下载日志已记录，仅供内部参考

互联网交易平台 2026Q3 前瞻

Q3 电商增势稳健格局有望改善，外卖大战竞争趋缓

电商板块，Q3 大盘增速保持稳健，直播电商增速趋缓，阿里、京东等货架电商平台表现环比改善，看好电商行业渗透率稳健提升及竞争格局改善；本地生活板块，Q3 外卖大战竞争强度减弱，行业整体亏损环比有望改善，到店市场竞争态势相对平稳，看好美团核心业务壁垒与成长性；OTA 板块，燃油成本上升短期影响出行需求，Q3 出行需求环比略有改善但仍受高油价压制，携程反垄断调整不影响长期护城河，看好其国内竞争优势稳固及国际业务增长潜力；网约车板块，行业保持增长韧性，节假日出行需求稳健增长，滴滴国内增长及盈利保持稳健，看好其国际业务远期增长及盈利空间。

- **电商：Q3 竞争格局改善，货架电商平台增速环比改善。**Q3 社零大盘增速环比改善，电商市场增速保持稳健，直播电商增速放缓，行业竞争趋缓利好货架电商增长。1）阿里巴巴：FY27Q2 预计电商 CMR 及利润增速环比改善，外卖环比继续减亏，云收入加速增长，利润率继续提升，长期看好电商盈利稳健及云与 AI 增长潜力及盈利改善空间。2）京东：26Q3 预计零售收入增速环比改善，OPM 同比大致维持稳定，整体符合预期；外卖环比继续减亏，看好京东自营壁垒下的稳健增长和利润提升空间。3）拼多多：26Q3 预计主站广告收入保持稳健增长，关注欧美关税政策对 TEMU 影响。推荐阿里巴巴、京东、拼多多、唯品会。

- **本地生活：外卖大战竞争趋缓，到店竞争态势平稳，看好美团核心业务壁垒与成长性。**Q3 外卖行业竞争强度下降，行业总体延续降补减亏趋势；美团 Q3 外卖预计更关注份额表现并实现单均微利，未来市占及盈利均有望逐步回暖。Q3 到店增速及 OPM 预计环比略降，长期看到店行业线上化空间大，美团抖音错位竞争，和抖音主站竞争态势保持平稳，抖省省 APP 预计对美团影响可控。看好美团核心业务长期壁垒与成长性，持续推荐。

- **OTA：Q3 出行需求环比略有改善但仍受高油价压制，反垄断不改携程长期护城河。**燃油成本上升短期影响出行需求，长期休闲需求景气度有望延续上行。携程 Q3 增速预计受极端天气影响，长期看携程稳定流量心智、中高星酒店库存及酒店定价权竞争优势突出，反垄断规则调整不影响长期护城河，建议短期关注燃油成本上涨对出行需求影响的持续情况，中期聚焦国内游及出境游市场稳健增长带动利润释放，长期看海外市场空间广阔，看好国际业务驱动公司业绩长期增长。

- **网约车：行业保持增长韧性，滴滴国内出行市场份额及盈利能力稳健。**国内网约车行业保持增长韧性，节假日出行需求稳健增长。滴滴 Q3 预计国内出行保持平稳增长，利润率旺季有所波动，全年保持 4.2%margin 目标；巴西外卖业务逐步环比减亏，出行及金融业务持续盈利，长期看好滴滴国内稳固竞争壁垒及国际业务增长潜力。

- **风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧。**

推荐（维持）

消费品/商业

行业规模

		占比%
股票家数（只）	132	2.5
总市值（十亿元）	1132.5	1.0
流通市值（十亿元）	1051.4	1.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.9	-4.9	8.1
相关表现	-1.8	-9.9	-16.3

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《商贸社服行业周报—阿里发布 Qwen3.8-Omni-Flash，京东七鲜大厨正式发布》2026-09-21

2、《8 月社零同比增长 0.4%，电商保持快于大盘增长—社零数据点评》2026-09-16

3、《商贸社服行业周报—阿里发布 QoderWake 1.0，携程收购 e-hoi 股权》2026-09-14

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
潘威全 S1090524070002
panweiquan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn
胡馨媛 S1090525060001
huxinyuan@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 电商:竞争格局改善,货架电商平台增速环比改善 4
1、行业：Q3 社零电商增速保持稳健，直播电商增速趋缓竞争格局改善 4
2、阿里巴巴：电商盈利稳健，云业务加速增长利润率改善 5
3、京东：零售增速环比向好，利润率高位保持稳健 5
4、拼多多：主站增势稳健,关注欧美关税政策对 TEMU 影响 6
二、本地生活：外卖大战竞争趋缓，到店竞争态势平稳，看好美团核心业务壁垒与成长性 7
1、外卖：行业竞争改善，行业整体亏损环比有望改善 7
2、到店：美团抖音保持错位竞争，抖省省影响可控 7
3、美团：外卖保持盈利，到店旺季加大投入，长期看好核心业务壁垒与成长性 8
三、OTA：燃油成本上升压制短期出行需求，反垄断不改携程长期护城河 9
1、行业：燃油成本上升短期影响出行需求，长期休闲需求景气度有望延续上行 9
2、携程：反垄断调整不影响长期护城河,看好国际业务增长 10
四、网约车:行业保持增长韧性,滴滴国内出行市场份额及盈利能力稳健 11
1、行业：行业保持增长韧性，节假日出行需求稳健增长 11
2、滴滴：国内增长及盈利保持稳健，看好国际业务远期增长及盈利空间 11
五、投资建议:推荐质地好估值低的消费互联网龙头 12

