仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 09 月 10 日

补贴退坡利润修复，AI 加速商业化打造新增长引擎

——互联网电商 26Q2 业绩总结及展望

看好

相关研究

《利润环比修复，AI 提效重塑增长——互联网电商 26Q1 业绩总结及展望》 2026/06/16

《AI 深度赋能电商，线上消费迎拐点——互联网电商 25Q4 业绩总结及 26 年展望》 2026/04/09

证券分析师
赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
联系人
张蕴达 A0230125030003
zhangyd@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **线上消费增速展现韧性，平台 GMV 增速筑底企稳，竞争转向生态和效率。**据国家统计局，26 年 1-7 月社零总额实现 28.77 万亿元，同比增长 1.2%；全国网上商品和服务零售额实现 11.72 万亿元，同比增长 4.8%，其中网上商品零售额同比增长 4.6%至 7.40 万亿元，线上渠道仍是拉动消费增长的重要支撑。26Q2 受高基数与消费大盘承压影响，传统电商平台 GMV 增速环比走弱，但展望下半年，随着高基数效应消退以及 AI 工具在供需两端加速渗透，平台 GMV 增速有望企稳修复。618 大促释放积极增长信号，各平台通过加码补贴、深化 AI 应用和优化运营节奏，持续激发用户消费潜力，平台大促竞争正从单纯低价转向补贴效率、AI 工具和精细化运营能力的比拼。
- **AI 赋能电商进度加速，即时零售竞争格局进一步优化。**AI 需求快速扩张，互联网头部厂商持续加码基础设施与模型应用投入。据 Omdia，2025 年我国 AI 云市场中阿里云/火山引擎/百度云分别以 38.1%/20.4%/9.4%的份额领跑中国 AI 云市场，头部竞争仍十分激烈。互联网大厂 AI 迭代速度加快，竞争重心转向场景渗透、生态协同与商业化落地，其中千问 App 于 5 月 7 日全面接入淘宝、天猫电商服务，截至 26 年 6 月 MAU 为 1.67 亿，AI 入口与消费场景打通加速。定价端国内大模型与 AI 基础设施定价逻辑发生系统性切换，厂商经营重心已从以价换量转向训练投入、模型能力与算力回报的比拼。即时零售业内竞争力度达峰值后格局趋稳，平台竞争转向效率优化和生态协同，截至 26 年 6 月，淘宝闪购/美团外卖/京东外卖 MAU 分别达 7338/5621/296 万，淘宝与美团美食外卖市场格局稳定，平台相关投放显著收缩。
- **跨境电商竞争逻辑加速重构，AI 与本地化成为平台出海的新核心能力。**欧盟低价值包裹关税及处理费新规落地，传统“国内集货+跨境直邮”模式成本优势明显收窄，头部平台加快向海外仓、本地配送、本土供应商及线下 O2O 渠道迁移。Temu 由全托管向半托管和本土大贸切换，速卖通通过物流优化与本地供给提升实现经营利润，SHEIN、Joybuy 持续完善欧洲本地仓配网络。与此同时，AI 正在从选品、营销、客服向物流、合规和 Agent Commerce 延伸，跨境平台竞争重心由低价流量进一步转向供应链韧性、履约效率、盈利质量与智能化运营能力。
- **收入端主业增速分化，AI 云、即时零售成为主要增量，利润端核心业务修复趋势进一步确认。**26Q2 阿里/京东/拼多多/美团分别实现营收 2690/3464/1124/1046 亿元，同比+8.6%/-2.9%/+8.0%/+13.9%。阿里即时零售收入同比增长 45%，AI 云与算力服务收入同比增长 45%至 484 亿元，经调整 EBITA 同比增长 133%、利润率升至 11.6%；京东受带电品类高基数拖累收入短期承压，但服务收入占比继续提升；拼多多交易服务保持双位数增长；美团核心本地商业收入增长 10.1%。利润端，美团核心本地商业经营利润由一季度亏损转为盈利 56.7 亿元，京东新业务亏损连续收窄，阿里电商核心利润保持韧性，行业经营重心由规模投放重新转向效率与回报。
- **投资分析意见：**26Q2 平台竞争由高强度投入逐步回归理性，核心业务盈利修复与新业务减亏共同确认行业利润拐点。往后看，随着补贴投放趋于克制、即时零售单位经济模型持续改善，以及跨境业务由规模扩张转向本地化与盈利质量提升，头部平台核心业务利润弹性有望进一步释放。与此同时，AI 基础设施投入持续加码，阿里 AI 云收入与利润率同步上行，AI 大模型正加速向电商搜索、营销、客服、供应链及智能体购物等场景渗透，AI 与核心商业业务的协同有望打开新的增长空间。推荐：阿里巴巴、美团、拼多多、京东。
- **风险提示：**居民消费不及预期，行业竞争加剧，新业务发展不及预期，补贴投入力度超预期。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1.线上消费展现韧性，AI 打开远期增量空间..... 5
1.1 线上零售增速短期承压，平台 GMV 增速见底 5
1.2 AI 赋能电商进度加速，AI 商业化应用头部效应显现 8
1.3 即时零售竞争格局优化，各平台收缩补贴减亏明显 12
1.4 AI 与本地化重塑跨境电商，竞争步入新阶段..... 14
2.竞争回归理性，平台利润迎来拐点 17
2.1 收入端：主业增速分化，AI 云与即时零售成为增长主引擎 17
2.2 利润端：核心业务盈利修复，新业务亏损持续收窄 20
3.投资分析意见..... 23

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：26 年 1-7 月网上商品零售渗透率达 25.7%..... 5
图 2：快递业务增速企稳，客单下行趋势扭转..... 5
图 3：服务零售增速保持韧性..... 5
图 4：部分必选及可选品类表现优于大盘..... 5
图 5：Q2 各大平台 GMV 增速均出现不同程度回落..... 6
图 6：平台货币化率同比基本保持稳定..... 6
图 7：618 全网电商销售额渠道结构..... 6
图 8：618 五大主流电商平台成交额份额..... 6
图 9：我国 AI 云市场竞争激烈..... 8
图 10：我国零售云市场快速发展..... 8
图 11：千问、豆包、京东 AI 赋能电商举例..... 10
图 12：AI 原生 APP 头部效应集中..... 11
图 13：办公 Agent 增长势能强劲..... 11
图 14：外卖大战后三家平台日均单量回落趋稳..... 13
图 15：26 年 6 月即时零售相关 APP 活跃用户规模..... 13
图 16：美团、京东、阿里外卖相关经营利润减亏明显..... 13
图 17：三家平台营销开支较高点回落..... 13
图 18：Q2 阿里、京东、美团即时零售战略对比..... 14
图 19：欧盟新规下直邮模式单均成本抬升，海外仓本地履约优势凸显..... 15
图 20：跨境平台格局加速多元化重构..... 15
图 21：Agent Commerce 协议示意图..... 15
图 22：AI 正在覆盖跨境电商从选品到履约、合规的全链路..... 15
图 23：26Q2 平台营收增速走势分化..... 17
图 24：26Q2 平台核心主业增速分化..... 18
图 25：FY27Q1 阿里 AI 云与算力服务收入同比增速加快至 45%..... 19
图 26：FY27Q1 阿里 AI 云与算力服务经调整 EBITA 利润率升至 11.6%..... 19
图 27：阿里、腾讯、百度 26Q2 资本开支均创历史新高..... 19

仅供内部参考，请勿外传

图 28：26Q2 拼多多交易服务收入维持双位数增长 20
图 29：26Q2 平台现金储备继续分化 20
图 30：电商平台 26Q2 净利润显著改善 20
图 31：26Q2 平台盈利能力修复 20
图 32：电商平台 26Q2 核心业务盈利水平继续修复 22
图 33：26Q2 核心业务条线盈利改善 22
图 34：26Q2 阿里非核心业务及京东、美团新业务亏损继续收窄 22
图 35：26Q2 阿里、京东营销费用率同比明显回落 23

表 1：各平台 618 玩法、销售情况及 AI 梳理 7
表 2：各互联网大厂模型与应用进展，并逐步与电商结合 9
表 3：各厂商模型与 AI 基础设施定价调整，定价策略更加灵活 11
表 4：跨境电商平台应对欧盟新规的本地化与 O2O 布局 16
表 5：重点公司估值表 24

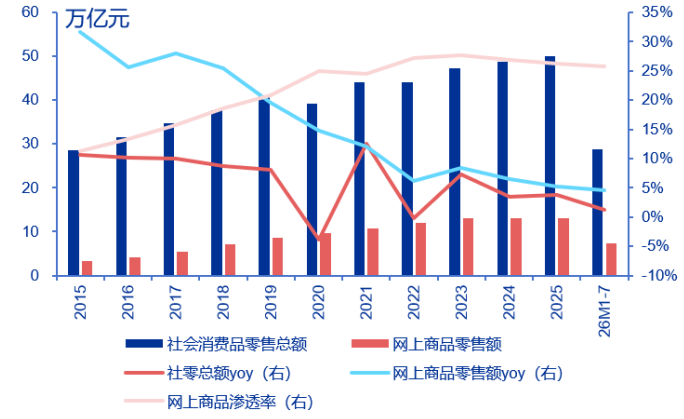
仅供内部参考，请勿外传

1.线上消费展现韧性，AI 打开远期增量空间

1.1 线上零售增速短期承压，平台 GMV 增速见底

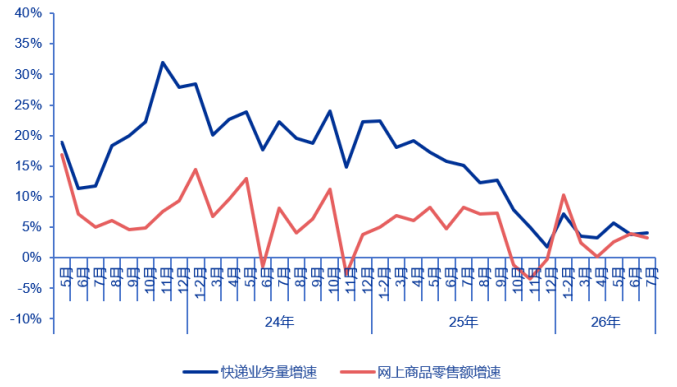
线上消费增速趋稳，渗透率维持高位。据国家统计局，26 年 1-7 月社零总额实现 28.77 万亿元，同比增长 1.2%；全国网上商品和服务零售额实现 11.72 万亿元，同比增长 4.8%，其中网上商品零售额同比增长 4.6%至 7.40 万亿元，网上商品零售额占社零比重达 25.7%，线上渠道仍是拉动消费增长的重要支撑。快递业务增速同步趋稳，与线上商品零售增长基本保持一致。据国家邮政局，26 年 1-7 月快递业务量累计完成 1174.7 亿件，同比增长 4.8%，高于同期网上商品零售额增速 0.2pct；快递业务收入累计完成 9017.7 亿元，同比增长 7.4%。

图 1：26 年 1-7 月网上商品零售渗透率达 25.7%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 2：快递业务增速企稳，客单下行趋势扭转



资料来源：国家统计局，国家邮政局，申万宏源研究

商品零售和餐饮增速阶段性放缓，服务消费延续韧性。26 年 1-7 月商品零售/餐饮/服务零售增速分别为 1.1%/2.6%/5.0%，服务消费维持较强增长。品类端结构分化明显，必选品类及部分可选品类表现优于大盘，26 年 1-7 月烟酒类/粮油食品类/纺织服装类/饮料类分别同比增长 12.4%/7.2%/5.8%/5.6%，均明显高于同期社零整体增速，消费需求持续释放，结构性亮点对整体消费形成有力支撑。

