行为，实现更精细的受众细分。根据格隆汇，Applovin利用的是AI生成广告，成本低得多，仅仅五分之一的报价，就几乎能获得与过去同样高的ROAS。25年2月，AppLovin出售游戏业务，以专注于广告平台业务。
- **Applovin起量快，反应迅速，迎合全球游戏中轻度混变趋势。** 根据Dataeye，游戏从业者反馈：投放人员在上午设定地区和预算，下午就能进量，晚上就可以翻倍加预算，ROAS也很实时，这种调整速率给予了投放人员更多灵活操作的空间。大平台让“一两周一动”，而Applovin当天“动几次都行”。Applovin起量快、优化简单主要系不断收购休闲厂商做聚合，提升了模型算法和用户质量有关。除此以外，AppLovin广告素材审核更宽松，成为了不少中小厂商的新选择。

图：全球游戏买量收入占比（安卓端）



资料来源：TopOn & Taku、国信证券经济研究所整理

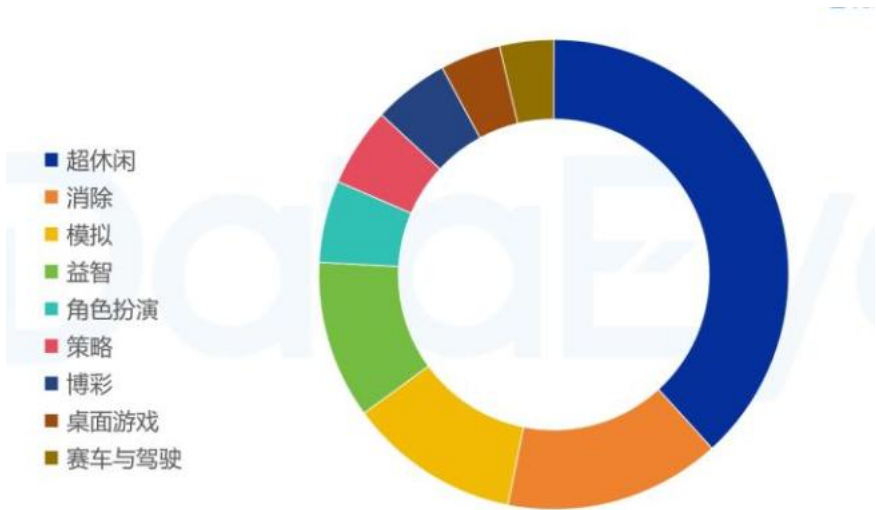
图：全球游戏买量收入占比（iOS端）



资料来源：TopOn & Taku、国信证券经济研究所整理

- AppLovin 侧以休闲向素材（如生存类轻度玩法）买量为主。根据Dataeye，在AppLovin上投放的游戏素材按玩法分布，排第一的是超休闲，占到了所有玩法的35.4%。按占比依次排列的是消除（13.8%）、模拟（11%）和益智（10.1%）。
- 《无尽冬日》在海外的火爆，是品类融合的红利并叠加AppLovin助力。《无尽冬日》23年2月海外上线，是全球首款冰雪题材末日生存 SLG，以“休闲外壳 + 重度 SLG 内核”破圈，降低用户门槛的同时保障长线付费与留存，连续 15 个月蝉联中国手游出海收入榜榜首。Sensor Tower 数据显示，截至今年9月，其全球累计收入（不含国内安卓市场和小程序数据）已超过35亿美元（约合人民币250亿元）。传统重度 SLG 素材转化低、获客成本高；“休闲素材 + 重度内核”的买量策略成为破局关键，而 AppLovin 的生态与算法恰好适配这一模式。

图：AppLovin投放素材玩法分布(24年1-8月)



资料来源：Dataeye、国信证券经济研究所整理

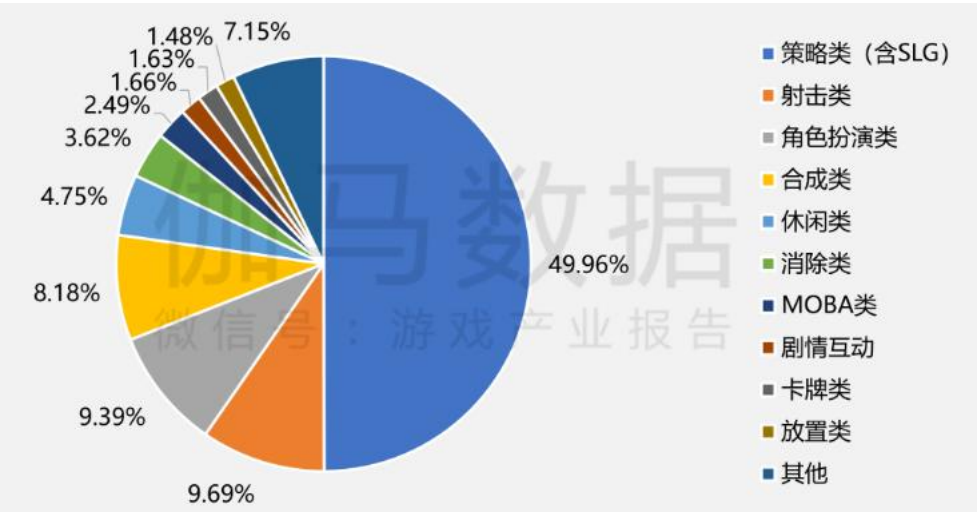
图：中国手游出海收入榜（25年11月）

1	Whiteout Survival 点点互动	16	Age of Origins: Tower Defense 壳木游戏
2	Kingshot 点点互动	17	恋与深空 叠纸游戏
3	Gossip Harbor®: Merge & Story 柠檬微趣	18	Tasty Travels: Merge Game 点点互动
4	Last Z: Survival Shooter Floere Game	19	万国觉醒 莉莉丝
5	崩坏：星穹铁道 米哈游	20	荒野行动 网易游戏
6	胜利女神: NIKKE 腾讯游戏	21	Merge Cooking Happibits
7	PUBG MOBILE 腾讯游戏	22	Jackpot World™ - Slots Casino 博乐游戏
8	Dark War Survival Floere Game	23	可狱不可囚 益世界
9	Evony: The King's Return Top Games	24	绝区零 米哈游
10	Top Heroes 江娱互动	25	Lotsa Slots - Casino Games 博乐游戏
11	Puzzles & Survival 三七互娱	26	Project Makeover Magic Tavern
12	Seaside Escape®: Merge & Story 柠檬微趣	27	明日方舟 悠星网络、鹰角网络
13	Mobile Legends: Bang Bang 沐瞳科技	28	Flambé: Merge & Cook 柠檬微趣
14	原神 米哈游	29	Top War: Battle Game 江娱互动
15	鸣潮 库洛游戏	30	Top Tycoon: Coin Theme Empire 匠心趣游

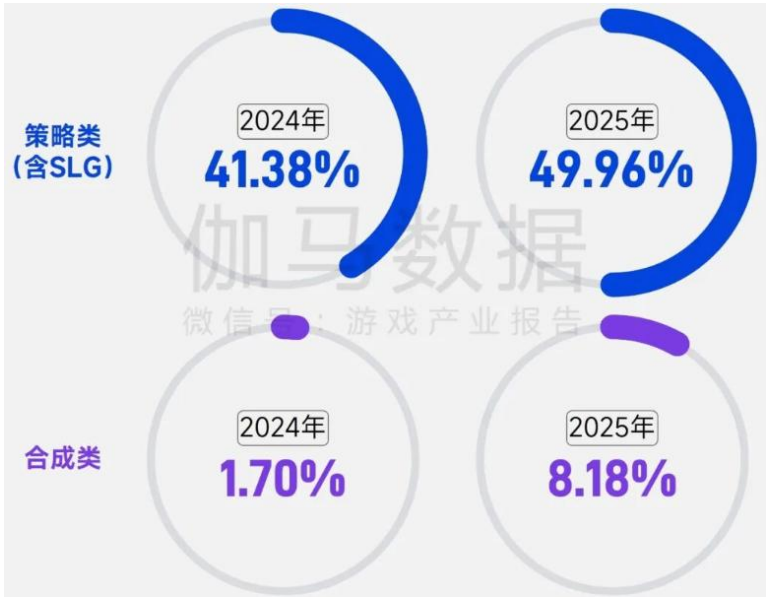
资料来源：AppMagic、国信证券经济研究所整理

- 国内厂商出海策略类（含SLG）是主力，占比持续提升。合成游戏是新方向，反应国内游戏厂商在长线运营GaaS方向的能力。根据伽马数据，中国游戏厂商海外市场收入前100的自研移动游戏中，策略类（含SLG）占比49.96%，同比显著上升，仍居首位。SLG、合成类游戏是带动25年国内自研移动游戏海外收入增长的重点。通过融入模拟经营、合成、塔防等玩法，头部重度品类策略类（含SLG）市场占有率增加8.58个百分点；通过融入改装、模拟经营、剧情等玩法，更为休闲的合成品类头部市场占有率增加6.48个百分点。整体来看，“重度游戏休闲化”与“休闲游戏中重度化”均展现出增长潜力，二者的结合正成为成熟品类实现再增长的关键。
- 比如《无尽冬日》将多种玩法进行融合，在模拟经营的基础上融入了SLG策略和叙事要素，既能吸引传统的SLG核心玩家，又能通过前期的经营养成体验留住更广泛的模拟类玩家。

图：中国自主研发移动游戏出海收入前100类型收入分布



图：中国自主研发移动游戏出海策略类、合成类占比提升



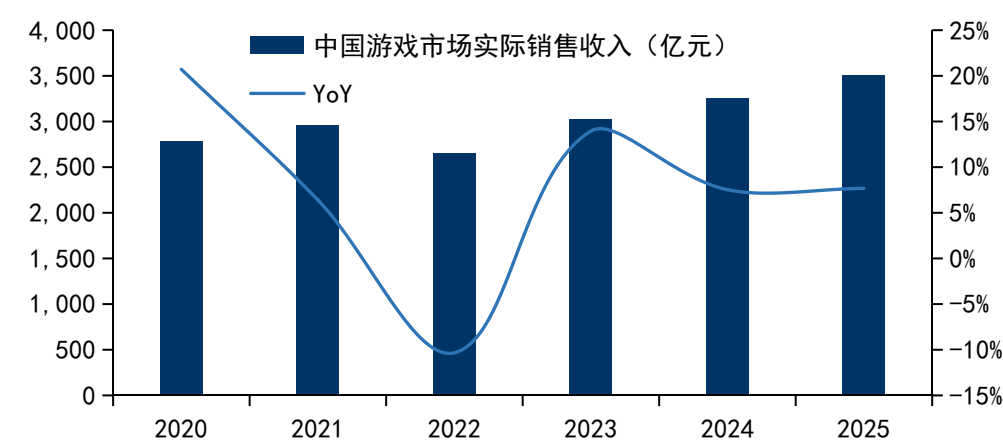
资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

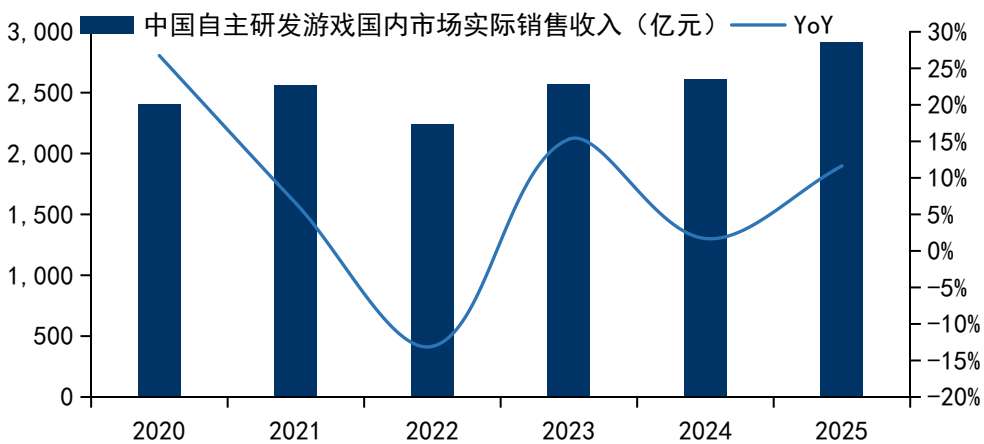
游戏大盘：25年海外、端游、射击游戏是亮点

- 2025年，国内游戏市场实际销售收入3507.89亿元，同比增长7.68%；用户规模6.83亿，同比增长1.35%。自研游戏增长有明显提升，同比增长12%。2025年，自主研发游戏国内市场实际销售收入2910.95亿元，同比增长11.64%，除得益于头部长青产品稳定支撑外，多款自研新品也带来明显增量。在政策方面，年内已下发1771个游戏版号，为近七年最高。
- ✓ 中国自主研发移动游戏海外收入增长加速。2025年自研游戏海外市场实际销售收入204.55亿美元，同比增长10.23%。其中，自研移动游戏海外市场实际销售收入184.78亿美元，同比增长13.16%。在全球经济波动、竞争明显加剧背景下，我国游戏企业擅长长线运营，展现强劲韧性。
- ✓ 受益于PC端同步发行，25年端游重回双位数增长。2025年，国内客户端游戏市场实销收入781.6亿元，同比大幅增长14.97%。
- ✓ 射击类是2025年产业规模增长的重要动力。作为国内第二大游戏品类，2025年流水TOP100移动游戏中射击类产品收入占比增至18.29%，各终端射击类游戏总增量超百亿元。新玩法与新产品的推出是射击游戏增长的核心原因。玩法层面，“搜打撤”模式成为关键增量来源。同时，部分头部射击游戏也引入同类玩法（典型如《和平精英》等），同样获得了数千万量级的用户热度。