图表目录

图 1 ：社零及电商当月同比增速 4
图 2 ：网上零售额吃/穿/用类累计同比增速 4
图 3：电商平台季度同比增速 4
图 4 ：美团阿里京东外卖单均 UE（元/单） 7
图 5 ：美团阿里京东外卖日均单量（万单） 7
图 6 ：抖省省、大众点评 DAU 及 MAU 对比（万人） 8
图 7 ：抖省省用户与美团及大众点评的重合度（%） 8
图 8 ：中国航空煤油出厂价变化趋势 10
图 9 ：国内旅游人次及增速 10
图 10 ：网约车月度订单量及同比增速 11
图 11 ：滴滴在网约车行业市场份额 11

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：阿里巴巴盈利预测 5
表 2：京东盈利预测 6
表 3：拼多多盈利预测 6
表 4：美团盈利预测 8
表 5：携程盈利预测 10
表 6 滴滴出行盈利预测 12
表 7：重点互联网公司盈利预测表 12

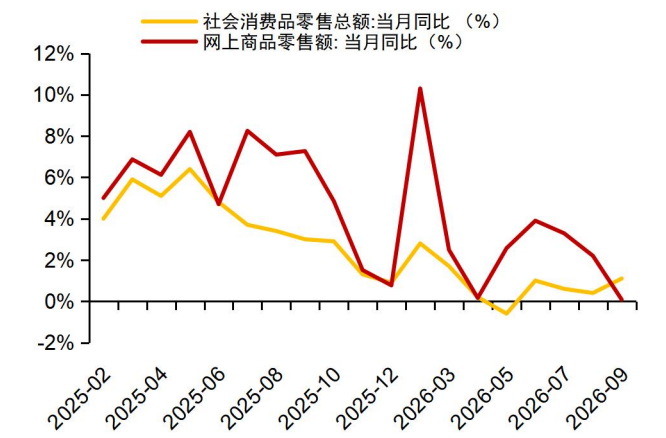
下载日志已记录，仅供内部参考

一、电商:竞争格局改善,货架电商平台增速环比改善

1、行业：Q3 社零电商增速保持稳健，直播电商增速趋缓竞争格局改善

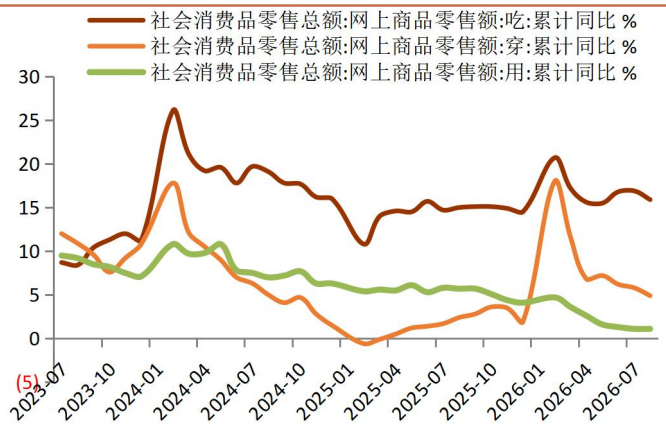
Q3 社零大盘增速环比改善，电商增速整体保持稳健。Q3 社会消费品零售总额同比+0.7%，相比 Q2 增速 0.2%有所改善；网上商品零售 Q3 同比+1.8%，9 月受双十一大促虹吸效应及中秋国庆假期线上购物减少等因素影响增速有所放缓，Q3 相较 Q2 增速 2.3%略有放缓整体保持平稳，其中吃类、穿类、用类商品增速也保持相对稳健，1-9 月分别同比+15.8%、3.4%、0.8%。