图 3：服务零售增速保持韧性

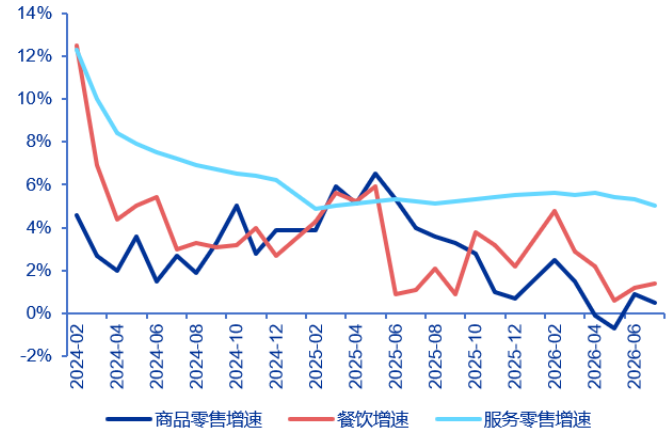
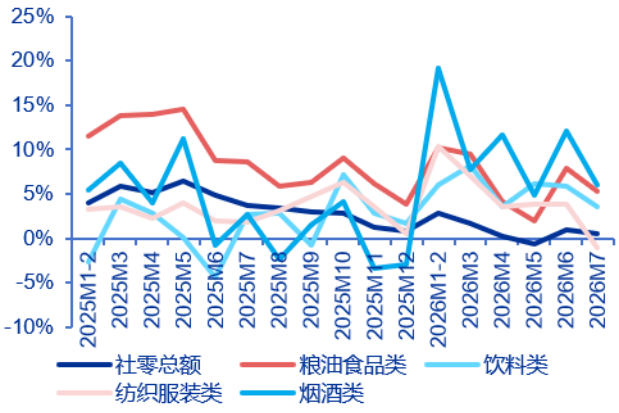


图 4：部分必选及可选品类表现优于大盘



仅供内部参考，请勿外传

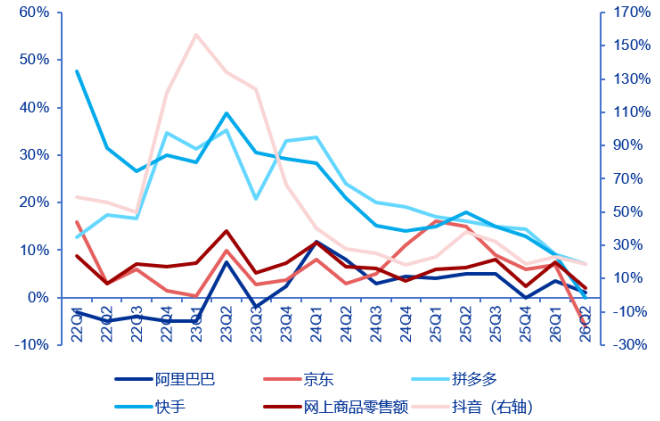
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

电商平台 GMV 增速阶段性回落。26Q2 受高基数与消费大盘承压影响，传统电商平台 GMV 增速环比走弱，二季度实物商品网上零售额同比增长约 2%（1Q26 为 8%），618 期间全网电商累计 GMV 同比增长 4.0%，其中综合电商仅微增 0.9%，大促拉动效应明显减弱。京东用户心智持续稳固，Q2 季度活跃用户数和 PLUS 会员均实现同比双位数增长，日用百货收入同比增长 5.6%，电子及家电受高基数拖累下滑 11.8%。阿里即时零售继续充当核心增长引擎，中国即时零售收入同比增长 45%至 533 亿元，淘宝闪购在维持市场份额的同时单位经济效益环比持续改善，盒马订单与收入保持强劲增长。拼多多"千亿扶持"与供应链投入持续深化，二季度在线营销服务收入同比增长 3.5%至 576 亿元，国内主业显现企稳迹象。展望下半年，随着高基数效应消退以及 AI 工具在供需两端加速渗透，平台 GMV 增速有望企稳修复。

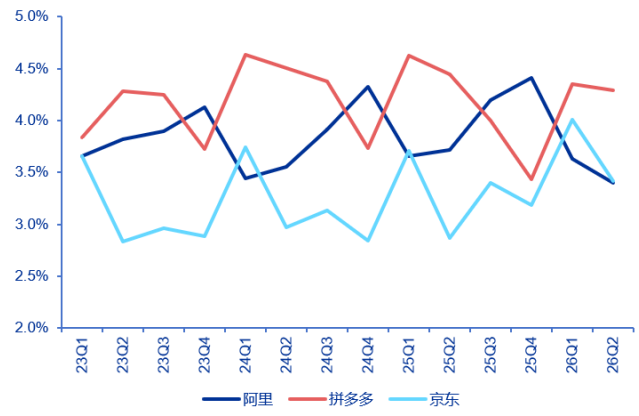
电商平台货币化率表现分化，AI 工具与即时零售打开远期增量空间。26Q2 传统电商平台主业增速普遍承压，GMV 增速回落背景下各家货币化率走势分化。1）阿里："全站推"等新营销工具渗透率继续提升，但 CMR 同口径同比增长 1%，较 1Q26 的 8%明显回落，货币化率同比-0.3pct 至约 3.4%。2）京东：26Q2 平台及营销收入同比增长 8.3%至 309 亿元，收入结构优化叠加供应链效率提升，共同支撑京东货币化率稳定在较高水平，同比-0.1pct 至约 4.3%。3）拼多多：在线营销服务收入同比增长 3.5%至 576 亿元，"千亿扶持"、流量支持及产业带赋能继续提升商家经营效率与供给质量，Q2 货币化率同比+0.6pct 至约 3.4%，平台持续由"流量撮合"向"供应链深度参与"转型，供给质量升级有望支撑货币化能力稳步修复。

图 5：Q2 各大平台 GMV 增速均出现不同程度回落



资料来源：公司公告，公司公众号，申万宏源研究

图 6：平台货币化率同比基本保持稳定



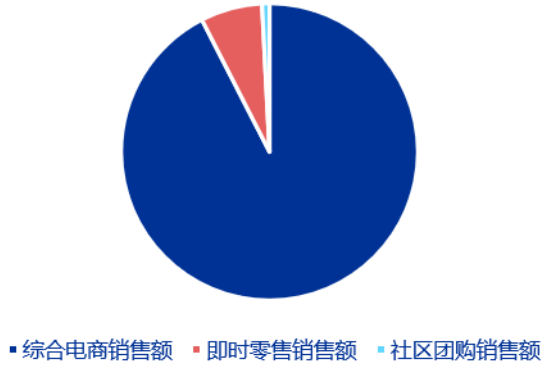
资料来源：公司公告，申万宏源研究

26 年 618 期间综合电商仍是主要渠道，但结构增速出现显著差异，服务消费领跑，下沉与 AI 成为新引擎。 据星图数据，618 全网销售额 9340 亿元，同比+4.0%，综合电商 8636 亿元，同比+0.9%，即时零售 628 亿元，同比+112.3%，社区团购 76 亿元，同比-39.6%，渠道结构剧烈重排，即时零售本次促销增长迅速，社区团购持续萎缩。据易观分析，五大平台主流电商平台成交额占比分别为：淘天 48.8%（+6.7%）、抖音 19.1%（+10.8%）、京东 19.0%（+4.6%）、拼多多 9.6%（+1.4%）、快手 3.5%（+4.0%）。

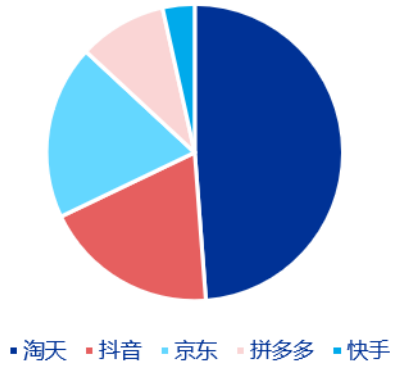
图 7：618 全网电商销售额渠道结构

图 8：618 五大主流电商平台成交额份额

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：星图数据，申万宏源研究



资料来源：易观分析，申万宏源研究

618 大促释放积极增长信号，各平台通过加码补贴、深化 AI 应用和优化运营节奏，持续激发用户消费潜力。淘天突出“强补贴+AI 购物助手+品牌增长”，通过国补、百补和平台补贴叠加强化价格优势，淘天以 1%/5%/15%三档立减取代跨店满减，叠加 88VIP 券（首降至 8.7 折）后最低 7.3 折起，国补品类 10→32 个、超 60 万款低至 5 折，为最大增量杠杆，5 月打通千问与淘宝，AI 店小蜜转人工率-45%。京东主打"官方直降低至 5 折"叠加每满 200 减 30（去年开门红为满 200 减 20），PLUS 配套超 5000 元补贴，JoyStreamer 数字人服务商家超 8 万家。抖音电商延续内容场与货架场协同，通过消费券、搜索和短视频入口提升转化，投入百亿消费券、发放端扩至豆包等多 APP。快手官方补贴商品 8.8 折叠加定向券最低 7.5 折。拼多多延续零佣金，首创"降价补差"。平台大促竞争正从单纯低价转向补贴效率、AI 工具和精细化运营能力的比拼。

表 1：各平台 618 玩法、销售情况及 AI 梳理

平台	618 时间	折扣机制	战报 / 结果	AI 应用
淘天	5 月 21 日–6 月 20 日	官方立减：类目最低让利比例分 1% / 5% / 15% 三档，商家承担；主流档位对应 8.5 折。88VIP 消费券首次降至 8.7 折。等级加码券：铂金 4000-500、钻石 5000-650、黑钻 8000-1000。平台加补券在 7.3 折基础上最低补到 6.2 折。国补品类 10 → 32 个，超 60 万款商品叠加后低至 5 折。	截至 5/31，超 4 万个品牌成交额翻倍；破亿品牌数+40%。160 个趋势品类破亿：AI 智能硬件 +80%、AI 眼镜 +9 倍、宠物烘焙粮 +200%。首参新品牌千万级数量 +67%；329 个入驻≤3 年新品牌成细分赛道冠军。88VIP 规模约 6400 万（截至 6/30），同比双位数增长。	C 端：5/11 千问与淘宝全面打通，支持 AI 试穿、AI 算优惠、AI 低价帮抢。B 端客服：AI 店小蜜升级为“办事中枢”，转人工率 -45%。
京东	5 月 30 日–6 月 21 日	官方直降低至 5 折，单件即享、无需凑单，可叠加国补。跨店满减 每满 200 减 30。PLUS 会员超 5000 元超级补贴，开卡积分翻倍（12→24 分，兑超 480 元生活服务）；6/8 PLUS 会员日。白条至高 24 期免息。国补：家电一级能效补 15%、单件至高 1500 元；手机/平板/智能穿戴单价≤6000 元补至高 500 元	新商家数 +62%，首次参战新商家中 51 个破千万、1516 个破百万。超 1800 个家电家居品牌成交额 +超 100%；美的/海尔/海信/格力/小米家电品牌成交额均超 10 亿。3C 数码 AI 趋势产品成交额 +100%；Apple/联想/华为/华硕高端手机成交额 +300%、高端轻薄本 +100%。AI 家电家居产品数 +超 5 倍、成交额 +超 300%。	JoyAI 大模型已用于 3000+ 业务场景，直接赋能超 100 万商家；618 期间 Token 调用量为去年同期 7.7 倍。JoyStreamer 数字人直播：服务商家 超 8 万家。