图：中国游戏市场实际销售收入及增速



图：中国自主研发游戏市场实际销售收入及增速



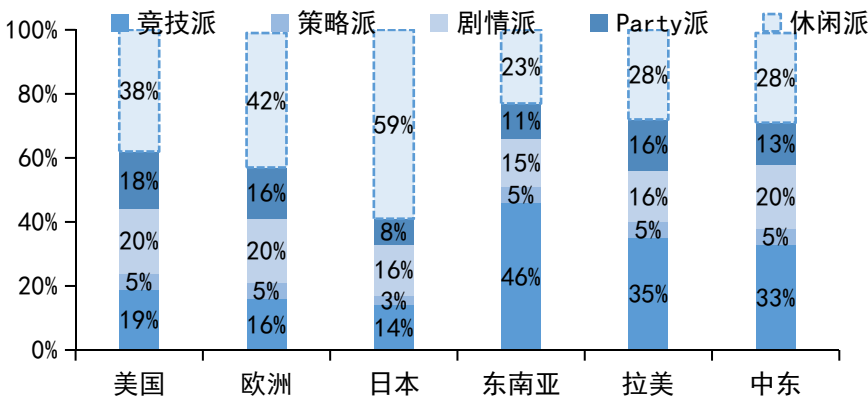
资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

25年休闲游戏表现良好，预计26年延续，游戏需求向情感性价值转型

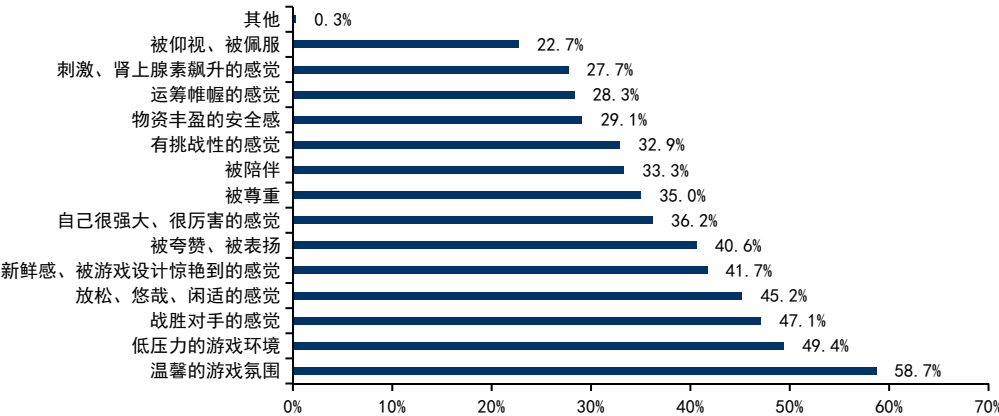
- 25年休闲游戏收入增长10%。2025年，国内移动休闲游戏市场收入342.65亿元，同比上升9.56%。其中内购产生的市场实销收入225.83亿元，同比增长9.8%；广告变现收入116.81亿元，同比增长9.1%。
- 国内游戏需求从战胜的功利性到情感性的价值转向。当前国内游戏收入靠前的是较重度、强调竞技的MOBA、射击类。根据伽马数据，国内用户对游戏的核心诉求正从“战胜他人/系统”的竞争性快感，转向“获得内心平静、温暖连接与自我关照”的情感性满足。对比来看，**成熟地区欧美、日韩玩法偏轻度玩法偏轻度**，休闲以及party派用户占到市场半数以上。主要付费玩家年龄增加和生活节奏加快。
- 合作类、模拟生活类、女性向类游戏值得关注。1) 模拟经营：已上线的心动公司的《心动小镇》最高位列iOS游戏畅销榜TOP6，其他游戏包含腾讯《粒粒小人国》，目前预约人数500万。2) 女性向：AI、VR等新技术将为女性向游戏带来全新体验，推动产品形态创新。《EVE》（自然选择）、《无限谷》等 AI 陪伴产品有望在2026年上线。

图：全球不同国家喜欢游戏风格

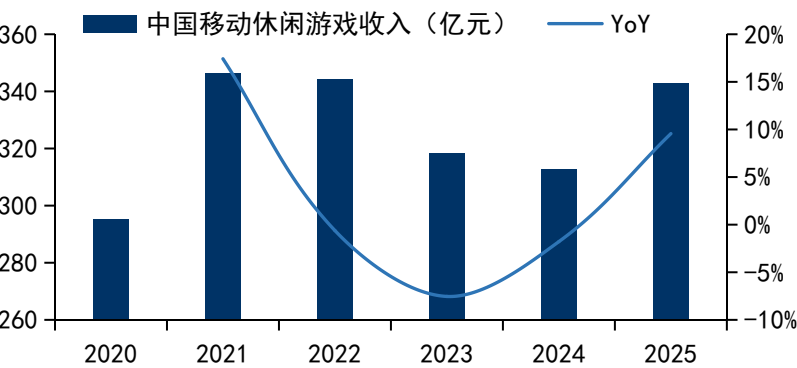


数据来源：2022腾讯游戏开发者大会，国信证券经济研究所整理

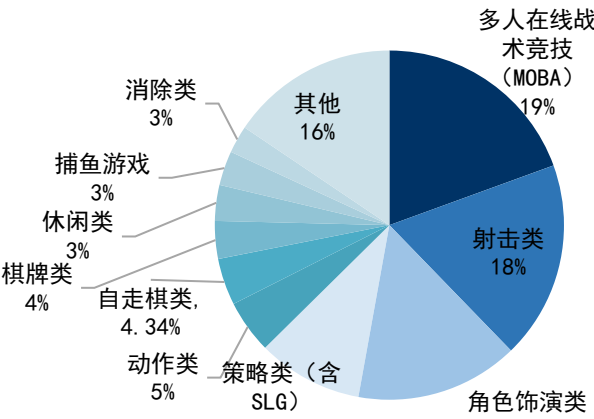
图：当前国内用户玩游戏诉求



图：中国移动休闲游戏收入及增速



图：前100的移动游戏产品收入占比



资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

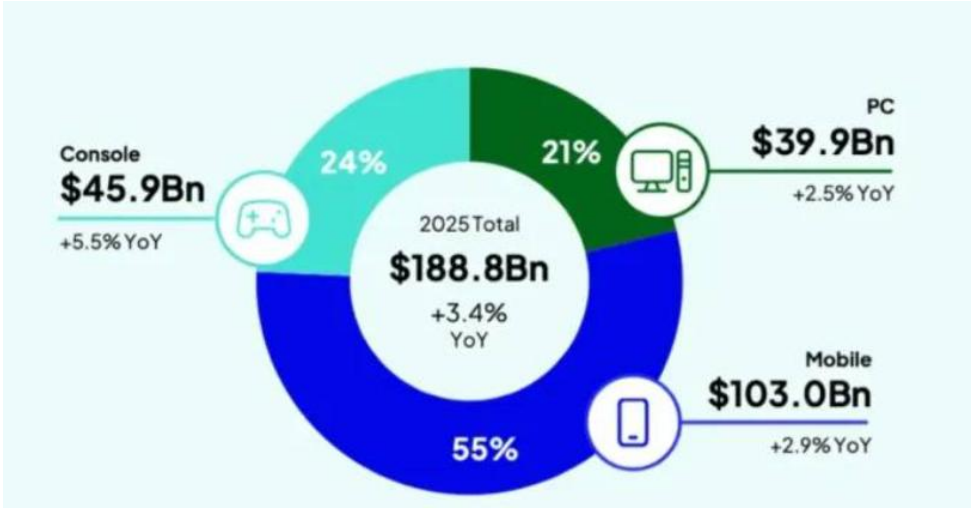
资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

25年端游增长明显，端手互通趋势将延续，国内用户需求转向深度与沉浸体验

国信证券
GUOSEN SECURITIES

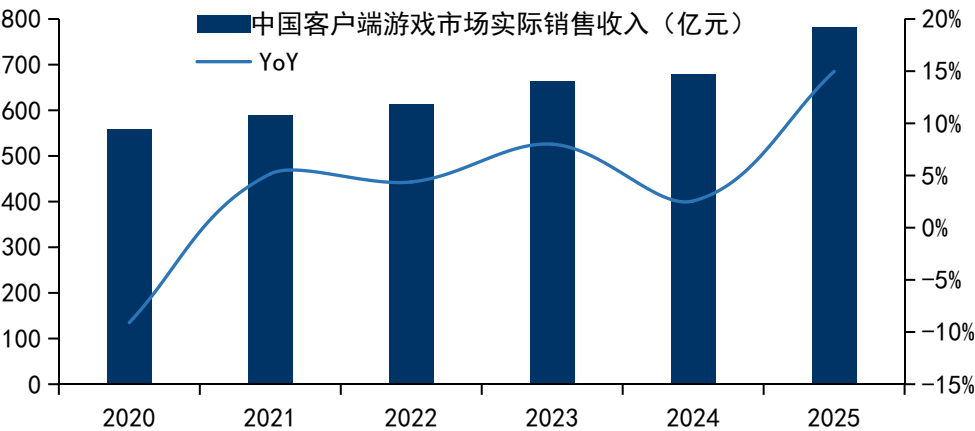
- 25年端游增长良好主要系多款热门移动游戏新品在PC端同步发行，长青产品运营求变等。①端游中的头部长青产品收入稳中有增，比如网易梦幻西游西游推出小氪金版本“畅玩服”，7-9月同时在线人数连创新高。②多款热门移动游戏新品在PC端同步发行，如《三角洲心动》、《燕云十六声》等。
- 国内用户需求转向深度与沉浸体验。端游发展符合成熟游戏市场用户审美规律，全球手游占比为55%，而国内达73%。经过多年的市场教育，国内玩家对游戏品质的要求不断提升。相比手游，端游在画面表现力、操作深度和世界观沉浸感方面具有天然优势。当前的核心玩家群体，特别是Z世代，更加追求具有电影级画质、复杂叙事的体验。2025年中国移动游戏收入占比高达73.29%，而客户端游戏占比约22.28%。北美 / 欧洲端游与主机游戏占比更高，用户对3A大作、电竞与主机游戏接受度高，付费意愿强，端游ARPU显著高于手游。手游则偏休闲，主要为博彩、消除、SLG品类。根据Newzoo的数据，2025年主机游戏在全球收入中占比约23%，与PC游戏（22%）共同构成了近半壁江山。

图：全球游戏按设备拆分收入



资料来源：Newzoo、国信证券经济研究所整理

图：中国端游收入及增速



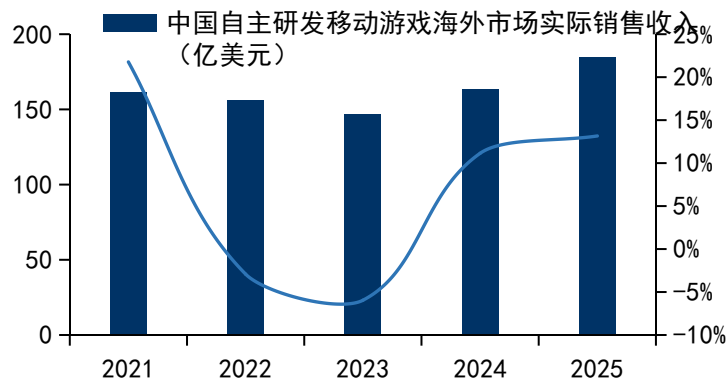
资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、