图 1：社零及电商当月同比增速



料来源：国家统计局，招商证券

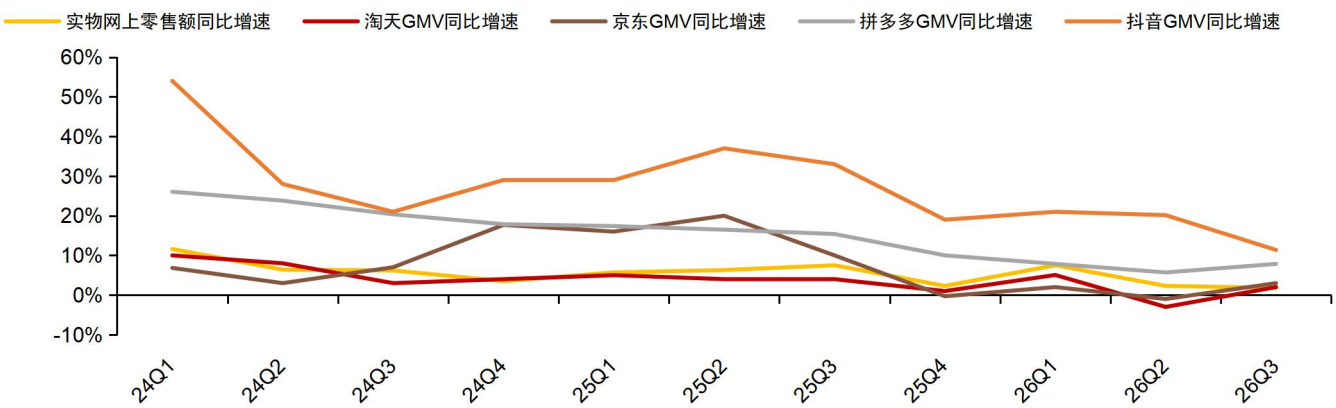
图 2：网上零售额吃/穿/用类累计同比增速



料来源：国家统计局，招商证券

直播电商增速放缓，行业竞争趋缓利好货架电商增长。Q3 以来直播电商平台增速有所放缓，基于当前行业增长环境整体平台补贴边际效应明显下降，因此控制电商业务资源投入与补贴，更多投向 AI 大模型等业务，从过往追求 GMV 规模扩张转向 GMV 质量提升和利润改善。行业竞争整体趋缓，利好货架电商竞争格局改善。

图 3：电商平台季度同比增速



资料来源：公司公告、国家统计局、招商证券测算

下载日志已记录，仅供内部参考

2、阿里巴巴：电商盈利稳健，云业务加速增长利润率改善

FY27Q2 预计电商 CMR 及利润增速环比改善，外卖环比继续减亏。阿里电商九月季度表现环比改善，我们预计 FY2027Q2 阿里 CMR 同比中个位数负增长，不考虑商家新营销发展计划补贴冲减收入影响口径下预计同比增长 1%；利润端预计国内电商 EBITA 同比持平。外卖即时零售业务预计 FY2027Q2 亏损收窄至 90 亿+，环比继续减亏。看好未来电商盈利能力稳健及外卖业务持续减亏增效。

FY27Q2 预计云收入加速增长，利润率继续提升，看好云与 AI 增长潜力及盈利改善空间。阿里云保持高速发展，九月季度模型侧 Qwen 更新至 Qwen 3.8 系列，发布 2 个月相较 Qwen3.7 token 消耗量增长 12 倍，算力侧平头哥推出 AI 芯片真武 V900，性能达到 M890 的 3 倍，将在 27Q1 正式量产售卖，预计未来几年平头哥的年出货量将大幅提升。我们预计 FY2027Q2 云智能集团收入同比增速约为 53%，云业务经调整 EBITA margin 预计提升至 12%+，同时预计明年云业务收入有望保持 50%以上高速增长，看好阿里云与 AI 业务收入增长潜力及盈利改善空间。

表 1：阿里巴巴盈利预测

（百万元）	FY27Q1	FY27Q2E	FY27Q3E	FY27Q4E	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
集团收入	268,953	279,325	311,638	270,072	1,023,670	1,129,987	1,288,753	1,490,584
YoY	8.6%	12.7%	9.4%	11.0%	2.7%	10.4%	14.1%	15.7%
客户管理收入	82,547	75,241	98,023	71,239	343,814	327,050	330,202	331,775
YoY	-7.5%	-4.7%	-4.5%	-2.4%	5.6%	-4.9%	1.0%	0.5%
AI 云与算力服务收入	48,437	60,931	67,090	64,937	158,152	241,394	362,092	535,896
YoY	45%	53%	55%	56%	34%	53%	50%	48%
集团 EBITA（经调整）	27,329	32,944	47,145	33,489	76,416	140,907	183,042	238,807
YoY	-30%	263%	102%	556%	-56%	84%	30%	30%
阿里电商集团 EBITA	39,749	39,760	50,838	37,148		167,495	184,228	203,564
YoY	-0.6%	266.2%	53.8%	51.2%		54%	10%	10%
云业务 EBITA	5,628	7,434	9,057	9,091	13,730	31,210	54,314	85,743
YoY	133%	106%	132%	139%	30%	127%	74%	58%
云 EBITA margin	11.6%	12.2%	13.5%	14.0%	8.7%	12.9%	15.0%	16.0%
AI 实验室和应用 EBITA	-13,861	-10,500	-9,000	-9,000		-42,361	-40000	-35000
所有其他 EBITA	-3,343	-3,000	-3,000	-3,000	-33,635	-12,343	-13,000	-13,000
Non-gaap 归母净利润	20,583	37,944	34,481	9,885	64,359	102,893	133,661	174,381
YoY	-42%	263%	102%	556%	-59%	60%	30%	30%