仅供内部参考，请勿外传

抖音电商	5 月 15 日-6 月 18 日	立减折扣 15%（商家出资，按报名价生效）与“一件直降”二选一，单商品仅可报一个。百亿消费券由平台全资出资，分阶段发放，发放端扩至抖音/抖音商城 APP + 豆包、红果短剧、今日头条/极速版、番茄小说、番茄畅听，可跨平台领取并使用。券档上调：150 元→200 元、500 元→600 元，新增 3000/5000/6000 元大额券；满 2000 减 200→满 2000 减 300	超 12 万商家直播成交额同比翻倍；近 3 万家首次参与商家成交额破百万；超 57 万达人带货成交额翻倍，100 万粉以下中小达人贡献 >80% 达人带货成交额。消费券带动直播/短视频成交额超百万商家数 +152% / +432%。开售前三日：消费券带动成交额破千万商家 +338%，破千万直播间 +116%，破亿品牌数 +89%。	C 端：“豆包帮你选”5 月上线并与抖音电商全链路打通。B 端客服：飞鸽 AI 智能客服 618 期间限时免费。千川·乘方订单技术服务费降至 0.6%。
快手电商	5 月 16 日–6 月 18 日	官方立减：平台补贴商品 8.8 折 + “一件直降”，无需凑单，叠加大促定向满减券后最低 7.5 折。	全周期品牌商家 GMV 同比 +120%；近 300 个单品 GMV 破千万。泛货架 GMV +65%；搜索成交 +110%；国货订单占比 65%。品类：大码女装 +208%、运动服 +90%、防晒 +88%。	磁力金牛四大 AI Agent。AI 一键推广：自动出价 + 人群定向 + 预算。
拼多多	5 月 21 日–6 月 30 日	一件直降 + 消费券自动抵扣。内场商品可叠加最高 188 元官方大促优惠券，且可与百亿补贴叠加。跨店满减 每 200 减 30 / 每 100 减 15 / 每 10 减 1。零入驻费用、零活动佣金，报名不额外收费。	家电品牌全品类销售规模同比 +103%；洗地机 +1100%；5000 元以上高端洗烘/烘干 +700%。家电品牌官方旗舰店数量 +182%、商品数量 +264%。	拼多多上线 AI 搜索、AI 导购，搜推加权算法升级、智能报名自动匹配活动。

资料来源：各平台官网，公司公众号，艾瑞咨询，中国商报，申万宏源研究

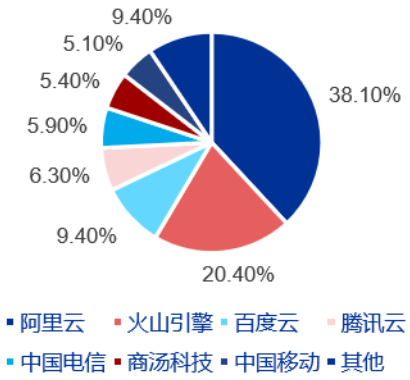
1.2 AI 赋能电商进度加速，AI 商业化应用头部效应显现

AI 需求快速扩张，互联网头部厂商持续加码基础设施与模型应用投入。据 Omdia 咨询，2025 年我国 AI 云市场中阿里云/火山引擎/百度云分别以 38.1%/20.4%/9.4%的份额领跑中国 AI 云市场，头部竞争仍十分激烈。据艾媒咨询和中商产业研究院测算，2025 年中国大模型市场规模约为 495 亿元，同比增长 68%；2026 年规模有望突破 700 亿元，2025-2030E 年均复合增速约为 45.7%。在实际场景应用方面 AI 技术也开始广泛落地，据 IDC，25 年我国零售云市场规模达到 135 亿元人民币，同比增长 12.4%，消费增长放缓和价格竞争加剧，使企业更加关注缺货率、损耗、库存周转、履约成功率和人工效率等经营指标，技术投入开始从系统建设转向效率改善，同时 AI 开始进入商品信息生成、经营分析、需求预测等可控场景，并逐步向智能导购、智能补货和供应链协同延伸。我们认为当前 AI 云市场仍具备广阔增量空间，头部厂商凭借算力基础设施、模型能力和生态协同优势，有望持续受益于新一轮 AI 产业发展红利。

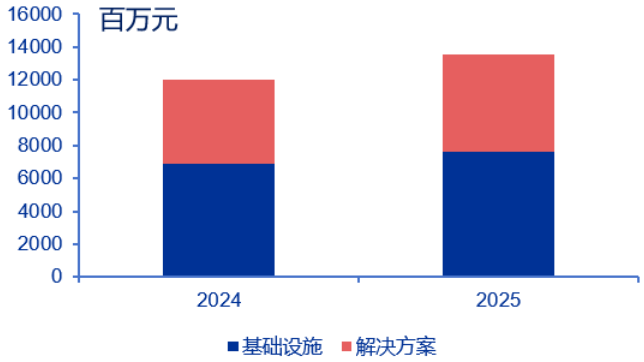
图 9：我国 AI 云市场竞争激烈

图 10：我国零售云市场快速发展

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Omdia，申万宏源研究



资料来源：IDC，申万宏源研究

互联网大厂 AI 迭代速度加快，竞争重心转向场景渗透、生态协同与商业化落地。阿里持续强化“模型+应用+电商生态”协同，千问 App 于 5 月 7 日全面接入淘宝、天猫电商服务，截至 26 年 6 月 MAU 为 1.67 亿，AI 入口与消费场景打通加速。字节跳动围绕豆包 2.1 和 Seedance2.5 补强推理、Agent、视频生成和图像视频理解能力。京东 AI 更偏供应链与产业场景，JoyAgent2.0 已与近百个家电家居品牌合作，京东言犀数字人深度适配电商直播场景。美团则聚焦本地生活与物理世界落地，LongCat 系列嵌入消费决策、商家经营与即时履约场景，“智能掌柜”已累计服务超 70 万商家，AI 正从单点工具转向平台经营效率提升。

表 2：各互联网大厂模型与应用进展，并逐步与电商结合

公司	核心大模型	主要应用端	关键进展及现状
阿里巴巴	Qwen 系列（Qwen3.7/ Qwen3.8-Max）	Qwen App、夸克、钉钉 / Wukong	**模型端：**26 年 7 月 19 日千问 3.8 Max 预览版正式发布，参数规模高达 2.4 万亿。**应用端：**26 年 7 月 19 日 Token Plan 个人版开放，限时推出 39/139/499 元/月优惠套餐。Qwen App 于 5 月 7 日全面接入淘宝、天猫电商；截至 2026 年 6 月 Qwen App MAU 1.67 亿，同比+5792.9%。
字节跳动	豆包 2.1 / Seedance 2.5/ Lance 3B）	豆包、即梦、飞书	**模型端：**26 年 7 月 20 日发布 seed audio1.0，专注于语音输入。26 年 6 月 23 日发布豆包大模型 2.1，强化推理、Agent、多轮指令遵循与工具调用。Seedance 2.5 继续补强视频生成。**应用端：**豆包是国内最热门 AI 聊天 App 之一，同时豆包逐步整合代码、办公等各项功能，“买前问豆包”将 AI 对话能力与抖音商城全面打通。
腾讯	HY4preview /HY 3.0	元宝、微信 / QQ、WorkBuddy	**模型端：**26 年 9 月 HY4 preview 进行公测，26 年 7 月 6 日正式发布 HY3，总参数 295B，最高支持 256K 上下文；26 年 5 月 21 日发布轻量模型 HY-MT2（440MB），支持多达 33 种语言的互译。**应用端：**WorkBuddy 成为 C 端最热门的办公平台。
DeepSeek	DeepSeek-V4、DeepSeek-R1	DeepSeek App 、DeepSeek Harness	**模型端：**26 年 7 月 31 日正式发布 DeepSeek-V4-pro，截至 5 月 25 日 DeepSeek-V4-Flash 已登顶 OpenRouter 全球 AI 大模型调用榜，在 LMArena 的中文模型文本排行榜及搜索排行榜中均排第一。**应用端：**截至 26 年 6 月 DeepSeek MAU 达 1.3 亿，位于国内基模第三位。
月之暗面	Kimi3.0	Kimi 智能助手/开放平台	**模型端：**26 年 7 月 17 日发布 Kimi3.0，总参数规模约为 2.8 万亿，在部分三方评测中，Vals Index 综合得分超越 GPT-5.6。

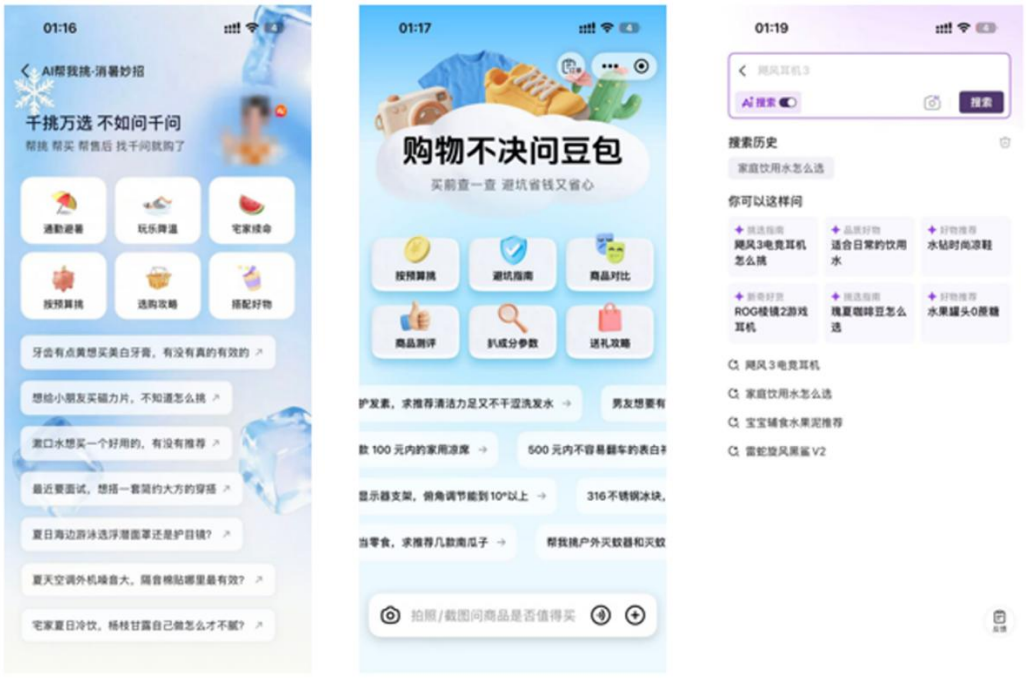
仅供内部参考，请勿外传

			应用端：7 月 17 日官方智能助手同步更新 K3 模型，6 月 MAU 为 0.073 亿。
京东	JoyAI 系列（JoyAI-LLM Flash / JoyAgent 2.0）	京言、JoyInside、京东零售和供应链场景	**模型端：**JoyAI-LLM Flash 的 Instruct 版本创新引入基于“纤维丛”理论的 FiberPO 强化学习方法，在 19 个权威基准测试中表现优异；JoyAgent 2.0 目前已与近百个家电家居品牌、超 40 个机器人与 AI 玩具品牌深度合作。**应用端：**京东的 AI 更偏供应链与产业场景而非独立 C 端聊天 App，JoyInside 已连接机器人合作伙伴。
美团	LongCat-Flash 系列、LongCat-Video-Avatar 1.5	本地生活、零售场景	**模型端：**26 年 5 月 25 日发布基于 SOTA 的数字人视频模型 LongCat-Video-Avatar 1.5，采用 DMD 蒸馏至 8 步生成，效率提升约 15 倍；LongCat-Flash 总参数 560B、平均激活参数约 27B26 年 4 月 7 日发布数学定理证明专用模型 LongCat-Flash-Prover，形式化推理能力突出。**应用端：**LongCat 并非独立 C 端超级 App 路线，而是更深入嵌入本地生活与 Agent 生态；26 年 3 月官方已提供面向 OpenClaw 的免费 API。

