

# 中国互联网

## 2026 展望：承前启后，关键之年

我们认为 2026 年将是争夺 AI 时代用户心智的关键之年，降低使用门槛、助力提升决策效率、创造真实价值是关注重点。而传统互联网业务中，具备稳定的主业现金流支撑 AI 相关业务投资和探索、拥有丰富的应用场景积累数据触达用户、供应链能力突出且业务运营能力出众支撑出海打开增量空间的公司或具备更高的长期投资价值。我们仍建议采用“杠铃型”的投资策略，同时关注盈利增长的确定性及 AI 带来的新增量。1) AI 主题方面，建议关注 AI 拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯，确定性受益于 AI 大趋势、具备丰富应用场景但估值较 AI 同业更低的阿里巴巴，和可灵 AI 应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手；2) 盈利增长确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间且业绩表现稳健、盈利能见度高的网易、携程。

■ **消费筑基：能见度和确定性仍为关注重点。**回顾 2025，电商板块如预期受益于“国补”，尽管过程略有波折。本地生活行业竞争加剧程度超过市场预期，OTA 板块增长韧性好于市场预期。展望 2026，网上零售额中，体验型消费（如旅游、游戏等）整体增速或仍有望优于实物商品，在线旅游及游戏行业利润增长或具备韧性。实物商品零售中，国补退坡背景下竞争或呈现常态化趋势，电商平台在对即时零售的投入端或展现不同侧重，更加注重资源与效率并重，推动行业竞争激烈程度改善，尽管我们认为对于改善的节奏或不应有过于乐观的预期。即时零售行业整体有望维持较高 GMV 增速，到店业务或需等待宏观环境改善及竞争企稳，电商板块整体关注有能力维持盈利稳健增长、估值合理且在 AI 时代持续获益的公司。

■ **科技破局：AI 蓬勃发展，应用及变现持续起量。**2025 年大模型行业竞争加剧，整体模型能力持续提升，开源大模型的发布和迭代速度加快。与此同时，相同模型的调用成本持续下降，行业应用逐步繁荣。展望 2026，我们认为提升模型能力的激烈竞争将持续，而细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量，我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。云和广告或仍是 AI 拉动公司主业增长的主要方向，我们目前仍不担心过度投资的风险，但提示需更关注投资回报周期。

■ **出海扬帆：带来长期增量。**2025 年，OTA 出海发展速度超出预期，外卖出海经营效率提升好于预期，游戏出海平稳发展，电商出海因地缘政治影响边际放缓。展望 2026，云业务的出海或将成为增量关注点，OTA 出海或仍维持高速营收增长，本地生活出海迎来高速发展期。游戏出海可关注个股进展，电商出海或仍维持效率提升优于规模扩张的策略。与此同时，我们认为拥有较好现金流造血能力、较高利润率水平以及充足现金储备的公司能够更好的抵御宏观与市场周期，或将支撑更高的估值确定性和更稳健的股价表现。

优于大市  
(维持)

### 中国 互联网 行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧

(852) 3761 8838

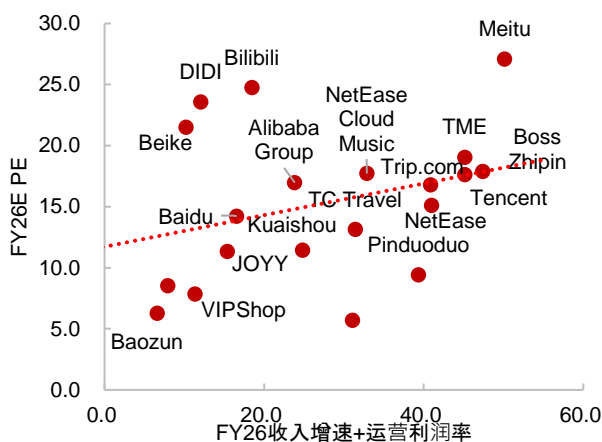
joannama@cmbi.com.hk

#### 相关行业报告:

1. [海外软件互联网龙头公司业绩启示 - 因需求强劲上调 Capex 指引，利润率影响程度分化 - 5 Nov](#)
2. [AI 主题研究 - 关注产业链协同发展布局的投资机会 - 17 Oct](#)
3. [互联网 - 2025 云栖大会：AI 投资主线叙事再次强化 - 25 Sep](#)
4. [互联网 - 关注中国互联网软件板块估值提升的结构性机会 - 19 Sep](#)
5. [AI 主题研究 - 政策加速 AI 应用与商业化落地 - 29 Aug](#)
6. [软件 & IT 服务 - 海外云厂商：营收增速环比加快，利润率表现分化 - 6 Aug](#)
7. [互联网 - WAIC 大会：聚焦科技创新、普惠、协同共治 - 30 Jul](#)
8. [AI 主题研究 - 模型能力持续提升，商业化持续推进 - 27 Jun](#)
9. [互联网 - 商业模式护城河及竞争壁垒有效性重回关注焦点 - 12 Jun](#)
10. [互联网 - 短期关注防御属性及政策托底下有望受益的公司 - 8 Apr](#)
11. [AI 主题研究 - 模型调用成本下降，应用生态有望逐步繁荣 - 26 Feb](#)

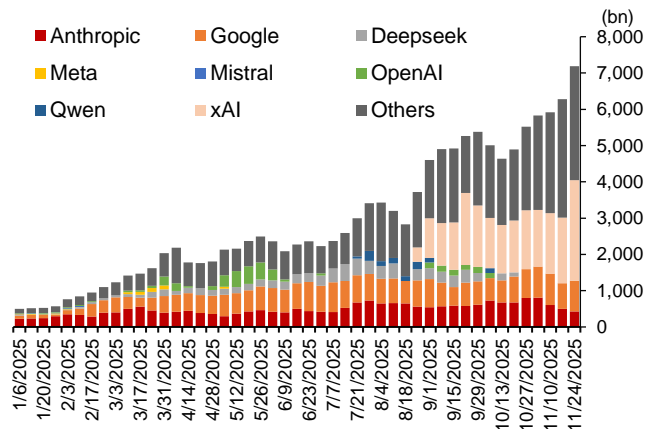
## 重要图表

图 1: 中国互联网：估值 vs 基本面展望



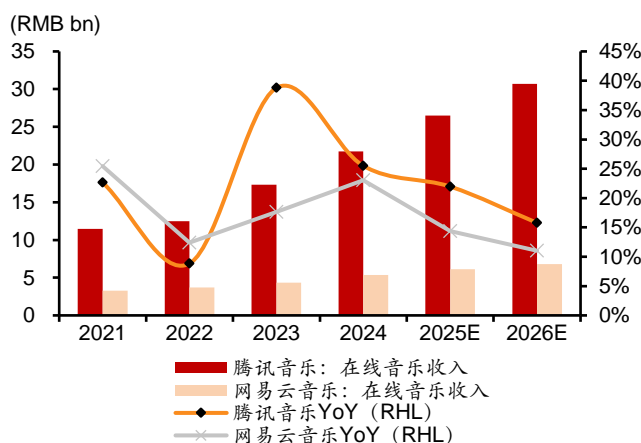
资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 2: 主流大语言模型 2025 年 Token 调用量全景图



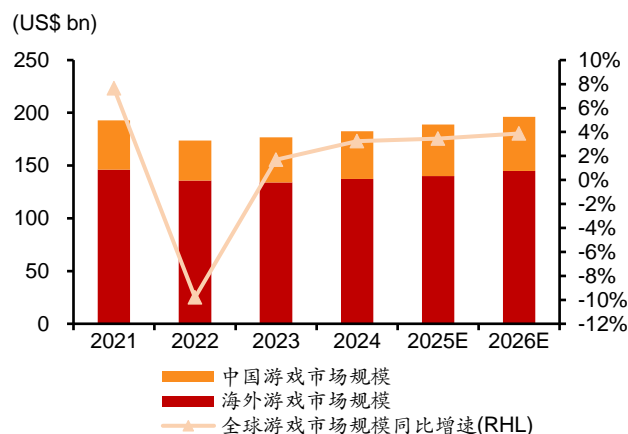
资料来源：OpenRouter、招银国际环球市场

图 3: 在线音乐平台：在线音乐收入展望



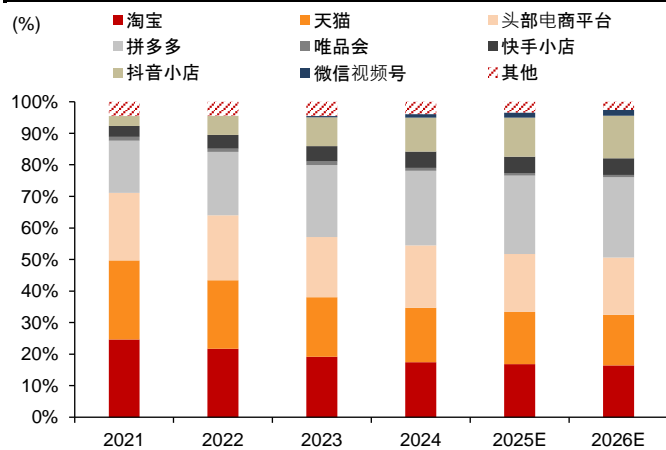
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 4: 全球：游戏市场规模



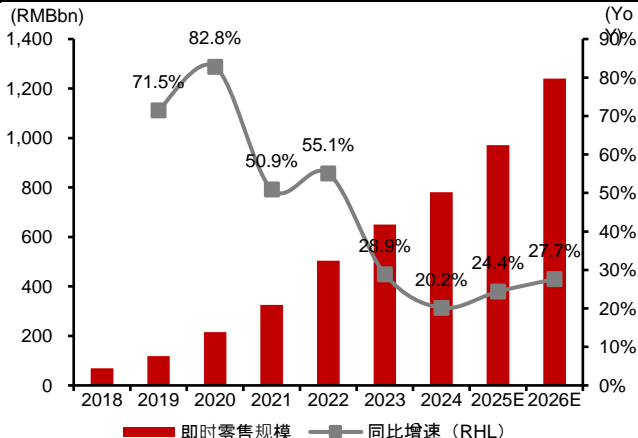
资料来源：New Zoo、伽马数据、招银国际环球市场预测

图 5: 中国：电商市场份额估算



资料来源：国家统计局，晚点Latepost，公司资料，招银国际环球市场估算

图 6: 中国：即时零售市场规模及增速



资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院、招银国际环球市场预测

中国互联网：行业复盘与展望及投资建议

展望 2026 年：1) 在线音乐行业 (+10%-15%收入与利润增长)：我们略微下调行业盈利增速预期以及对行业竞争格局的判断，预计行业盈利增长与营收增长较为一致，主要由于整体毛利率提升节奏放缓，头部平台粉丝经济和线下演唱业务快速增长对毛利率带来一定压力；竞争格局方面，字节跳动旗下汽水音乐（未上市）MAU 快速增长带来一定流量竞争压力，但行业整体竞争格局仍然较为稳健，头部平台依托内容和规模效应优势仍然领先。2) 在线游戏行业（10%左右收入增长，10-15%利润增长）：我们略微下调行业盈利增长确定性的判断，展望 2026 年，头部常青游戏的稳健表现将提供业绩支撑，但行业增长是否能够超预期较大程度取决于几款头部新产品的表现。3) 在线旅游行业（10-15%收入与利润增长）：我们认为在线旅游行业整体表现将具备韧性，盈利增长将成为股价增长的关键驱动因素，纯国际业务快速发展将有望打开长期增长空间。4) 在线广告（10%左右收入与利润增长）：我们维持对行业整体的观点基本不变，但预期行业内表现将会较为分化，能够持续利用 AI 赋能广告的公司有望维持快于行业增长。5) 电商：因较为坚定地投资于外卖及即时零售业务影响利润率水平，且尽管投资边际收缩但将在 2026 年延续，我们下调对于行业股东回报水平的预期，国补退坡背景下行业整体主业营收和盈利增速或将面临挑战，核心用户留存能力仍是胜负手，需关注即时零售投资带来的增量 GMV 和协同效应，AI 相关的云业务和消费互联网业务重构的积极进展或将成为驱动股价的关键因素。6) 本地生活：因宏观环境及行业竞争加剧，我们下调对于基本面韧性的预期，我们认为外卖行业竞争最激烈的阶段或已于 3Q25 结束，竞争及补贴力度有望在 4Q25 起开始缓和，但行业整体竞争或呈现更加常态化的趋势，在 2026 年对于行业重回盈利的节奏或不应有过于乐观的预期；到店方面，在宏观经济存在逆风的情况下，我们预计行业整体单量增速仍会高于 GTV 增速，而在行业竞争较为激烈的情况下，营收增速或将略低于 GTV 增速，且因行业竞争格局变化，行业整体中长期利润率水平或将有所下调，竞争格局优化仍是驱动估值回升的关键因素。

图 7：互联网行业：子行业景气度打分表

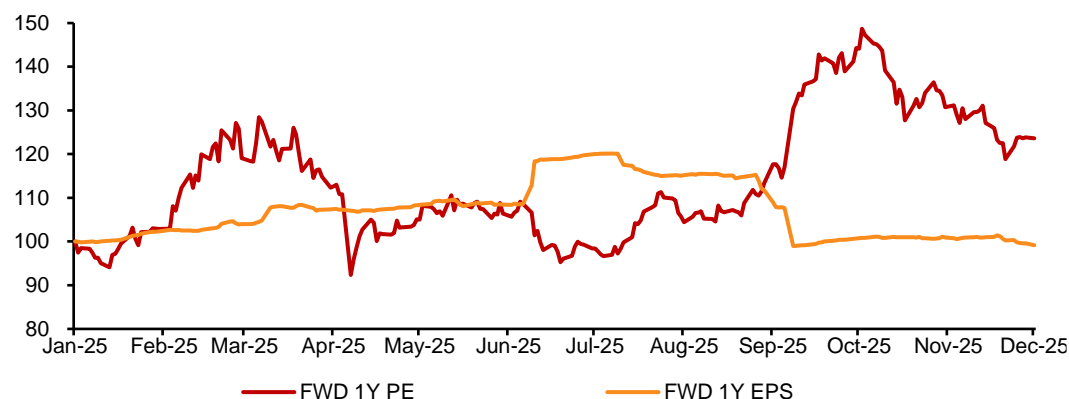
子行业	线上渗透率提升空间	营收增速	盈利增速	盈利增长确定性	行业竞争格局	基本面韧性	股东回报	低监管风险
在线音乐	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
在线游戏	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
在线旅游	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	☆☆☆☆☆	★★★★☆
电商	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆
本地生活	★★★★☆	★★★★☆	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	★★★★☆	☆☆☆☆☆	★★★★☆
在线广告	★☆☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★☆	★★★★☆

资料来源：国家统计局、艾瑞咨询、CNNIC、招银国际环球市场

注：本地生活/在线旅游/电商基于线上 GTV 渗透率水平判断，在线广告基于线上广告收入份额判断，在线音乐/游戏基于线上用户渗透率判断；营收和盈利增速基于招银国际对 2026E 展望；行业竞争格局基于 CR5 市场份额等数据判断；韧性程度基于收入增速与 GDP 或社会零售额增速相关度等因素判断；灰色背景表示评分相较 2H25 展望时有所下调，而橘色背景代表评分有所上调。

复盘 2025 年板块走势：1) 年初 DeepSeek 与 AI 应用事件驱动恒生科技估值提升，3 月初恒生科技估值达到 19x PE，相较年初上涨 28%，同期预期 EPS 相对平稳，相较年初上修约 5%；2) 4 月美国出台对等关税政策导致恒生科技估值大幅回调，4 月初恒生科技估值低点达到 14x PE，相较年初下降 8%，且估值水平在 8 月前维持在相对低点，但同期 EPS 预期维持相对稳定且略有提升；3) 8 月随着中美贸易谈判取得进展，叠加中国头部互联网公司 AI 业务快速发展，行业估值显著提升至 10 月的高点 23x PE，相较年初上升 49%，但由于本地生活竞争加剧及 AI 投入增加，EPS 预期自 8 月后下调至与年初基本持平的水平。

图 8：恒生科技：1 年远期 PE 及 EPS 趋势

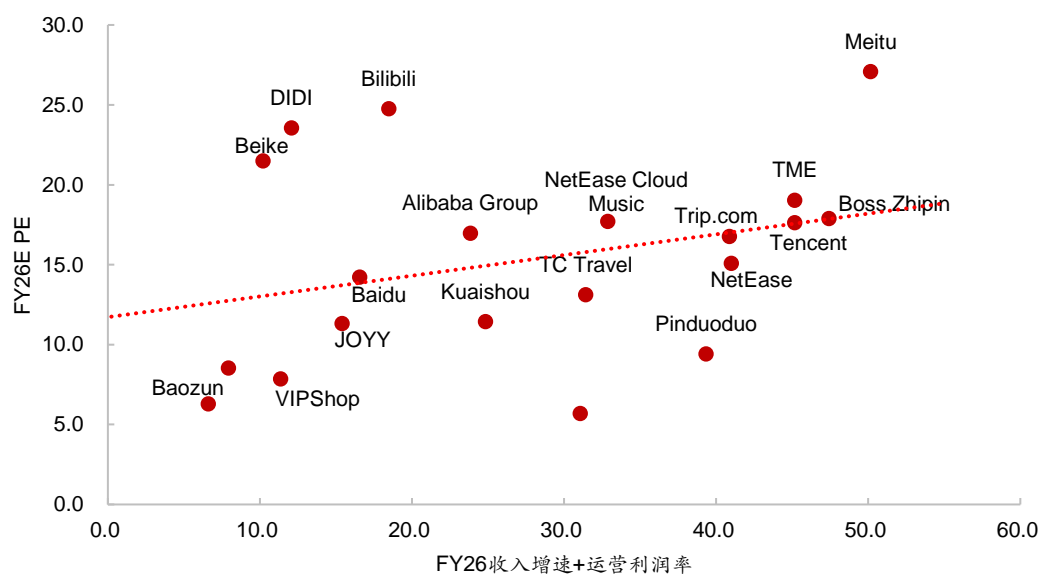


资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：以 2025/1/1 的 PE 和 EPS 作为基准，对应 100

基于对公司 FY26 基本面预期（FY26 收入增速预期+运营利润率）与 PE 水平，从 GARP 维度看，拼多多/快手/网易估值相对较低，腾讯/百度/携程/Boss 直聘处于较为合理的估值水平，美图/贝壳则处于相对较高的估值水平。整体看，我们认为盈利增长前景仍是公司估值水平的关键支撑，而 AI 相关的估值增量或将带来关键催化。