国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

海外游戏：国内工业化能力兑现，GaaS能力赋能

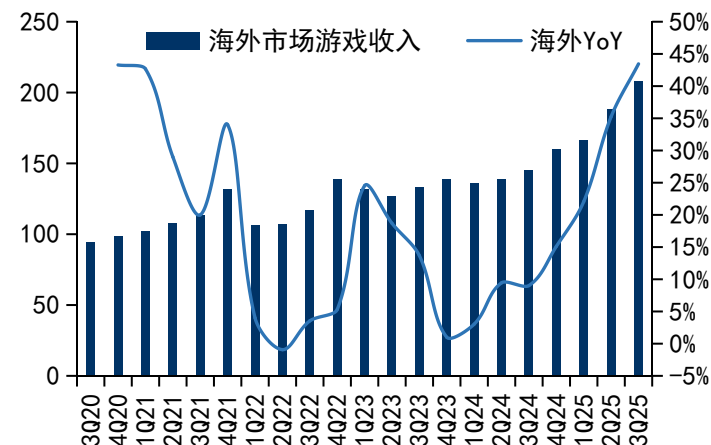
- 我们以腾讯为例，分析海外游戏情况。25年，腾讯海外游戏加速主要系国内游戏公司擅长长线运营以及有较强工业化能力。①腾讯工业化能力近年来逐渐成熟；②收购海外游戏需要有4-5年积累才能看到效果。
- ✓ 国内工程师红利显著，团队效率高；数据驱动与在线服务能力强。比如《三角洲行动》通过千人团队并行开发，实现每周迭代与每年 7-8 次大型版本更新，内容产出效率远超西方工作室的节奏。当前观察到越来越多海外团队愿意和国内合作，比如腾讯投资了steam平台排名靠前的游戏，帮其做手游开发。
- ✓ 除此以外，海外游戏在过去的商业模式以买断制为主。GaaS将游戏从传统的“一次性买断制产品”变成“一项可以持续满足玩家需求的服务”。随着全球游戏市场放缓，为寻求增量收入，西方游戏公司近年来逐渐开始接受GaaS概念国内游戏公司擅长做GaaS，腾讯帮助收购工作室GGG优化《流放之路》长线内容规划。

图：中国自主研发移动游戏海外市场销售收入及增速



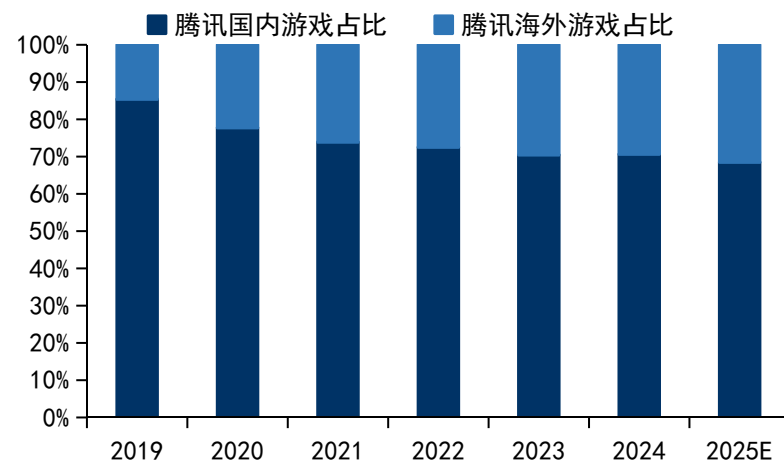
资料来源：中国游戏产业研究专家委员会&伽马数据（CNG）、国信证券经济研究所整理

图：腾讯海外游戏收入以及增速（亿元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

图：腾讯国内外游戏收入占比



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

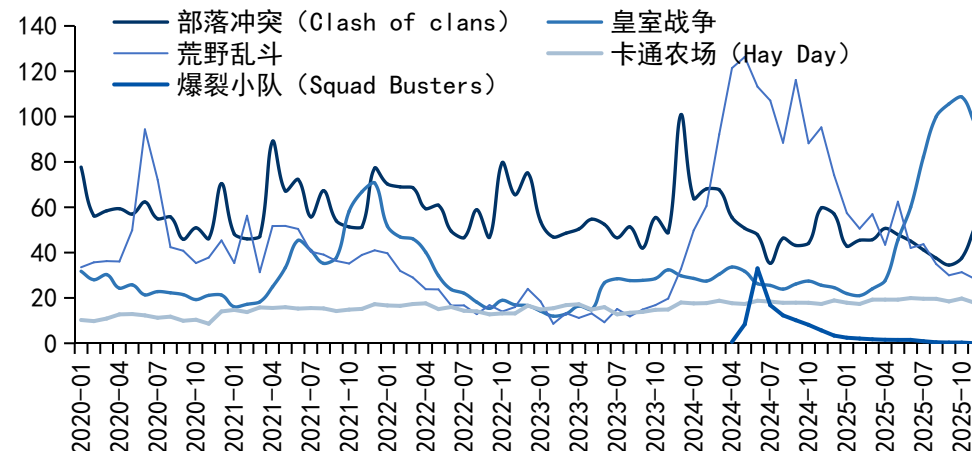
- **Supercell 是腾讯旗下的精品游戏公司。** Supercell 是一家总部位于芬兰赫尔辛基的移动游戏公司。腾讯以86亿美元在2016年6月收购 Supercell 84.3%的股权。公司是长青精品游戏创新者，公司成立以来，已经推出了6款全球知名的游戏。包括《部落冲突》、《皇室战争》、《荒野乱斗》等。自《荒野乱斗》2018年12月底问世接近五年半后，Supercell 在2024年5月底在全球发布的第6款游戏《爆裂小队》。
- **2021年开始，公司思考扩大游戏团队和运营人员。** 根据22年2月，supercell CEO 公开信（对21年的回顾）表述，自己的大错误在于对新游戏和在线游戏团队规模的思考。公司并不再只是说“小团队”，而是取决于团队做的游戏类型是什么、处于什么阶段。公司反思后的答案为当游戏上线之后要扩大团队。公司认为，随着游戏的成长，有更多的地方需要进行现代化，并为今天的玩家重新思考。2023年，supercell 招聘《皇室战争》、《荒野乱斗》和《卡通农场》的在线运营和变现设计主管、变现增长经理等。
- **当前Supercell 已有至少两款游戏流水回升。** 《荒野乱斗》（Brawl Stars）2024 年起持续贡献，2025 年稳中有升；《部落冲突：皇室战争》（Clash Royale）2025 年成为“新增长引擎”；2025 年 8 月尝试 IP 联动玩法刷新产品商业化上限。

图：supercell 员工数量



数据来源：Supercell, GameLook, 国信证券经济研究所整理

图：supercell 旗下游戏流水变化（百万美元）



数据来源：Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

腾讯游戏pipeline：关注26Q1上线《王者荣耀世界》等

- 后续Pipeline期待：《洛克王国：世界》（26年3月）、《王者荣耀世界》（26年春天）、《逆战：未来》（26年1月）、海外《无畏契约》手游版等。我们预计海外游戏由于有多款搜打撤类型射击游戏在制作，需要观察海外游戏pipeline。
- 由于DNF基数效应，测算当前国内游戏流水整体增速在5%左右，若明年未出现爆款，则在《三角洲行动》、《无畏契约手游》、《DNF手游》等递延作用下，国内游戏收入维持在13%左右增速；假设《王者荣耀世界》能达到100亿的年化流水，我们预测国内游戏收入增速可达15%。

图：腾讯国内游戏拆分（采用9个月流水递延）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
腾讯国内游戏收入	1266	1396	1646	1900	2090
yoy		10%	18%	15%	10%
长青游戏合计	1137	1178	1245	1304	1366
		4%	6%	5%	5%
王者荣耀	549	543	581	610	641
yoy	-2%	-1%	7%	5%	5%
和平精英	200	204	235	258	279
yoy	-20%	2%	15%	10%	8%
英雄联盟手游	60	57	50	48	48
yoy	6%	-5%	-12%	-5%	0%
金铲铲之战	50	65	62	66	69
yoy	20%	30%	-4%	5%	5%
CF手游	40	46	55	61	64
yoy	0%	15%	20%	10%	5%
DNF端游	80	56	48	45	45
yoy		-30%	-15%	-5%	0%
英雄联盟端游	85	81	77	73	69
yoy		-5%	-5%	-5%	-5%
无畏契约端游	13	70	84	92	102
yoy			20%	10%	10%
CF端游	60	56	53	51	50
yoy		-7%	-5%	-3%	-3%
新游戏和次新游戏					
DNF手游		98	159	105	90
无畏契约手游			13	60	60
三角洲行动（手+端）		2	100	246	250
王者荣耀世界				45	80

表：腾讯游戏短期pipeline

游戏名	开发团队	预估流水	预计上线时间
逆战手游	天美	30亿元	26年1月
VALORANT手游	光子	7亿美元	26H1
洛克王国手游	魔方	35亿元	26年3月
粒粒小人国	北极光	10-30亿元	
异人之下	魔方	20-30亿元	
雪中悍刀行	光子	25亿元	
王者荣耀世界	天美	100	26Q1

资料来源：腾讯游戏、国信证券经济研究所整理预测

腾讯海外游戏：预计26/27年增长21%/17%

➤根据腾讯财报，25Q3国际市场游戏收入同比增长43%至人民币208亿。我们预计2025年腾讯海外游戏收入770亿元，同比增长33%，占比腾讯游戏32%，提升3pct。

图：腾讯海外游戏拆分测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
腾讯海外游戏	45,492	46,800	53,100	58,000	77,002	93,346	109,331
yoy	31%	3%	13%	9%	33%	21%	17%
海外移动游戏	36,584	35,085	43,201	44,494	60,397	74,544	89,173
yoy	19%	-4%	23%	3%	36%	23%	20%
占比	80%	75%	81%	77%	78%	80%	82%
1.1Supercell	14,483	12,495	14,666	21,827	29,466	36,833	44,200
yoy	42%	-14%	17%	49%	35%	25%	20%
1.2腾讯自研	14,733	10,906	12,360	15,217	17,521	20,278	22,310
yoy	-1%	-26%	13%	23%	15%	16%	10%
PUBG Mobile	9,747	6,855	6,427	7,140	7,568	8,703	9,747
Arena of Valor	970	1,118	1,201	1,334	1,387	1,432	1,468
LOL: Wild Rift	720	636	683	752	776	796	812
Others	3,297	2,297	3,776	5,992	7,790	9,348	10,283
1.3其他(Miniclip等)	7,368	11,683	13,545	7,450	13,410	17,433	22,663
yoy	34%	59%	16%	-45%	80%	30%	30%
海外PC游戏	8,908	11,715	9,899	13,506	16,605	18,802	20,158
yoy	116%	32%	-16%	36%	23%	13%	7%
League of Legends	3,959	4,038	4,226	4,353	4,353	4,353	4,353
yoy	10%	2%	5%	3%	0%	0%	0%
乐游	1,174	1,345	1,446	1,606	1,686	1,771	1,859
yoy		0%	5%	5%	5%	5%	5%
其他(包含瓦洛兰特、三角洲等)	3,775	6,332	4,227	7,547	10,565	12,678	13,946
yoy	618%	495%	-33%	79%	40%	20%	10%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理预测

Supercell：《荒野乱斗》（Brawl Stars）2024 年起持续贡献，2025 年稳中有升；《部落冲突：皇室战争》（Clash Royale）2025 年成为 “新增长引擎”；2025 年 8 月尝试 IP 联动玩法刷新产品商业化上限。

休闲游戏：Miniclip聚焦战略并购与品类延伸，加速构建多元化休闲游戏生态：2024年底以 12 亿美元（约 86.88 亿元）完成对休闲游戏厂商 EasyBrain 的 100% 收购。此前收购的 Sybo（《地铁跑酷》开发商）、Futurlab 等团队持续贡献产能，推动品类从体育竞技向 RPG、策略、解谜等多方向拓展。