资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，Questmobile（商业智能数据服务商），申万宏源研究

各大电商平台纷纷加码 AI 布局，AI+电商将成为下个阶段重要的发展方向。AI 推动电商竞争从传统价格战、流量战，转向技术能力与运营效率的比拼，也推动着电商大促迈向更高效、智能、精细化的新阶段。据各平台 App，千问内置“AI 帮我挑”，淘天推出“AI 万相”引擎并打通千问大模型，重构人货匹配逻辑；京东依托“京小通”实现全域经营智能化；豆包 App 接入抖音商城，抖音上线“千川乘方”；快手升级“磁力金牛”，以 AI 助力商家降本增效。

图 11：千问、豆包、京东 AI 赋能电商举例



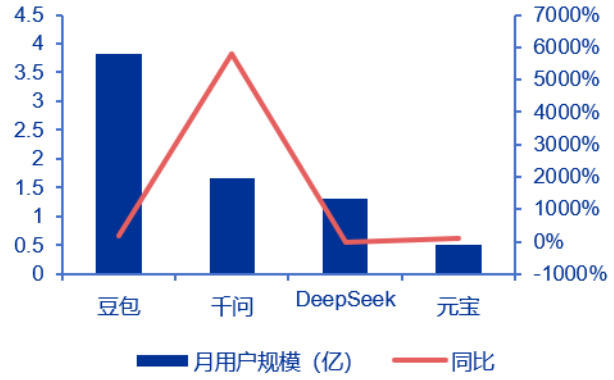
资料来源：千问、豆包、京东 App，申万宏源研究

AI 应用流量格局加速分化，头部效应与 Agent 商业化验证同步兑现。据 QuestMobile 数据，2026 年 6 月 AI 原生 APP 头部集中度进一步提升：豆包以 3.82 亿月活稳居第一（同比+172.1%），千问以 1.67 亿月活跃居第二（同比+5792.9%，主因低

仅供内部参考，请勿外传

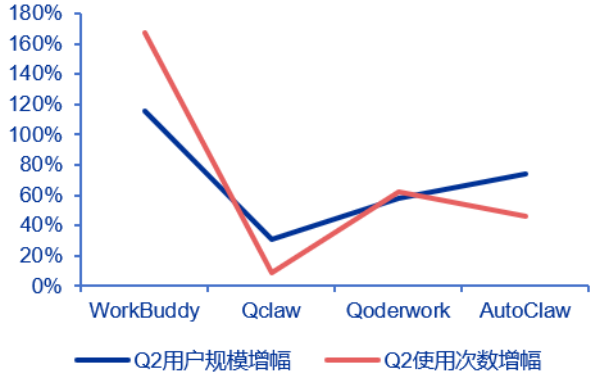
基数），DeepSeek 月活 1.30 亿（同比-20.3%），前三名合计占 TOP10 总量的近八成，马太效应持续放大。腰部阵营断层明显，元宝（4,984 万）、智谱清言（2,897 万）等第二梯队与头部差距扩大，流量向具备生态入口与投放能力绑定的巨头系产品收敛。应用形态上，AI 正从“问答工具”向“任务交付”演进：办公交付型 Agent 中，腾讯 WorkBuddy 凭借全场景办公定位以 7,433 万次总使用次数居首（6 月相较 4 月活跃用户+115.3%、使用次数+167.2%），腾讯 QClaw（2,810 万次）位列第二，阿里系 Qoderwork、JVS Claw、QwenPaw 及智谱 AutoClaw 处于追赶位。下半年 AI 应用竞争焦点将从用户规模转向场景渗透与使用深度，深度生态绑定派凭借流量入口占据先发优势，生态独立派需靠爆款场景突围，商业化兑现能力将成为估值分化的核心变量。

图 12：AI 原生 APP 头部效应集中



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 13：办公 Agent 增长势能强劲



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

模型定价分层演绎，算力侧卖方市场确立，行业竞争回归能力与回报。据各平台官网，2026 年以来，国内大模型与 AI 基础设施定价逻辑发生系统性切换。算力侧，阿里、腾讯、百度、金山等头部云厂商半年内全部完成提价，AI 算力卡涨幅 5%~50%、智算存储约 30%，6 月起第二轮调价延续，交付排期延至 2027 年、按需产能售罄，卖方市场格局确立，定价权重回运营方手中。模型侧则由全面价格战转向分层定价，旗舰模型集体回收折扣——DeepSeek V4 全系 8 月起整体提价并引入峰谷计价，智谱 GLM 年内多轮调价累计涨幅超 80%，字节 Seedance 2.5 定价较上代上涨约 50%；轻量模型继续以降价引流——小米 MiMo 最高降 99%、阿里 Qwen3.8-Flash 下调 10%~20%，"旗舰提价+入门降价"的哑铃型结构成型。在 Token 调用量两年增长超千倍背景下，厂商经营重心已从以价换量转向训练投入、模型能力与算力回报的比拼，未来差异化的定价策略将为大厂提供核心商业化驱动。

表 3：各厂商模型与 AI 基础设施定价调整，定价策略更加灵活

平台/厂商	时间	调价对象	方向	幅度/内容
阿里云	2026/4/18	平头哥真武 810E 等算力卡、CPFS（智算版）	提价	算力卡上调 5%~34%，CPFS（智算版）上调 30%。
	2026/8/27	百炼平台 Qwen3.8-Flash API	降价	输入 1.00→0.80 元（-20%）、输出 3.00→2.70 元（-10%）每百万 tokens；百万级上下文多模态模型。

仅供内部参考，请勿外传

DeepSeek	2026/5/31	DeepSeek-V4-Pro API	降价	正式调整为原价的 1/4（2.5 折永久化），输入（缓存命中）/输入（缓存未命中）/输出分别为每百万 tokens 0.025/3/6 元。
	2026/6/30	DeepSeek-V4 系列 API	计费调整	预告 V4 正式版上线后引入峰谷定价机制，高峰时段（9:00-12:00、14:00-18:00）价格为平时 2 倍。
	2026/8/17	DeepSeek-V4 全系列正式版 API	提价/峰谷定价	整体上调定价并落地峰谷计价：V4-Pro 高峰输入 9 元/输出最高 27 元/缓存命中 0.3 元，V4-Flash 高峰输入 3 元/输出 9 元/缓存命中 0.1 元（每百万 tokens）；空闲时段减半，8/23 起周末全天按低谷价。
腾讯云	2026/3/13	GLM 5、MiniMax 2.5、Kimi 2.5	收费转正	免费公测结束，转为正式商用按量计费，按量收费。
	2026/5/9	AI 算力相关产品、容器服务 TKE-原生节点相关产品、弹性 MapReduce（EMR）相关产品	提价	相关产品服务费用均上调 5%。
	2026/7/6	混元 Hy3 API	新模型定价	295B MoE 模型发布并开源，API 定价输入 1 元/输出 4 元/缓存命中 0.25 元每百万 tokens，旗舰模型中价格最低档。
	2026/8/28	混元 Hy4 preview API	新模型定价	770B 总参数/激活 49B/1M 上下文，发布即开源；API 定价输入 6 元/输出 18 元/缓存命中 0.3 元每百万 tokens，较 Hy3 有所上调但仍低于 GLM-5.3、Kimi K3。
豆包	2026/3/4-2026/4/8	即梦 Seedance 2.0 API	收费转正	3 月 4 日首轮商业化定价，含视频输入/不含视频输入分别为每百万 tokens28/46 元.
	2026/6/1	豆包 App 专业版（C 端）	订阅收费	上线 68/200/500 元三档月付订阅；Seedance2.5 视频生成仅限 200 元及以上档位使用。
	2026/8/7	即梦 Seedance2.5 API	收费转正/提价	火山引擎 API 全量开放：含视频输入 42 元/不含视频输入 70 元每百万 tokens，较 Seedance2.0（28/46 元）上涨约 50%；支持 30 秒原生直出与 50 个全模态参考素材。
智谱	2026/6/13	GLM-5.2（百万上下文旗舰）	计价规则调整	取消低价阶梯，混合负载综合成本+13%。
	2026/7/22	GLM Coding 海外订阅	提价	三档套餐由$10/$30/$80 上调至$18/$72/$160 每月；API 价格卡同步新增 GLM-5.2 高端档位。

资料来源：各平台官网，公司公告，第一财经，申万宏源研究

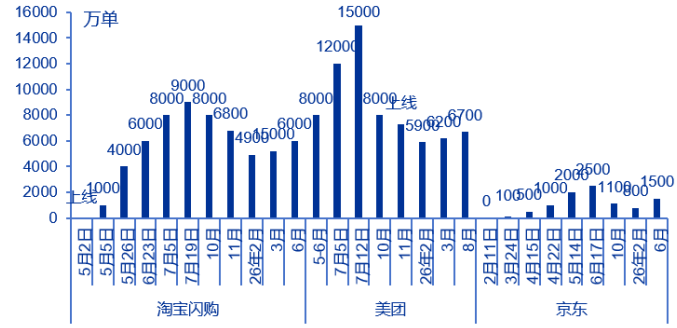
1.3 即时零售竞争格局优化，各平台收缩补贴减亏明显

即时零售业内竞争力度达峰值后格局趋稳，平台竞争转向效率优化和生态协同。25Q3 初期行业竞争见顶，25Q4 以来步入淡季，竞争格局固化。据易观分析，25Q4 淘宝闪购和美团的即时零售市场份额均达到约 45%，京东以 8.4%的份额居第三，头部效应明显。26 年春节期间消费热度转暖，虽是传统即时零售淡季但客单有显著抬升，美团/淘闪的即时零售日均单量分别为约 6000/5000 万单。26 年 Q2 有所回暖，淘宝闪购 5-6 月日

仅供内部参考，请勿外传

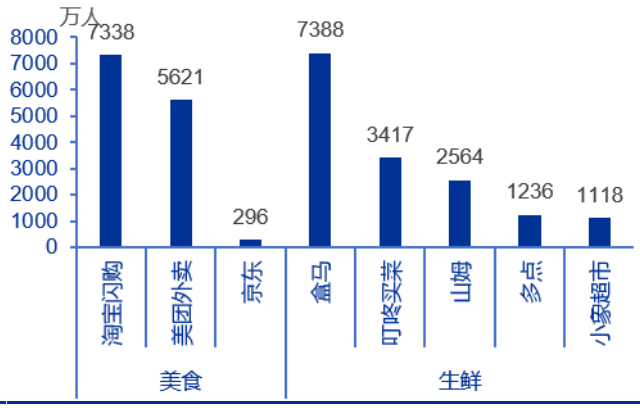
均单量稳定在 6000 万，8 月份美团日均单量为 6700 万量级。据 QuestMobile，截至 26 年 6 月，淘宝闪购/美团外卖/京东外卖 MAU 分别达 7338/5621/296 万，淘宝与美团美食外卖市场格局稳定。生鲜市场上，6 月盒马 MAU 为 7388，处于领先地位，生鲜平台整体增长。前期消费者心智培养后用户需求正在从单一外卖场景向综合消费平台迁移，侧面印证各大平台补贴投放缩水背景下开始更注重生态协同效应释放。