图 9：中国互联网：估值 vs 基本面展望



资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 10：中国互联网：估值水平

公司	股票代码	市价	市值	PE (x)		PS(x)		PEG	EPS CAGR
		(交易地)	(百万美元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2026E	24-26E
AI 主题									
Tencent	700 HK	612.0	713,178	19.4	17.2	6.7	6.1	1.2	16%
Alibaba	BABA US	157.4	375,664	24.5	17.4	2.6	2.3	NA	-1%
Kuaishou	1024 HK	67.5	37,591	12.9	11.5	1.9	1.7	0.8	15%
Baidu	BIDU US	118.7	41,623	15.8	15.0	2.3	2.2	NA	-14%
平均				18.2	15.3	3.4	3.1		
在线娱乐									
Tencent	700 HK	612.0	713,178	19.4	17.2	6.7	6.1	1.2	16%
NetEase	NTES US	139.7	88,483	15.9	15.0	5.5	5.1	1.3	13%
Kuaishou	1024 HK	67.5	37,591	12.9	11.5	1.9	1.7	0.8	15%
Bilibili	BILI US	25.7	10,826	NA	NA	2.5	2.3	NA	NA
China Literature	772 HK	35.8	4,753	24.9	22.2	4.5	4.2	1.5	16%
JOYY	JOYY US	62.3	3,174	11.4	10.8	1.5	1.4	NA	-1%
iQiyi	IQ US	2.0	1,964	NA	17.3	0.5	0.5	NA	-26%
平均				15.0	14.2	3.1	2.8		
电商									
Alibaba	BABA US	157.4	375,664	24.5	17.4	2.6	2.3	NA	-1%
Pinduoduo	PDD US	116.8	165,843	10.6	9.0	2.7	2.4	2.6	4%
Meituan	3690 HK	98.1	76,361	NA	NA	1.5	1.3	NA	-52%
VIPShop	VIPS US	19.9	10,256	8.3	8.0	0.7	0.7	7.3	1%
Baozun	BZUN US	2.9	170	17.3	6.4	0.1	0.1	NA	NA
平均				14.3	9.8	1.3	1.2		
在线音乐									
TME	TME US	18.7	28,995	21.2	18.9	6.3	5.6	1.1	20%
NTES Cloud Music	9899 HK	190.1	5,246	13.2	16.2	4.7	4.3	0.8	17%
平均				17.2	17.6	5.5	4.9		
在线旅游									
Trip.com	TCOM US	71.1	46,484	10.5	15.9	5.3	4.7	1.3	8%
TC Travel	780 HK	22.7	6,706	14.2	12.5	2.5	2.2	0.8	18%
平均				12.4	14.2	3.9	3.4		
在线医疗									
JD Health	6618 HK	60.2	24,533	29.4	26.3	2.4	2.1	1.6	18%
Ali Health	241 HK	5.5	11,222	32.8	28.0	2.3	2.0	1.5	22%
Pingan Healthcare	1833 HK	14.1	3,907	NA	NA	5.1	4.5	NA	59%
平均				31.1	27.2	3.3	2.9		
周期									
Beike	BEKE US	16.8	19,668	25.0	19.8	1.5	1.4	NA	0%
Full-truck Alliance	YMM US	11.3	11,787	17.6	15.5	6.7	6.1	1.0	17%
Boss Zhipin	BZ US	21.1	10,116	19.9	17.5	8.7	7.6	0.8	23%
平均				20.8	17.6	5.6	5.0		

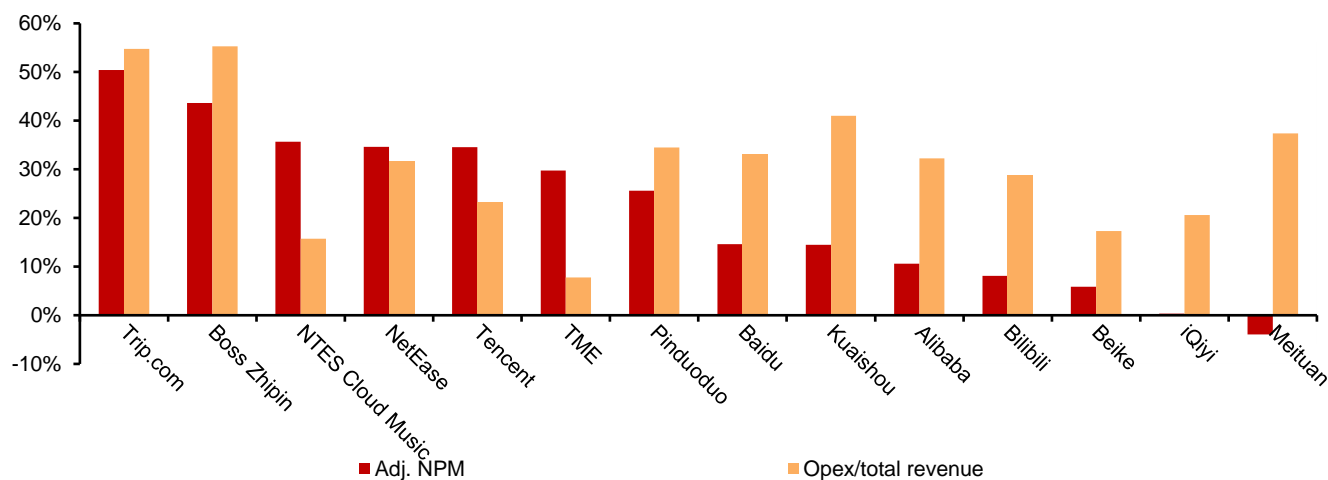
资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至 12 月 4 日收盘

### 现金流与利润率：良好的现金流造血能力支撑基本面韧性

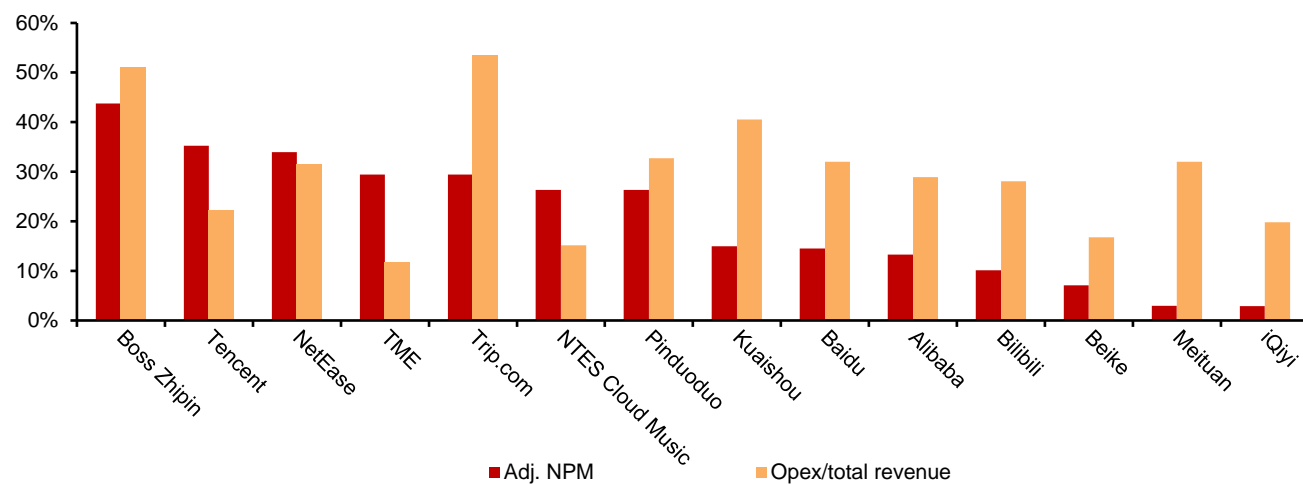
展望 2026 年，我们认为拥有较好现金流造血能力及利润率水平的公司能够更好的抵御宏观与市场周期，例如腾讯、网易、腾讯音乐、网易云音乐等。其他运营费用率（类固定费用占比）较高的公司则具备更明显的运营杠杆效应，公司在利润端的表现或随宏观环境与收入增长有较大波动，例如 Boss 直聘、快手、百度、哔哩哔哩等。

图 11：互联网行业：利润率及费用率对比（2025E）



资料来源：彭博一致预期，公司资料，招银国际环球市场

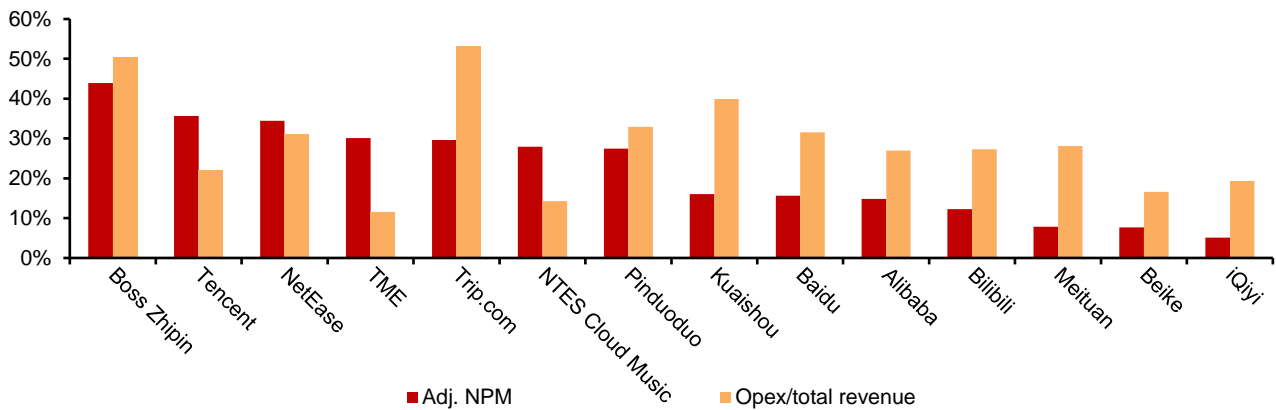
图 12：互联网行业：利润率及费用率对比（2026E）



资料来源：彭博一致预期，公司资料，招银国际环球市场



图 13：互联网行业：利润率及费用率对比（2027E）



资料来源：彭博一致预期，公司资料，招银国际环球市场

从现金流维度分析，包括拼多多、网易、携程、唯品会均具备良好的现金流造血能力（自由现金流/市值）与较高的账面现金水平（净现金/市值），能够较好地抵御竞争、投资新业务方向或增加股东回报。

图 14：互联网行业：股东回报统计

		现金流生成						股东回报				股息	股票回购
公司	股票代码	股价	市值	自由现金流/市值		净现金/市值		股息+回购-SBC	股息率	股票回购/市值	SBC/市值	每股股息	股票回购
		(交易地)	(百万美元)	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	(交易地) FY26E
VIPShop	VIPS US	19.9	10,256	12.5%	13.5%	45.4%	49.3%	6.8%	2.3%	7.2%	-2.7%	0.47	741
Beike	BEKE US	16.8	19,668	4.4%	6.5%	-10.6%	-8.8%	4.9%	1.4%	4.6%	-1.1%	0.24	900
TME	TME US	18.7	28,995	5.7%	6.0%	14.6%	19.6%	2.2%	0.9%	1.7%	-0.4%	0.17	500
Tencent	700 HK	606.0	711,930	4.7%	5.6%	-1.5%	-2.0%	1.7%	1.1%	1.4%	-0.8%	6.41	10,000
NetEase	NTES US	139.7	88,483	6.8%	7.4%	15.7%	19.7%	1.5%	2.1%	0.2%	-0.8%	2.94	150
Alibaba	BABA US	157.4	375,664	1.9%	3.2%	4.7%	7.4%	1.2%	1.3%	0.6%	-0.6%	2.00	2,195
Baidu	BIDU US	118.7	41,623	6.1%	-1.6%	48.6%	52.0%	1.1%	0.0%	2.5%	-1.4%	-	1,033
Boss Zhipin	BZ US	21.1	10,116	6.0%	6.8%	20.0%	25.3%	0.9%	0.6%	2.0%	-1.6%	0.12	200
Trip.com	TCOM US	71.1	46,484	6.3%	7.2%	24.5%	31.2%	0.4%	0.4%	0.7%	-0.7%	0.29	344
TCEL	780 HK	22.2	6,712	8.5%	9.7%	22.8%	29.3%	0.2%	1.1%	0.0%	-0.9%	0.25	-
Cloud Music	9899 HK	187.4	5,237	5.8%	6.4%	34.4%	43.2%	0.2%	0.6%	0.0%	-0.4%	1.18	-
Meituan	3690 HK	97.3	76,353	2.0%	5.9%	9.4%	12.6%	0.0%	0.0%	1.4%	-1.4%	-	1,042
Kuaishou	1024 HK	67.9	37,699	9.6%	9.6%	6.8%	10.4%	0.0%	0.0%	1.1%	-1.1%	-	400
Pinduoduo	PDD US	116.8	165,843	11.0%	12.9%	41.2%	55.0%	-0.9%	0.0%	0.0%	-0.9%	-	-
Bilibili	BILI US	25.7	10,826	2.4%	3.5%	20.5%	26.0%	-1.2%	0.0%	0.5%	-1.7%	-	50

资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

注：截至 2025 年 12 月 4 日；FY26E 回购金额基于我们预估；FY26/27E 净现金/现金流/每股股息基于彭博一致预期或我们预估

投资建议

- 1) **腾讯 (700 HK)**：公司在社交/游戏/广告等消费互联网赛道已建立稳固竞争优势，AI 多维度赋能公司广告、游戏和云业务。展望 FY26，我们看好多项驱动因素支撑公司基本面增长：1) 常青游戏持续保持稳健，重点新产品《王者荣耀世界》等有望带来增量游戏收入贡献；2) AI 赋能叠加视频号广告加载率提升，推动广告收入维持快于行业增长；3) AI 云驱动腾讯云收入维持较快增长。基于公司稳固的竞争壁垒与运营杠杆，我们预计公司 FY26 调整后运营利润同比增长 11%。公司当前估值对应约 17x FY26 Non-IFRS PE（剔除战略投资对应 15x PE）。我们基于 SOTP 的目标价为 760.0 港元，对应 22x FY26E Non-GAAP PE。
- 2) **阿里巴巴 (BABA US)**：我们重申对阿里巴巴的积极看法，主因：1) 云计算收入增长前景强劲，得益于人工智能相关产品的采用率提升以及数字化需求的增加；2) 电商业务发展前景稳固，由“全站推”渗透率的提高以及即时零售业务的快速发展所带来的

交叉销售效应推动，即时零售业务快速发展或有助于提高用户粘性，并在中长期内推动更好的客户管理收入前景。凭借强大的技术能力和丰富的人工智能应用场景，阿里巴巴有望通过“消费”与“AI+云”这两大战略业务支柱推动其长期收入和利润增长。在我们看来，阿里巴巴仍然是人工智能主题下的关键受益方之一，我们基于分部估值的目标价为 206.4 美元，对应 23.4/18.1x FY27/28E PE。

- 3) **快手 (1024 HK)**：我们看好快手持续受益于 AI 应用发展，其中 1) 3Q25 可灵 AI 收入突破 3 亿元，管理层预计 FY25 可灵 AI 全年收入将达 1.4 亿美元（约合 10 亿元人民币，占总营收 1%）；2) 在线营销领域：利用 OneRec 等 AI 模型，快手推动 3Q25 国内在线营销服务收入实现额外 4-5% 的增长；3) 电商领域：公司推出生成式检索架构 OneSearch，实现更精准的商品匹配，带动商城搜索订单量增长约 5%。我们看好公司受益于 AI 发展以及盈利增长韧性，我们预计公司 FY26 调整后净利润同比增长 14%。我们基于 SOTP 的目标价为 88.0 港元，对应 15x FY26E Non-GAAP PE。
- 4) **携程 (TCOM US)**：整体旅游需求仍具备韧性，凭借强大的供应链能力及优质的客户服务能力，携程国内与出境业务的预订量增速均高于行业平均水平。此外，携程的海外扩张进展顺利，投资与营收增长节奏均衡，我们认为这将为公司带来长期价值。我们预测 2026 年携程的营收/non-GAAP 经营利润将分别同比增长 15%/14%。我们基于 DCF 模型的目标价为 83 美元，对应 20x 2026 年 non-GAAP PE。“买入”评级。
- 5) **网易 (NTES US)**：我们看好重点产品支撑网易 FY26 业绩增长与估值提升：1) 《燕云十六声》海外上线后表现好于预期，峰值同时在线玩家人数超 25 万人，进入 Steam 全球游戏畅销榜前 3，26 年海外收入贡献有望接近国内收入水平；2) 海洋 RPG 游戏《遗忘之海》预计 2026 年上线，新产品有望带来可观增量收入贡献；3) 开放世界 RPG《无限大》有望在 2026 年上线。基于新产品贡献，我们预计公司 FY26 运营利润同比增长 12%。公司当前估值对应约 15x FY26 Non-IFRS PE，我们基于 SOTP 的目标价为 164.0 美元，对应 18x FY26E Non-GAAP PE。



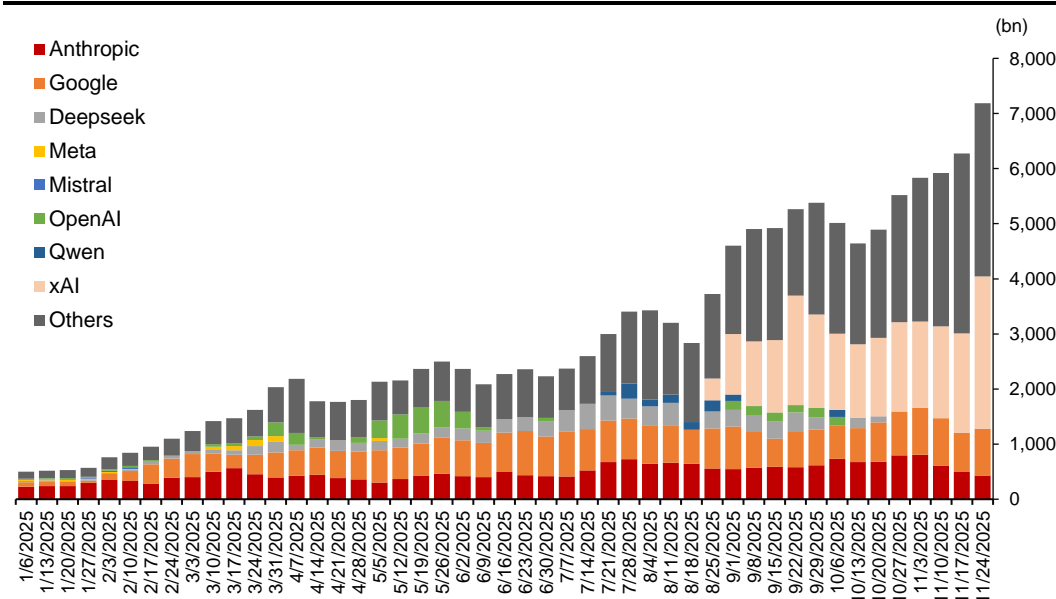
## 大模型及 AI 应用：行业竞争加剧，探索多元化应用及降本增效

回顾 2025，大模型行业全领域的模型竞争均在加剧、模型能力持续迭代提升，与此同时相同模型的调用成本持续下降、行业应用逐步推广。细分的产业趋势包括：1) 智能体能力成为大家关注的关键点之一；2) 开源大模型的发布迭代速度提升；3) 原生端到端语音交互模型已具备大规模落地可行性；及 4) 图像编辑及视频生成大模型的能力进一步提升。展望 2026，我们认为竞争尚未到收敛期，行业仍将在前沿模型能力上持续探索，同时推动大模型的产业应用，细分领域的 AI 应用变现也有望持续起量。我们看好智能体能力提升带来的进一步变现潜力，也看好图像编辑及视频生成大模型能力提升带来的进一步付费用户渗透及变现。