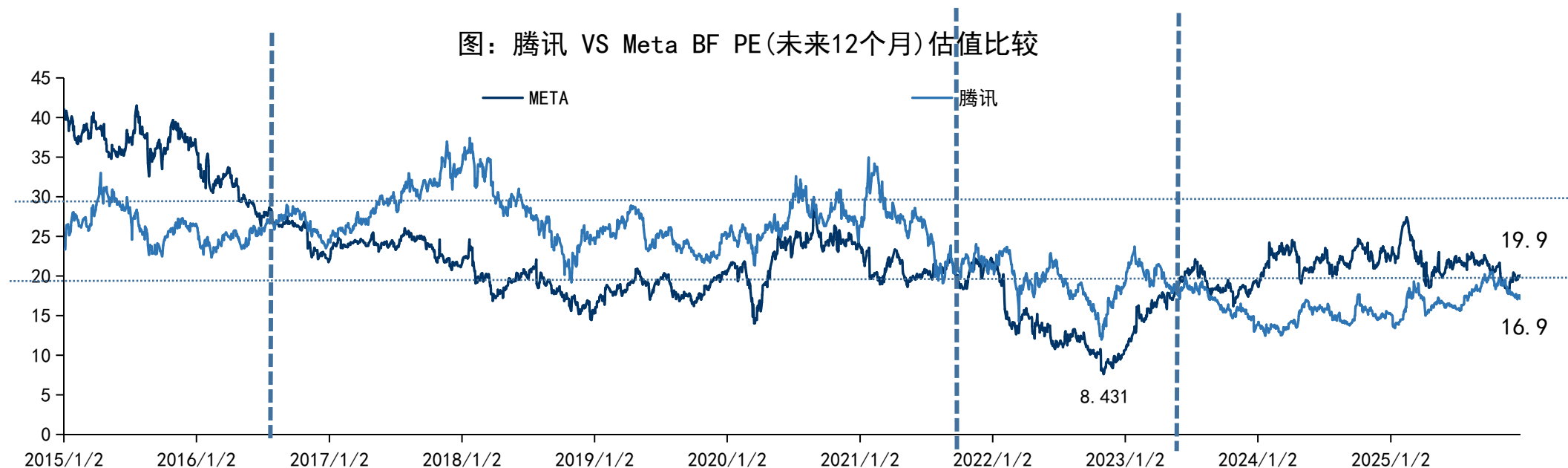
腾讯控股：广告增长加速，海外游戏增长强劲

- **整体：**预计26年收入同比增长12%，经调整利润同比增长15%。
- **游戏：**预计同比+18%，海外游戏增长快于国内游戏。《三角洲行动》等的火爆代表射击搜打撤玩法受欢迎，腾讯在国内射击游戏中有绝对优势。腾讯前期海外工作室积极布局，当前可以持续将射击游戏经验、GAAS（游戏商业化）经验赋能海外，我们预计腾讯海外游戏明年延续今年优秀表现。除此以外，腾讯游戏多为大DAU游戏，为游戏平台化、UGC化提供非常良好基础，也为AI赋能游戏提供了良好土壤。
- **营销服务：**预计同比+19%，AI赋能维持高增长。腾讯微信视频号、微信小店发展空间仍大，当前我们测算视频号单季度广告收入可达百亿；微信小店随着电商供给逐步补足，有望持续加大商业化。25H2推出自动化广告活动解决方案“AI Marketing+”。广告主可实现投放、竞价、版位的自动化，并优化广告素材创作，从而提升营销投资回报率（ROI）。且目前腾讯广告AIM+使用仍在早期，对标来看Meta，端到端广告解决方案（如Advantage+）年收入运行率已突破600亿美元，测算占比Meta广告收入33%。
- **金融科技和企业服务：**预计同比+10%，收入增速维持双位数。腾讯“分付”在8月灰度测试了“借款到银行卡”功能，理财服务也在持续放量。预计云业务维持20%左右高增长，海外云业务基础设施先行，全球基础设施加速扩容，形成深耕亚洲、发力中东、辐射欧美格局。
- **海外已成为腾讯游戏与云业务明确的第二增长曲线，前期战略投入进入成果兑现期。**AI组织调整有望带来AI能力进一步提升。预计2025-2027年公司调整后净利润分别为2623/3007/3402亿元，同比+18%/+15%/13%。

（亿元CNY）	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	1,595	1,611	1,672	1,724	1,800	1,845	1,929	1,952	6,090	6,603	7,526	8,434	9,353
YoY	6%	8%	8%	11%	13%	15%	15%	13%	10%	8%	14%	12%	11%
1. 增值服务	786	788	827	790	921	914	959	899	2,984	3,192	3,693	4,094	4,459
YoY	-1%	6%	9%	14%	17%	16%	16%	14%	4%	7%	16%	11%	9%
-网络游戏	481	485	518	492	595	592	636	580	1,797	1,976	2,403	2,833	3,183
YoY	0%	9%	13%	20%	24%	22%	23%	18%	5%	10%	22%	18%	12%
占比	30%	30%	31%	29%	33%	32%	33%	30%	30%	30%	32%	34%	34%
本土游戏	345	346	373	332	429	404	428	385	1,266	1,396	1,646	1,900	2,090
YoY	-2%	9%	14%	23%	24%	17%	15%	16%	2%	10%	18%	15%	10%
海外游戏	136	139	145	160	166	188	208	195	531	580	770	933	1,093
YoY	3%	9%	9%	15%	22%	35%	43%	22%	13%	9%	33%	21%	17%
-社交网络	305	303	309	298	326	322	323	319	1,186	1,216	1,290	1,260	1,276
YoY	-2%	2%	4%	6%	7%	6%	4%	7%	2%	2%	6%	-2%	1%
占比	19%	19%	18%	17%	18%	17%	17%	16%	19%	18%	17%	15%	14%
2. 营销服务	265	299	300	350	319	358	362	413	1,015	1,214	1,452	1,729	2,029
YoY	26%	19%	17%	17%	20%	20%	21%	18%	23%	20%	20%	19%	17%
占比	17%	19%	18%	20%	18%	19%	19%	21%	17%	18%	19%	21%	22%
3. 金融科技及企业服务	523	504	531	561	549	555	582	617	2,038	2,120	2,304	2,534	2,787
YoY	7%	4%	2%	3%	5%	10%	10%	10%	15%	4%	9%	10%	10%
占比	33%	31%	32%	33%	31%	30%	30%	32%	33%	32%	31%	30%	30%
4. 其他业务	21	20	14	23	11	18	26	22	54	78	77	77	77
YoY	110%	46%	28%	18%	-45%	-7%	83%	-5%	-25%	44%	0%	0%	0%
毛利润	839	859	888	907	1005	1050	1088	1052	2931	3492	4195	4860	5498
YoY	23%	21%	16%	17%	20%	22%	22%	16%	23%	19%	20%	16%	13%
毛利率	53%	53%	53%	53%	56%	57%	56%	54%	48%	53%	56%	58%	59%
增值服务	57%	57%	57%	56%	60%	60%	61%	57%	54%	57%	60%	61%	62%
营销服务	55%	56%	53%	58%	56%	58%	57%	60%	51%	55%	58%	59%	61%
金融科技及企业服务	46%	48%	48%	47%	50%	52%	50%	50%	40%	47%	51%	53%	54%
其他业务	23%	15%	3%	-7%	26%	14%	16%	-90%	-15%	8%	-13%	0%	0%
销售费率	4.7%	5.7%	5.6%	6.0%	4.4%	5.1%	5.9%	5.7%	5.6%	5.5%	5.3%	5.0%	5.0%
管理费率(含研发)	15.6%	17.1%	17.4%	18.2%	18.7%	17.3%	17.8%	18.4%	17.0%	17.1%	18.0%	18.3%	18.5%
Non-IFRS经营利润-新口径	587	584	613	595	693	692	726	675	1919	2379	2786	3303	3752
yoy	30%	28%	19%	20%	18%	18%	18%	13%	34%	24%	17%	19%	14%
税率	-25%	-17%	-14%	-19%	-22%	-17%	-13%	-18%	-27%	-19%	-17%	-20%	-20%
Non-IFRS归母净利润	503	573	598	553	613	631	706	673	1,577	2,227	2,623	3,007	3,402
yoy	54%	53%	33%	30%	22%	10%	18%	22%	36%	41%	18%	15%	13%
Non-IFRS归母净利润率	32%	36%	36%	32%	34%	34%	37%	35%	26%	34%	35%	36%	36%

腾讯估值：未来12个月PE估值17x

- 腾讯VSMeta估值：Meta当前PE估值高于腾讯，交易在20xPE。腾讯当前PE估值交易在17xPE
- 2017-2021年：腾讯PE估值高于Meta，交易在20xPE以上，腾讯处于国内社交 / 游戏业务扩张期，腾讯微信支付、游戏业务成为龙头。Meta业务单一，基本为广告，交易在20xPE左右。
- 2021-2023H1：腾讯PE估值高于Meta，交易在20xPE左右；腾讯受国内互联网监管收紧、游戏版号暂停等影响，但业务多元化（社交、金融、企业服务）支撑了盈利底线。META PE值跌幅较大，最低时为8xPE。一方面，“元宇宙”转型投入巨额研发成本导致盈利大幅波动；另一方面，广告业务基本盘受到TikTok竞争、苹果IDFA政策影响。
- 2023H2-至今：腾讯PE估值低于Meta，交易在20xPE以下。腾讯受到老游戏流水下滑、无新游爆款影响，24年初运营求变，游戏收入回升；广告收入受到宏观影响，23年起微信发展视频号广告、24H2投放系统3.0上线，AI逐步赋能广告。Meta广告基本交易在20xPE以上。Reels短视频发展抵御TikTok竞争并带来广告增量，AI赋能带来广告加速增长。



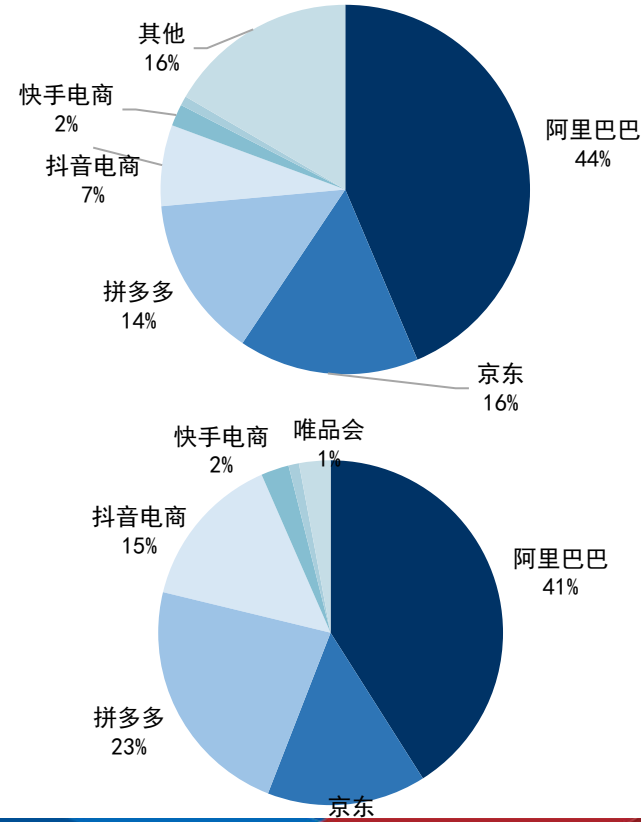
- 【 01 】 互联网行情回顾
- 【 02 】 国产模型占全球份额快速提升，驱动云业务出海
- 【 03 】 工业化能力和AI加速投放提效，加速国内游戏出海
- 【 04 】 供应链继续升级，电商走向全球市场
- 【 05 】 内需竞争或边际趋缓，外卖投入是关键变量

- 社零低个位数增长，线上大盘渗透率不断提升。1) 社零规模看，2025年预计国内社会零售额50万亿，YoY+3.5%；2) 线上渗透看，预计2025年实物商品线上渗透率26%，同比基本持平，电商增长主要依靠用户提频，单均价下滑明显，消费向性价比方向转移。展望2026年，需要紧密观察投流税和电商税对平台增长影响，我们预测26年线上实物GMV增长略有降速至4%。
- 电商格局从“一超两强两追赶”演变为“一超一强两追赶”，拼多多、抖音电商份额持续提升。

图：电商行业发展概况

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
GMV（亿元）		106,043	114,709	132,551	138,977	144,799	155,225	167,643	179,378
	yoy	16%	8%	16%	5%	4%	7%	8%	7%
- 实物（亿元）		85,009	96,466	112,657	120,087	122,832	130,816	137,880	143,395
	yoy	19%	13%	17%	7%	2%	6%	5%	4%
- 非实物（亿元）		21,034	18,243	19,894	18,890	21,968	24,409	29,763	35,983
	yoy	6%	-13%	9%	-5%	16%	11%	22%	21%
日均实物订单量（亿件）		1.74	2.28	2.97	3.03	3.62	4.80	5.40	6
	yoy	25%	31%	30%	2%	19%	33%	13%	10%
实物单均价（元/件）		134	116	104	109	93	75	70	66
	yoy	-5%	-14%	-10%	4%	-14%	-20%	-6%	-5%
AAC（亿）		7.10	7.82	8.42	8.45	9.15	9.45	9.55	9.75
	yoy	16%	10%	8%	0%	8%	3%	1%	2%
ARPPU（元）		14,930	14,661	15,741	16,447	15,825	16,426	17,554	18,398
	yoy	0%	-2%	7%	4%	-4%	4%	7%	5%
单用户年订单量（件）		112	127	151	151	170	220	251	278
	yoy	5%	14%	19%	0%	12%	30%	14%	11%
实物ARPPU（元）		11,969	12,329	13,378	14,211	13,424	13,843	14,438	14,707
	yoy	2%	3%	9%	6%	-6%	3%	4%	2%
实物单用户年订单量（件）		89	107	129	131	144	186	206	222
	yoy	8%	19%	21%	2%	10%	29%	11%	8%