图 14：外卖大战后三家平台日均单量回落趋稳



资料来源：淘宝公众号，美团公众号，京东黑板报，晚点 Latepost，QuestMobile，新浪新闻，申万宏源研究

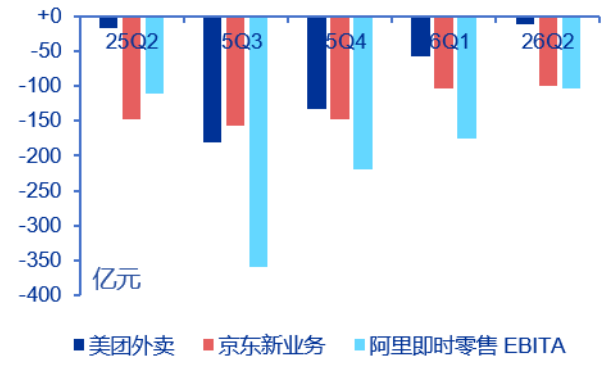
图 15：26 年 6 月即时零售相关 APP 活跃用户规模



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

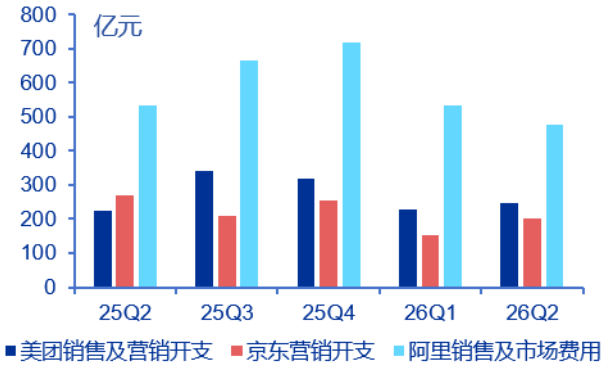
各平台外卖相关分布经营利润减亏明显，集团营销开支费用较高点回落。分平台看，美团外卖业务相关收入统计在核心本地商业分部下，京东外卖主要在新业务分部下，淘宝闪购和饿了么在阿里中国电商集团下，在 25Q2-26Q2 期间，相关分部均呈现经营利润“先亏损加大后逐步减亏”，营销开支“现扩大后缩减”的趋势，说明目前即时零售竞争格局趋稳，“外卖大战”逐步降温，未来即时零售竞争态势将转向结构优化方向。

图16：美团、京东、阿里外卖相关经营利润减亏明显



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：三家平台营销开支较高点回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

补贴大战降温，监管趋严与平台策略转向推动竞争回归理性，平台未来战略路径分化。

1）阿里巴巴：阿里以淘宝闪购 + 盒马双引擎，借组织整合（电商集团化）将即时零售升格为集团核心增长支柱，加速向全品类“大消费生态平台”升级，推动 AI 与电商场景深度融合，对于即时零售未来减亏路径给出了清晰指引。据公司公告，公司于消费者端打通淘宝天猫与通义千问 App，上线 AI 购物助手，实现从内容种草、商品决策到售后服务的全链路智能化体验；商家端则推出企业级 AI 智能体“悟空”，赋能商品运营、营销投放及客

仅供内部参考，请勿外传

户管理等环节，有效提升商家经营效率。**2）京东：**京东锚定高品质供给与确定性履约，以高频餐饮引流、高毛利品类变现，计划于 2026 年底完成七鲜小厨一二线城市全覆盖，持续扩张业务版图，未来即时零售业务将与京东供应链实现更加深入的协同。**3）美团：**美团依托闪购 + 小象超市双品牌，强化"零售 + 科技"主线，26Q2 核心本地商业经营利润环比转正，加码前置仓网络布局与 AI 能力建设双线并进，LongCat 大模型为 AI 赋能打下基础，依托行业领先的运营效率巩固 AOV 与单均 UE 优势。

图 18：Q2 阿里、京东、美团即时零售战略对比

	阿里巴巴 即时零售收入 +45%	京东 Non-GAAP净利 +20.3%	美团 收入 +14.4% · 经调整净利 +69%
核心战略定位变化	即时零售升格为集团核心增长支柱，整合盒马组建"阿里巴巴电商集团"、即时零售单列分部，深化"电商+本地生活"协同	锚定高品质即时零售，外卖减亏超50%驱动经营利润扭亏为盈，确立"盈利拐点"，转向规模与效率平衡	迭代为全品类即时零售综合服务商，"零售+科技"双轮驱动，UE优化、效率优先，经营利润环比转正
业务打法升级	淘宝闪购+盒马双引擎，即时零售收入533亿(+45%)；闪购维持份额同时UE环比改善，拓高笔单价餐饮/非餐品类	外卖单均UE明显改善（单均补贴下降+履约物流协同打通），营销费用-24.8%收缩补贴，零售毛利率18.5%创促销季新高	核心本地商业经营利润转正57亿(利润率7.9%)，新业务亏损收窄至17亿，补贴审慎、履约效率改善
AI数字化布局	C端千问AI购物助手(5月上线)+千问App 2.5亿用户；B端技能智能体；Qwen3.8-Max、千问办公，构建AI数据飞轮	升级搜索推荐/广告引擎+自研AI购物助手；物流大模型+自动驾驶配送(20+省)；JoyInside近200品牌；研发+37.7%	研发77亿(+22.5%)；LongCat 2.0万亿参数大模型；AI助手"小团"升级代理执行；商户侧CatPaw、骑手侧"团宝"
业态/渠道布局	88VIP会员6400万；盒马新兴市县下沉+淘宝闪购店仓协同；前置仓网络，"次日达+分钟达"双履约	JD MALL 30家店+CHANEL战略合作；七鲜店仓融合+骑手直营；Joybuy欧洲翻倍、京喜下沉用户+40%	小象超市68城+快乐猴40家线下门店，闪电仓+自营仓双仓体系；Keeta中国香港盈利、中东改善

资料来源：公司公告，亿邦动力，艾瑞咨询，晚点 LatePost，经济观察报，财经天下，QuestMobile，申万宏源研究

1.4 AI 与本地化重塑跨境电商，竞争步入新阶段

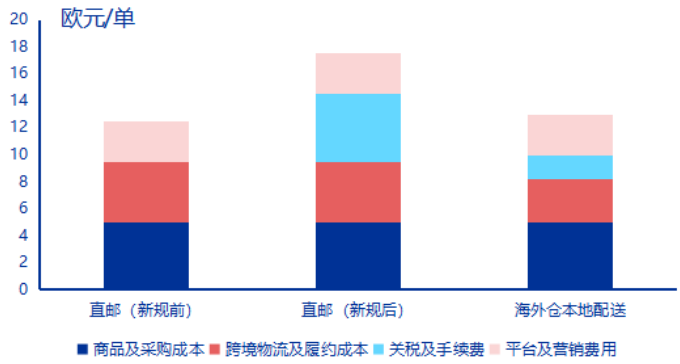
欧盟 7 月新规落地成为分水岭，直邮红利终结倒逼跨境履约本地化提速。据欧盟委员会，自 2026 年 7 月 1 日起欧盟取消 150 欧元以下小包关税豁免，过渡期内按每一税则类目征收 3 欧元固定关税，同一包裹含多类目商品需分别计费，2026 年 11 月起还将加收每票 2 欧元包裹处理费。以客单价 15 欧元、含两类商品的典型欧洲小包测算，新规前直邮单均成本约 12.5 欧元，新规后升至约 17.5 欧元、已超过售价；而通过海外仓本地配送，虽增加备货与仓储成本，但跨境干线成本下降、关税按正常税则分摊后单均成本约 13 欧元，本地化履约的成本优势被显著放大。

跨境平台格局加速多元化重构，竞争重心由低价流量转向供应链韧性与盈利质量。26Q2 财务侧的分化已经显现：拼多多交易服务收入 547 亿元、同比增长 13.3%，增速较 26Q1 的 19.9%明显回落，管理层指出全球化业务面临监管挑战、跨境订单履约效率降低且成本上升，公司选择以合规与供应链深耕换取长期确定性。Temu 自 8 月起批量关停广

仅供内部参考，请勿外传

州、东莞等地国内集货仓，欧洲本地供应商规模突破 7000 家、本土大贸发货占比目标提升至 80%。阿里国际电商收入 277 亿元、同比小幅下滑，但速卖通本季录得经营利润，主要由物流优化与成本效率提升带动，速卖通销售额中由本地商品供给贡献的占比同比持续显著提升 TikTok Shop 则依托内容电商范式，26H1 全球总交易额达到了 503 亿美元，同比增长了 92%，有望在今年突破 1000 亿美元。整体看，平台的竞争位势正从规模优先转向盈利质量与本地化深度的比拼。

图 19：欧盟新规下直邮模式单均成本抬升，海外仓本地履约优势凸显



资料来源：欧盟委员会，FedEx 联邦快递，申万宏源研究

图 20：跨境平台格局加速多元化重构



资料来源：公司公告，虎嗅，Momentum Works（风险投资和科技咨询机构），申万宏源研究

AI 赋能行业全链路，“智能出海”重构平台效率边界。AI 在跨境场景的落地已从概念走向规模化。据各公司公告，亚马逊推出新一代 AI 仓储机器人 Proteus 与智能仓储系统 STARK 提升履约效率；阿里国际站的 AccioWork 覆盖选品洞察、广告优化、客户接待、物流查税等七大场景；平台侧 AI 试衣间、智能商品展示等功能陆续上线。更长期看，Agent Commerce（智能体购物）将重构跨境交易链路，商品数据结构化、Agent 支付与跨境合规适配将成为新的竞争维度，率先完成商品数据资产化的平台与品牌有望获得超额流量分配。AI 技术的深度嵌入正成为行业效率竞争的分水岭，跨境电商市场正以 AI 与数据驱动全链路变革，实现外贸商家经营全链路智能化运营。

图 21：Agent Commerce 协议示意图

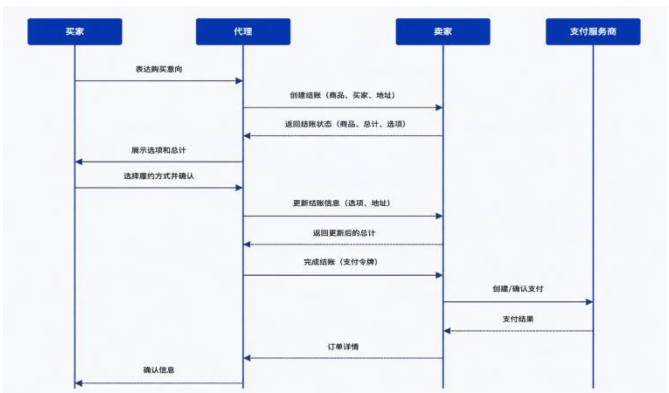


图 22：AI 正在覆盖跨境电商从选品到履约、合规的全链路



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Agentic Commerce Protocol 官网（智能体与商务系统标准化交互开放协议），申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

欧盟跨境电商监管趋严、低价值包裹税收与履约规则持续调整的背景下，头部平台正加速由“国内集货+跨境直邮”向“海外仓+本地配送+线下触点”转型。SHEIN 以波兰等欧洲大型海外仓承接本地履约，并加快线下零售渗透，Marketplace 占比提升推高履约费用率，但单均履约成本已明显下降；巴黎 BHV 永久门店以及 SHEGLAM 进入德国 DM 约 1500 家门店，进一步强化其 O2O 布局。京东 Joybuy 则发挥供应链与物流基础设施优势搭建自动化仓配网络，并将“送装一体”和“211 配送”等国内成熟履约能力向海外复制。速卖通当前更强调盈利修复，在 Choice 提效与 Brand+品牌化并行推进的同时，通过前置仓、自提点及“平台配”缩短本地履约时效，并依靠更具竞争力的物流价格提升商家吸引力。Temu 的调整更为激进，逐步关停国内集货仓，由全托管向半托管和本土大贸切换，通过扩大欧洲本地供应商、提高海运及本地发货占比消化新增税负。整体来看，欧盟新规正在倒逼跨境平台重构履约链路，海外仓、当地供应商、本地配送和线下渠道将成为下一阶段欧洲市场竞争的关键基础设施。