### 大模型行业发展趋势：竞争加剧、能力提升、成本下降

整体来看，2025 年至今，全球大模型 Token 调用量呈现显著的高速增长态势，AI 产业正加速从技术验证走向规模化应用。OpenRouter 平台数据显示，4Q25 单周通过其平台的大模型 Token 调用量峰值已突破 7T，较 3Q25 峰值接近翻倍增长。其中以 xAI Grok 和谷歌 Gemini 为代表的头部厂商大模型调用量增长尤为突出，xAI Grok 模型 25 年 11 月单周 token 调用量已达 3.15 万亿，较 8 月底的 3970 亿增长超 692%。模型能力与场景的适配度和价格策略为支撑大模型 token 消耗增长的核心，xAI Grok 和谷歌 Gemini 在具备技术快速迭代能力的同时，绑定如编程等的高价值垂类场景，在 AI+编程场景实现份额的绝对领先，而 Anthropic Claude 通过不断优化的定价策略持续占据份额。

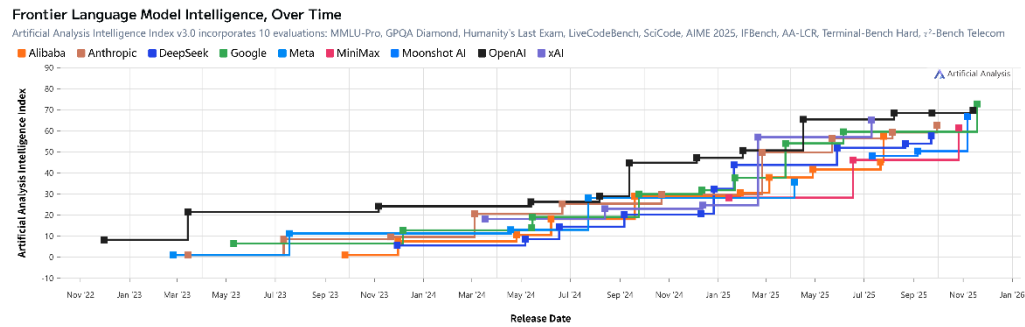
图 15：主流大语言模型 2025 年 Token 调用量全景图



资料来源：OpenRouter，招银国际环球市场

从行业领先大模型的迭代速度和智能能力来看，行业整体呈现迭代速度持续提升、智能能力持续突破的趋势。据 Artificial Analysis 智能能力指数，截至 11 月 24 日，全行业目前能力最领先的大模型为 Google 的 Gemini 3 Pro preview。

图 16：主流大语言模型的模型能力对比

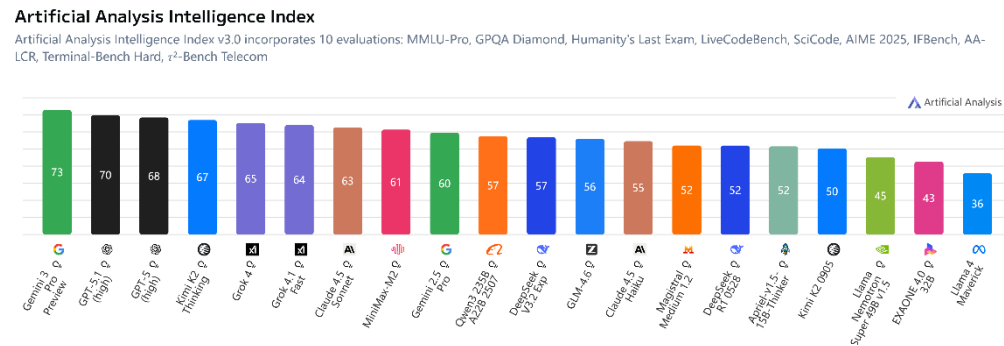


资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：1) Artificial Analysis 智能能力指数涵盖 10 项评估维度（下同），主要包括：MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard,  $\tau^2$ -Bench Telecom；2) 排名并未穷尽所有大模型（下同）；3) 排名时间截至 2025 年 11 月 24 日

从大模型整体能力评分来看，基于 Artificial Analysis 数据，美国厂商中谷歌、OpenAI、xAI、Anthropic 等处于行业领先水平，而中国厂商中月之暗面的 Kimi、幻方量化的 Deepseek、稀宇科技的 Minimax、阿里巴巴的千问大模型能力处于行业领先水平。

图 17：主流大语言模型能力排名

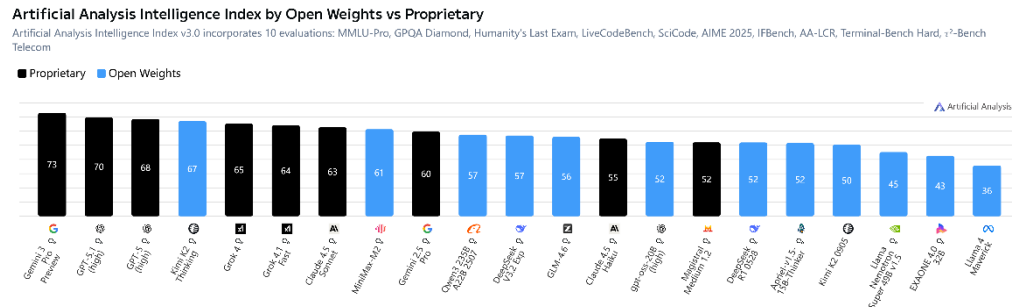


资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：1) 评分基于 Artificial Analysis 智能能力指数；2) 排名时间截至 2025 年 11 月 24 日

基于开源模型和闭源模型的能力对比来看，中国模型厂商整体侧重开源路线的探索，目前开源模型中模型能力最领先的是 Kimi K2 Thinking，但我们目前也看到美国厂商逐步加快对开源模型的探索趋势，如 OpenAI 在 2025 年 8 月发布了 OpenAI gpt-oss。

图 18：大模型能力对比（基于开源模型和闭源模型）

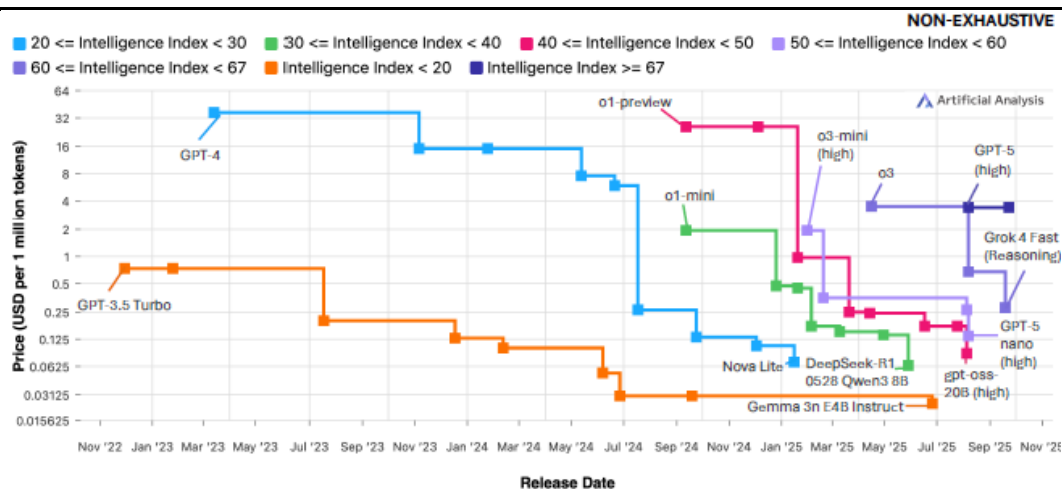


资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：1) 评分基于 Artificial Analysis 智能能力指数；2) 排名时间截至 2025 年 11 月 24 日

在模型调用成本端，基于 Artificial Analysis 数据，我们整体观察到：1) 按不同智能能力等级划分的模型群组中所具备代表性的模型的调用成本随着时间推移均持续下降；2) 相同时点，希望调用智能能力更强的大模型确实需要支付更高的价格，但拉长时间维度看，不同模型群组中所具备代表性的模型调用成本均下探，及不同群组间的调用成本差异收窄或有望进一步推动应用生态繁荣。

图 19：按不同智能能力等级划分的语言模型推理定价及价格随时间推移的演变情况



资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

注：单价为每百万 token 所对应的美元价格（输入与输出 Token 价格权重比 3:1，已混合计算）

从行业对比来看，基于不同模型的智能能力指数及其对应完成智能能力指数测试所需的成本综合衡量的成本效率而言，目前模型中，Minimax、Grok、GPT 等模型的部分版本处于最具吸引力的象限，而较为接近这一象限的还有 Kimi、Deepseek 等模型。

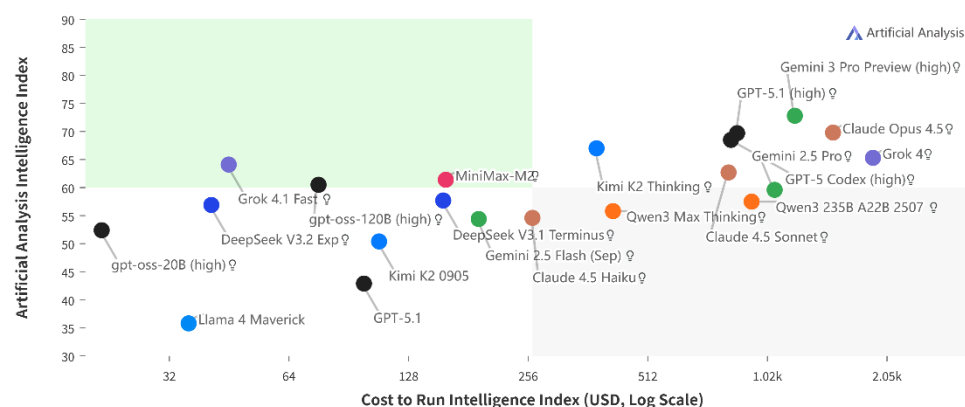
图 20：不同模型的智能能力指数及其对应完成智能能力指数测试所需的成本

#### Intelligence vs. Cost to Run Artificial Analysis Intelligence Index

Artificial Analysis Intelligence Index; Cost to Run Intelligence Index

Most attractive quadrant

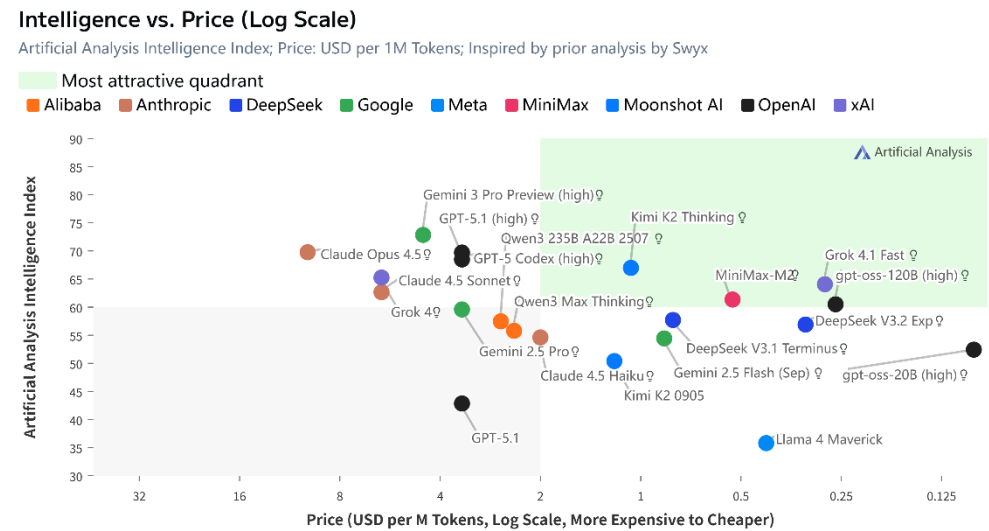
Alibaba Anthropic DeepSeek Google Meta MiniMax Moonshot AI OpenAI xAI



资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场

从企业端使用者调用模型的成本效率维度衡量（即模型的智能能力和调用模型所需要的价格），Kimi、Minimax、Grok 的部分模型版本处于最优象限，而 Deepseek、Qwen 也较为接近最优区间。

图 21：调用不同模型的性价比



资料来源：Artificial Analysis，招银国际环球市场  
注：单价为每百万 token 所对应的美元价格（输入与输出 Token 价格权重比 3:1，已混合计算）

AI 应用：赋能主业增长，助力推动企业内部降本增效

AI 多维度拉动公司主业增长：1) AI 显著提升国内云业务需求，我们认为阿里云/百度云/腾讯云 FY26 均有望维持较快增长；2) AI 推动广告收入增长，AI 优化内容推荐，提升用户粘性，增加广告库存，同时提高广告解决方案 ROI，拉动广告需求，在 AI 赋能下，我们看好腾讯、哔哩哔哩、快手维持快于行业的广告收入增长；3) 此外 AI 在电商、本地生活、旅游、地产、招聘等多个领域均有所赋能，提升用户体验。

图 22:中国主要互联网及云计算厂商：AI 赋能主业情况

公司	AI 进展
腾讯	1) <b>AI 加速广告收入收入增长</b> ：AI 优化视频推荐算法、优化搜索能力，带动微信视频号与搜一搜广告曝光量增长；3Q25 推出了智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+，支持广告主自动配置定向、出价及版位，并优化广告创意，提升营销投入 ROI。 2) <b>AI 拉动云业务收入增长</b> ：3Q25 腾讯企业服务收入同比维持 teens% 增长，主要得益于 AI 云及电商业务的增长，AI 云收入占比达到腾讯云 IaaS 收入 10% 以上。
阿里巴巴	1) <b>阿里云</b> ：截至 3Q25 AI 相关云产品收入连续 9 季度三位数增长，AI 相关云收入在外部客户收入中的占比超过 20%；全栈 AI 能力升级（Qwen 大模型、智算集群）。 2) <b>电商</b> ：AI 驱动 B2B 采购引擎 Accio 提效；AI 优化用户推荐与商家经营。
百度	1) <b>搜索/移动生态</b> ：截至 3Q25，AI 生成内容占搜索结果近 70%；文心助手 DAU 超 1000 万；AI 应用收入达 26 亿元。 2) <b>AI 云</b> ：AI 高性能计算订阅收入同比增长达 128%；千帆平台企业用户超 46 万。 3) <b>广告</b> ：原生 AI 营销服务（智能体+数字人）营收同比增长 262%，占百度核心在线营销营收的 18%。 4) <b>自动驾驶</b> ：萝卜快跑 3Q25 提供完全无人驾驶出行服务超 310 万次，已覆盖全球 22 座城市。
快手	1) <b>大模型优化广告推荐与出价</b> ：利用 OneRec 与 G4RL 等 AI 大模型技术，推动 3Q25 国内线上营销收入提升 4-5%。 2) <b>AIGC 营销素材降低广告投放成本</b> ：3Q25 AIGC 营销素材带来的线上营销服务消耗金额合计超过 30 亿元。 3) <b>大模型提升用户粘性</b> ：将 OneRec 应用于短视频内容推荐，提升用户时长与留存率，增加广告库存。 4) <b>推动电商 GMV 增长</b> ：公司推出生成式检索架构 OneSearch，实现更精准的商品匹配，带动商城搜索订单量增长约 5%。
美团	1) <b>本地商业（外卖 / 即时零售）</b> ：AI 调度优化配送效率；AI 经营工具（袋鼠参谋、智能掌柜）赋能商户；智能生活助理“小美”进入规模化测试。 2) <b>无人机配送</b> ：香港 / 深圳常态化运营，3Q25 商业订单累计超 67 万笔。

拼多多	1) 电商：大模型优化搜广推 / 智能导购；AI 工具赋能中小商家自动化运营。 2) 跨境业务：AI 翻译 / 智能客服降本；智能定价 / 物流追踪提效。
哔哩哔哩	1) AI 优化精准营销：利用 AI 提升精准营销能力，3Q25 升级智能投放系统，推动 3Q25 广告主数量同比增长 16%。 2) 降低广告投放成本：3Q25 超 50% 的效果广告借助 AIGC 工具生成。 1) AIGC 创作工具帮助创作者提升内容创作效率：公司 12 月上线 AIGC 工具“花生”，利用 AI 帮助用户生成视频素材。
腾讯音乐	1) AI 提升用户体验与粘性：AI 优化歌曲推荐，推荐歌曲已占公司播放量约 40%，提升用户粘性；公司推出 AI 生成歌词卡以及多种模式的 AI 无感切歌功能 Automix，提升用户体验
Boss 直聘	1) 提升求职者求职效率：公司 3Q25 面向全体求职者推出 AI 求职助手，推动 AI 交互次数环比显著增长 2) 提升招聘效率，提供 AI 增值道具：AI 沟通助手逐步嵌入公司的商业产品道具，带动产品的平均达成率提升 7%。公司还为招聘方推出 AI 速招、AI 面试、AI 托管等其他 AI 产品，长期有望进一步提升招聘效率并创造增量收入。
携程	1) 旅游服务：3Q25 AI 行程助手访问量同比增 180%，节省用户 50% 决策时间；携程机票持续强化数据处理与 AI 应用能力，目前已落地 80 多个 AI 应用场景。 2) 商户赋能：AI 翻译助力酒店跨语言响应；图转视频工具赋能商家营销。
贝壳	1) 房产交易：截至 3Q25 季度末，经纪人 AI 助手“来客”覆盖 41.4 万经纪人；AI 助手“好客”识别高价值商机（贡献 50% 成交）。 2) 租赁业务：全流程智能运营（收房 / 出房端 AI 匹配 / 定价）。 3) 住宅开发：贝好家 AI+C2M 模式指导楼盘设计（截至 3Q25 落地 17 项目）。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