资料来源：wind、招商证券测算

3、京东：零售增速环比向好，利润率高位保持稳健

26Q3 预计零售收入增速环比改善，OPM 同比大致维持稳定，整体符合预期。京东电商 Q3 表现环比改善，我们预计 2026Q3 收入同比+3%，恢复同比正增长，其中带电品类伴随国补高基数影响逐步减弱，增速环比改善，预计 Q3 同比低个位数下降，日百及 3P 收入增速也环比加速。利润端，预计 Q3 京东零售 OPM 同比大致保持稳定，符合预期，集团 nongaap 归母净利润受新业务继续减亏驱动预计同比将保持加速增长。长期看好京东电商自营壁垒下的稳健增长以及供应链强议价能力下的利润

下载日志已记录，仅供内部参考

提升空间。

26Q3 预计京东外卖环比继续减亏。我们预计 26Q3 新业务将环比继续减亏，亏损额小于 100 亿，其中外卖 Q3 预计减亏幅度好于预期，环比 Q2 继续减亏；京喜业务预计 Q3 也实现环比减亏，国际业务预计 Q3 亏损环比略有增长但量级可控，整体看好新业务亏损持续改善。

表 2：京东盈利预测

（百万元）	26Q1	26Q2	26Q3E	26Q4E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	315,694	346,401	310,393	382,817	1,309,085	1,362,203	1,468,537	1,563,072
YoY	4.9%	-2.9%	3.8%	8.7%	13.0%	4.1%	7.8%	6.4%
京东零售收入	268,588	295,383	258,895	326,971	1,126,399	1,149,837	1,207,329	1,243,549
YoY	1.8%	-4.7%	3.3%	8.3%	10.9%	2.1%	5.0%	3.0%
带电类产品收入	132,171	157,886	126,015	163,996	605,131	580,068	585,869	591,727
YoY	-8.4%	-11.8%	-2%	7%	7.1%	-4.1%	1%	1%
日百类产品收入	112,648	109,229	104,623	129,298	418,671	455,797	492,261	521,797
YoY	14.9%	5.6%	7%	8%	15%	9%	8%	6%
平台服务收入	26,517	30,860	28,257	33,678	107,131	119,311	131,694	140,439
YoY	18.8%	8.3%	10%	10%	18.9%	11.4%	10.4%	6.6%
经营利润	3807	4547	6534	3492	2774	18380	35342	45903
YoY	-64%	629%	722%	160%	-93%	563%	92%	30%
经营利润率	1.2%	1.3%	2.1%	0.9%	0.2%	1.3%	2.4%	2.9%
京东零售经营利润	14,960.0	13,478	15,274.8	10,626.6	51,402	54,339	57,107	58,944
YoY	16.5%	-3.3%	3.0%	8.6%	25.1%	5.7%	5.1%	3.2%
京东零售经营利润率	5.57%	4.56%	5.90%	3.25%	4.56%	4.73%	4.73%	4.74%
京东物流经营利润	1,020	2,263	1,818	2,446	5,269	7,547	9,262	11,856
YoY	603.4%	15.6%	41.8%	29.8%	-16.6%	43.2%	22.7%	28.0%
京东物流经营利润率	1.68%	3.53%	3.00%	3.50%	2.43%	2.96%	3.00%	3.20%
新业务经营利润	-10,352	-9,854	-9,627	-7,666	-46641	-37500	-22950	-16300
Non-GAAP 归母净利润	7,379	8,930	9,566	5,942	27,032	30,990	45,953	54,441
YoY	-42.2%	20.8%	65.0%	448.2%	-43.5%	14.6%	48.3%	18.5%

资料来源：wind、招商证券测算

4、拼多多：主站增势稳健,关注欧美关税政策对 TEMU 影响

26Q3 预计主站广告收入保持稳健增长，海外关注欧美关税政策对 TEMU 影响。拼多多 Q3 伴随行业增速环比改善、竞争有所趋缓，主站收入及利润有望保持稳健增长，看好公司供应链壁垒支撑下的长期高质量发展。海外业务品牌自营业务稳步推进，预计欧盟跨境包裹关税政策变动短期将对履约成本及效率带来一定影响，关注欧美关税政策对 TEMU 影响，长期看好 TEMU 全球市场稳步扩张增长潜力及盈利空间。

表 3：拼多多盈利预测

（百万元）	26Q1	26Q2	26Q3E	26Q4E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	106229	112358	117743	135475	431846	471805	519730	568809
YoY	11.03%	8.05%	8.74%	9.33%	9.7%	9.3%	10.2%	9.4%
广告收入	49936	57637	57004	64171	217783	228748	243675	257221
YoY	2.49%	3.47%	6.85%	6.93%	10.0%	5.0%	6.5%	5.6%

