

2026年04月20日
行业动态分析

SDIOSI

行业动态分析

证券研究报告

软件与互联网

3月网上商品零售额同比增2.5%，市场监管总局对电商平台“幽灵店铺”监管

1-3月网上商品/服务零售额同比增7.5%/8.8%，3月网上商品零售额同比增2.5%。我们预计2026年全年电商大盘增速中个位数。我们认为当前监管方向主要为消费者权益保护，而非平台综合变现率，整体利好平台经济长期健康发展。

报告摘要

3月网上商品零售额同比增2.5%：国家统计局自2026年2月开始披露网上商品和服务零售额指标，包含1)网上商品零售额，与此前实物商品网上零售额统计范围和内涵一致；2)网上服务零售额（新增指标），主要反映线上交易平台实现的非实物商品服务（如本地生活服务）的零售规模及增长情况。2026年3月，网上商品零售额为1.1万亿元（人民币，下同，列明除外），同比增2.5%，对比1-2月增速为10.3%，我们认为同比增速主要反映两年的春节假期在不同月份的影响，对比社零总额同比增1.7%。2026年1-3月，网上商品零售额为3.2万亿元，同比增7.5%，其中，吃类+17.2%、穿类+11.6%、用类+3.6%；网上服务零售额为1.2万亿元，同比增7.3%。

监管动态：4月17日，市场监管总局依法对7家电商平台“幽灵外卖”系列案作出行政处罚，合计罚款共36亿元，其中拼多多15.2亿元、美团7.5亿元、阿里巴巴6.4亿元（其中淘宝闪购5.6亿元、淘宝4,698万元、天猫3,174万元）、京东6.3亿元、抖音5,689万元。此外，对各家平台企业法定代表人和食品安全总监合计处罚1,968万元。本次监管涉及的内容为：1)平台对入网食品经营者许可证审核把关不严，未依法履行资质审查义务；2)平台在与转单平台合作过程中造成的消费者权益侵害。具体数据看（图表2-4）：

- 未履行资质审查：**京东未履行店铺资质审查的店铺数为4.3万家，高于其他平台，其中3.8万家店铺无交易，4,858家店铺有交易，合计为7,700万元，单店平均交易额160万元，产生违法所得为670万元。拼多多未履行资质审查的店铺数为9,463家、美团7,031家、淘宝闪购6,329家、淘宝881家、抖音454家、天猫256家。罚金按未履行1家店铺的资质审查义务作出处罚（5-16万元/家店铺）×涉及店铺数计算。
- 转单：**转单公司（涉及4家）作为平台的服务商入驻，为平台店铺提供转单服务，平台授予转单公司订单信息查询和物流发货权限，平台店铺将用户订单转交其他食品经营者加工制作，侵犯消费者权益。京东涉及转单店铺数为4,858家、淘宝闪购3,754家、抖音379家、天猫38家、淘宝16家，该部分数据已去重缺乏资质审查的店铺数。
- 综合变现率对比：**我们根据未履行资质审查涉及店铺的交易额和平台收入，计算各平台的综合变现率，淘宝闪购9.2%、美团为9.0%、京东8.7%、拼多多6.0%、天猫3.5%、抖音2.5%、淘宝1.3%，外卖平台的综合变现率中包含外卖配售收入，因而高于其他电商平台，我们认为数据所反映的综合变现率水平在健康区间。

投资建议：我们预计2026年全年电商大盘增速中个位数，与2025年（+5.2%）基本持平。我们认为目前电商及外卖平台的综合变现率在稳定的健康区间，监管方向或主要考虑消费者权益保护，而非平台综合变现率。各平台公司持续投入商户补贴及扶持，在供给侧差异化建设，利好平台经济的长期健康发展。

风险：消费预期疲弱；电商竞争加剧影响利润；食品安全问题。

关注股份

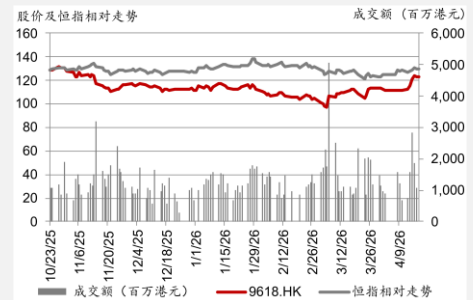
阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US)
 京东集团 (9618.HK/JD.US)
 拼多多 (PDD.US)