从 AI 提升公司内部效率的维度看，目前 AI 主要运用于内部编程开发、客服以及内容审核等多个流程：1) 编程方面，腾讯、快手等多家互联网公司 AI 代码生成率已超过 30%，显著提升产品研发效率；2) 内容审核方面，哔哩哔哩等内容社区均采用 AI 提升平台内容审核效率，降低相关内容审核人员成本；3) 客服方面，BOSS 直聘等公司采用 AI 提升客服效率以及用户满意度。

图 23:中国主要互联网及云计算厂商：AI 内部提效

公司	AI 内部提效
腾讯	公司自研 AI 编程工具 CodeBuddy 支持腾讯内部 50% 的新增代码生成，帮助研发提效超 16%。
网易	网易推动 AI 辅助智能生成代码，打造自动游戏测试系统，助力研发提效 50% 以上。公司阿里云等伙伴共建群体智能协作网络打造的“网易有灵”平台，推出 AOP 新范式，从虚拟游戏出发，迁移应用到视觉审核、具身智能等现实的人机协作场景。
阿里巴巴	1688 平台推出 AI 店长、AI 素材运营等数字员工，承担多项任务，降低人力成本；天猫双十一期间，阿里云提供超千万核 CPU 算力，助核心业务场景性能提升超 30%。
百度	截至 2025 年 4 月，百度每天新增的代码中，文心快码生成的代码占比已超过 40%；AI 代理替代重复性工作 30%-40%；AI 自动排查服务器故障，平均修复时间从 4 小时降至 15 分钟，运维人力投入减少。
美团	3Q25 LongCat 大模型在内部代码审查与生成场景中，自动化接受率达 35%；2025 年 11 月美团披露 WOWService AI 系统复杂业务场景下客服解决率提升 9%，用户满意度提升 12%，训练标注量仅为传统方案的 10%
哔哩哔哩	公司推出 AI 内容审核工具，提升平台内容审核效率，降低内容审核人员成本。
快手	快手推出 AI 原生编程工具 CodeFlicker，2025 年 9 月快手已有超 80% 工程师高频使用 CodeFlicker，AI 代码生成率接近 30%。
Boss 直聘	公司推动 AI 在研发领域应用，在一座城市新成立的研发部门中，AI 生成代码占比达到 70%，提升产品研发迭代速度；此外公司在客服领域应用 AI，在客服培训、客服质量巡检、客户情绪识别与响应等方面均取得成效。
携程	旅游垂直大模型“携程问道”已应用于行程规划、商品信息录入、客服服务等多个场景，目标是提升运营效率、降低成本并优化用户体验，如通过 AI 技术将商品信息录入时间平均缩短约 10%；1H24 携程智能客服系统高峰期已经可处理百万级咨询，AI 自助解决率超 75%。
同程旅行	截至 2024 年底，客服机器人处理结构化需求占比 90% 以上，员工人数同比提升 43%。
贝壳	3Q25 AI 审核功能落地 11 城，提效 60 倍，节省工时超 3.3 万，拦截风险房源 1.6 万多套。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场



C 端 AI 应用/智能体：行业竞争加剧，看好中长期商业化机会

据 QuestMobile，2025 年 9 月中国移动端 AI 应用总 MAU 达到 7.29 亿，其中 AI 原生应用、AI 应用插件及手机 AI 助手 MAU 分别达到 2.9 亿、7.1 亿和 5.4 亿。我们观察到头部互联网公司持续加大 AI 应用投入，各自形成较为完善的 AI 应用矩阵，行业竞争持续加剧。我们看好 AI 综合助手（字节豆包、腾讯元宝等）的中长期商业化机会，2026 年或将看到 C 端 AI 应用商业化的逐渐落地。

从具备代表性中国互联网厂商的 AI 应用矩阵来看：1) 字节跳动在 AI 原生应用赛道取得显著领先，9 月豆包 MAU 达到 1.7 亿；同时公司基于 AI 搜索功能持续赋能抖音，抖音主站 AI 搜索 MAU 达到 2.2 亿，在搜索赛道中仅次于百度 AI 搜索；2) 腾讯在 AI 原生应用赛道中快速追赶，9 月云豹 MAU 超 3000 万，排名行业第 3，主要得益于模型能力持续提升、集团加大投放以及微信的流量扶持；此外微信 AI 搜索流量也实现快速增长，9 月 MAU 达到 1.7 亿；3) 百度在 AI 搜索领域仍占据领先地位，9 月百度 AI 搜索 MAU 达到 3.5 亿；4) 阿里巴巴早期在 C 端 AI 应用方面投入较为谨慎，但公司 11 月上线千问 App，加大 C 端 AI 应用投入，公测一周后下载量超千万，月活跃用户数快速增长。

图 24：中国：代表性互联网厂商 AI 应用布局

公司	应用形态	赛道	应用	9月 MAUs（百万）
腾讯	原生APP	AI综合助手	元宝	32.9
	应用插件	AI搜索	微信搜一搜	166.1
	PC端	AI综合助手	元宝	15.7
阿里巴巴	原生APP	AI综合助手	千问（前通义）	3.1
	应用插件	AI搜索	夸克	63.6
百度	原生APP	AI综合助手	文小言	5.3
	应用插件	AI搜索	百度AI搜	347.3
	PC端	AI综合助手	百度AI助手	34.3
字节跳动	原生APP	AI综合助手	豆包	172.0
	应用插件	AI搜索	抖音AI搜	215.1
	PC端	AI综合助手	豆包	25.7

资料来源：QuestMobile、招银国际环球市场

图 25：互联网公司 AI Agent 及 AI 工具产品

公司	产品类型	产品名称	核心功能
字节跳动	AI agent	豆包	通用型 AI 助手，定位为 "每个人的智能伙伴"，支持聊天、写作、学习等功能
	AI 工具	即梦 AI	专业级 AI 创作平台，支持文生图、文生视频和图生视频
	AI 工具	剪映 / CapCut	视频剪辑工具，集成 AI 一键剪辑、AI 字幕、AI 配音等功能
	AI 工具	醒图	图片编辑工具，提供 AI 修图、AI 滤镜等功能
	AI 工具	海绵音乐	AI 音乐生成工具
	AI 工具	河马爱学	K12 与成人学习 AI 助手
	AI 工具	即创	为抖音商家设计的 AI 内容创作工具
快手	AI agent	Kwali（超级员工）	多 agents 协同的对话式 AI 助手，一句话生成短视频
	AI 工具	快意（语言大模型）	语言生成模型，支持文案创作、对话等功能
	AI 工具	可图（图像大模型）	图像生成模型，支持图片创作、编辑等功能
	AI 工具	可灵（视频大模型）	视频生成模型，支持视频创作、编辑等功能
	AI 工具	女娲数字人	数字人直播带货工具

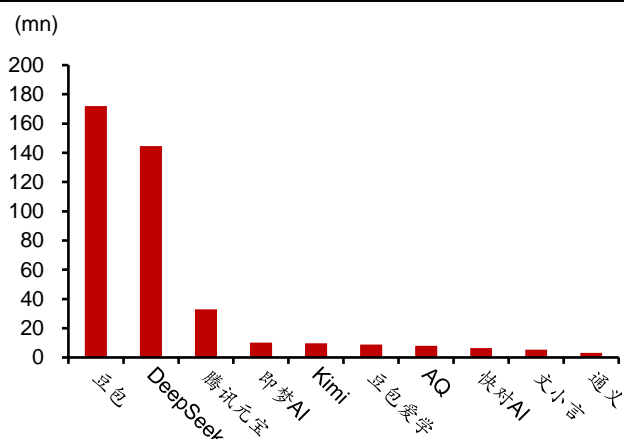


	AI 工具	智能客服 π	智能客服工具，同步回复评论区咨询
	AI 工具	CodeFlicker	AI 原生智能代码编辑器，通过自然语言理解、智能代理、上下文感知等技术帮助开发者
腾讯	AI agent	混元助手（Hunyuan）	通用型 AI 助手，支持聊天、写作、代码生成、多轮对话等功能
	AI 工具	腾讯元宝	聚焦 AI 效率工具，提供 AI 搜索、AI 总结、AI 写作等核心能力
	AI 工具	混元 3D 世界模型	业界首个 3D 世界生成模型
	AI 工具	Tairos（钛螺丝）	具身智能开放平台
	AI 工具	腾讯文档企业版 AI 助手	提供 AI 写作、AI 阅读、AI 写公式、AI PPT 等核心能力
	AI 工具	腾讯会议 AI 小助手 Pro	助力会议全流程提效
阿里	AI agent	通义千问（Qwen）	通用型 AI 助手，定位为“会聊天能办事的个人 AI 助手”，支持写作、代码等功能
	AI 工具	通义灵码	智能编码助手，支持 Python、Java、SQL 等 200+ 编程语言
	AI 工具	通义万相	视觉生成模型，包括文生图、图生文、文生视频等功能
	AI 工具	通义智文	AI 阅读助手，支持网页阅读、论文阅读、图书阅读和自由阅读
	AI 工具	通义听悟	支持对超长音视频的单记录、跨记录、多语言自由问答
	AI 工具	Qwen-TTS/CosyVoice	语音合成模型，支持输入中文、英文、中英混合的文本，并流式输出音频
	AI 工具	通义百聆	新一代端到端语音识别大模型的实时版
百度	AI agent	心响 App	移动端通用超级智能体 App，致力于通过自然语言交互帮助用户一站式解决复杂问题。
	AI 工具	文心智能体平台	基于文心大模型推出的一站式 AI 应用构建平台，旨在帮助用户打造和部署智能体。
	AI 工具	ERNIE Bot Agent	基于文心大模型编排能力的大模型智能体开发框架
	AI 工具	文心一言	知识增强型多模态大语言模型，定位为 AI 时代的生产力工具
	AI 工具	文心快码	AI 编程助手，基于文心大模型的代码理解与生成能力
	AI 工具	文心一格	AI 绘画创作工具
	AI 工具	百度大脑	整合了视觉、语音、自然语言处理、知识图谱等 270 多项 AI 核心技术的开放平台

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

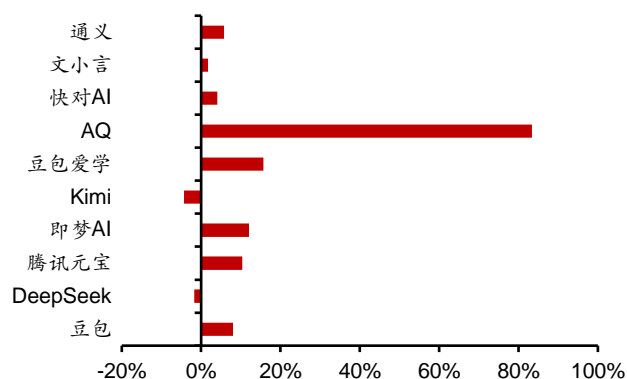
根据 QuestMobile 数据，2025 年 9 月豆包/DeepSeek/腾讯元宝 MAU 分别达到 1.7/1.4/0.3 亿，占据 AI 原生应用赛道前 3。行业整体 MAU 增速有所放缓，豆包/腾讯元宝 MAU 相较 7 月复合增速放缓至 8/10%，DeepSeek MAU 相较 7 月小幅下滑。相较于综合 AI 助手，部分垂类 AI 应用维持更快增速，例如 AI 健康管家 AQ、AI 学科教育豆包教学、AI 创作设计即梦 AI 同期复合增速达到 83%/16%/12%。

图 26: 中国前 10 大原生 AI 应用: MAU (25 年 9 月)



资料来源: QuestMobile、招银国际环球市场

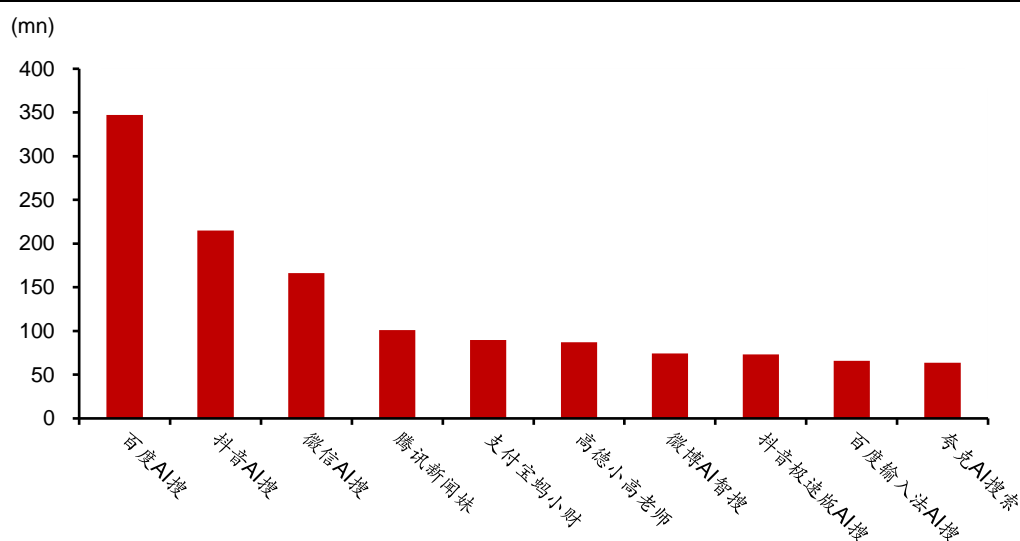
图 27: 原生 AI 应用: MAU 复合增速 (25 年 7-9 月)



资料来源: QuestMobile、招银国际环球市场

AI 插件赛道, AI 搜索成为行业使用频率最高的 AI 插件, 百度 AI 搜索/抖音 AI 搜索/微信搜一搜 2025 年 9 月 MAU 分别达到 3.5/2.2/1.7 亿, 相较于平台整体用户规模仍有较大增长空间。未来随着 AI 搜索能力持续提升以及覆盖面更加广泛, AI 搜索有望带来显著搜索流量增长与收入机会。

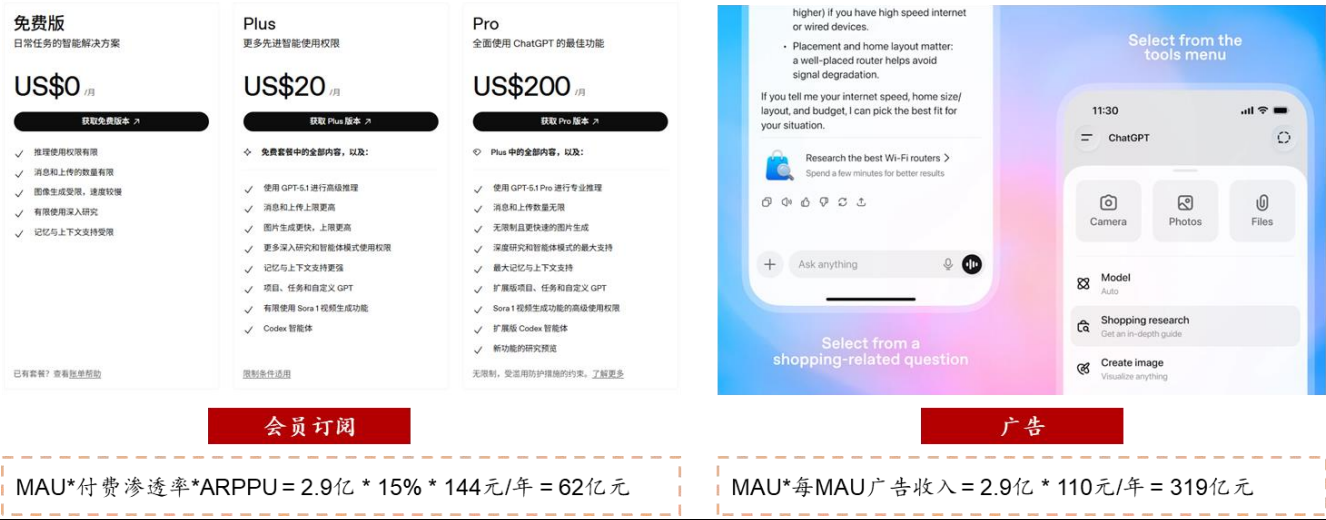
图 28: 中国前 10 大 AI 应用插件: MAU (25 年 9 月)



资料来源: QuestMobile、招银国际环球市场

我们看好 AI 综合助手 (字节豆包、腾讯元宝等) 的中长期商业化机会, 2026 年或将看到 C 端 AI 应用商业化的逐渐落地: 1) 会员订阅: ChatGPT 目前已推出 Plus 和 Pro 的订阅产品, 每月价格 20/200 美元, The Information 报道其在 2025 年 7 月的付费用户数已经达到 3500 万, 年化收入规模超 84 亿美元。基于国内目前原生 AI 应用用户规模、潜在付费率和 ARPPU 测算, 国内 AI 原生应用的会员变现空间有望在中期达到 62 亿元人民币; 2) 广告: ChatGPT 2025 年 11 月推出 Shopping Research 功能, 将基于用户的提示词提供丰富的产品推荐与比较; 此外据媒体报道, ChatGPT 11 月已在安卓测试版中引入“广告功能”。未来 AI 综合助手+广告亦有充足变现机会, 我们测算国内 AI 综合助手的广告变现空间有望在中期达到 319 亿元人民币。

图 29: AI 原生应用：商业化机会



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：1) MAU 基于 25 年 9 月中国原生 AI 应用 MAU 数据；2) 付费渗透率、ARPPU、每 MAU 广告收入估算基于国内 C 端娱乐应用（音乐、长视频、短视频）数据。

## PUGC/B 端 AI 应用：关注 AI 视频应用机会

随着多模态大模型发展，面向专业用户/企业用户的 AI 创意生成应用（视频/图片/语音），尤其是 AI 视频应用，取得较快的应用场景落地与商业化发展。我们持续看好中长期全球 AI 创意应用的市场空间。我们测算 2027 年全球创意应用市场规模有望达到 546 亿美元，其中 AI 创意应用渗透率有望达到 11%，对应全球 AI 创意工具市场规模有望达到 58 亿美元。

全球视频大模型行业快速发展，中国厂商基于技术的持续探索与视频数据的丰富度，在视频模型领域取得性能与成本方面的领先。根据 Artificial Intelligence 测评，快手可灵、谷歌 Veo 3 以及 Lightricks LTX-2 Pro 在性能方面排名前三，而且快手可灵在 API 调用价格方面优于其他两个大模型。其他国内视频模型厂商例如生数科技、阿里巴巴、字节跳动等的视频模型亦处于行业较为领先的水平，同时在模型调用成本方面具备优势。