下载日志已记录，仅供内部参考

佣金收入	56293	54721	60739	71304	214063	243057	276055	311588
YoY	19.90%	13.34%	10.58%	11.58%	9%	14%	14%	13%
Non-GAAP 归母净利润	14071	28489	27237	29226	107301	99023	139077	159396
YoY	-16.82%	-12.90%	-13.21%	11.14%	-12.3%	-7.7%	40.4%	14.6%

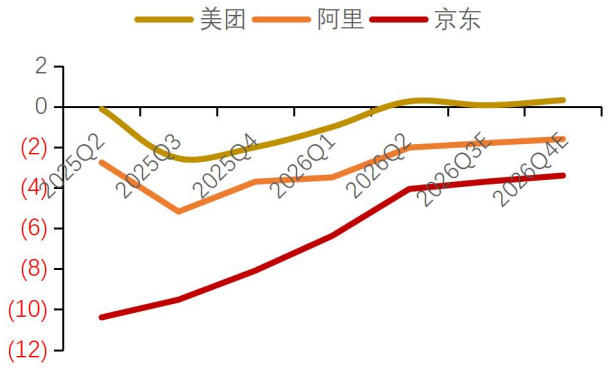
资料来源：wind、招商证券测算

二、本地生活：外卖大战竞争趋缓，到店竞争态势平稳，看好美团核心业务壁垒与成长性

1、外卖：行业竞争改善，行业整体亏损环比有望改善

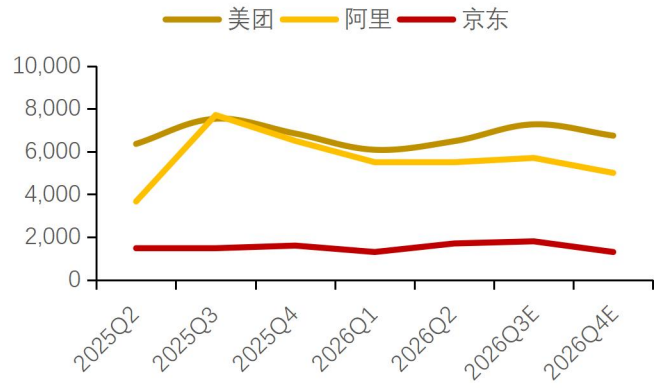
外卖行业竞争趋缓，行业总体环比逐步减亏。外卖行业竞争持续改善，补贴力度总体逐季收窄，Q3 旺季下各平台单量环比整体呈提升趋势，同时补贴力度逐步趋于理性，其中淘宝闪购、京东外卖单均亏损及整体亏损额环比实现改善；美团预计更关注份额表现，并在季节性配送成本提升影响下将继续保持微利。整体上行业逐步趋于理性竞争。

图 4：美团阿里京东外卖单均 UE（元/单）



料来源：公司公告，招商证券测算

图 5：美团阿里京东外卖日均单量（万单）



料来源：公司公告，招商证券测算

2、到店：美团抖音保持错位竞争，抖省省影响可控

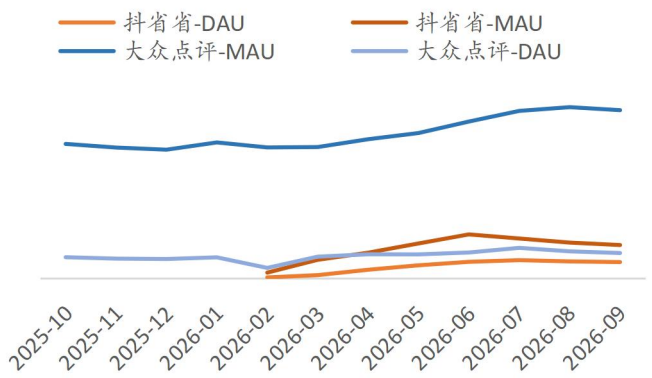
到店行业线上化空间大，美团抖音错位竞争，主站竞争态势保持平稳。本地生活市场大，渗透率低，当前本地生活线上渗透率仅 10%+，未来线上化进程中仍有很大增量。抖音和美团在模式上差异化，①商户价值错位：抖音定位头部 KA 及网红/新店大促引流品宣，美团定位中小商户长效经营主场。②用户价值错位：抖音主要满足用户随机性消费，美团凭借高质量评价体系及全面供给为用户提供较高找店决策价值，双方错位竞争，当前竞争态势整体保持平稳。