表 4：跨境电商平台应对欧盟新规的本地化与 O2O 布局

平台	欧盟新规下的履约应对与海外 O2O 布局
希音 SHEIN	以波兰等地大型海外仓承接欧洲本地履约，规避直邮固定关税；Marketplace 占比提升带动履约费用率升至 45.6%，但每单履约成本由 18.9 美元降至 17.7 美元。2025 年 11 月 SHEIN 在巴黎 BHV 百货开设首家永久性实体门店，旗下美妆品牌 SHEGLAM 入驻德国药妆连锁 DM 约 1500 家门店
京东 Joybuy	在德国、英国、荷兰和法国建立自动化仓储及配送网络，以本地仓配体系承接欧洲订单；据京东物流官方，已在欧洲、新加坡及马来西亚推行大件家电“送装一体”服务；据亿邦动力，Joybuy 在伦敦启动“211 配送”标准测试，即 11 点前下单当日达、23 点前下单次日 15 点前送达
速卖通 AliExpress	依托 Choice 提效与 Brand+品牌化双抓手优先修复盈利，26Q2 速卖通实现经营利润，本地商品供给贡献占比同比显著提升；结合欧洲、北美、拉美前置仓与线下自提点上线官方本地配送服务“平台配”，本地发货履约时效由 5 天缩短至 3 天，物流定价较市场均价低 10%-20%
Temu（拼多多）	自 8 月起批量关停广州、东莞等地国内集货仓，全托管加速向半托管与本土大贸切换；欧洲本地供应商超 7000 家，欧洲订单本土大贸发货占比目标 80%，海运成本约为空运的 1/5，用以覆盖新增税负；新拼姆首期注资 150 亿元、三年计划投入 1000 亿元聚焦品牌自营

资料来源：公司公告，欧盟委员会，亿邦动力，EchoTik（TikTok 电商数据分析平台），法新社，京东物流官方，申万宏源研究

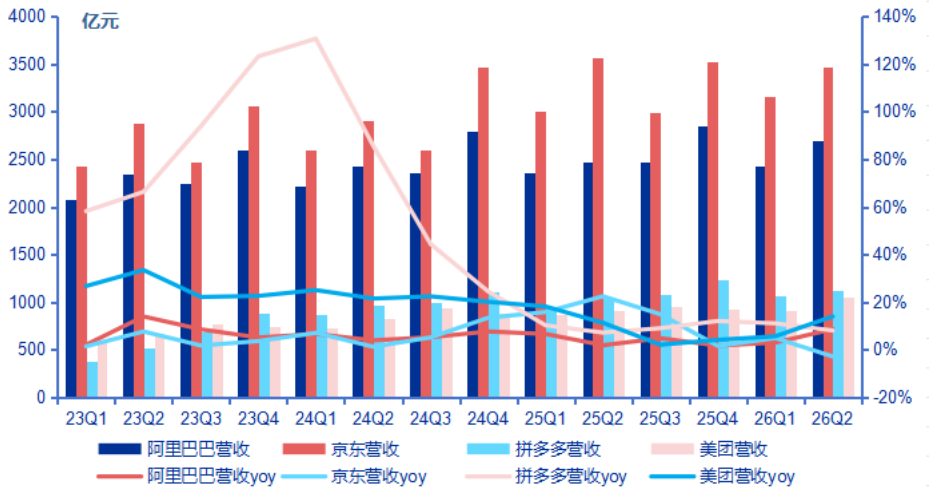
仅供内部参考，请勿外传

2.竞争回归理性，平台利润迎来拐点

2.1 收入端：主业增速分化，AI 云与即时零售成为增长主引擎

26Q2 美团、阿里营收超预期，京东受高基数拖累，拼多多增长稳健。据公司公告，26Q2 阿里/京东/拼多多/美团分别实现营收 2690/3464/1124/1046 亿元，营收同比增速为 8.6%/-2.9%/8.0%/13.9%。其中，美团受益于行业竞争趋于理性与二季度旺季效应，各项业务恢复稳健增长，营收显著超预期；阿里在即时零售与 AI 云双轮驱动下收入增速较 26Q1 的 2.9%明显提速，为近八个季度最快；拼多多交易服务收入维持双位数增长，营收增长基本符合预期；京东则受 2025 年二季度电子产品及家电品类高基数影响，商品收入同比下降 5.4%，带动整体营收上市以来首次同比转负，但服务收入同比增长 6.8%至 793 亿元，收入结构继续优化。

图 23：26Q2 平台营收增速走势分化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心主业增速走势分化，即时零售与到店酒旅成为本季最主要的增量来源。据公司公告，26Q2 阿里 CMR/京东零售/拼多多在线营销服务/拼多多交易服务/美团核心本地商业收入增速为-7.0%/-4.7%/+3.4%/+13.3%/+10.1%，较 26Q1 分别变动-8.2/-6.5/+0.9/-6.6/+10.0pct。带电品类高基数与新营销发展计划的视作收入冲减，是本季阿里与京东主业增速转负的主要技术性因素，而即时零售、到店酒旅与本地履约效率提升，则构成本季最主要的实际增量来源。

1）阿里：26Q2 客户管理收入同比下降 7%，主要由于新营销发展计划产生的视作收入冲减项影响，若剔除该影响则同口径同比增长 1%。收入增速放缓主因成交放缓，但即时零售带动淘宝 App 月活跃消费者提升，88VIP 会员数进一步增至约 6400 万，核心客群保持黏性。

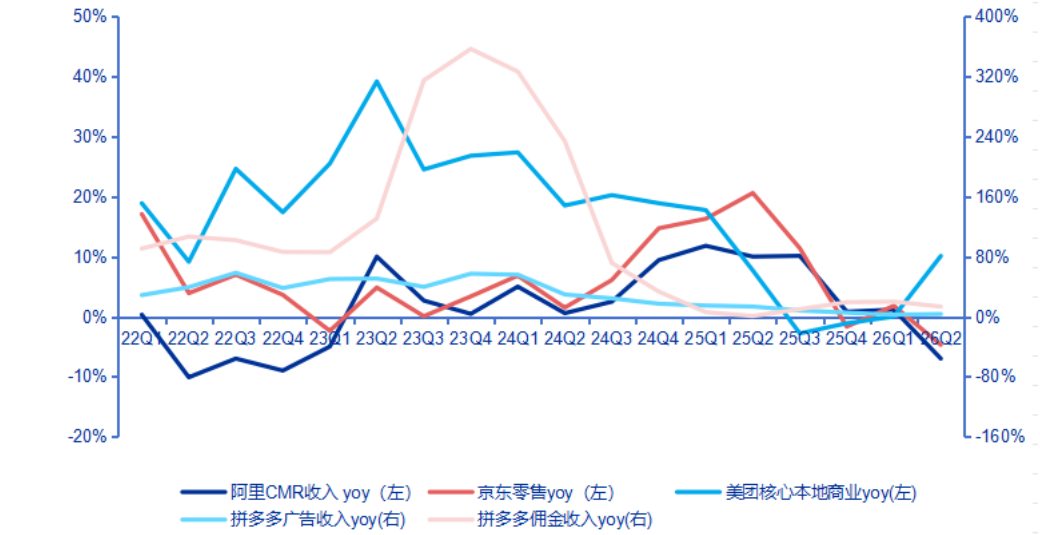
仅供内部参考，请勿外传

2）京东：26Q2 京东零售收入 2954 亿元、同比下降 4.7%，主要受 2025 年二季度带电品类的高基数拖累。管理层在业绩会上表示已看到 6 月以来业务动能企稳，预计三季度零售业务将重新实现营收正增长，供应链效率提升将进一步释放盈利能力环比改善。

3）拼多多：26Q2 交易服务收入 547 亿元、同比增长 13.3%，在线营销服务及其他收入 576 亿元、同比增长 3.5%，两大板块增速较 26Q1 均有回落。主因平台持续向商家让利，叠加欧盟新规下 Temu 跨境订单履约效率降低且成本上升。

4）美团：26Q2 核心本地商业收入 715.3 亿元、同比增长 10.1%，环比进一步提速。即时零售在订单结构、用户结构与运营效率上的优势持续巩固，到店、酒旅业务继续实现高质量增长。

图 24：26Q2 平台核心主业增速分化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

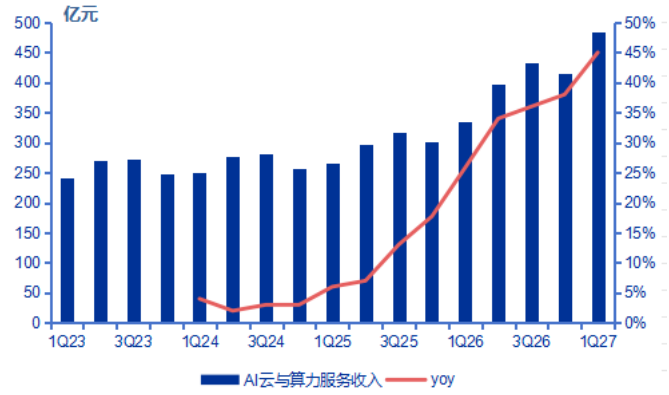
阿里完成分部重组，AI 云与算力服务收入增速加快至 45%，商业化回报进入兑现期。据公司公告，26Q2 阿里对部分业务进行战略整合，中国电商集团、国际数字商业集团与盒马整合组建阿里巴巴电商集团，云智能集团与平头哥整合组建 AI 云与算力服务，原归入“所有其他”分部的 AI 模型实验室、千问 2C 事业部及千问办公整合组建 AI 实验室与应用。新口径下，AI 云与算力服务收入 484.4 亿元，总收入及外部客户收入同比增速均加速至45%，其中AI相关产品收入达123.8亿元，已连续第十二个季度实现三位数同比增长。盈利端改善更为显著，该分部经调整 EBITA 为 56.3 亿元、同比大增 133%，经调整 EBITA 利润率由上年同期的 8.8%提升至 11.6%，高质量收益与经营杠杆共同推动利润率抬升。据 Omdia 的中国 AI 云市场份额报告，阿里云以 38.1%的份额位列中国 AI 云市场第一。

AI 基建投入进入加速期，阿里、腾讯、百度单季资本开支同步创下历史新高。据公司公告，26Q2 阿里资本性支出 676.8 亿元，较上年同期的 386.8 亿元增长 75%，同期腾讯资本开支约 528 亿元，百度资本开支约 114 亿元，单季资本开支均创历史新高。阿里资本开支的高增受多项因素驱动，包括采购周期波动、预期客户持续采用AI智能体带动的CPU算力增加，以及各类芯片组件价格上涨。芯片侧，平头哥已构建覆盖 GPU、CPU、存储与