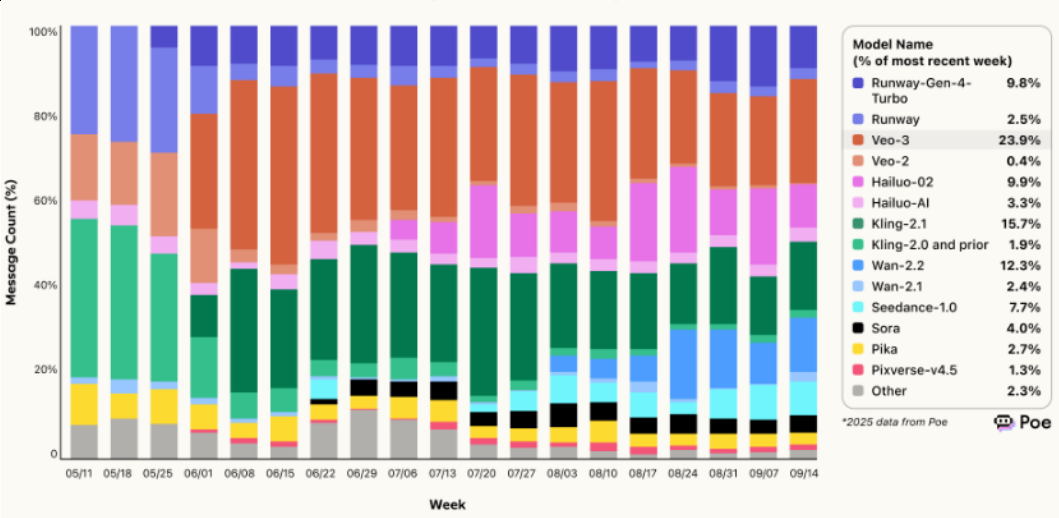
图 30:主流视频大模型：评分与 API 价格对比

公司	模型	上线时间	文生视频 ELO 评分	分辨率	API 调用价格(美元/秒)
Kuaishou	Kling 2.5 Turbo Standard	Sep-25	1,232	720p	0.04
Google	Google Veo 3 / 3.1	Jul-25	1,227	720p	0.20
Lightricks	LTX-2 Pro	Oct-25	1,198	1080p	0.06
MiniMax	MiniMax Hailuo 2.3	Oct-25	1,194	768p	0.05
Vidu	Vidu Q2 Turbo	Oct-25	1,185	720p	0.02
Alibaba	Wan 2.5	Sep-25	1,181	720p	0.09
OpenAI	Sora 2	Sep-25	1,179	720p	0.10
PixVerse	PixVerse v5	Aug-25	1,179	1080p	0.06
ByteDance	Seedance 1.0 Lite	Jun-25	1,169	720p	0.03

资料来源：Artificial Intelligence、招银国际环球市场

根据 AI 应用与模型检测网站 POE 的数据，Google Veo 3 视频模型自发布以后使用量快速增长，9 月初市场份额已接近 24%。但国内视频模型厂商也保持较强的竞争力，国内厂商（包括快手、Minimax、阿里巴巴、字节跳动）的视频模型合计占据约 53% 的市场份额，其中快手可灵仍然维持领先，占据 16% 的市场份额。

图 31：主流视频大模型：发送给模型的信息量



资料来源：POE、招银国际环球市场

我们持续看好中长期全球 AI 创意应用的市场空间。我们测算 2027 年全球创意应用市场规模有望达到 546 亿美元，其中 AI 创意应用渗透率有望达到 11%，对应全球 AI 创意工具市场规模有望达到 58 亿美元。

图 32：AI 创意应用市场规模测算

创意工具 TAM (亿美元)	2024	2025E	2026E	2027E
创意工具 TAM	391.6	437.9	489.3	546.1
YoY		11.8%	11.7%	11.6%
AI 创意工具市场规模		18.6	40.1	58.0
AI 渗透率		4.3%	8.2%	10.6%
职业创意工作者	2024	2025E	2026E	2027E
全球职业创意工作者 (百万)	68.0	71.4	75.0	78.7
付费渗透率	85%	85%	85%	85%
付费用户数 (百万)	57.8	60.7	63.7	66.9
月 ARPPU (美元)	44.0	45.0	46.0	47.0
创意工具 TAM - 职业创意工作者	305.2	327.7	351.8	377.4
AI 创意工具市场规模 - 职业创意工作者		13.1	26.4	37.7
AI 渗透率		4%	8%	10%
业余创意爱好者	2024	2025E	2026E	2027E
全球业余创意爱好者 (百万)	900.0	927.0	954.8	983.5
付费渗透率	10%	11%	12%	13%
付费用户数 (百万)	90.0	102.0	114.6	127.8
月 ARPPU (美元)	8.0	9.0	10.0	11.0
创意工具 TAM - 业余创意工作者	86.4	110.1	137.5	168.8
AI 创意工具市场规模 - 业余创意工作者		5.5	13.7	20.3
AI 渗透率		5%	10%	12%

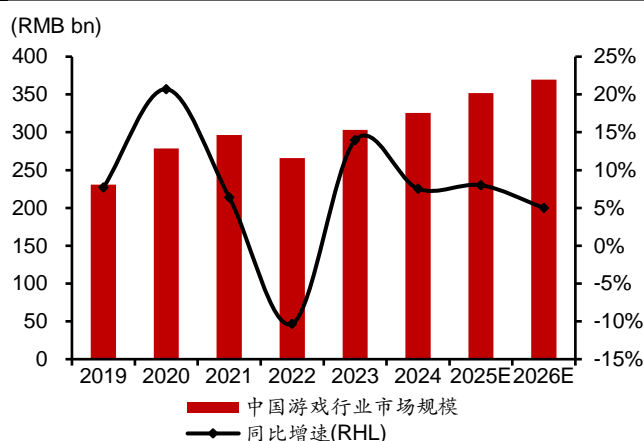
资料来源：公司资料、国际劳工组织、招银国际环球市场预测

## 在线游戏：基本面稳健，出海业务加速

我们预计 2026 年中国游戏市场规模同比增长 5%至 3694 亿元，其中常青流水维持相对稳定，增量或主要来自于头部新产品，包括腾讯《王者荣耀世界》、网易《遗忘之海》《无限大》等重点产品。此外，我们看好 2026 年中国游戏公司出海机会，主因更多中国游戏厂商加大海外业务投入，并且已逐渐形成较为成熟的全球产品发行与运营管线。根据 Newzoo 数据，2026 年全球游戏市场规模 1961 亿美元，剔除中国的海外游戏市场规模 1441 亿美元，市场空间广阔，且中国游戏厂商目前在海外市场的份额仍然较低，有较大的增长空间。

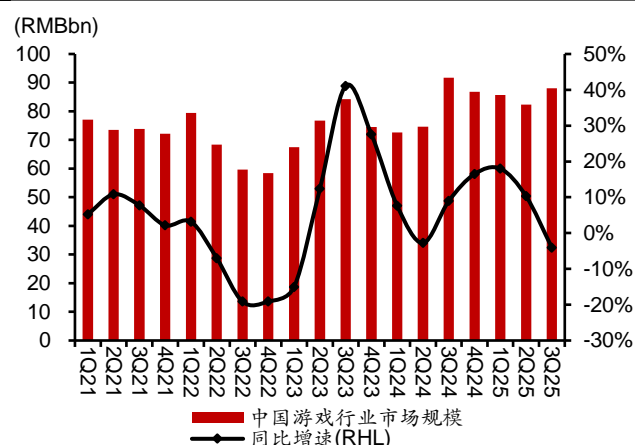
根据伽马数据及我们预计，2025 年中国游戏市场规模同比增长 8%至 3518 亿元，主要得益于：1) 头部常青游戏包括腾讯《王者荣耀》、网易《梦幻西游》的健康增长；2) 《三角洲行动》《燕云十六声》等重点新游戏/次新游戏的增量贡献。腾讯《三角洲行动》上线后一年内进入 3Q25 中国手游流水榜前三，显著拉动“搜打撤”品类以及中国游戏市场规模增长。

图 33: 中国：在线游戏市场规模



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

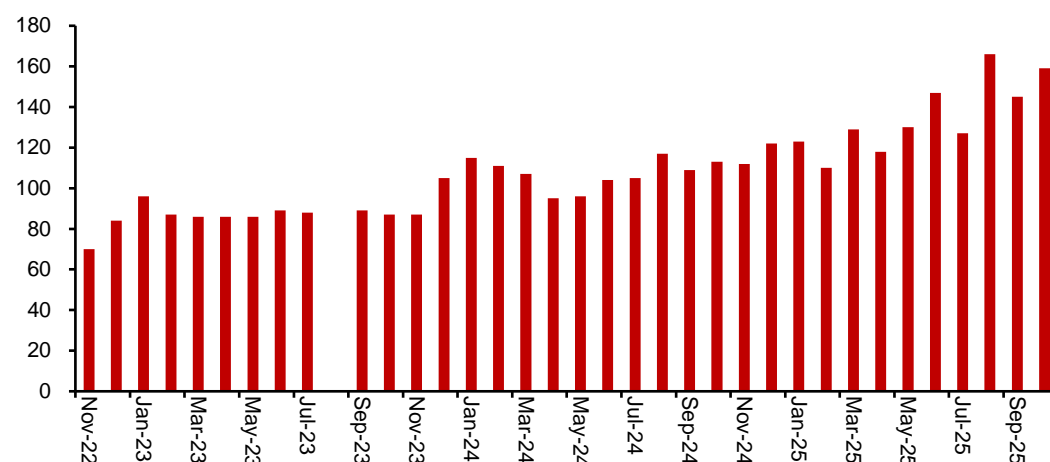
图 34: 中国：在线游戏市场规模（季度）



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

**2025 年国内游戏行业监管环境趋向缓和：**1) 中央及各地方发布政策支持游戏行业健康发展：3 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，明确提出促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费；4 月商务部印发《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，明确指出支持发展游戏出海业务；2) 游戏版号审批速度有所加速：10M25 已有 1441 款游戏获批，已超过 2024 年全年审批数量（1417 款）。

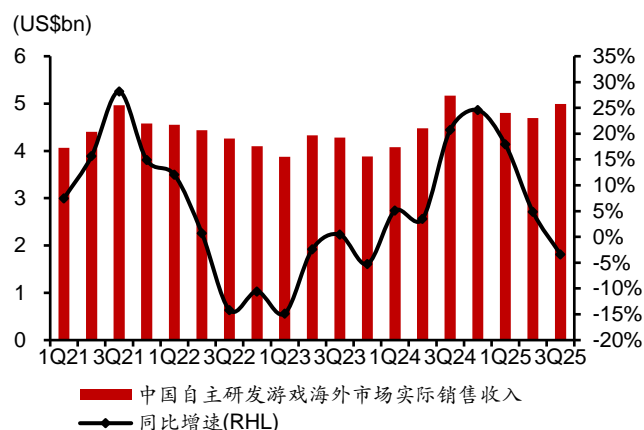
图 35: 国产网络游戏版号审批数量



资料来源：国家新闻出版署、招银国际环球市场

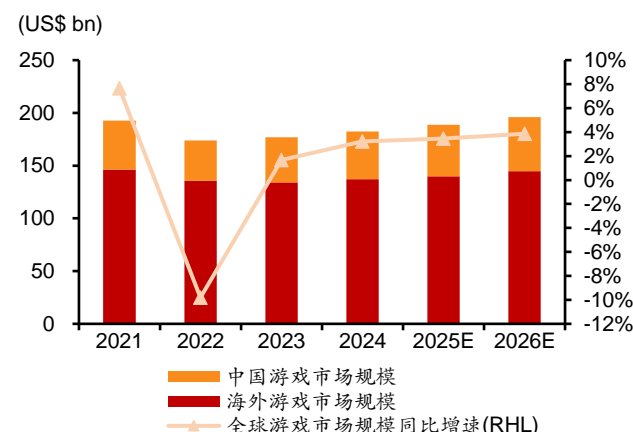
**中国游戏公司加速出海：**9M25 中国自研游戏海外市场收入同比增长 6%至 145 亿美元，对比海外整体游戏市场规模（2025 年约 1400 亿美元）仍有较大增长空间。

图 36: 中国：自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、招银国际环球市场预测

图 37: 全球&amp;海外游戏市场规模



资料来源：Newzoo、招银国际环球市场预测

**我们看好中国游戏公司出海机会，主因中国游戏公司 1) 更明确的出海战略规划：**腾讯游戏出海以海外子公司 Supercell 和 Riot Games 的常青产品为主，叠加持续投资收购海外成熟工作室如 Techland 和 Funcom，2025 年均有良好表现；网易 2021 年以来投资搭建大量海外游戏工作室，2025 年已关停大部分海外工作室，将重心转向为“国内研发，全球发行”的出海战略，面向全球市场的产品《燕云十六声》上线后取得良好表现，进入 Steam 全球游戏畅销榜前 3，峰值同时在线玩家人数超 25 万人。



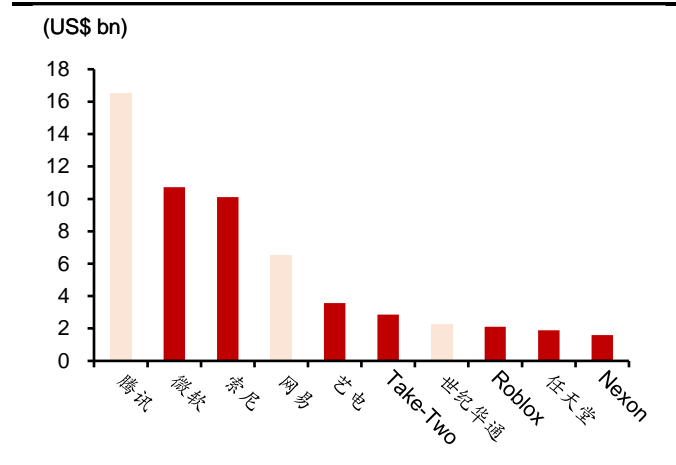
图 38：腾讯：海外游戏工作室

游戏工作室	主要产品
Riot Games	《英雄联盟》、《无畏契约》
Supercell	《部落冲突》、《皇室战争》、《荒野乱斗》
Miniclip	《8 Ball Pool》等休闲游戏
Techland	《消逝的光芒：困兽》25 年发售首月销量超 500 万份
Funcom	《沙丘：觉醒》25 年发售后两周内销量超 100 万份
Grinding Gear Games	《流放之路 2》24 年发售后登顶 Steam 全球畅销榜
Turtle Rock Studios	《喋血复仇》《求生之路》
Fatshark	《战锤》系列
其他海外工作室（少数股权为主）：Ubisoft、Larian Studios、FromSoftware、Krafton、Shift Up、Paradox	

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

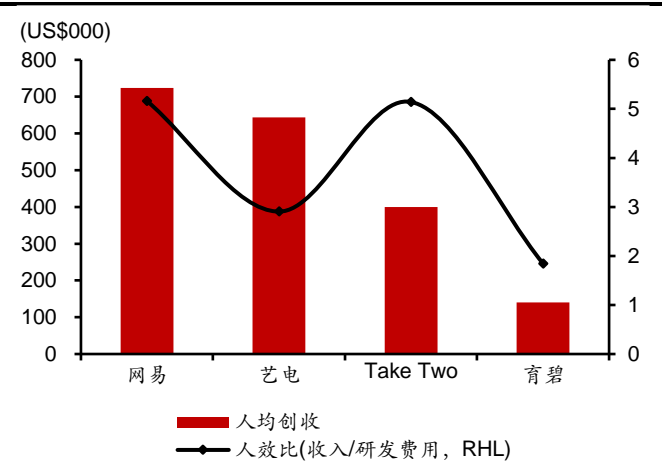
2) 行业领先的游戏产品研发与发行能力：按 1H25 收入计，中国 3 家游戏公司已进入到全球游戏厂商前 10。中国游戏公司基于过去多年在游戏研发、运营与发行方面的积累，已经形成了较为完善的工业化游戏生产流水线。中国游戏厂商在游戏研发人员的创收能力与人效比方面已领先于欧美厂商，网易/艺电/T2/育碧 2024 年研发人员人均创收分别为 72/64/40/14 万美元，人效比达到 5.2/2.9/5.1/1.8。行业领先的游戏产品力与人才储备将支撑中国游戏公司出海发展。

图 39：全球前十大游戏厂商（按 1H25 收入计）



资料来源：Newzoo、招银国际环球市场

图 40：头部游戏厂商人效对比（2024）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

■ 游戏公司展望：预计腾讯/网易 FY26 游戏收入同比增长 8/8%

- 1) 我们预计腾讯 FY26 游戏收入同比增长 8%，其中海外/国内游戏收入同比增长 15%/5%。国内游戏收入增长主要得益于常青产品的稳健表现，以及重点新产品的增量贡献如《王者荣耀世界》《逆战：未来》等。海外游戏收入增长则主要得益于 Supercell 产品的良好表现以及递延收入的持续确认，Supercell 旗下旗舰游戏 2025 年流水表现强劲，《皇室战争》3Q25 流水同比增长超 400%，DAU 在 25 年 9 月创新高。
- 2) 我们预计网易 FY26 年游戏及其他 VAS 收入同比增长 8%，主要由重点新产品驱动：
- 1) 《燕云十六声》海外上线后表现好于预期，峰值同时在线玩家人数超 25 万人，进入 Steam 全球游戏畅销榜前 3，26 年海外收入贡献有望接近国内收入水平；
  - 2) 海洋 RPG 游戏《遗忘之海》预计 2026 年上线，新产品有望带来可观增量收入贡献；
  - 3) 开

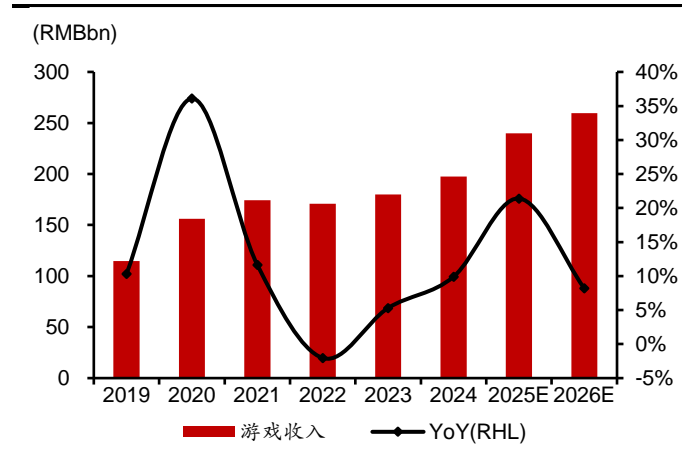
放世界 RPG《无限大》有望在 2026 年上线，取决于上线时间，有望为公司带来显著收入贡献。