抖省省 APP 预计对美团影响可控。抖音于今年推出的本地生活货架型 APP，主打中小商家聚焦下沉市场。我们预计抖省省对美团影响可控：1）本地生活线上

下载日志已记录，仅供内部参考

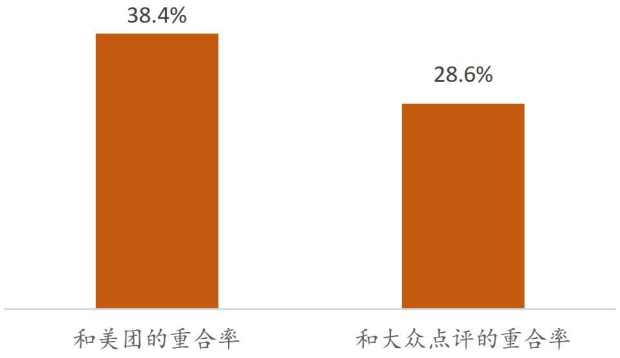
化率仍低增量明显；2）抖音对抖省省预计投入预算有限：7 月起，抖音对抖省省导流等支持动作收缩；据 QM，抖省省 7 月起日活及月活用户数开始逐月下降。3）美团 BD 体系仍有明显优势，下沉市场商户运营难度较高，除新签外，费用投放、套餐设置等均需要 BD 高频拜访，抖音依赖服务商体系，预计在 BD 能力上和美团仍有较大差距。4）双方品类预计仍有一定错位，抖音当前以低价高频产品为主，延续抖音娱乐推荐模式在低决策成本品类上的优势。5）双方用户上重叠度低：据 QM 数据，当前抖省省和美团用户重叠度约 40%，和大众点评重合度约 29%。综上，预计抖省省对美团影响可控。

图 6：抖省省、大众点评 DAU 及 MAU 对比（万人）



资料来源：Questmobile，招商证券

图 7：抖省省用户与美团及大众点评的重合度（%）



资料来源：Questmobile，招商证券，*注：重合率计算中，分子为抖省省&美团/大众点评重合用户，分母为抖省省用户数

3、美团：外卖保持盈利，到店旺季加大投入，长期看好核心业务壁垒与成长性

Q3 外卖预计保持微利，未来市占及盈利均有望逐步回暖。Q3 外卖大战竞争烈度延续改善趋势，但预计公司更关注份额表现，叠加外卖季节性影响单均配送成本提升，以及职业伤害保障险全国铺开也会带来单均几分钱的影响，因此预计 Q3 单均 UE 实现微利。闪购预计 Q3 单量增速环比有所放缓，亏损预计环比持平。当前行业竞争逐步回归理性，公司用户心智及运营效率领先，未来市占及盈利均有望逐步回暖。

Q3 到店增速及 OPM 预计环比略降，长期成长空间广。Q3 美团到店预计到店 GTV 及收入增速环比略降，因 Q2 部分投放节奏后延至 Q3 旺季，Q2 OPM 环比提升至约 30%，同时预计 Q3 OPM 环比回落至约 25%。长期看，到店业务整体线上化率仍低且与抖音为错位竞争，长期成长空间明显，规模增速及 OPM 均有望回升。

Q3 新业务亏损预计环比稳定，海外探索长期有望打开新增张空间。Q3 因小象开城及 Keeta 规模扩张，优选基数影响消除，新业务收入增速预计 30%+，亏损预计环比稳定。长期看海外业务有望打开新增长空间。

表 4：美团盈利预测

（亿元）	26Q1	26Q2	26Q3E	26Q4E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	910.3	1,046.5	1,141.7	1,069.0	3,649	4,168	4,704	5,268

下载日志已记录，仅供内部参考

YoY	5.19%	13.91%	19.97%	16.08%	8.1%	14.2%	12.9%	12.0%
核心本地商业收入	640.59	715.3	774.4	720.3	2616	2851	3098	3372
yoy	-0.4%	9.4%	15.4%	11.1%	4.9%	8.9%	8.7%	8.9%
餐饮外卖	380.82	449.66	472.77	440.46	1626	1744	1858	1993
yoy	-8.0%	8.0%	18.5%	11.0%	-2.3%	7.3%	6.5%	7.3%
到店、酒店及旅游	163.62	170.00	190.65	168.06	644	692	751	813
yoy	8.2%	7.8%	6.6%	7.4%	13.6%	7.5%	8.5%	8.2%
闪购	96.15	95.68	110.98	111.74	346	415	489	567
yoy	23.2%	20.0%	18.6%	17.5%	31.3%	19.7%	17.9%	16.0%
新业务及其他收入	269.76	331.12	367.34	348.78	1040	1317	1607	1896
yoy	21.3%	25.0%	31.0%	27.9%	19%	27%	22%	18%
经营利润	(65)	26.9	4.9	0.1	(250)	(33)	178	360
YoY	-161.2%	1088.9%	-102.5%	-100.1%	-168%	-87%	-640%	102%
经营利润率	-7.11%	2.57%	0.4%	0.01%	-6.9%	-0.8%	3.8%	6.8%
核心本地商业 OP	(20.30)	56.39	39.9	50.8	-70	127	343	485
yoy	-115.0%	51.5%	-128.2%	-150.5%	-113.3%	-281.1%	171.0%	41.3%
核心本地商业 OPM	-3.17%	7.88%	5.2%	7.05%	-2.7%	4.4%	11.1%	14.4%
新业务及其他	(21.2)	(17.4)	(17.0)	(22.0)	(101)	(78)	(75)	(35)
yoy	-7%	-8%	33%	-53%	38.6%	-23.1%	-3.3%	-53.3%
新业务 OPM	-7.8%	-5.3%	-4.6%	-6.3%	-9.7%	-5.9%	-4.7%	-1.8%
经调整净利润	(49.7)	25.2	17.2	24.9	(186)	17	213	374
YoY	-145.4%	69.0%	110.8%	116.5%	-143%	-109%	1124%	76%