仅供内部参考，请勿外传

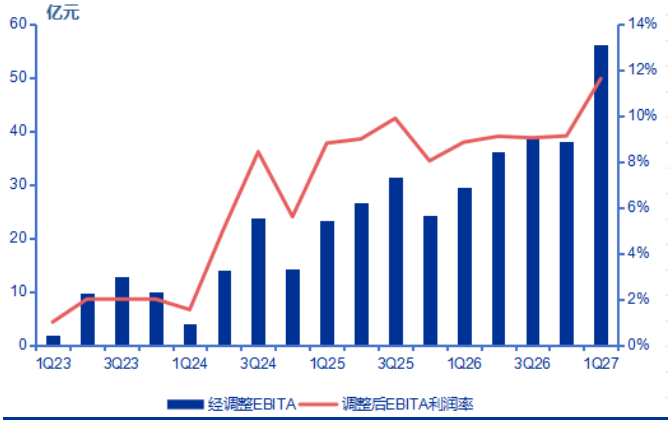
网络的自研芯片体系，最新一代 AI 处理器真武 M890 通过阿里云服务已在 20 多个行业的超过 650 家外部客户实现商业化应用，自研芯片、云平台与千问模型构筑完整一体化技术栈。我们认为，在 AI 云收入增速持续上行、分部利润率同步改善的背景下，当前的算力投入具备较为清晰的回报路径，后续折旧压力与收入放量之间的节奏匹配是观察重点。

图 25：FY27Q1 阿里 AI 云与算力服务收入同比增速加快至 45%



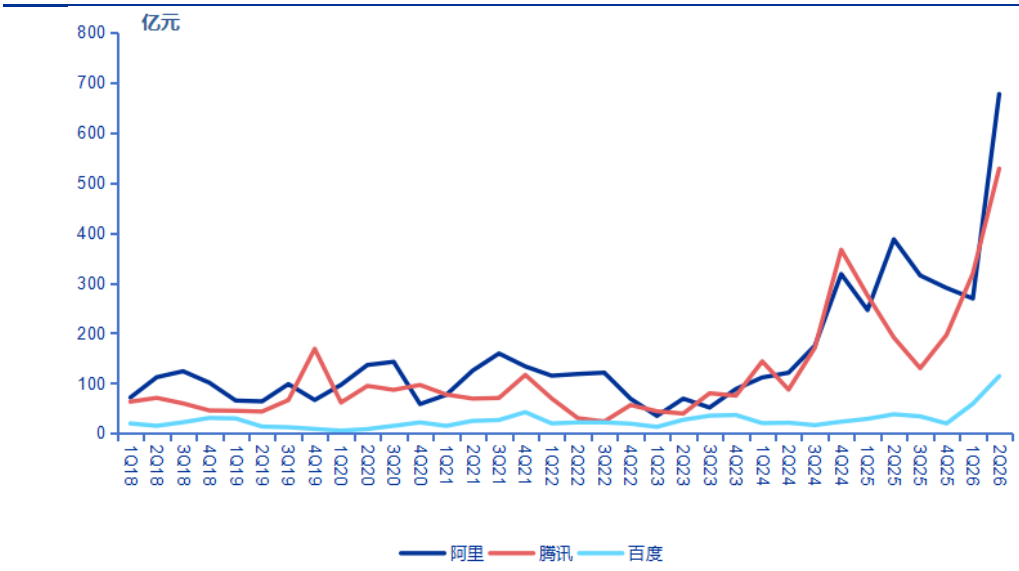
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：自 FY27Q1 起原云智能集团与平头哥整合为 AI 云与算力服务

图 26：FY27Q1 阿里 AI 云与算力服务经调整 EBITA 利润率升至 11.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：自 FY27Q1 起原云智能集团与平头哥整合为 AI 云与算力服务

图 27：阿里、腾讯、百度 26Q2 资本开支均创历史新高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

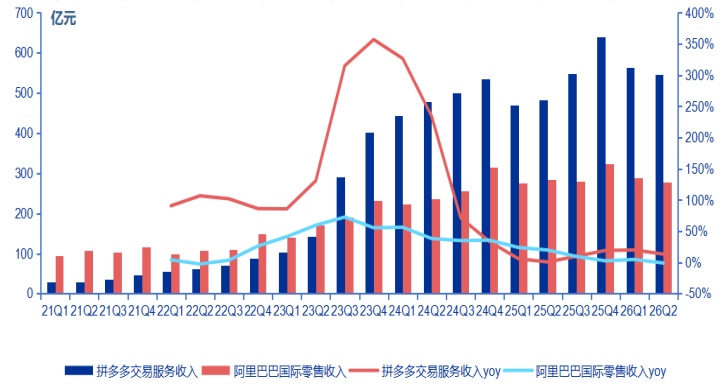
海外业务增长动能切换，从规模扩张转向合规经营与履约效率的多维升级。据公司公告，26Q2 拼多多交易服务收入 547 亿元、同比增长 13.3%，阿里国际电商收入 277 亿元、同比小幅下滑 1%，两家海外主力业务增速均较 26Q1 回落。拼多多方面，Temu 在欧美主要市场面临关税与合规成本的双重上行，管理层表示公司将集中资源解决合规问题并推进供应链深耕。阿里方面，速卖通本季录得经营利润，主要由物流优化和成本效率提升带动，本地商品供给在销售额中的占比同比持续显著提升，国际业务在收入增速放缓的

仅供内部参考，请勿外传

同时实现了盈利质量的实质性改善。整体看，跨境平台的增长逻辑已完成从低价流量扩张向供应链、履约与盈利质量多维升级的切换。

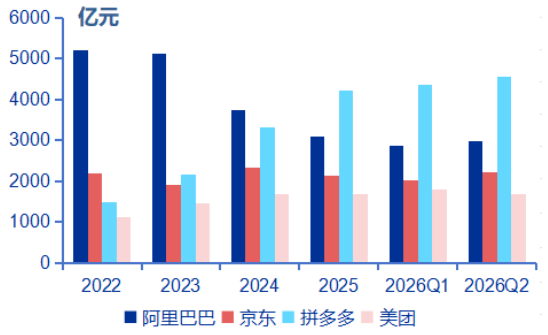
现金储备方面，26Q2 四家平台流动性进一步分化。按“现金及现金等价物+短期投资/理财”统一口径，拼多多现金储备达 4,564 亿元，继续显著领先，环比增长 4.7%，在跨境业务加大合规、供应链及履约体系投入的同时，净经营现金流仍达 257 亿元，较强盈利能力持续支撑现金积累。阿里现金储备 2,976 亿元、环比增长 3.7%，核心电商保持盈利韧性，但即时零售及 AI、云基础设施仍处于重点投入期。京东现金储备 2,217 亿元、环比增长 9.7%，增幅最高，核心零售经营稳健叠加外卖业务投入同比明显收窄，推动经营现金流改善。美团现金储备 1,683 亿元、环比下降 6.7%，尽管核心本地商业恢复盈利、新业务亏损收窄，但公司仍持续投入即时零售、国际化、AI 研发及骑手生态建设。

图 28：26Q2 拼多多交易服务收入维持双位数增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：阿里自 26Q2 起数据为阿里巴巴电商集团项下国际电商业务口径

图 29：26Q2 平台现金储备继续分化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

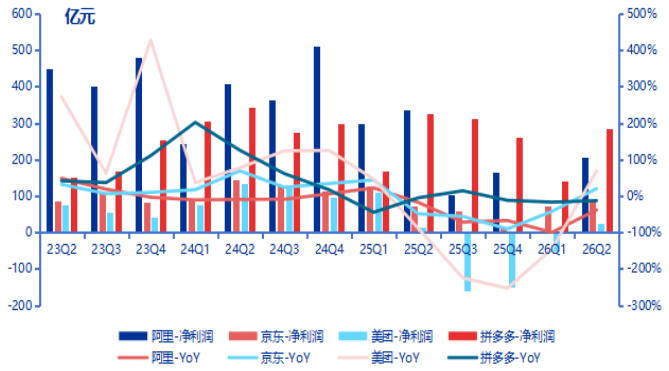
2.2 利润端：核心业务盈利修复，新业务亏损持续收窄

26Q2 平台利润拐点得到确认，各平台盈利均出现显著修复。据公司公告，26Q2 阿里/京东/拼多多/美团净利润分别为 207.2/89.0/285.0/25.2 亿元，同比分别变动-38.2%/+20.3%/-12.9%/+69.1%，对应净利润率分别为 7.7%/2.6%/25.4%/2.4%。具体来看，京东利润大幅改善主要得益于核心零售业务稳健的盈利表现以及外卖业务的持续减亏；美团受益于行业竞争趋于理性，为本季修复幅度最大的平台；拼多多利润下滑主因平台生态持续加码投入，叠加当季其他收入计提非经营损失以及所得税费用增长；阿里则受 AI 与科技投入大幅增加影响利润维持低位，但即时零售显著减亏与云业务盈利能力超预期提升仍推动公司整体利润率改善。

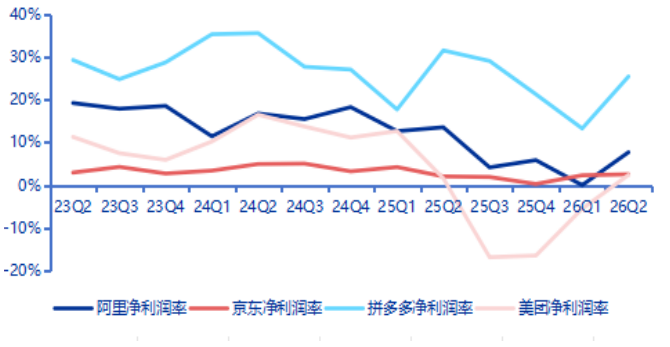
图 30：电商平台 26Q2 净利润显著改善

图 31：26Q2 平台盈利能力修复

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：公司公告，申万宏源研究；美股公司净利润为 Non-GAAP 口径



资料来源：公司公告，申万宏源研究；美股公司净利润为 Non-GAAP 口径

26Q2 核心业务盈利水平继续修复。据公司公告，26Q2 阿里巴巴电商集团经调整 EBITA/京东零售经营利润/美团核心本地商业经营利润/拼多多经营利润分别为 397.5/134.8/56.7/277.6 亿元，对应利润率分别为 19.3%/4.6%/7.9%/24.7%。整体看，补贴退坡与效率优先的经营导向共同推动核心业务盈利修复，而各平台在 AI 与新业务上的投入强度差异，则决定了集团层面利润表现的分化。

1）阿里：电商整体利润稳健，多业态协同下盈利质量继续改善。本季度阿里巴巴电商集团经调整 EBITA 达 397.5 亿元，对应利润率 19.3%，核心电商业务在即时零售投入加大的背景下仍保持较强盈利韧性。公司继续围绕“AI+大消费”战略推进业务协同，淘宝闪购等即时零售业务持续扩大用户与订单规模，并与淘宝天猫主站形成流量、供给及履约协同，核心用户粘性进一步增强。集团层面受 AI 及科技投入、商誉减值及罚款相关准备金影响，短期利润仍有压力，但电商核心业务盈利基础稳固，伴随即时零售经营效率改善及云业务高增长，后续盈利质量有望逐步修复。

2）京东：主业根基稳固，新业务减亏兑现。本季度京东零售经营利润达 134.8 亿元，对应经营利润率 4.6%，核心零售业务继续保持稳定盈利能力。公司持续优化外卖等新业务投放策略，随着行业竞争趋于理性及运营效率提升，新业务亏损延续收窄趋势，前期投入逐步进入效率验证阶段。同时，京东依托供应链及自建物流优势深化即时零售、本地生活及欧洲 Joybuy 等业务布局，在保持核心零售基本盘稳健的同时拓展新增量。整体看，主业利润韧性与新业务减亏形成共振，集团盈利拐点进一步得到验证。