股价表现

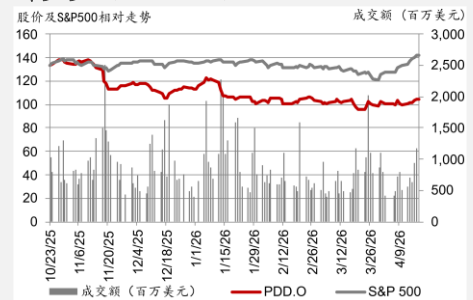
阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US)



京东 (9618.HK/JD.US)



拼多多 (PDD.US)



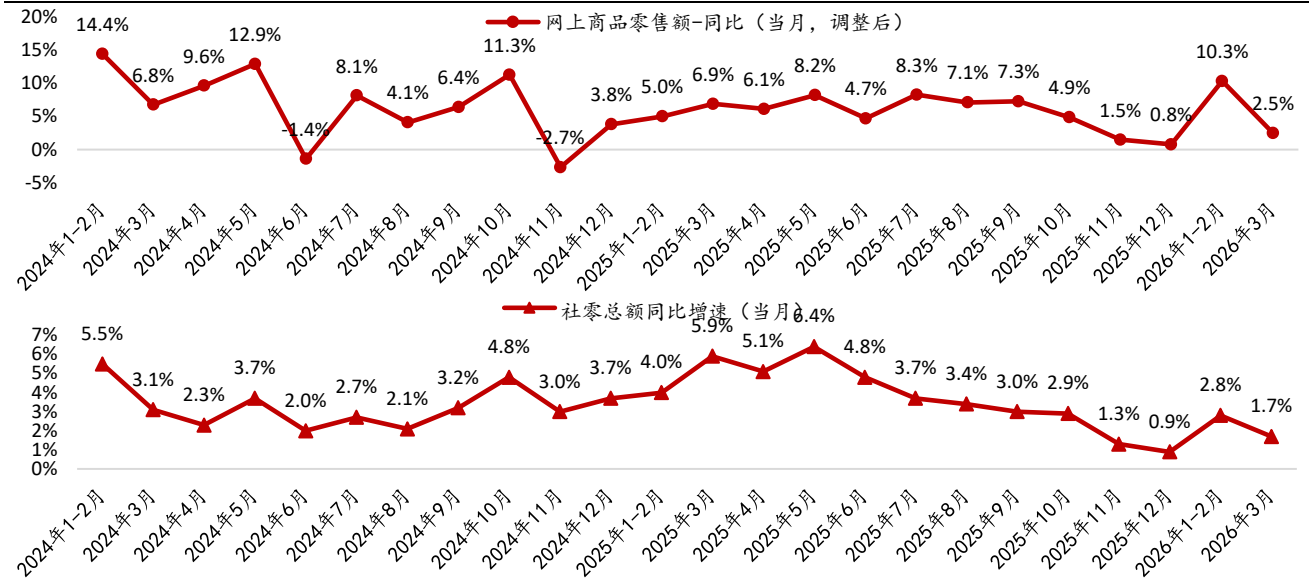
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

3月社零&网上商品零售额

图表 1: 2026 年 3 月, 网上商品零售额同比增 2.5%



资料来源: 国家统计局, 国投证券国际 (注: 网上商品零售额以当月公布的累计值及同比增速调整前一年同期累计值并计算当月同比增速)