图 41:腾讯/网易：游戏 Pipeline

游戏	自研/代理	品类	已获得版号?	预计上线时间
腾讯				
王者荣耀世界	自研	开放世界角色扮演	是	2026E
王者万象棋	自研	自走棋	是	2026E
逆战：未来	自研	射击	是	2026E
异人之下	自研	动作	是	2026E
洛克王国：世界	自研	角色扮演	是	2026E
荒野起源	自研	角色扮演	是	2026E
天堂 2：盟约	代理	角色扮演	是	TBD
DNF：卡赞	代理	角色扮演	否	TBD
网易				
遗忘之海	自研	角色扮演	否	2026E
无限大	自研	开放世界角色扮演	是	TBD
归唐	自研	角色扮演	否	TBD
星绘友晴天	自研	休闲派对	是	TBD

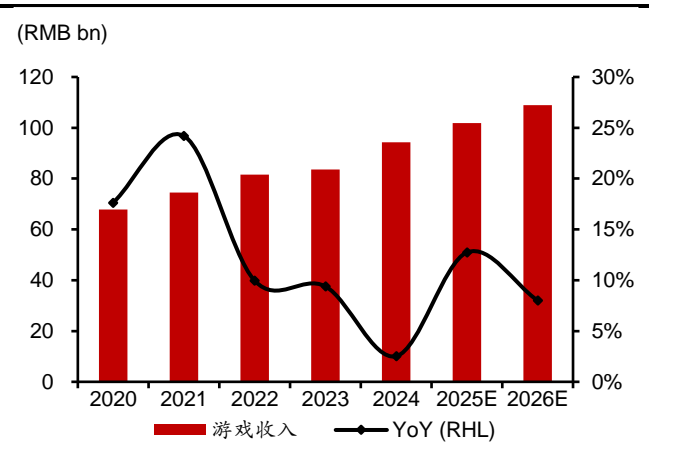
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 42: 腾讯：游戏收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 43: 网易：游戏及其他 VAS 收入展望

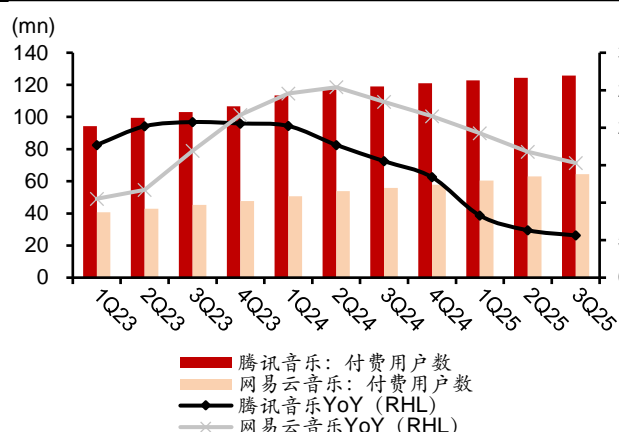


资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

## 在线音乐：订阅业务稳健，加速粉丝经济业务布局

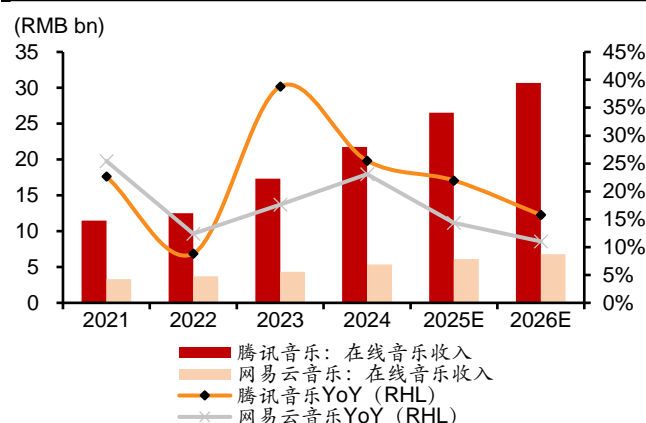
我们预计 2026 年主要在线音乐平台维持 10% 以上的音乐收入增长，主要得益于付费用户数及 ARPPU 平衡增长，以及非订阅业务例如广告、演唱会活动与艺人周边等业务增长。分公司看：1) 我们预计腾讯音乐 2026 年音乐收入同比增长 16%，其中订阅/非订阅收入分别同比增长 12%/23%。我们预计 2026 年付费用户数/ARPPU 分别同比增长 5%/7%，公司将持续提升 SVIP 会员渗透率，拉动公司 ARPPU 提升。非订阅业务方面，公司将继续投入发展粉丝经济业务，包括演唱会与艺人周边等业务的强劲增长有望支撑非订阅业务收入维持较快增长；2) 我们预计网易云音乐 2026 年在线音乐收入同比增长 11%，其中平均付费用户数/ARPPU 分别同比增长 9%/3%。

图 44: 在线音乐平台：付费用户数展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

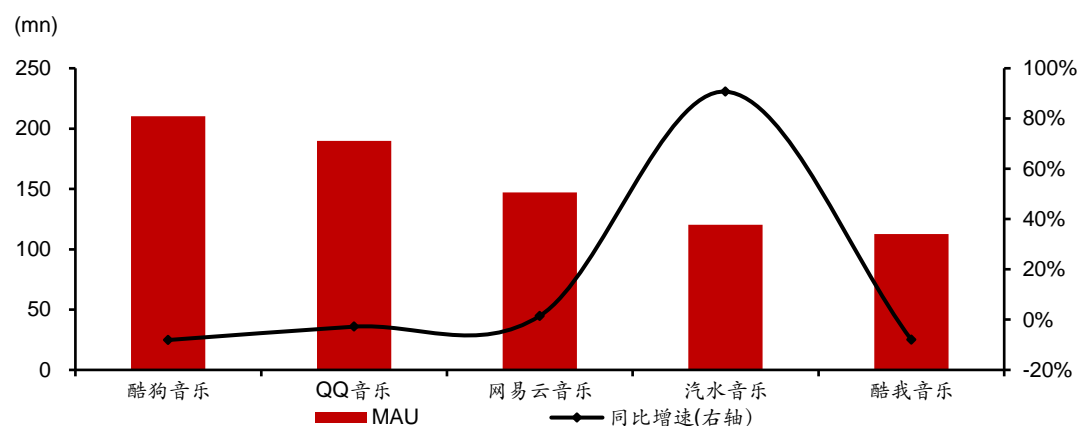
图 45: 在线音乐平台：在线音乐收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

从竞争格局看，虽然汽水音乐在过去 2 年维持了强劲的 MAU 增长，但我们仍看好腾讯音乐和网易云音乐基于其竞争优势抵御竞争压力：1) 更丰富的音乐内容库：腾讯音乐与网易云音乐基于多年音乐版权库的积累与自制音乐生态的打造，在内容储备方面领先于汽水音乐；2) 较高的用户粘性与商业化潜力：相较汽水音乐用户，QQ 音乐/网易云音乐用户使用时长与粘性更高，平台通过会员、广告、粉丝经济等多种方式提升变现效率。

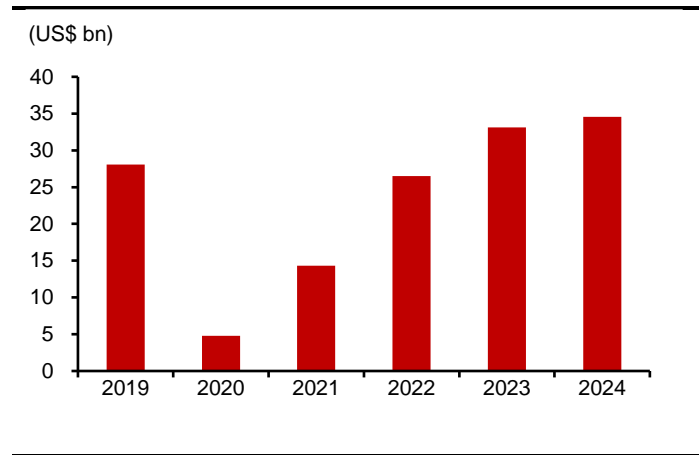
图 46: 在线音乐平台：MAU 对比 (2025 年 9 月)



资料来源：QuestMobile、招银国际环球市场

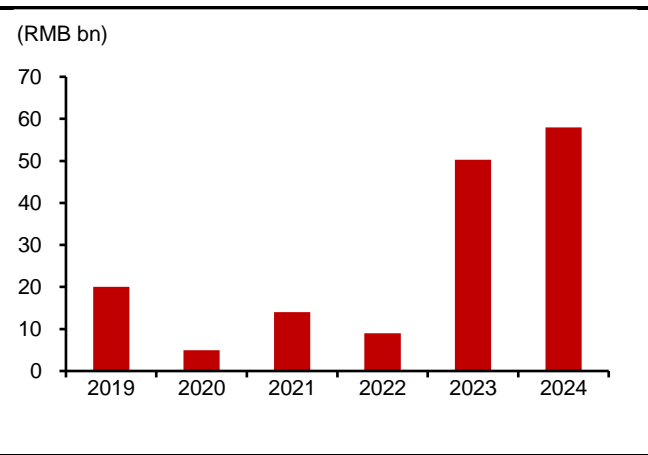
粉丝经济，包括音乐演出与艺人周边等，有望成为公司音乐业务新的增长驱动力。根据 Statista 和中国演出业协会数据，2024 年全球音乐演出市场收入规模达到 346 亿美元，中国营业性演出票房收入达到人民币 580 亿元，音乐演出及艺人周边市场规模庞大。腾讯音乐通过整合上游内容版权方与艺人资源，有望加速其在粉丝经济领域的业务布局。

图 47: 全球音乐演出市场收入



资料来源：Statista、招银国际环球市场

图 48: 中国营业性演出票房收入



资料来源：中国演出业协会、招银国际环球市场

在线广告：AI 驱动广告收入增长

我们预计 2026 年中国主要在线广告平台收入同比增长 11%，相较 2025 年有所加速，主要由于：1) AI 大模型持续推动广告库存增加、广告转化率提升以及广告投放成本降低，拉动头部广告平台如腾讯、快手、哔哩哔哩维持较快的广告收入增长；2) 部分媒体属性较强的广告平台如爱奇艺的广告预算有望恢复，主因其面临的高基数效应（2024 年奥运会营销投放）有望消退，2026 年食品饮料与服饰等品类广告投放有望受益于世界杯等热点活动事件有所复苏。

图 49：在线广告：收入展望

社会零售总额(万亿元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	FY25E	FY26E
社会零售总额	12.0	11.6	11.8	13.4	12.5	12.1	12.0	51.1	53.4
YoY	4.7%	2.6%	2.7%	3.8%	4.6%	5.4%	2.4%	4.2%	4.2%

广告收入(百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	FY25E	FY26E
腾讯	26,506	29,871	29,993	35,004	31,853	35,762	36,242	145,927	169,873
快手	16,650	17,515	17,634	20,994	17,977	19,765	20,102	81,118	88,812
百度	17,008	19,164	18,771	17,906	15,978	16,213	15,325	62,471	62,471
哔哩哔哩	1,669	2,037	2,094	2,389	1,998	2,449	2,570	9,924	11,749
爱奇艺	1,482	1,461	1,337	1,434	1,328	1,272	1,241	5,106	5,291
合计	65,789	72,750	72,680	80,504	71,609	78,217	78,153	315,129	349,123

同比增速	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	FY25E	FY26E
腾讯	26.4%	19.5%	16.6%	17.5%	20.2%	19.7%	20.8%	20.2%	16.4%
快手	27.4%	22.1%	20.0%	15.3%	8.0%	12.8%	14.0%	12.0%	9.5%
百度	2.7%	-2.2%	-4.6%	-6.5%	-6.1%	-15.4%	-18.4%	-14.2%	0.0%
哔哩哔哩	31.2%	29.5%	27.8%	23.8%	19.7%	20.2%	22.7%	21.2%	18.4%
爱奇艺	5.6%	-2.3%	-20.1%	-13.1%	-10.4%	-12.9%	-7.2%	-10.6%	3.6%
合计	18.1%	12.4%	9.8%	9.3%	8.8%	7.5%	7.5%	8.2%	10.8%

资料来源：Wind、国家统计局、公司资料、招银国际环球市场预测

注：社会消费品零售额增速使用 Wind 市场一致预期

AI 大模型成为驱动广告收入增长的重要驱动力之一：1) AI 广告素材生成与自动化投放成为广告投放的常规工具，降低广告投放门槛与成本，提升广告投放 ROI。3Q25 快手 AIGC 营销素材带来的线上营销服务消耗金额合计超过 30 亿元，3Q25 哔哩哔哩超 50%的效果广告借助 AIGC 工具生成。2) AI 持续提升精准营销能力，提升广告转化效率，腾讯持续升级广告大模型，推动 3Q25 平均 eCPM 同比提升；快手利用 OneRec 与 G4RL 等 AI 大模型技术，推动 3Q25 国内线上营销收入提升 4-5%。3) AI 优化内容推荐算法，带动平台用户流量增长，广告库存增加。快手将 OneRec 应用于短视频内容推荐，提升用户时长与留存率；腾讯利用 AI 优化视频推荐算法带动微信视频号曝光量增长。

图 50: 中国广告平台：AI 赋能广告业务

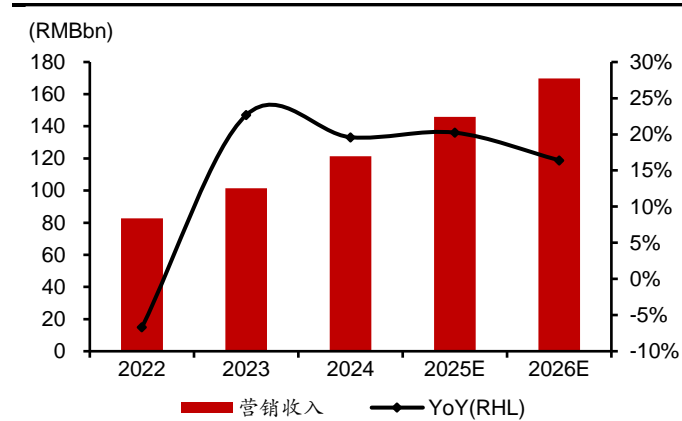
公司	AI 赋能广告
腾讯	1) 增加广告库存: AI 优化视频推荐算法、优化搜索能力, 带动微信视频号与搜一搜广告曝光量增长 2) 提升广告转化效果: 升级广告大模型, 推动 3Q25 平均 eCPM 同比提升 3) 降低广告投放成本: 3Q25 推出了智能投放产品矩阵腾讯广告 AIM+, 支持广告主自动配置定向、出价及版位, 并优化广告创意, 提升营销投入 ROI。
快手	1) 大模型优化广告推荐与出价: 利用 OneRec 与 G4RL 等 AI 大模型技术, 推动 3Q25 国内线上营销收入提升 4-5%。 2) AIGC 营销素材降低广告投放成本: 3Q25 AIGC 营销素材带来的线上营销服务消耗金额合计超过 30 亿元 3) 大模型提升用户粘性: 将 OneRec 应用于短视频内容推荐, 提升用户时长与留存率, 增加广告库存。
哔哩哔哩	1) AI 优化精准营销: 利用 AI 提升精准营销能力, 3Q25 升级智能投放系统, 推动 3Q25 广告主数量同比增长 16% 2) 降低广告投放成本: 3Q25 超 50% 的效果广告借助 AIGC 工具生成。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 广告公司展望：预计 FY26 腾讯/快手/哔哩哔哩广告收入同比增长 16/10/18%

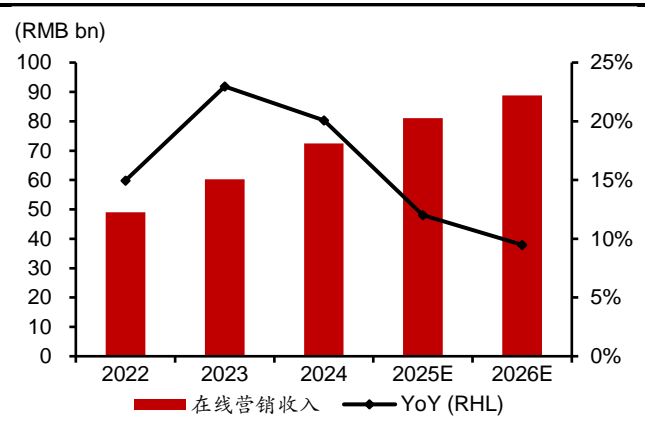
- 1) 我们预计腾讯 FY26 营销收入同比增长 16%，主要得益于：a) 视频号广告加载率提升拉动视频号广告收入较快增长；b) AI 拉动广告库存增加，推动广告转化率及 eCPM 提升；c) AI 大模型持续提升搜索能力，商业搜索量增加推动微信搜索广告收入增长。
- 2) 我们预计快手 FY26 在线营销收入同比增长 10%，主要由国内在线营销收入增长拉动，部分被海外营销收入下滑所抵消，主要增长驱动力包括：a) 持续升级 OneRec 与 G4RL 等 AI 大模型技术，推动流量增长与广告 eCPM 增加，拉动国内在线营销收入；b) 短剧与小游戏等内容消费行业带来增量广告预算。
- 3) 我们预计哔哩哔哩 FY26 广告收入同比增长 18%。主要增长驱动力包括：a) 持续优化广告商业基础设施与算法，提升广告转化效率，吸引增量广告主与预算；b) 逐渐提升平台整体广告加载率。

图 51: 腾讯：营销收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 52: 快手：在线营销收入展望



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测



## 电商：探索高效获客及用户留存

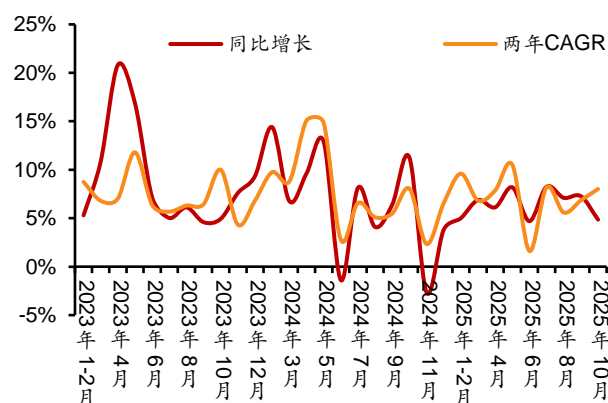
2025 国补政策支撑下实物商品网上零售额整体增长稳健，但国补退坡后增速有所回落。行业竞争仍围绕为核心消费者群体创造增量价值、提升用户粘性展开，与此同时电商平台尝试探索通过即时配送中更高频的外卖业务切入探索更高效的客户获取和留存，并通过远近场结合的形式进一步推动线上渗透提升。展望 2026 年，高基数下电商行业增长或面临挑战，我们预计电商平台对于即时零售的深化探索仍将持续，但非理性补贴将有望同比减少。我们预测 2026 年整体网上零售额将同比增长 6.5%，其中实物商品网上零售额将同比增长 5.2%，在线旅游等非实物服务类消费的市场规模增速或将继续优于实物商品网上零售额增速。