资料来源：wind、招商证券测算

三、OTA：燃油成本上升压制短期出行需求，反垄断不改携程长期护城河

1、行业：燃油成本上升短期影响出行需求，长期休闲需求景气度有望延续上行

燃油成本上升短期影响出行需求，长期休闲需求景气度有望延续上行。受 26Q2 以来燃油价格上涨影响，部分航班取消和机票成本提升，短期影响出行需求，国内旅游人次增长有所放缓。Q3 以来随着国内航司调控机票价格采用“以价换量”策略&燃油成本短期小幅回落但仍处高位，根据国铁集团&中国民航局数据显示，26 年暑期期间（7.1-8.31），全国铁路累计发送旅客 9.54 亿人次/-0.6%，全国民航累计运送旅客 1.51 亿人次，日均 244.2 万人次/+2.9%，短期来看，Q3 出行意愿环比 Q2 略有改善但整体仍受到高油价压制。长期来看，国内体验型消费需求兴起，得益于休闲需求持续释放&国家持续出台春秋假等利好政策，长期看好国内旅游及出行趋势，量价均有望维持稳步增长未来；此外出境游方面，运力恢复与免签政策落地有望促出境游长期复苏。

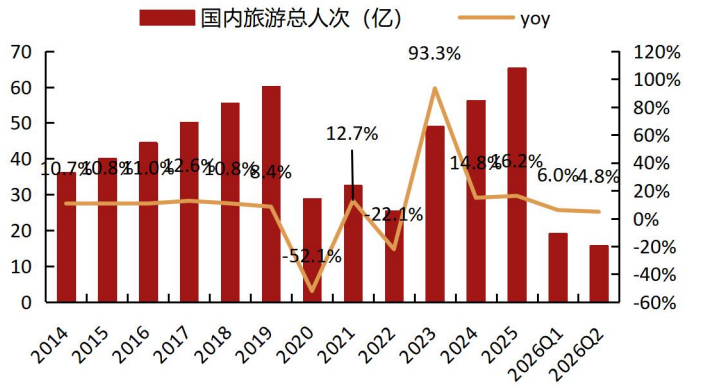
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：中国航空煤油出厂价变化趋势



料来源：隆众资讯，招商证券

图 9：国内旅游人次及增速



料来源：文化和旅游部，招商证券

2、携程：反垄断调整不影响长期护城河,看好国际业务增长

Q3 增速预计受极端天气影响，Nongaap EPS 利润剔除一次性影响因素预计将同比增长。三季度极端天气影响较大，预计整体收入同比增长 1%-6%，其中国内住宿 volume 预计基本持平或略有增长，收入预计同比下滑中个位数，出境酒店受极端天气影响较小，收入预计同比高个位数增长；交通收入预计同比下降 5%至持平；跟团游收入预计同比增长 7%-12%，国内与出境度假收入预计都将同比基本持平，海外打包游自去年初上线后仍处高增长阶段，预计同比增长高双位数至约 100%；商旅收入预计同比增长 2%-7%。利润端，预计 Q3 毛利率同比基本持平，Non-GAAP 营业利润率预计同比下降约 2pct，降幅较二季度约 3 个百分点有所收窄，主要受费用管控改善带动；剔除一次性投资收益等因素，Non-GAAP EPS 预计仍可实现同比增长。

反垄断规则调整不影响长期护城河，看好国际业务长期增长。长期来看，携程依旧具有相对稳定的流量心智、中高星酒店库存、酒店定价权，解决中高星单体酒店库存的能力出众，反垄断规则调整不影响长期护城河。建议短期关注燃油成本上涨对出行需求影响的持续情况，中期聚焦国内游及出境游市场稳健增长带动利润释放，长期来看海外市场空间广阔，看好国际业务驱动公司业绩长期增长。