图：2022-2025年电商份额变化情况（上图为2022年）



线上零售反内卷，主要影响中小商家为主的拼多多

触发点一：2024年中政府禁止平台将营销成本转嫁给商家，2024年5月，国家市监局发布《网络反不正当竞争暂行规定》，明确禁止平台经营者“以支付平台服务费、保证金、营销费用等名义，向经营者收取不合理费用，或者强制经营者接受不公平的交易条件”；

触发点二：2025年全方位治理“内卷式”竞争，年初政治局会议进一步强调反内卷，依法依规治理企业低价无序竞争，防止劣币驱逐良币。

所有电商平台今年主推惠商政策，商家分层看，中小商家减负（拼多多降佣、抖音针对薄弱品类降佣）提效（引导使用广告工具，且投放效率在提升），头部大商实力强利润稳定、优惠政策较少；分平台看，各家货币化率表现差异很大：拼多多货币化水平下降明显，淘天京东商业化水平持续增长：

- 拼多多以中小商家、低毛利率品类为主，TR下降最明显（广告tr不变、佣金tr降），反内卷会出清小商留下大商，多多今年精力主要在扶持小商上，C端动作不多；
- 抖音TR不变（广告tr提升，佣金tr降，两者基本抵消）：佣金率从2.6%降到2%，截至8月广告tr涨了0.5pp到8.2-8.3%，一方面一部分佣金以流量券形式返还，以广告形式计入商业化收入，另一方面更精准的推流使得转化率提升、广告效率提升；
- 淘天京东提升（广告、佣金tr都提升），快手加大佣金变现，预计下半年起tr逐步提升。

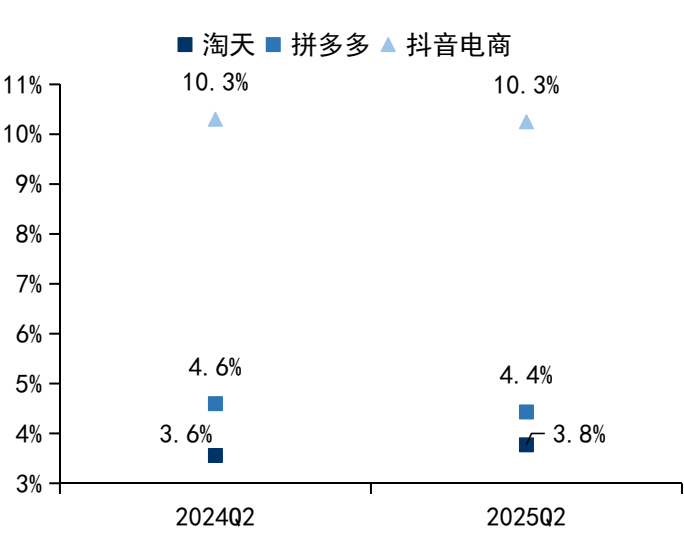
图：2024年下半年起拼多多佣金减免政策



图：2025年抖音电商惠商政策



图：电商平台货币化率变化情况



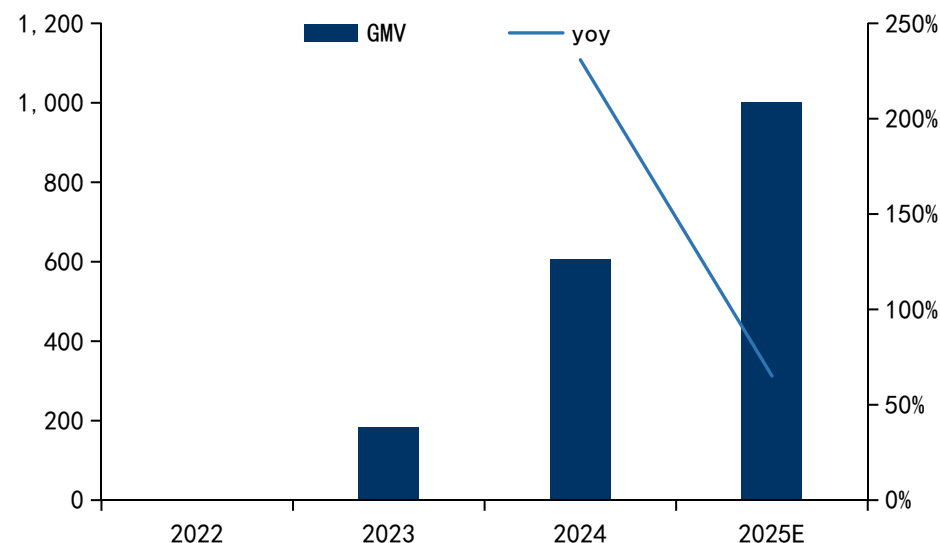
多多跨境TEMU：上线3年快速扩张，政策及竞争挑战目前看影响有限

- TEMU于2022年9月于美国上线，通过简化跨境出海流程、降低外贸门槛、拓宽订单渠道、助力品牌培育，让更多中小外贸企业进入跨境电商市场。重点布局欧美地区，目前已进入美国、德国、日韩等60多个国家地区，据我们测算，2024年TEMU实现GMV超600亿美金，yoy+231%。
- **业务挑战：**1) **竞争加剧：**亚马逊24年下半年在欧美等发达地区推出低价商店Haul，针对20美金以下轻小件白牌商品，对标TEMU全托管模式；2) **政策风险：**欧美关税大幅提高风险，美国3月4日起，在2月1日加征10%关税基础上对所有中国商品再额外征收10%关税（共计20%关税）；2024年12月5日，越南工贸部要求拼多多旗下跨境电商平台Temu暂停在越南的业务，主要由于TEMU在进入越南市场前未向工贸部进行运营注册并依法设立代表机构或指定授权代表。
- 从TEMU今年增长情况看竞争和政策风险影响有限，我们测算2025年TEMU GMV 750亿美金，yoy+25%，预计2025年平台持续亏损。

图：TEMU上线以来扩张情况



图：TEMU GMV变化情况（亿美元，%）



资料来源：TEMU官网，国信证券经济研究所整理

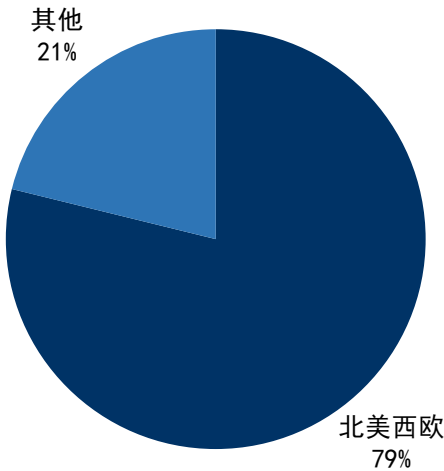
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

欧美电商规模大增速快，绝对低价定位空白仍有切入机会

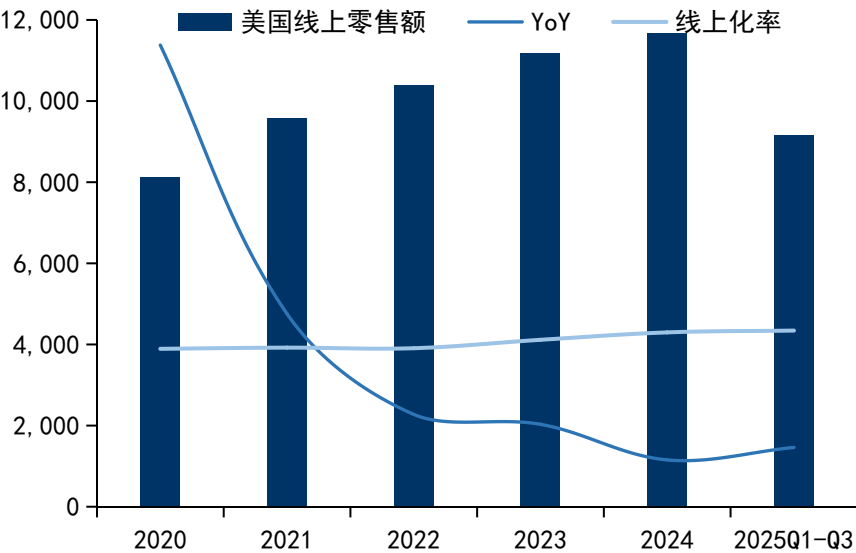
- 行业大盘看，以美国为例，2024年美国线上零售大盘1.2万亿美元，yoy+4%，线上化率16%，在各零售业态里增速最快，持续抢占零售份额；
- 格局看，美国电商竞争激烈，格局相对分散，CR10为64%（对比中国CR5 80-90%），线下零售商实力强大，电商渗透率不断提升背景下纷纷布局电商抢占份额；
- 从各平台定位看，美国头部电商普遍定位省时（亚马逊，与线下采购费时费力区分）、SKU丰富（eBay，与线下有限货架区分），线下零售商拓展至线上普遍保留原有品类特色和价值点，如沃尔玛便宜丰富的杂货品类、塔吉特时尚感强等，几乎没有定位绝对低价的电商平台；观察到Shein定位有设计感的低价服饰平台获得海外市场认可后，TEMU定位全品类折扣电商平台率先于美国上线，主要抢占Dollar Tree等线下折扣店份额。

图：北美西欧占海外电商份额80%



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图：美国线上零售额及线上化率变化情况（亿美元，%）

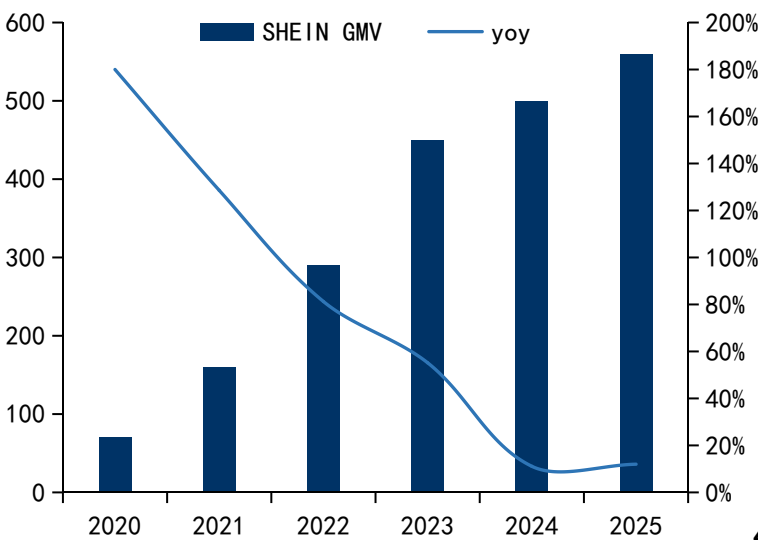


图：2024年美国电商份额TOP10公司

序号	名称	公司类型	2024年电商份额
1	亚马逊	电商平台	31.0%
2	沃尔玛	全品类零售商	7.3%
3	CVS Health	垂类零售商-药店	6.6%
4	苹果	品牌	5.7%
5	Cigna	垂类零售商-药店	5.6%
6	eBay	电商平台	2.5%
7	TEMU	电商平台	2.0%
8	塔吉特	全品类零售商	1.5%
9	家得宝	垂类零售商-家居	1.4%
10	Walgreens Boots	垂类零售商-药店	1.4%
合计			65.0%

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图：Shein GMV 增长迅速（亿美元，%）



资料来源：晚点LatePost，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容 资料来源：US Census Bureau，国信证券经济研究所整理

TEMU解决之前欧美电商平台无法做低价格带折扣商品的问题

- 前端筛选爆品、注重单SKU产出的算法能力，筛选高周转商品并聚焦流量集中打爆（流量分发逻辑与主站趋同），实现单一SKU高销量，进而更大批量采购，能跳过贸易商直连制造商；亚马逊是货架逻辑，商品积累基础销量和排名就能持续出单，不卷价格；
- 全托管模式下直连工厂降流通成本：全托管卖家只负责送货入国内仓，C端交互完全交给平台，相比亚马逊等平台商家需要送货入海外仓并负责投流推广售后等，卖家风险低、运营能力要求低（Shein模式类似），适合工厂型商家入局，进而压低商品成本；
- 半托管/平台模式下整合订单优化海外仓配费用（能力建设中）：半托管运营更重适合贸易商参与，商品流通环节难节省成本，美国尾程仓配和欧洲干线物流成本仍有很大压缩空间——亚马逊FBA对大卖小卖收费标准统一（FBA仓主要目的是提供更优质的履约体验，相比国内内贸仓周转更慢效率更低），TEMU一方面鼓励头部商家利用大批量发货优势压缩仓配成本实现低价；同时也在推动腰尾部商家使用官方海外认证仓和平台面单，平台牵头集单降低仓配费用。目前TEMU美国整体日包裹386万件，半托日均包裹64万件，相当于Amazon 2014年水平。