从股票推荐视角，我们偏好电商主业健康增长、有能力主动调整投入体量以管控利润率水平、且在 AI 领域发展前景优异的阿里巴巴，和主业盈利重回正增长且估值不贵的拼多多。

### 国内电商：国补高基数效应显现，持续关注核心用户消费粘性

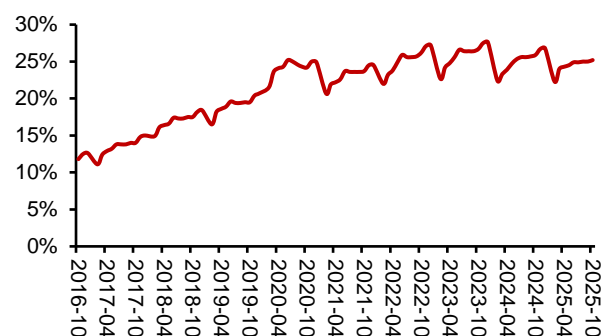
据国家统计局数据，10M25 社会消费品零售总额/除汽车外社会消费品零售总额分别同比增长 4.3%/4.9%（1H25:5.0%/5.5%），同期网上零售额/实物商品网上零售额分别同比增长 9.6%/6.3%（1H25:8.5%/6.0%）。单 10 月份，实物商品网上零售额同比增长 4.9%，环比上月降速，（2M25/2025 年 3 月/4 月/5 月/6 月/7 月/8 月/9 月：5.0%/6.9%/6.1%/8.2%/4.7%/8.3%/7.1%/7.3%），国补高基数效应逐步显现。10M25 实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.2%（9M25:25.0%；10M24：25.9%）。实物商品网上零售额中，吃/穿/用类商品 10M25 同比增长 15.1%/3.6%/5.1%，相较 9M25 的 15.1%/2.8%/5.7%而言，食品类商品维持稳定，服饰类有所加速。

图 53: 中国：实物商品网上零售额当月同比增速及两年 CAGR



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 54: 中国：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重

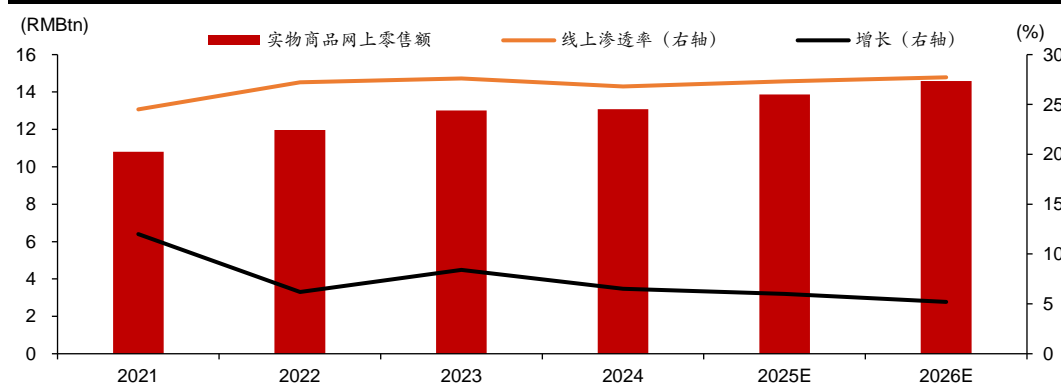


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

从数据观察，国补高基数效应在家电品类有较为明显的显现，但手机品类受新机发布带动表现稳健：2025 年 10 月：1) 家用电器和音像器材类零售额同比下降 14.6%（10M25：+13.8%；2025 年 9 月：+3.3%），环比进一步显著降速；2) 通讯器材类零售额同比增长 23.2%（10M25：20.9%；2025 年 9 月：16.2%），或因新机发布提振；3) 文化办公用品类（电脑处于此类别）零售额同比增长 13.5%（10M25：19.1%；2025 年 9 月：6.2%）。

展望 2026，我们预测 2026 年整体网上零售额将同比增长 6.5%，其中实物商品网上零售额将同比增长 5.2%，在线旅游等非实物服务类消费的市场规模增速将继续优于实物商品网上零售额增速。

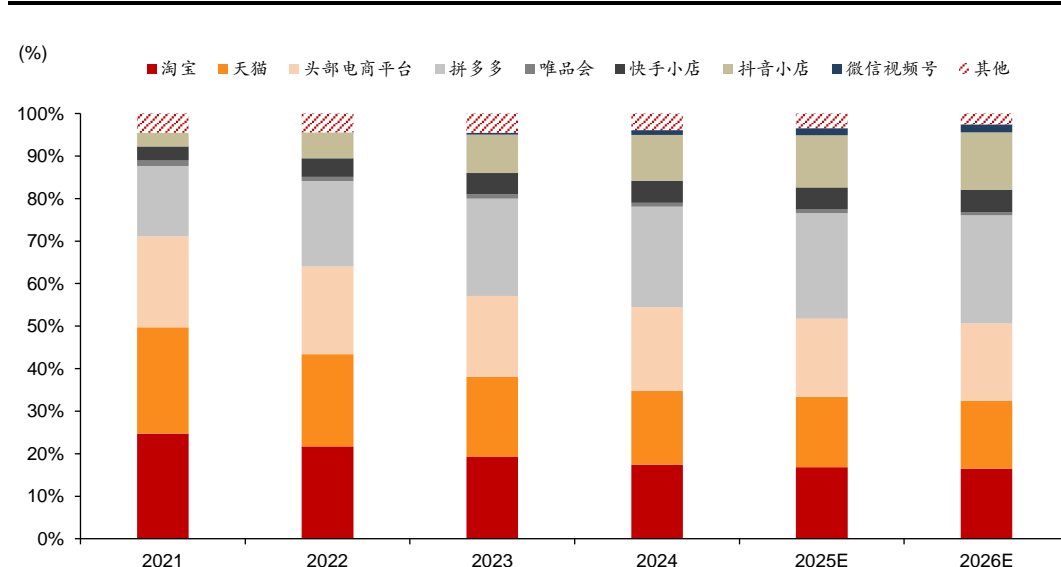
图 55：中国：实物商品网上零售额及增长预测



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

在市场份额方面，我们预计拼多多/抖音电商/快手直播电商将持续获取市场份额，此外，微信视频号、小红书电商将会持续获取市场份额。

图 56：中国：电商市场份额估算



资料来源：国家统计局，晚点 Latepost，公司资料，招银国际环球市场估算及预测

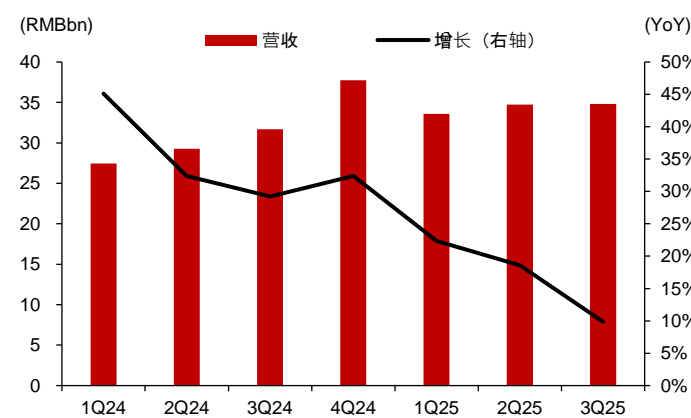
注：1) GMV 数据为公司披露口径数据及我们基于第三方数据进行估算，可能存在电商平台间 GMV 披露口径不一致而不绝对可比的情况；2) 在计算市场份额时，我们将退货率纳入考虑，计算实际产生的 GMV；3) 计算市场份额时，为避免重复计算，我们仅计算直播电商的闭环电商产生的 GMV 体量。

## 国际电商：地缘政治不确定性影响下专注效率提升

2025 年，在地缘政治不确定性影响下，我们整体观察到电商平台海外业务扩张的策略为更关注于运营效率及盈利能力的提升而非规模扩张。展望 2026，我们预计驱动运营效率提升的趋势将持续，电商平台将持续平衡规模扩张及运营效率提升。

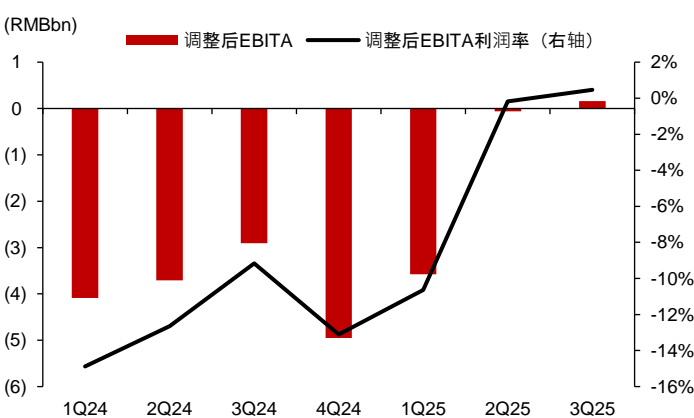
以阿里巴巴为例，其平台旗下国际数字电商板块 3Q25 营收为 348 亿元人民币，同比营收增速放缓至 9.9%（3Q24：29.2%；2Q25：18.6%），但业务板块实现盈亏平衡，调整后 EBITA 利润率同比提升 9.7ppts。

图 57: 阿里巴巴：国际数字商业板块营收及增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 58: 阿里巴巴：国际数字商业调整后 EBITA 及利润率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

## 在线旅游：2026 出游需求或持续具备韧性

2025 年旅游行业增长韧性持续凸显，符合我们的预期。据国家文旅部数据，9M25 国内居民出游人次/出游花费分别同比增长 18.0%/11.5%。展望 2026 年，我们认为国内旅游收入增速或仍有望较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，整体增速有望达到 7%，OTA 受益于酒店线上渗透率持续提升趋势增速或有望更快；出境游方面，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10-15% 区间，而领先的 OTA 平台（如携程）出境游营收增长有望超过 15%。尽管面临部分地缘政治扰动，我们认为出境游需求整体有望维持稳健且有望在遭遇挑战时向国内长途游需求转化，从而支撑整体行业增长具备韧性。此外，龙头 OTA 平台持续布局海外扩张，或有望为中长期营收及盈利增长提供支撑，我们持续看好龙头 OTA 平台的海外扩张发展潜力。股票推荐维度，我们持续看好国内与出境 GTV 市占持续扩大、且海外扩张进展迅速的携程，并建议关注整体盈利增长有望维持韧性的同程旅行。

### 国内旅游：高基数下增长持续具备韧性

据国家文旅部：9M25 国内居民出游人次 49.98 亿，同比增长 18.0%。国内居民出游花费 4.85 万亿元，比上年同期增加 0.50 万亿元，同比增长 11.5%。其中，城镇居民出游花费 4.05 万亿元，同比增长 9.3%；农村居民出游花费 0.80 万亿元，同比增长 24.0%。

2025 年，对于整体旅游行业而言，“品质化”与“长途化”是关键词。以十一假期为例，携程数据显示，假期期间其国内长途游订单占比较去年提升 3 个百分点，多个欧洲出境长线旅游目的地订单翻倍。同程旅行数据显示，其平台出境长线跟团游发团数量同比增长近 1 倍，增速明显高于出境短线跟团游，同时，非一线城市用户预订国内和出境跟团游产品的花费同比增长超过 33%。阿里巴巴旗下飞猪平台数据显示，其平台上机票、用车等交通工具类商品人均预订量同比去年提升 5%，酒店、线路游、门票等商品人均预订量同比去年提升 4.6%，假期出行的客单价同比去年提升 14.6%。

展望 2026，我们预期国内旅游市场增长有望维持韧性，行业市场规模增速或仍有望较 GDP 增速高出 2-3ppts 的水平，有望达到 7%。

### 出境游：恢复进入平稳期

据国家出入境管理局，9M25 全国移民管理机构累计查验出入境人员 5.1 亿人次，同比增长 14.3%，已接近历史峰值。据中国民航局数据及携程，整体出境航班数量已经恢复至较为平稳的水平，而携程出境航班恢复情况持续领先行业，在淡季恢复速度较行业领先 20-30ppts，而旺季领先速度进一步扩大至 40ppts，我们认为或可归因为：1）整体服务覆盖全面，可一站式高品质满足用户需求；2）酒店及机票存在供应链优势；3）旺季相较平日长途出行占比提升，品牌心智更强的平台有望获益更多。

图 59：中国：整体出境航班相较 2019 年的恢复情况及携程平台的恢复情况

	中国整体出境航班恢复情况	携程平台出境航班预订恢复情况
1Q24	~70%	~90%
2Q24	>70%	~100%
3Q24	~80%	~120%
4Q24	~80%	~120%
1Q25	80-90%	~120%
2Q25	80-90%	>120%
3Q25	~90%	~140%

资料来源：中国民航局，公司资料，招银国际环球市场

展望 2026，尽管整体出境游或受到地缘政治因素面临短期扰动，我们认为携程仍有望维持相较行业更快速的增长，我们预测行业整体出境游收入增长有望维持在 10-15% 的水平，而携程出境游营收增长有望超过 15%。

### 海外扩张：支撑长期营收和盈利增长

龙头 OTA 平台海外扩张持续稳步推进，我们认为有望为中长期营收和盈利增长提供支撑。据我们估算，携程旗下两个纯国际业务平台 Skyscanner 及 Trip.com 9M25 合计贡献携程整体营收已经超过 20%，其中 Trip.com 平台持续维持超过 50-60+% 的营收同比增速。我们预计 2026/2027 年 Skyscanner 及 Trip.com 对携程的合计营收贡献将有望达到 26%/30%，而携程将持续高效驱动海外业务的营收增长，平衡营收增速和利润率水平，为公司的中期营收及盈利增长提供有力支撑。

## 本地生活：线上渗透仍有空间，但竞争呈现常态化趋势

2025 年整体本地生活行业的竞争激烈程度超过我们年初时的预期，我们认为主要原因是电商平台在主业发展进入较为成熟的阶段后希望寻求新的途径扩张用户基数、提升用户粘性、及探索新的场景（如远近场结合）以进一步提升电商渗透率。展望而言：1) 外卖行业，我们认为竞争最激烈的阶段或已于 3Q25 结束，竞争及补贴力度有望在 4Q25 起开始缓和，但行业整体竞争或呈现更加常态化的趋势，在 2026 年对于行业重回盈利的节奏或不应有过于乐观的预期；2) 到店方面，在宏观经济存在逆风的情况下，我们预计行业整体单量增速仍会高于 GTV 增速，而在行业竞争较为激烈的情况下，营收增速或将略低于 GTV 增速，且因行业竞争格局变化，行业整体中长期利润率水平或将有所下调。

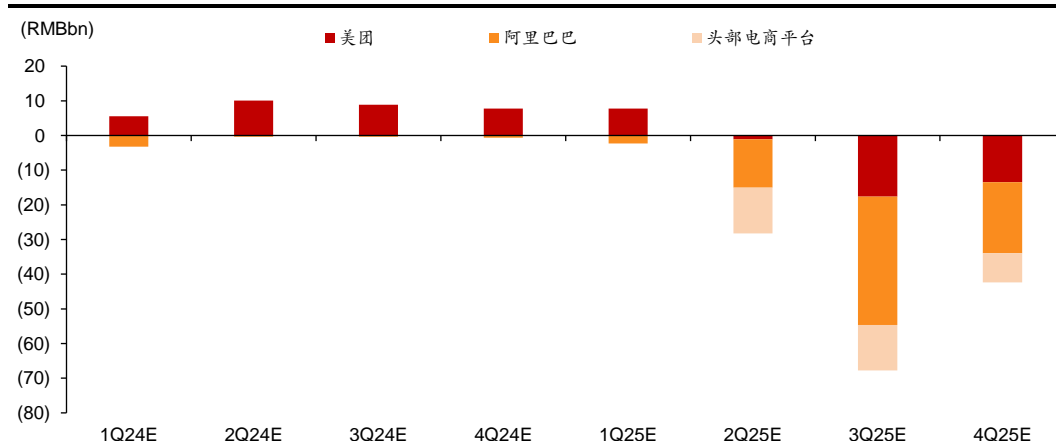
从行业基本面及股票推荐的角度而言，因为美团高价值外卖订单的订单贡献占比高于同行，且运营效率更优，我们看好其有能力维持与竞对的 UE 利润差距，且仍有望达成中长期外卖业务的单量和单均盈利目标，而外卖业务盈利重新转正或将成为推动公司估值重估的关键因素。对阿里巴巴而言，我们观察到公司对于外卖及闪购业务的投入带来了包括用户获取及活跃度提升、向低单价高频类目的交叉销售、及增量客户管理收入贡献的早期的协同效应，但市场或仍在关注公司给出更坚实的进展。

长期看，本地生活服务出海或将为公司带来长期营收和盈利的增长空间。美团管理层披露其 Keeta 香港业务已经于 2025 年 10 月实现盈利，我们认为这体现了公司驱动海外业务高效发展的能力。公司已经于 4Q25 开始进一步推动 Keeta 业务向更多的 GCC 国家及巴西市场扩张，有望打开长期盈利增长空间。

## 即时零售：从高频餐饮外卖到建立万物到家心智，探索远近场结合推动增长

外卖行业竞争自 2Q25 起开始加剧，整体激烈程度超过我们年初时的预期，我们认为主要原因是电商平台在主业发展进入较为成熟的阶段后希望寻找新的途径扩张用户基数，提升用户粘性，及探索新的场景（如远近场结合）以进一步提升电商渗透率。据我们测算，3Q25 美团外卖、淘宝闪购（饿了么）等外卖平台业务的合计亏损达到人民币 677 亿元，而 3Q24 的合计利润水平为盈利 85 亿元。

图 60：中国：主要外卖玩家经营利润/亏损



资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

总结 3Q25 业绩，我们观察到不同平台对外卖业务的投入所期望获得的回报方向有所不同：

1) 美团：关注维持高单价订单市占、经营效率优势、及核心用户群体体验；在 3Q25 业绩会上，管理层提及 2025 年 11 月末美团客单价 15 元以上订单的市场份额超三分之二，客单