监管动态

图表 2：市场监管总局对 7 家平台公司作出行政处罚，合计罚款 36 亿元

文件	公司	违法所得 (百万元)	罚款1 (百万元)	罚款2 (百万元)	罚款合计 (百万元)
国市监处罚〔2026〕3号	京东	7	626	2	635
国市监处罚〔2026〕7号	美团	51	693	2	746
国市监处罚〔2026〕10号	抖音	9	45	2	57
国市监处罚〔2026〕13号	淘宝闪购	23	533	2	558
国市监处罚〔2026〕16号	淘宝	1	44	2	47
国市监处罚〔2026〕19号	天猫	4	26	2	32
国市监处罚〔2026〕22号	拼多多	6	1,514	2	1,522
	合计	101	3,482	14	3,597

资料来源：市场监管总局，国投证券国际（注：罚款1为对平台未依法履行资质审查义务的行为罚款；罚款2为平台对其平台内经营者侵害消费者合法权益行为未采取必要措施的行为罚款）

图表 3：平台未依法履行资质审查义务的店铺数

公司	有交易的 店铺数(家)	无交易的 店铺数(家)	店铺数 合计(家)	交易额 (百万元)	单店平均 交易额(万元)	违法所得 (百万元)	综合变现率	处罚(万元, 未履行1家店 的资质审核义务的处 罚)
京东	4,858	38,332	43,190	77	1.6	6.7	8.7%	5
美团	6,918	113	7,031	405	5.9	36	9.0%	10
抖音	454		454	379	83.5	9	2.5%	10
淘宝闪购	5,223	1,106	6,329	212	4.1	20	9.2%	10
淘宝	881		881	64	7.3	1	1.3%	5
天猫	256		256	77	30.0	3	3.5%	10
拼多多	9,463		9,463	97	1.0	6	6.0%	16

资料来源：市场监管总局，国投证券国际

图表 4：平台转单涉及店铺数（已去重缺乏资质审查店铺数）

文件	公司	转单店铺(家)	转单违法所得(万元)	转单公司
国市监处罚〔2026〕3号	京东	4,858	已计入缺乏资质审查违法所得	重庆转单宝网络科技有限公司
国市监处罚〔2026〕7号	美团		1,453	重庆转单宝网络科技有限公司 安徽梦馨信息技术有限公司
国市监处罚〔2026〕10号	抖音	379	已计入缺乏资质审查违法所得	重庆转单宝网络科技有限公司 安徽梦馨信息技术有限公司
国市监处罚〔2026〕13号	淘宝闪购	3,754		重庆转单宝网络科技有限公司 安徽梦馨信息技术有限公司
国市监处罚〔2026〕16号	淘宝	16		重庆转单宝网络科技有限公司 安徽梦馨信息技术有限公司
国市监处罚〔2026〕19号	天猫	38		重庆转单宝网络科技有限公司 安徽梦馨信息技术有限公司
国市监处罚〔2026〕22号	拼多多		0.9	重庆百分网络科技有限公司 宣城市梦晟花卉有限公司

资料来源：市场监管总局，国投证券国际

估值表

图表 5: 估值表

公司	股票代码	交易货币 (交易货币)	收盘价	年初至今	最新市值 (十亿美元)	P/E		P/S		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百万)	
						1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
线上零售相关公司													
拼多多	PDD US	USD	105	-8%	149	8.6	7.4	2.0	1.8	495,500	15%	124,078	16%
美团	3690 HK	HKD	87	-16%	68	NA	18.5	1.2	1.0	404,069	11%	-6,839	63%
京东	9618 HK	HKD	123	10%	43	10.3	7.7	0.2	0.2	1,391,285	6%	30,251	12%
携程	9961 HK	HKD	428	-23%	36	13.5	11.9	3.4	3.0	70,898	14%	19,140	-40%
平均						10.8	11.4	1.7	1.5				
海外电商相关公司													
Shopify	SHOP US	USD	131	-19%	171	71.5	54.9	11.7	9.4	14,663	27%	2,356	26%
MercadoLibre	MELI US	USD	1,856	-8%	94	37.1	26.8	2.4	2.0	38,468	33%	2,485	24%
Sea	SE US	USD	91	-28%	54	25.1	18.9	1.8	1.5	29,457	28%	2,238	42%
平均						44.5	33.5	5.3	4.3				

资料来源: 彭博一致预期, 国投证券国际 (注: 截至 2026/04/17)

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010