在线下单补贴活动

在线下单官方现金补贴0.5美金/单，上不封顶
活动时间2025年1月1日-2025年3月31

首期补贴活动规则

适用站点 美国站点

参与资格

在2024年12月15日至2024年12月21日期间，使用在线下单发货的包裹总量 ÷ 该期间发货包裹总量 × 100% < 95% 的商家，即可获得参与首期补贴活动的资格。

补贴资格

具备参与资格的商家，在首期期间按天维度进行考核，考核当日满足以下【任一条件】的，则当日使用【在线下单发货】的包裹，即可获得 **0.5美元/包裹** 的补贴资格。

条件1

当日使用在线下单发货的包裹总量 ÷ 当日发货包裹总量 × 100% ≥ 95%

条件2

当日使用在线下单发货的包裹总量 > 500个

补贴发放

发放规则

首期（即2025年1月1日至2025年1月31日）届满后，将于 **次月公布** 获得补贴资格的情况。

如次月的发货情况满足：

次月整月使用在线下单发货的包裹总量 ÷ 次月整月发货包裹总量 × 100% ≥ 首期期间获得补贴资格的包裹总量 ÷ 首期期间发货包裹总量 × 100%

则将于 **第三个月发放** 相应补贴。

一品发泛欧物流发货价格和时效利好

欧盟UPS物流在线下单

产品特点

以下流向现已支持在线下单，享受更低价、更高效的物流服务！

可享超低价优势	
流向	预估可享以下超低价
德国 → 法国	1kg以内，低于5欧 4kg以内，低于6欧
德国 → 意大利	2kg以内，低于6欧
德国 → 西班牙	4kg以内，低于5欧
意大利 → 意大利	最低4.60欧
意大利 → 德国	最低5.06欧
意大利 → 法国	最低4.80欧
意大利 → 西班牙	4kg以内，最低4.30欧
西班牙 → 西班牙	20kg以内，最低4.73欧

欧洲跨国发货时效调整

时效调整明细			
收货国家	发货国家	时效(工作日)	
		调整前	调整后
德国	法国	5	6
	意大利	5	6
	西班牙	5	6
法国	法国	3	4
	德国	5	6
	意大利	5	6
法国 申根区	西班牙	5	6
	斯洛文尼亚	5	7
	匈牙利	5	7
	斯洛伐克	5	7
波兰	法国	5	7
	德国	5	6
	意大利	5	6
波兰	捷克	5	6
	西班牙	5	7
	葡萄牙	5	7
葡萄牙	德国	6	9
	意大利	6	9
	捷克	6	9
波兰	意大利	6	9
	捷克	6	9
	波兰	6	9

拼多多：资源聚焦主站商家扶持，海外业务稳健发展



收入端：25Q3收入1083亿元，yoy9%，预计2026年收入yoy12%。

- 广告：25Q3实现收入533亿元，yoy8%，增速放缓主要系平台“千亿扶持”惠商计划持续推进；预计26年惠商计划持续但力度逐步减弱，预计广告收入yoy+17%
- 佣金：25Q3实现收入549亿元，yoy10%（去年同期yoy+72%、25Q2 yoy+1%），我们认为支付通道收入增速下滑主要原因为公司投入平台生态建设、主动下调国内主站佣金，以及TEMU半托管GMV占比增加带来的结构性调整，预计26年海外业务有望在低基数基础上逐步复苏。

利润端：25Q3 non-GAAP净利润316亿元，净利润率29%；2026年国补力度减弱、海外转变为半托为主，公司净利率有望整体上修至29%。

投资观点：目前公司股价对应2026经调整净利润PE为8倍，未考虑海外业务估值，若海外电商业务增速持续改善，估值有望上修。

图：拼多多整体收入和利润情况

(CNY, 百万)		2024	2025E	2026E	2027E	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4E
总收入		393,836	442,378	495,958	557,927	86,812	97,060	99,354	110,610	95,672	103,985	108,277	134,444
	YoY	59%	12%	12%	12%	131%	86%	44%	24%	10%	7%	9%	22%
在线营销服务		197,934	223,336	261,279	295,849	42,456	49,116	49,351	57,011	48,722	55,703	53,348	65,563
	YoY	29%	13%	17%	13%	56%	29%	24%	17%	15%	13%	8%	15%
交易服务		195,902	219,042	234,679	262,078	44,356	47,944	50,003	53,599	46,950	48,282	54,929	68,881
	YoY	108%	12%	7%	12%	327%	234%	72%	33%	6%	1%	10%	29%
毛利		239,936	250,571	285,880	327,179	54,117	63,361	59,645	62,812	54,725	58,126	61,436	76,284
	毛利率	60.9%	59.7%	60.3%	160.3%	62.3%	65.3%	60.0%	56.8%	57.2%	55.9%	56.7%	56.7%
研发费用		12,659	16,092	15,871	17,296	2,910	2,909	3,063	3,777	3,578	3,591	4,332	4,591
	研发费率	3.2%	3.6%	3.2%	3.1%	3.4%	3.0%	3.1%	3.4%	3.7%	3.5%	4.0%	3.4%
销售费用		111,301	129,049	134,760	146,019	23,411	26,049	30,484	31,357	33,403	27,210	30,323	38,114
	销售费率	28.3%	29.2%	27.2%	26.2%	27.0%	26.8%	30.7%	28.3%	34.9%	26.2%	28.0%	28.3%
管理费用		7,553	7,126	7,935	8,927	1,823	1,839	1,806	2,085	1,659	1,532	1,755	2,180
	管理费率	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	2.1%	1.9%	1.8%	1.9%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%
营业利润, non-GAAP		118,306	109,055	138,692	167,501	28,552	34,987	26,770	27,996	18,260	27,748	27,079	34,137
	OPM, non-GAAP	30%	25%	28%	30%	32.9%	36.0%	26.9%	25.3%	19.1%	26.7%	25.0%	25.4%
	yoy	80%	-18%	13%	7%	237%	139%	48%	14%	-36%	-21%	1%	22%
净利润, non-GAAP		122,344	116,510	141,349	155,389	30,602	34,432	27,459	29,851	16,916	32,708	31,647	33,407
	净利润率	31%	26%	29%	28%	35%	35%	28%	27%	18%	31%	29%	25%
	yoy	80%	-5%	21%	10%	202%	125%	61%	17%	-45%	-5%	15%	12%

资料来源：公司公告，国信
证券经济研究所整理

- 【 01 】 互联网行情回顾
- 【 02 】 国产模型占全球份额快速提升，驱动云业务出海
- 【 03 】 工业化能力和AI加速投放提效，加速国内游戏出海
- 【 04 】 供应链继续升级，电商走向全球市场
- 【 05 】 内需竞争或边际趋缓，外卖投入是关键变量

25年外卖大战补贴：短期单量增长关键，比拼资金实力和运营能力



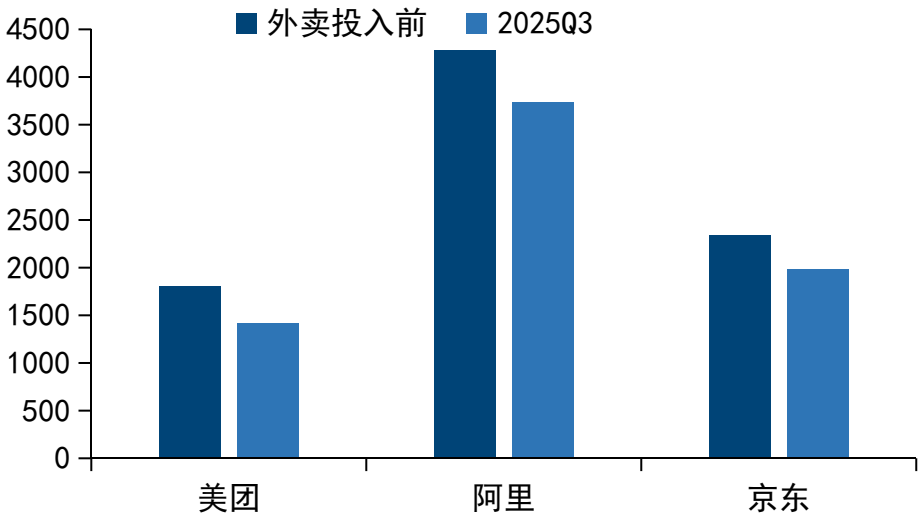
2025年，京东、阿里、和美团进入外卖大战，补贴总金额超千亿元。我们认为补贴比拼的是资金实力和精细化运营能力。

- 阿里资金优势显著。据公司公告，自加大外卖投入以来，25Q3阿里/美团/京东现金及短期投资分别下降550/400/360亿元，目前阿里账上仍有近4000亿现金，是美团2.6倍，接近两个季度的高强度投入，阿里/美团/京东分别能坚持3.4/1.8/2.8年。
- 美团多年来精细化运营能力领先，补贴效率更高。根据晚点、壹览商业等第三方数据，从补贴分配上看，多数情况下，商家补贴比例美团>阿里>京东，美团能利用市场地位在每笔订单上投入更小补贴。此外，在补贴时，美团通过一定比例的免单取得了和发大额券同样的对订单拉动效果，丰富的补贴手段使其拥有更高的补贴效率。比如美团针对不同用户在补贴金额方面根据历史习惯不一样，淘宝闪购给用户补贴金额几乎一致。
- 25Q3淘宝闪购、京东在暑期餐饮旺季通过补贴茶饮等低客单快速扩大订单量，双十一后两家补贴逐步退坡，各家聚焦高质量订单。我们测算估计，1) 美团：美团拼好饭单量7/8月占比达到20%+，11月占比回到外卖大战前14%；茶饮订单7月占比达到26%，11月占比回到外卖大战前9%。美团当前对低客单价（20元以下）补贴逐渐收窄，并考察外卖复购率，根据调研美团当前30元以上客单价外卖和淘宝闪购价格基本拉齐。2) 淘闪也在不断提升高质量订单占比，茶饮订单8月巅峰占比达到40%，11月占比回到5月25%水平；3) 京东外卖主抓30元以上订单规模，京东茶饮单量占比已从Q2高点近60%降至11月的30%。

表：三大平台补贴策略

	美团	淘宝闪购	京东秒送
免单	0元购	免单卡	
爆款产品	神抢手、特价团、神价	外卖一口价	1元爆款套餐 1.68元神价咖啡奶茶
大额券	满38减18；满25减20； 满18减18	满38减18.8；满25减21； 满16减16	满25减20
年卡	9.9元购120张5元无门槛券		京东饭卡，充值享补贴
动态补贴	午晚餐高峰时段补贴强度比平峰期高2倍		
特定人群	学生认证用户每日可领20元补贴券，部分订单低至0元		面向学生发放10/20元餐补券

图：三大平台2025Q1-Q3现金及短期投资变化情况（亿元）



资料来源：美团，淘宝闪购，京东，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，美团阿里25Q2开始投入外卖，京东外卖25Q1开始投入

外卖大战展望：各家外卖投入ROI过低，亏损或已见顶



- 从外卖ROI看，淘天和京东外卖收益难覆盖巨额投入，各平台缺乏持续大规模补贴动力。1) 淘天：我们测算，淘闪双十一为主站带来1% GMV增量（年化GMV增量为8000亿元、CMR收入310亿、经营利润120亿），对比25Q2和Q3淘闪亏损440亿元ROI过低（~0.2）；2) 京东：我们测算京东2025年外卖投入约470亿，据公司披露，外卖助推下10月京东年活跃买家数突破7亿，不考虑国补影响，京东外卖买量成本约470元/成交用户，后续用户留存情况待观察，京东外卖引流成本偏高。
- 淘宝闪购需要时间培养精细化、正餐运营能力，26H1观察餐饮旺季淘宝闪购补贴情况。26Q1春节期间是外卖的淡季，以及骑手需要过春节，不是一个系统建设骑手履约好时机，预计淘宝闪购补贴相对正常。淘宝闪购现在关注用户正餐心智培养情况，正餐为日常需求，用户粘性更足，对于淘宝平台GMV转化也是有利的。但是正餐并不能够像茶饮一样靠补贴扩充需求进行爆量（用户外卖大战前不喝奶茶，但因为便宜可能会喝奶茶），并且正餐品牌商家为了品牌心智，不会大量补贴影响长期口碑，所以淘宝闪购正餐培养不是容易的事情。餐饮旺季是淘宝闪购培养用户心智好时机，比如开春、五一期间。故需要观察淘宝闪购在此期间补贴以及正餐等用户心智培养情况。
- 长期看，美团外卖指引每单赚1元，淘闪每单亏0.5元到不亏。我们认为长期可达到2024年的双方稳态UE，淘闪（饿了么）单量从原先3000万单左右增长至7000万单，我们测算订单密度加大使得单均履约成本下降0.5元左右，双方UE差距有所收窄至1-1.5元。根据公司财报，截至25Q3，美团外卖单均亏损2.5元，淘闪则亏5元。