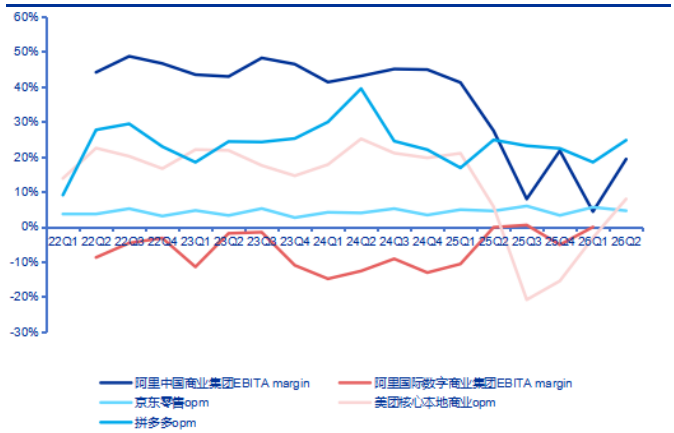
3）拼多多：核心业务盈利稳固，长线投入拉低集团利润增速。26Q2 拼多多经营利润同比增长 7.6%至 277.6 亿元，经营利润率维持在 24.7%的高位，核心业务并未因生态投入而显著恶化。公司持续推进商家扶持、供应链升级以及海外 Temu 与自营品牌“新拼姆”布局，资金主要流向 AI 技术与供应链基建领域；“新拼姆”首期注资 150 亿元，未来三年计划总投入 1000 亿元，持续夯实供应链根基。

4）美团：竞争回归理性，核心本地商业经营利润率转正。受行业竞争趋于理性影响，26Q2 美团核心本地商业经营利润由 26Q1 的亏损 20.3 亿元回升至盈利 56.7 亿元、经营利润率回正至 7.9%，经营拐点再度验证。平台主动优化补贴投放结构与供给结构，即时零售单位经济模型持续改善，到店、酒旅业务延续高质量增长。新业务同样继续减亏，本

仅供内部参考，请勿外传

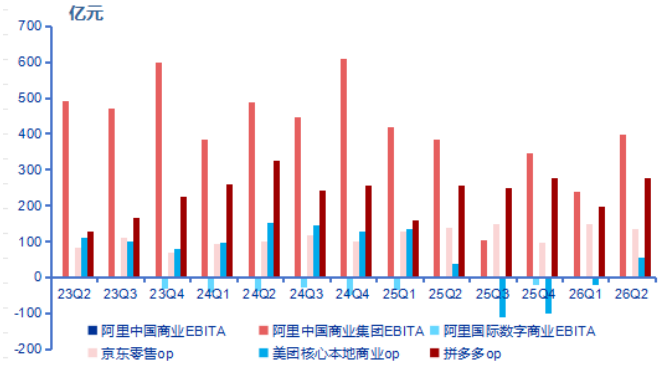
季度经营亏损 17.4 亿元，较上季度的 21.2 亿元进一步收窄，小象超市在营城市数拓展至 68 个、快乐猴全国线下门店数达 40 家，Keeta 在中国香港、沙特等成熟市场运营效率显著提升。

图 32：电商平台 26Q2 核心业务盈利水平继续修复



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：阿里自 26Q2 起仅披露阿里巴巴电商集团口径，26Q2 阿里中国商业集团采用阿里巴巴电商集团的数据

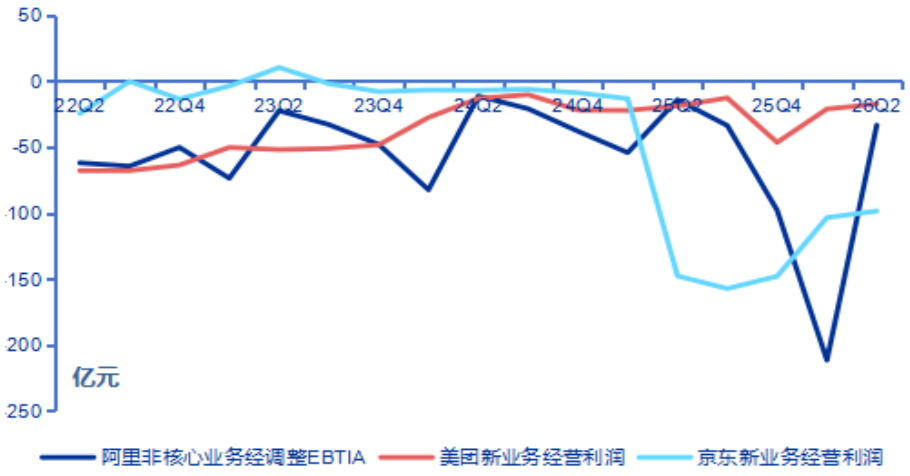
图 33：26Q2 核心业务条线盈利改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：阿里自 26Q2 起仅披露阿里巴巴电商集团口径，26Q2 阿里中国商业集团采用阿里巴巴电商集团的数据

新业务与非核心业务亏损同步收窄，前期高强度投放的负面影响正在系统性出清。据公司公告，**1）京东：**26Q2 新业务经营亏损 98.5 亿元，较上年同期的 147.8 亿元与 26Q1 的 103.5 亿元连续收窄，管理层表示外卖总投入实现同比减亏超 50%的显著改善。**2）美团：**新业务经营亏损 17.4 亿元，环比 26Q1 的 21.2 亿元继续收窄，小象超市在营城市数拓展至 68 个、快乐猴全国线下门店数达 40 家，Keeta 在成熟市场运营效率显著提升。**3）阿里：**26Q2 非核心业务经调整 EBITA 亏损约 33.43 亿元，由于口径变化，按照以往口径测算，26Q2 约亏损 180.5 亿元，较 26Q1 的 211.6 亿元有所收窄，其中新设立的 AI 实验室与应用分部从以往的非核心业务拆分出来，在 26Q2 单独披露为-139 亿元，仍处于大额投入阶段，是拖累整体盈利的主要因素，但该分部对应的是千问 App 与千问办公等长期战略资产，契合当前公司的核心战略导向。

图 34：26Q2 阿里非核心业务及京东、美团新业务亏损继续收窄

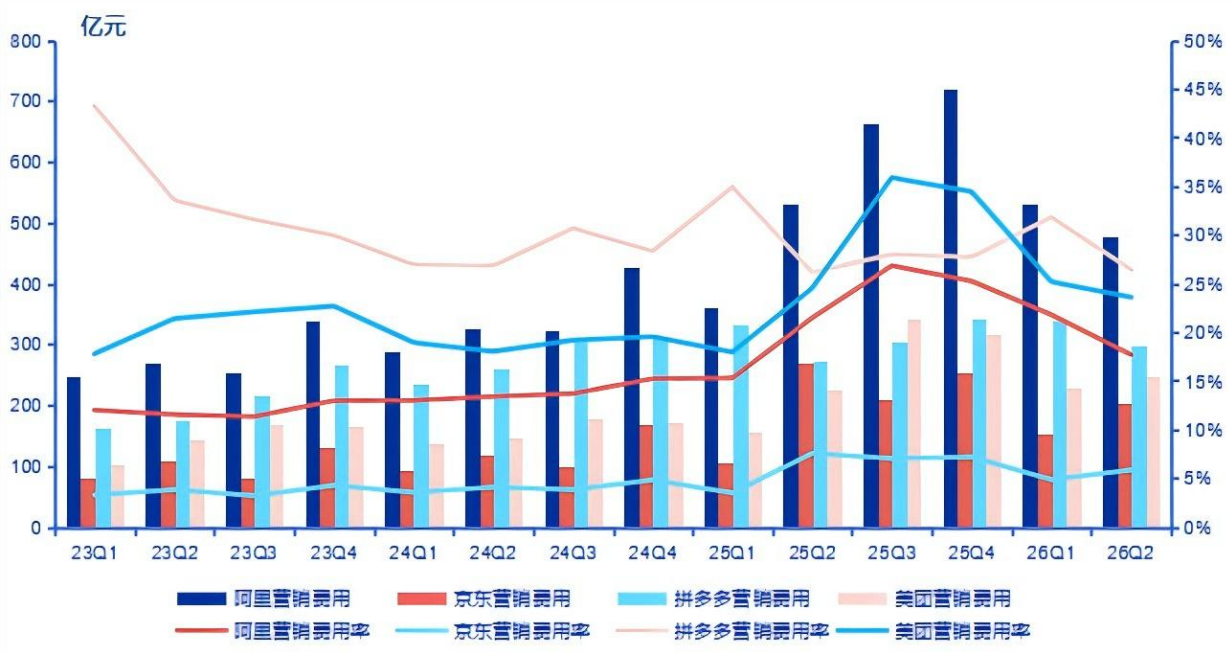


资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：阿里非核心业务口径有调整

仅供内部参考，请勿外传

营销投放力度明显回落，补贴退坡与研发加码构成本季费用结构的两条主线。据公司公告，26Q2 阿里/京东/拼多多/美团销售及营销费用分别为 476/203/297/247 亿元，费用率分别为 17.7%/5.9%/26.4%/23.6%，同比分别变动-3.8/-1.7/+0.3/-0.9pct。阿里销售和市场费用同比下降，主要由于新营销发展计划将先前记录为销售和市场费用的相关补贴改为视作收入冲减项，以及对淘宝闪购更高效的投入；京东营销开支同比下降 24.8%，主要由于对新业务推广活动的支出进行了优化。

图 35：26Q2 阿里、京东营销费用率同比明显回落



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.投资分析意见

26Q2 平台竞争由高强度投入逐步回归理性，核心业务盈利修复与新业务减亏共同确认行业利润拐点。往后看，随着补贴投放趋于克制、即时零售单位经济模型持续改善，以及跨境业务由规模扩张转向本地化与盈利质量提升，头部平台核心业务利润弹性有望进一步释放。与此同时，AI 基础设施投入持续加码，阿里 AI 云收入与利润率同步上行，AI 大模型正加速向电商搜索、营销、客服、供应链及智能体购物等场景渗透，AI 与核心商业业务的协同有望打开新的增长空间。推荐：阿里巴巴、美团、拼多多、京东。

风险提示：

居民消费不及预期：26 年 3 月以来海外地缘政治风险攀升，Q2 季度整体增速处于低位，我国居民消费意愿存在下降风险。

行业竞争加剧：随着电商行业整体 GMV 增速放缓，市场逐渐转向存量竞争，平台面临更加激烈的行业竞争，面对竞争企业的货币化率和利润可能会存在下滑风险。

仅供内部参考，请勿外传

新业务发展不及预期：电商核心主业竞争格局趋稳，各大平台先后开始发力新业务以实现二次增长，但新业务的商业模式尚未充分验证，可能会出现发展不及预期的风险。

补贴投入力度超预期：阿里巴巴、美团和京东于 25 年大规模投入即时零售竞争，短期的大规模投入已明显拖累了利润表现，若未来平台根据自身战略需要使得补贴投入超预期，可能面临利润修复缓慢、盈利预测进一步下调的风险。

表 5：重点公司估值表

代码	公司	投资评级	股价/当地货币	EPS/元				PE			
			2026/9/9	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
BABA.N	阿里巴巴	买入	109.40	26.82	44.54	60.80	78.78	27	16	12	9
JD.O	京东	买入	27.00	18.03	22.55	31.39	37.55	10	8	6	5
PDD.O	拼多多	买入	78.61	72.17	63.53	77.25	91.02	7	8	7	6
03690.HK	美团	买入	77.80	-3.11	1.08	5.17	7.33	-	62	13	9

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：均采用申万预测；阿里巴巴采用的为对应财年数据，即 25A 对应 FY26；2026 年 9 月 9 日美元兑人民币汇率为 6.71，港币兑人民币汇率为 0.86；美股公司收盘价日期为 9 月 9 日，港股公司收盘价日期为 9 月 9 日

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。