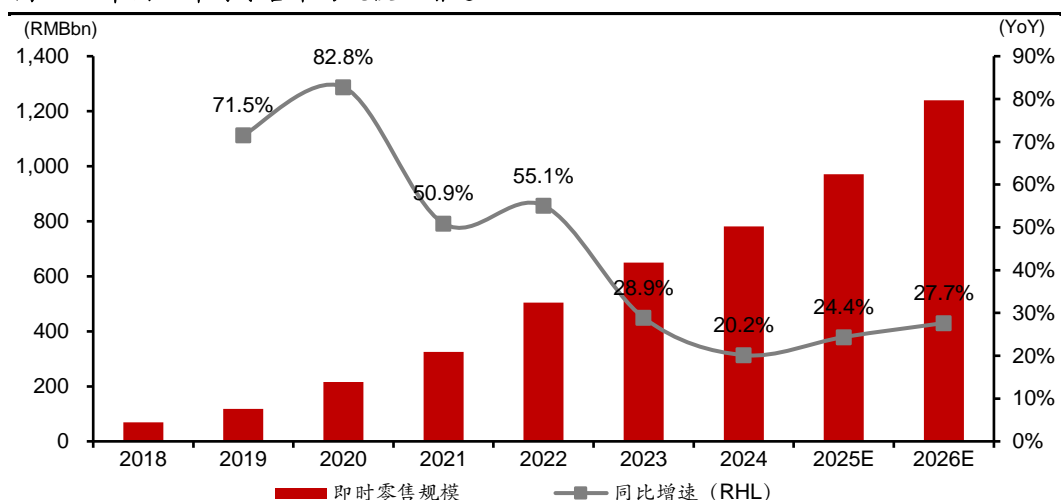


价 30 元以上订单的市场份额超 70%；2) 阿里巴巴：关注 UE 改善及与传统电商的协同效应；管理层在 3Q25 业绩会提及公司外卖业务 UE 亏损在 10 月末相较 7-8 月如预期减半，且公司在日用百货、食品、医疗保健等传统电商品类的交叉销售，同时即时零售的投资因带动相关品类的交易额增长及提升用户粘性，亦对客户管理收入产生积极影响

展望 4Q25，我们观察到，10-11 月行业竞争较 7-8 月略有缓解，且双十一购物节后竞争进一步趋缓，预计 4Q25 上述三家外卖平台业务对盈利能力的投入拖累将环比收窄。进一步展望 2026 年，我们认为在国补退坡，电商平台需要边际更多关注 ROI，且各平台均更关注驱动单位经济模型优化的情况下，三家平台外卖业务的经营亏损均有望同比收窄，但对于节奏预期或不宜过度乐观。

从市场规模而言，据商务部国际贸易经济合作研究院数据，2025 年中国即时零售市场规模预期将达到人民币 9710 亿元，同比增长 24.4%，并将在 2026 年进一步增长 27.7%至人民币 1.2 万亿元。

图 61：中国：即时零售市场规模及增速

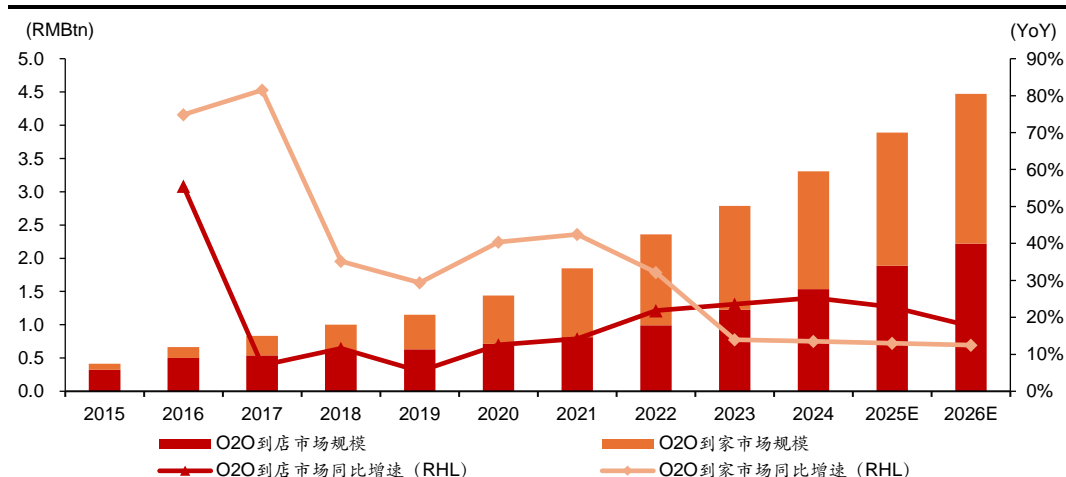


资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，招银国际环球市场

## 到店：市场渗透仍有空间，但竞争加剧

回顾到店行业 2025 年发展，行业整体呈现单量增速高于 GTV 增速，且因竞争加剧影响变现率，营收增速增速低于 GTV 增速的情况。基于目前情况，我们预期整体行业逆风或将在 2026 持续，而在 2027 年有所缓解，客单价回升及竞争格局企稳下利润率水平企稳仍是市场的重点关注指标。据艾媒咨询数据，2026 年中国 O2O 到店市场规模有望达到 2.2 万亿人民币，同比增长 17.6%，相较 2025 年 22.8%的增速有所下降。

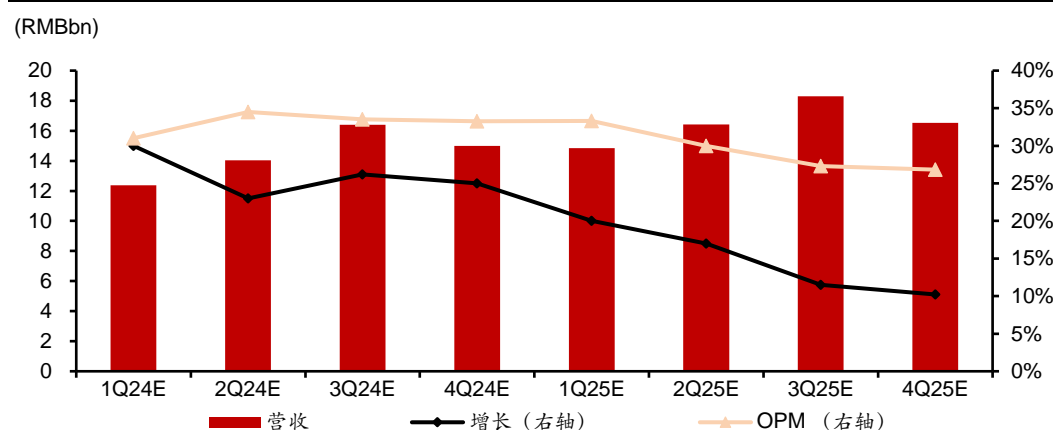
图 62：中国：O2O 市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，招银国际环球市场

从行业角度，我们从 3Q25 起观察到竞争加剧的趋势，如阿里巴巴在 2025 年 9 月发布“高德扫街榜”，10 月 3 日扫街榜的用户即突破 4 亿。同时，据晚点 LatePost 报道，抖音生活服务业务 2025 年亦增长迅速，10M25 交易额同比增长接近 60%，全年 GTV 预计将超过人民币 8000 亿元。对美团而言，我们认为公司尽管到店业务面临的短期竞争日益加剧影响了公司的营收增速和利润率水平，但提升核心用户群心智份额的战略将助力美团更好地实现长期增长。中长期而言，随着行业竞争进入较为稳定的状态，且随着宏观环境企稳带动行业订单量增速与交易额增速更趋一致，到店酒旅板块的经营利润率有望恢复至 30%。

图 63：美团：到店酒旅板块营收及利润率



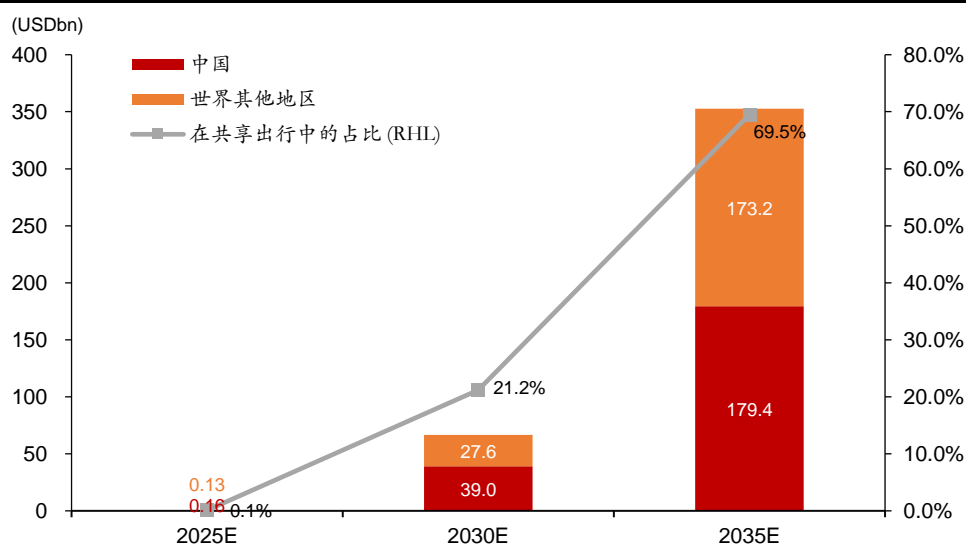
资料来源：公司资料，招银国际环球市场估算

## 自动驾驶：快速规模化部署元年将至

2025 年，中国 Robotaxi 行业在政策密集落地、技术成本“代际降本”和市场需求提升等因素共同驱动下快速发展，实现了从试点验证向商业化规模化落地的关键发展。头部企业累计单量持续增长，车队规模快速扩张。展望 2026 年，伴随单车成本进一步下探、监管对于运营区域的审批进一步放开，行业规模化部署有望进一步推进，同时海外市场规模化扩张也有望为行业发展进一步打开空间。据弗若斯特沙利文数据，在技术、政策及硬件成本下降的共同驱动下，中国 Robotaxi 出行市场有望从 2025 年的 1.6 亿美元增长至 2035 年的 1794 亿美元，25-35E CAGR 达 101.8%。

我们持续看好 Robotaxi 产业链中头部玩家如百度旗下萝卜快跑及核心激光雷达供应商如禾赛科技在 Robotaxi 的规模化商业落地进程中的受益趋势。此外，对于禾赛科技，我们亦看好公司在非车领域的场景进一步扩展及出货量提升，从而进一步支撑公司中长期营收和盈利的增长前景。

图 64: 全球 Robotaxi 行业规模加速增长



资料来源：弗若斯特沙利文，小马智行招股书，招银国际环球市场

注：1) Robotaxi 服务市场规模指乘客为 Robotaxi 服务支付的总车费，以该服务的总交易额（GTV）衡量；2) 共享出行市场规模指乘客为共享出行服务（包括网约车及传统出租车服务）支付的乘车费用总额，费用总额按该等行程的 GTV 计量；3) “在共享出行中的占比”指全球 Robotaxi 市场规模在共享出行市场中的份额。

从监管对于运营区域放开的趋势及行业发展的方向来看，整体呈现出：1) 覆盖范围从核心城区向全域扩展；2) 运营模式从免费体验向市场化收费转型；3) 责任认定从模糊化向清晰化演进。国家层面，《智能网联汽车技术路线图 2.0》明确 2025 年 L2/L3 级渗透率达 50%，2030 年达 70%，为 Robotaxi 发展奠定技术基础；工信部等五部门 2024 年划定 20 个“车路云一体化”试点城市，加速基础设施配套。地方层面，2025 年 7 月上海、广州等 5 城出台新规，允许 L4 级 Robotaxi 全域商业化运营，正式取消“安全员强制随车”要求，并明确车企与保险按“技术缺陷比例”承担事故责任，解决了商业化的核心障碍。北京将高级别自动驾驶示范区扩展至 600 平方公里，覆盖机场接驳、通勤专线等八大场景；广州率先发放全无人自动驾驶商业化许可，推动头部企业如文远知行和小马智行实现主驾无人收费运营。

从技术与成本维度看，核心硬件与算法成本的持续下降成为规模化的关键前提。算法层面，端到端架构革新打破传统模块化拆分局限，通过多模态融合技术实现感知、决策与控制的

一体化优化，大幅降低对高冗余硬件的依赖；迁移学习与自监督训练方法的成熟，提升数据利用效率，减少人工标注成本与算法迭代周期，同时针对复杂路况的长尾场景处理能力升级，进一步弱化对极端性能硬件的需求。硬件层面，核心零部件如激光雷达、域控制器、AI 芯片的技术升级与规模化量产形成协同降本：激光雷达通过固态化、芯片自研实现使成本大幅改善，高性能激光雷达挂牌价下探 200 美元区间；域控制器向舱驾一体集成，整合多域功能以减少硬件冗余与线束复杂度；AI 芯片聚焦自动驾驶场景进行专用指令集优化，在保障算力需求的同时实现功耗与成本的平衡；多传感器融合方案的优化适配，使得不同硬件的性能互补，避免单一部件的过度堆叠，形成技术降本的协同效应。

头部企业运营数据亮眼，形成了“技术+运营”的闭环模式。百度萝卜快跑订单规模领跑，3Q25 订单量达 310 万次，同比增长 212% (2Q25/1Q25: +148%/+75% YoY)，环比进一步加速；截至 2025 年 10 月，萝卜快跑周均订单量超过 25 万，累计安全行驶 2.4 亿公里；截至 11 月，萝卜快跑累计订单量已超 1700 万单，覆盖北京、武汉、重庆等 13 城，车队规模超 1000 辆。小马智行聚焦一线城市，其第七代车型成本降至 27 万元（降幅 73%），覆盖北京、上海、广州、深圳，且第七代 Robotaxi 在广州实现单车盈利转正，单台车日均订单量达到 23 单；3Q25 车队数量达 961 辆，公司有望提前完成全年千辆 Robotaxi 规模目标，并计划在 2026 年年底将运营车辆扩展至 3000 辆以上。3Q25 文远知行全球自动驾驶车辆总数达 1600 辆（环比+23.1%），其中 Robotaxi 车队 750 辆，覆盖广州、北京、南京等，且在广州和北京的单车日最高订单纪录分别达 25 单和 23 单，并积极与 Uber 等合作扩展中东与海外市场。

展望 2026 年，伴随自动驾驶综合技术持续迭代、政策全国标准化进一步推进、Robotaxi 厂商运营效率拐点的到来，我们预计中国 Robotaxi 行业将进一步进入到进一步深化规模化部署阶段，同时其国际化布局有望进一步深化。得益于更强的“车路云”先发优势、政策支持以及规模化带来的成本快速下探，头部玩家如百度萝卜快跑、小马智行、文远知行或有望持续受益并领跑行业发展。

## 垂类平台：盈利增长仍为支撑估值的关键因素

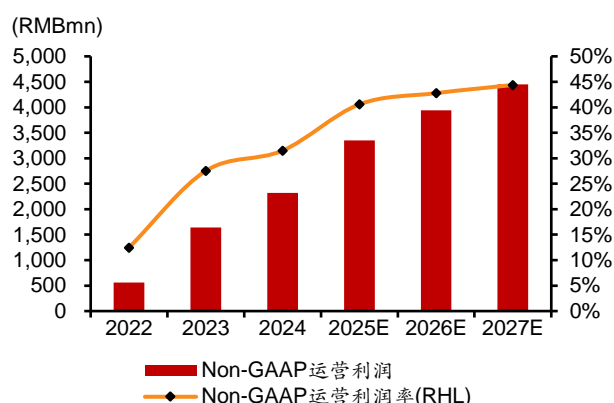
对于在各自领域具备竞争优势的垂类平台而言，短期来看，我们认为盈利增速的边际改善程度及盈利增速的展望为支撑估值维持相较于行业溢价的关键。

**贝壳 (BEKE US)：** 尽管我们预期整体房地产行业在 2026 年的复苏仍面临挑战，但我们预期受益于核心业务经营成本优化及家居家装、房屋租赁等新业务带来的运营利润增量，2026 年贝壳 non-GAAP 净利润同比增长 28%，达到 70 亿元人民币。同时，公司正在提升股东回报，9M25 股票回购支出达 6.75 亿美元，同比增长 15.7%，回购股数占 2024 年末流通股总数的 3%。在行业承压背景下，这一举措将有望为公司估值提供支撑。我们对贝壳在核心业务领域的领先地位持乐观态度，且其新业务发展态势良好，有望为公司带来长期的营收与利润增长空间。我们基于 SOTP 的目标价为 20.7 美元，对应 24.5x 2026E 非 GAAP 下 PE。

**Boss 直聘 (BZ US)：** 公司庞大的企业客户以及求职用户群体建立起高竞争壁垒，我们看好公司通过运营杠杆及费用控制，推动利润率持续改善，我们预计公司 FY26 非 GAAP 下运营利润同比增长 18% 至 39 亿元，若宏观环境或求职供需情况好于预期，公司利润及估值均具备较高弹性。3Q25 招聘需求呈现回暖趋势，平台上招聘者与求职者比例改善、企业续费率及净收入留存率均有所提升。我们的目标价为 25.5 美元，基于 21x FY26 非 GAAP 下 PE。

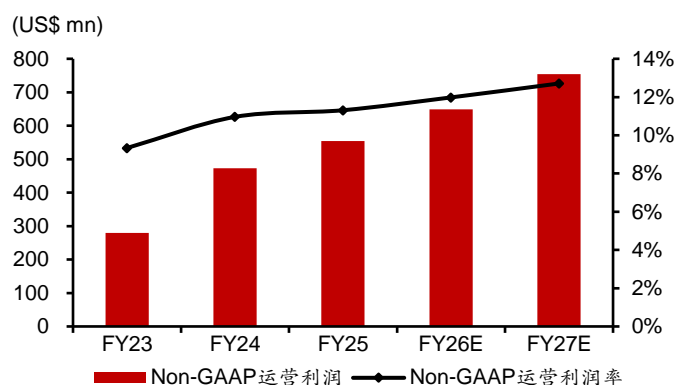
**新东方 (EDU US)：** 我们预计公司 FY26 维持较为稳健的盈利增长 (Non-GAAP 运营利润同比增长 17%) 与良好股东回报 (股息+回购约占市值 5%)。尽管出国相关业务持续承压，但国内 K-12 业务得益于续费率提升呈现加速趋势。公司指引 FY26 收入同比增长 5-10% 至 51.5 亿-53.9 亿美元，此外公司将推进成本优化举措，我们预计公司全年 Non-GAAP 运营利润率将同比提升 1 个百分点至 12%。为落实股东回报计划，公司 25 年 10 月宣布两项举措：1) 每 ADS 派发现金股息 1.2 美元 (总金额 1.9 亿美元)；2) 启动新一轮 12 个月股票回购计划，规模 3 亿美元。两项合计金额约占公司当前市值的 5%。我们基于 SOTP 的目标价为 76.0 美元，对应 21x FY26 非 GAAP 下 PE。

图 65: Boss 直聘：调整后运营利润趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 66: 新东方：调整后运营利润趋势



资料来源：公司资料，招银国际环球市场



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

**买入**：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%  
**持有**：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间  
**卖出**：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%  
**未评级**：招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

**优于大市**：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  
**同步大市**：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  
**落后大市**：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。