	Q2合计	7月	8月	9月	Q3合计	10月	11月	12月预测	Q4预测
淘宝闪购									
总单量(亿)	32.45	21	25	18	64	18	18	19	55
日均单量(万)	3566	6,880	8,000	6,100	6993	5,680	6,038	6,100	5939
单均利润(元)	-3.6	-6.0	-5.0	-4.0	-5.0	-3.5	-3.0	-2.5	-3.0
总利润(亿元)	-118	-128	-124	-73	-325	-62	-54	-47	-163
美团外卖									
总单量(亿)	59	25	26	23	74	22	22	23	67
日均单量(万)	6526	8,100	8,400	7,500	8000	7,100	7,300	7,300	7233
单均利润(元)	-0.09	-3.0	-2.5	-2.0	-2.5	-1.8	-1.7	-1.5	-1.7
总利润(亿元)	-5.2	-75	-65	-45	-185	-40	-37	-34	-111

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

表：主要玩家外卖单量合计（万单）

日期	单量（万单）
2025.4	8,882
2025.5	11,205
2025.6.18	15,913
2025.7.5	21,657
2025.7.12	19,887
2025.8.2	21,132
2025.8.9	18,464
2025.8.16	16,327
2025.8.30	15,056
2025.10.1	14,771
2025.10.19	14,650
2025.11.2	14,222

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

淘闪/美团/京东外卖UE拆分

淘宝闪购—餐饮				美团外卖—餐饮				京东外卖—餐饮			
25Q2	25Q3	25Q4E		25Q2	25Q3	25Q4E		25Q2	25Q3	25Q4E	
日均单量（万）	3066	6635	6326	日均单量（万）	5,938	7,044	6,305	日均单量（万）	1440	1560	1200
					11.0%	15.0%	10.0%				
单均价格（元）	30	20	23	单均价格（元）	42.48	35	38.4	单均价格（元）	23	26	28
单均收入	4.4	3.2	3.8	单均收入	7.6	5.4	6.2	单均收入	4.7	4.6	5.5
佣金	2.0	0.8	1.4	佣金广告	3.3	2.0	2.3	佣金广告	0.2	0.3	0.3
-佣金率	6.5%	4.0%	6.0%	-佣金广告率	7.8%	5.7%	6.0%	-佣金率	0.9%	1.2%	1.1%
配送	1.5	1.5	1.5	配送	4.3	3.4	3.9	配送	4.5	4.3	5.2
广告	0.9	0.9	0.9								
单均成本	8.2	8.8	7.0	单均成本	7.7	8.2	8.0	单均成本	14.4	13.3	12.5
配送	4.2	4.2	3.9	配送	4.8	5.0	5.1	配送	6.1	5.7	6.7
补贴	4.0	4.6	3.1	补贴	2.9	3.2	2.9	补贴	8.3	7.6	5.8
单均UE	-3.9	-5.6	-3.2	单均UE	-0.1	-2.8	-1.8	单均UE	-9.7	-8.7	-7.0
单位：亿元				单位：亿元				单位：亿元			
日均收入	1.3	2.1	2.4	日均收入	4.5	3.8	3.9	日均收入	0.7	0.7	0.7
日均利润	-1.2	-3.7	-2.0	日均利润	-0.1	-2.0	-1.1	日均利润	-1.4	-1.4	-0.8
季度GTV	837	1221	1339	季度GTV	2296	2268	2227	季度GTV	301	373	309
季度收入	121	195	220	季度收入	411	351	362	季度收入	62	66	61
季度利润	-107	-342	-187	季度利润	-5	-182	-102	季度利润	-127	-125	-77
总单量（亿）	28	61	58	总单量（亿）	54	65	58	总单量（亿）	13	14	11
天数	91	92	92	天数	91	92	92	天数	91	92	92

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目前单看非餐部分淘闪GTV是美团闪购40%，单量是美团闪购75%，淘闪以低价单为主，单均价约为美团闪购的一半。与外卖大战之前比淘闪非餐订单量增长更多为餐饮外溢的流量和天猫超市、盒马加入带来的订单口径变化。我们认为2025年即时零售竞争主要围绕更高频的餐饮品类展开，预计2026年即时零售竞争将更多聚焦在非餐品类。

- **供给：**1) **商家端看：**美团闪购第三方供给基本与淘宝闪购拉齐，差异主要体现在自营/平台加盟模式——美团的小象超市、松鼠便利、歪马送酒，淘闪的盒马等；2) **商品品牌看，**部分远场电商品牌难适应闪电仓模式，更愿意通过猫超等城市仓模式切入即时零售。
- **用户侧：**即时零售用户对于履约及时性诉求没有餐饮高，更看重丰富性和价格，目前淘闪单量少规模效应弱，商家普遍在淘闪标价更高，价格被淘闪平台更大的补贴力度抵消，两边用户体验基本持平。

图：各平台自营模式布局

平台	自营	模式	品类	主要介绍
美团	小象超市	自营	生鲜	前置仓模式，24年预计GMV300亿，前置仓数量达到800家
	歪马送酒	自营+加盟	酒水	前置仓模式，门店数超过1400家，采取品牌直采模式，通过整合供应链，减少经销环节，降低终端售价，SKU数量接近1000个
	松鼠便利	自营+加盟	商超便利	门店数500+，平台自营少量仓，同时向商家开放品牌加盟，总部负责所有产品的采购寻源，单店SKU 6000以上
	快乐猴	加盟	硬折扣超市	已签约10家，计划开店1000家
阿里巴巴	盒马	自营	生鲜	店仓一体模式，目前门店超过600家，24财年GMV590亿，但独立经营不与饿了么运力打通
京东	京东酒世界	自营+加盟	酒水	店仓一体模式，23年门店超1200家
	京东便利店	加盟	商超便利	便利店模式，多平台上线，全国目前8-9万家店，要求京东万家进货量占全店50%
	京东美妆		美妆	
	京东七鲜超市	自营	生鲜	1店+N仓模式，24年70家店，此前主要采用店仓一体模式，25年开始快速开仓，向1+N转型
	京东电器/家电	自营+加盟	3C数码	

资料来源：美团、盒马、京东、晚点LatePost，国信证券经济研究所整理及测算

即时零售业态接近线下传统零售，需长期投入，难快速突破。

- 淘宝闪购：业务出发点是帮助淘天引流，淘天有品牌、1688供应链资源，有零售心智，资金充裕，擅长轻资产运营，淘宝闪购5月开启，8月日单量峰值超1.2亿单，25Q2亏损超100亿，预计25Q3亏损350-400亿，长期观察能否建立蜂窝级的运营能力并持续优化用户体验；
- 京东外卖：业务出发点是帮助电商业务引流，京东具有供应链优势，缺乏30min达的用户心智，日单量峰值2500万单，我们测算25Q2、25Q3均亏损150亿元左右，长期观察能否建立用户心智、建立蜂窝级的运营能力并持续优化用户体验；
- 美团：长期深耕即时配送赛道，2018年在外卖基础上延伸出美团闪购（非餐外卖），我们测算2024年即配日均单量约7000万单，2025年日单量峰值1.5亿单，美团闪购继承外卖“快”的心智和履约网络，重点观察供应链能力搭建和运营效率优化。

图6：各家平台远近场零售布局情况

		美团	阿里	京东	拼多多	抖音	其他
即时零售	前置仓	小象超市	-	-	-	-	叮咚买菜、朴朴超市
	店仓一体	-	盒马超市	七鲜超市	-	-	超市到家（沃尔玛/山姆...）
次日达	卖场模式	美团闪购	饿了么新零售/淘鲜达	京东到家	-	抖音超市	-
	B2C电商	美团电商	天猫超市	京东自营	-	抖音超市	-
	社区团购	美团优选	淘菜菜	京东拼拼	多多买菜	-	兴盛优选
隔日达	B2C电商	美团电商	淘天	京东POP	拼多多	抖音电商	小红书/视频号电商/得物...

资料来源：美团App、京东官网、阿里巴巴官网、抖音App，国信证券经济研究所整理

淘宝闪购（非餐）/美团闪购UE拆分

淘宝闪购—非餐	25Q2	25Q3	25Q4E	美团闪购	25Q2	25Q3	25Q4E
日均单量（万）	500	800	1000	日均单量（万）	1,167	1,346	1,349
单均价格（元）	51	39	45	单均价格（元）	78	79	79
单均收入	5.8	4.6	5.1	单均收入	7.5	7.7	7.7
佣金	3.4	2.2	2.7	佣金广告	5.4	5.6	5.6
-佣金率	6.7%	5.7%	6.0%	-佣金广告率	6.9%	7.1%	7.0%
配送	1.5	1.5	1.5	配送	2.1	2.1	2.1
广告	0.9	0.9	0.9				
单均成本	8.1	7.2	6.7	单均成本	8.3	8.8	9.0
配送	4.2	4.2	3.9	配送	2.1	2.5	2.6
补贴	3.9	3.0	2.8	补贴	6.2	6.3	6.4
单均UE	-2.3	-2.7	-1.6	单均UE	-0.8	-1.1	-1.3

单位：亿元

日均收入	0.3	0.4	0.5
日均利润	-0.1	-0.2	-0.2
季度GTV	234	284	414
季度收入	26	34	47
季度利润	-10	-20	-15
总单量（亿）	5	7	9
天数	91	92	92

单位：亿元

日均收入	0.9	1.0	1.0
日均利润	-0.1	-0.1	-0.2
季度GTV	829	979	980
季度收入	80	96	95
季度利润	-9	-14	-16
总单量（亿）	11	12	12
天数	91	92	92

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算 注：淘宝闪购25Q2正式启动，25Q1无数据

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美团：外卖大战影响核心本地收入利润，预计影响将逐步减弱

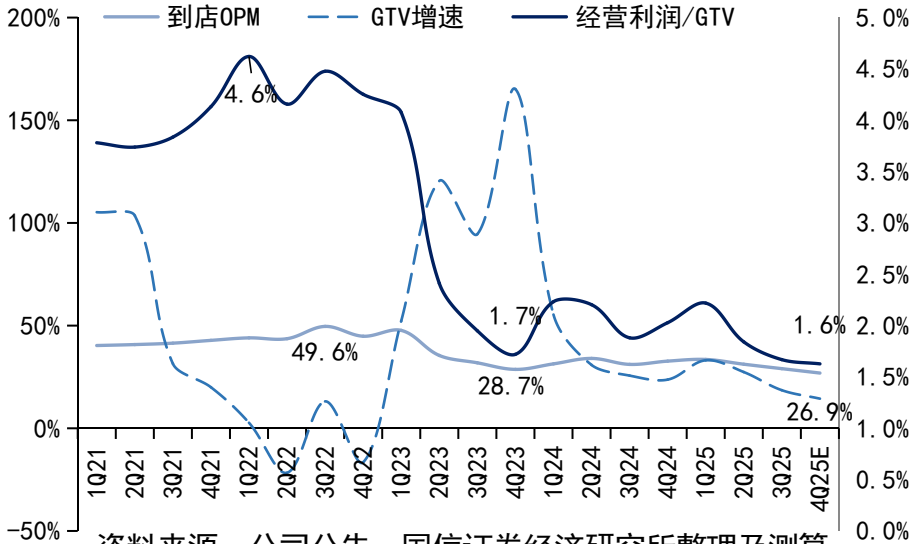
- 整体：**25Q3美团实现营业收入955亿元，收入同比增长2%，主要受核心本地业务竞争加剧影响。调整后净利润率-17%，由盈转亏。公司维持长期达到1亿单高日均订单量的目标不变，并坚信随着行业回归理性，外卖业务的利润将回归到合理水平。预计2025-2027年调整后净利润-160/124/331亿元。
- 餐饮外卖：**25Q3订单量同比增长15%，测算UE亏损2.6元。预计2026年行业回归理性，美团单量增速回落至10%，单均亏损收窄至0.4元，主要来自单均价回升以及履约收入增加。
- 闪购：**25Q3订单量同比增长30%，经营亏损约14亿元。预计2026年非餐领域竞争仍将持续，闪购单量增速有望保持30%，单均亏损与2025年基本持平。
- 到店酒旅：**25Q3到店酒旅收入yoy+13%，经营利润率降至29%。1) 收入增速慢于GTV增速主要由于广告收入增速下降，受外卖竞争以及禁酒令影响，部分到店商户的广告需求下降；2) 经营利润率下降主要由于公司增加用户补贴，展望2026年，来自抖音生服、高德等的竞争可能加剧，我们预计到店经营利润率继续下降，预计维持在25-30%区间内。
- 新业务：**Keeta香港10月UE转正，Q4新开3个海湾国家预计将扩大亏损。本季度新业务收入同比增长16%至280亿元，经营亏损13亿元，经营亏损率5%，环比收窄2pct，同比扩大1pct。展望2026年，我们预计新业务投入维持在相对合理的水平，预计年亏损77亿元。

单位：百万元		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
一、核心本地商业收入		64,325	65,347	67,447	64,230	250,247	256,469	298,878	352,604
	YoY	18%	8%	-3%	-2%	21%	2%	17%	18%
核心本地商业经营利润		13,491	3,721	-14,071	-7,959	52,415	-5,092	9,145	41,587
	经营利润率	21%	6%	-21%	-12%	21%	-2%	3%	12%
	YoY	39%	-76%	-196%	-162%	35%	-110%	-280%	355%
其中：									
1.餐饮外卖收入		41,412	41,085	35,085	37,343	166,127	154,926	173,470	201,716
	YoY	21%	6%	-21%	-12%	17%	-7%	12%	16%
餐饮外卖日均订单量（万）		5711	6526	7656	6853	5981	6692	7341	8024
	YoY	10%	11%	15%	10%	13%	12%	10%	9%
餐饮外卖UE（元/单）		1.47	-0.09	-2.58	-1.75	1.50	-0.91	-0.40	0.40
餐饮外卖经营利润		7,533	-516	-18,178	-11,020	32,907	-22,181	-10,643	11,639
	经营利润率	18%	-1%	-52%	-30%	20%	-14%	-6%	6%
2.闪购收入		7,555	7,954	9,590	9,509	26,221	34,608	45,269	56,586
	YoY	27%	28%	33%	40%	41%	32%	31%	25%
闪购日均订单量（万）		1126	1167	1346	1349	957	1,283	1,668	2,085
	YoY	29%	28%	30%	30%	37%	34%	30%	25%
闪购UE（元/单）		0.8	-0.8	-1.1	-1.3	0.23	-0.64	-0.63	0.38
闪购经营利润		810	-850	-1363	-1613	806	-3,015	-3,819	2,923
	经营利润率	11%	-11%	-14%	-17%	3%	-9%	-8%	5%
3.到店酒旅收入		14,493	15,439	17,924	15,809	55,873	63,665	76,543	90,346
	YoY	17%	16%	13%	11%	24%	14%	20%	18%
	货币化率	6.2%	5.6%	5.8%	5.5%	6.2%	5.8%	5.8%	5.8%
到店酒旅GTV		231,967	276,226	311,353	287,197	904,744	1,106,743	1,330,404	1,570,274
	YoY	33%	27%	19%	14%	31%	22%	20%	18%
到店酒旅经营利润		4,747	4,742	5,205	4,203	17,793	18,898	22,281	25,566
	经营利润率	34%	31%	29%	27%	32%	30%	29%	28%
二、新业务收入		22,232	26,493	28,041	27,293	87,344	104,060	128,091	156,634
	YoY	19%	23%	16%	19%	25%	19%	23%	22%
新业务经营利润		-2,273	-1,881	-1,278	-4,150	-7,273	-9,582	-7,685	-6,265
	经营利润率	-10%	-7%	-5%	-15%	-8%	-9%	-6%	-4%
总营收		86,557	91,840	95,488	91,524	337,592	360,530	426,969	509,238
	YoY	18%	12%	2%	3%	22%	7%	18%	19%
经调整利润		10,949	1,493	-16,010	-12,467	43,653	-16,035	12,421	46,439
	YoY	46%	-89%	-225%	-227%	88%	-137%	-177%	274%

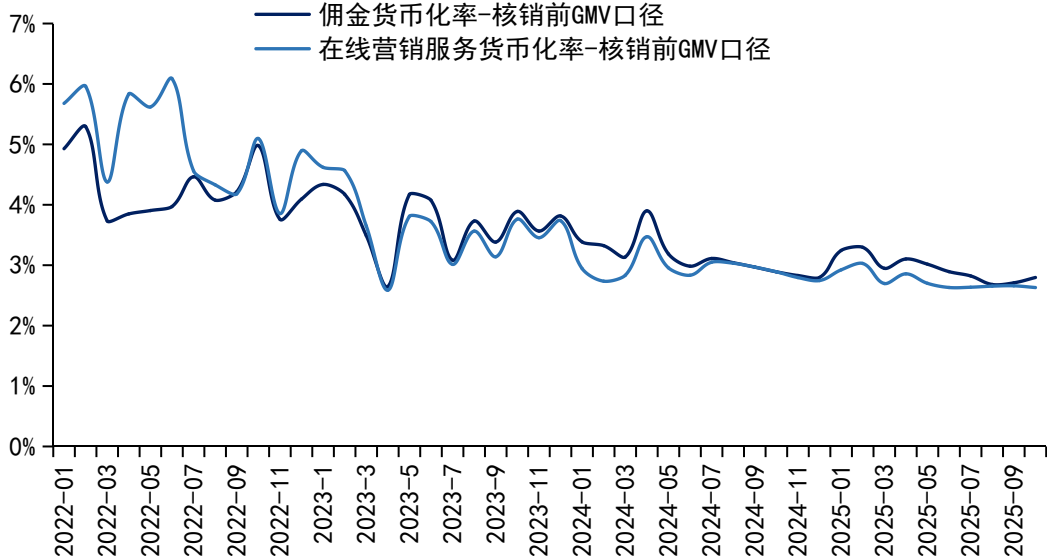
到店业务：短期利润率会受到竞对投入和外卖挤占效应影响

- 本地生活市场，美团和抖音竞争走向差异化，但竞争状态仍激烈。我们用利润率（经营利润/GTV）来看，23年之前，到店利润率为4%，而24年之后长期在2%，说明美团用2%GTV的补贴每年在让利商家和用户。根据晚点数据估算，当前抖音对本地生活补贴力度也维持在2-2.5%之间。当前抖音、美团团购折扣在7-8折。抖音满足部分商家短期爆量需求，所以可能存在阶段性低价促销情况，美团会跟进相应补贴，平台投入长期加大。除此以外，由于抖音竞争影响，美团也无法提升佣金率和广告。美团到店业务货币化率从10%+下滑至当前6%。
- 25Q3美团到店酒旅利润率下滑至29%，受到竞争、自身资源分配、调整商家影响，预计25Q4 OPM继续下滑至27%。1）受外卖竞争，部分平台上到店商户广告预算迁移至外卖方向。2）预防抖音等竞争等，美团本地生活加大补贴。比如8月，为应对抖音在中小商家上的补贴，美团正式启动中小商户发展扶持计划，向中小商户发放助力金，预计到今年底，美团助力金将新增覆盖超10万家餐饮小店，单店助力金最高5万元。25Q4，高德推出必吃榜并在国庆期间加大投放，预期公司将持续加大到店补贴，到店经营利润率环比继续下降至27%。测算25Q4，美团到店酒旅利润率下降至1.6%。
- 25H2补贴下GTV无明显增长，主要系到店业务受到外卖低价业务的挤占作用。25Q3，美团到店酒旅GTV增长18%，25Q4由于宏观影响GTV预计增长15%。25Q3我们看到抖音即使加大了补贴，GTV增长在30%左右，较此前降速。

图：美团到店业务利润以及GTV增速情况



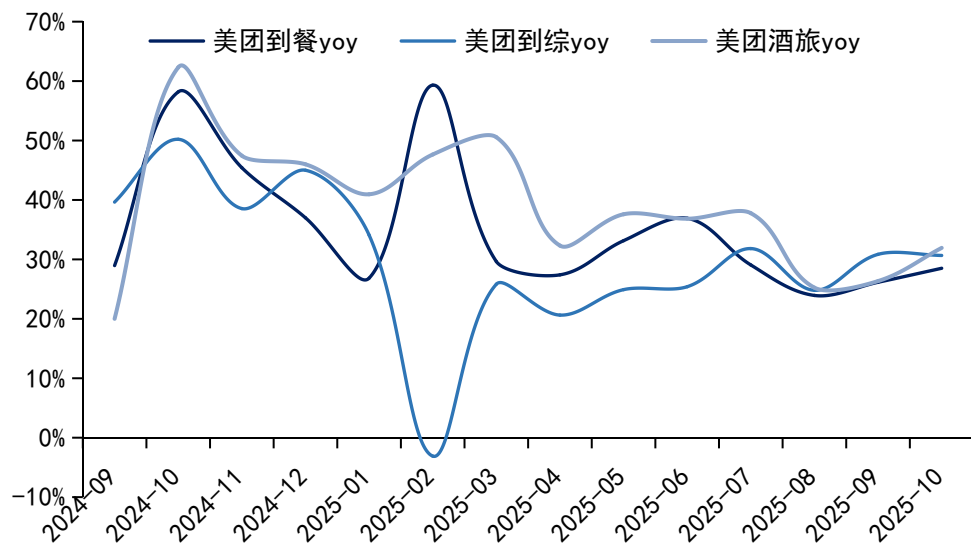
图：美团到店业务货币化率



到店业务：短期利润率会受到竞对投入和外卖挤占效应影响

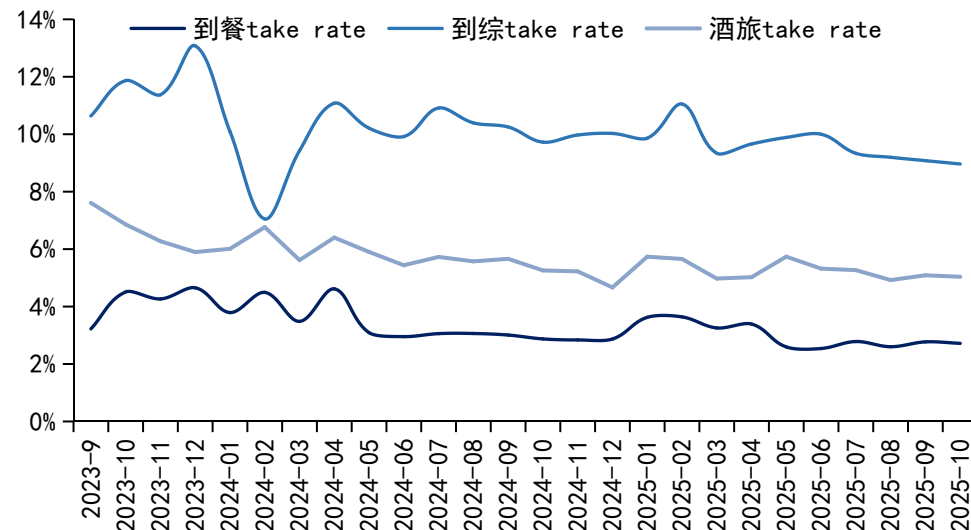
- 25H2，美团开店宝升级旨在帮助商家长效经营，短期结合“繁盛计划”扶持商家，26年初预计商家迁移完成，到店酒旅业务take rate或有回升。2025年9月7日，美团的“开店宝”正式升级为“经营宝”，升级后工具覆盖“开店-运营-增长”全链路的数字化经营管理平台。25年10月，美团宣布餐饮商家“繁盛计划”再升级，推出四大项举措，追加28亿元帮商家守住利润、健康发展，具体包括：追加20亿元助力金；3亿元支持店型模式创新、5亿元推动“明厨亮灶”新基建。
- 我们测算26年抖音到店酒旅业务GMV预计35-40%增长，补贴率整体稳定在2%。根据晚点等，25年12月，抖音开始拓展线上买单业务，26年计划继续用产品侧以及到综业务拓展驱动GTV增长，补贴率依旧在2%水平，并未加大。
- 若26H1，外卖业务未进行激烈补贴，美团到店酒旅业务OPM或有回升。在抖音26年维持正常补贴、美团商家工具升级完成背景下，美团到店酒旅业务走向正轨。变量在于外卖业务，若外卖业务继续竞争，将继续对商家以及平台广告资源分配等产生影响。25H2，抖音加大了中小商家扶持，攻入美团腹地，以及继续培养搜索心智。在抖音不激烈反击背景下，美团到店酒旅优势依旧显著，但是美团方面仍需采取措施持续对中小商家进行让利。

图：美团到店酒旅分业务GTV情况：受外卖影响到餐业务增速较低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图：美团到店酒旅分业务take rate (广告+佣金)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，公司业务、产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游AI需求不及预期，相关的AI研发投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，核心技术水平升级不及预期的风险。AI大模型研发进度落后，AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

第四，AI快速迭代、平权化下竞争加剧，影响云业务利润率。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。