表 5：携程盈利预测

（百万元）	26Q1	26Q2	26Q3E	26Q4E	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16208.0	15663.0	18588.9	16892.6	62409	67353	74833	84511
yoy	17.2%	5.5%	1.4%	9.7%	17%	8%	11%	13%
交通票务收入	6,050.0	5,350.0	6,384.0	5,593.1	22489.0	23377	25,387	28,326
yoy（%）	11.7%	-0.9%	1.2%	4.2%	10.8%	3.9%	8.6%	11.6%
住宿预订	6,510.0	6,576.0	8,390.5	6,712.0	26,100	28,188	32,496	37,877
yoy（%）	17.5%	5.6%	4.3%	6.8%	20.8%	8.0%	15.3%	16.6%
旅游度假	1,130.0	1,161.0	1,186.9	1,638.1	4,688	5,116	5,436	5,861
yoy（%）	19.3%	7.6%	10.0%	2.0%	8.1%	9.1%	6.3%	7.8%
商旅管理	690.0	771.0	793.8	848.4	2,829	3,103	3,568.7	4,104
yoy（%）	20.4%	11.4%	5.0%	5.0%	13.1%	9.7%	15.0%	15.0%
Non-GAAP 归母净利润	3905	4798	5732	3598	31849	18033	18619	20120

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy	-7%	-4%	-70%	3%	77%	-43%	3%	8%

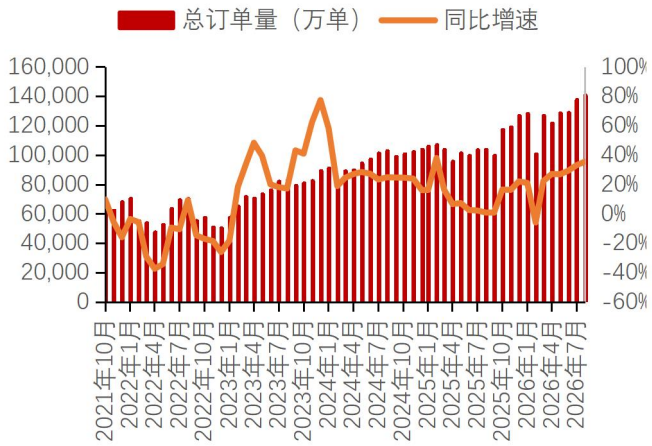
资料来源：wind、招商证券测算

四、网约车:行业保持增长韧性,滴滴国内出行市场份额及盈利能力稳健

1、行业：行业保持增长韧性，节假日出行需求稳健增长

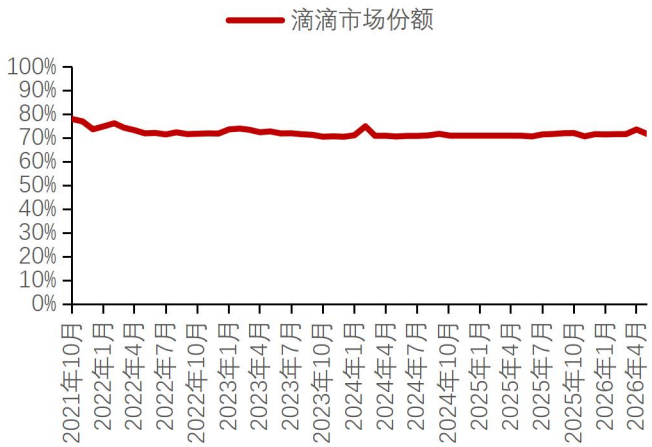
国内网约车行业保持增长韧性，节假日出行需求稳健增长。网约车行业保持稳健增长，市场格局维持稳定，滴滴行业维持稳定市场份额第一。节假日期间，据滴滴官方公众号，今年十一期间，国内滴滴打车订单数同比增长 7%，异地打车需求较平日增长 54%，整体保持需求稳健。

图 10：网约车月度订单量及同比增速



料来源：交通运输部，招商证券

图 11：滴滴在网约车行业市场份额



料来源：交通运输部，招商证券

2、滴滴：国内增长及盈利保持稳健，看好国际业务远期增长及盈利空间

预计 Q3 国内出行保持平稳增长，利润率旺季有所波动，全年保持 4.2%margin 目标。滴滴国内业务壁垒坚实，预计 Q3 GTV 及收入保持稳健增长，利润率同比稳步提升，环比受暑期旺季影响有所波动，全年预计仍保持 EBITA margin4.2%的目标，未来电车占比提升提高司机抽佣率、用户补贴精准发放降低补贴率等有望驱动滴滴盈利持续增长。

预计巴西外卖业务逐步环比减亏，出行及金融业务持续盈利，长期看好滴滴国际业务增长潜力。Q3 预计巴西外卖业务继续投入但环比逐步减亏，预计到 26 年年底巴西外卖季度 GTV 有望接近年化 80 亿美元，接近市场第二名合理规模，27 年预计将显著减亏；出行及金融业务保持盈利，长期看好滴滴国际业务增长及盈利提升潜力。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6 滴滴出行盈利预测

（百万元）	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	226701	242073	259744	278738
yoy	*9.6%*	*6.8%*	*7.3%*	*7.3%*
国内出行 GTV	333759	360,288	388,172	417,809
yoy（%）	*10.7%*	*7.9%*	*7.7%*	*7.6%*
国内出行 EBITA	12351	15,132	17,856	20,890
yoy（%）	*34.5%*	*22.5%*	*18.0%*	*17.0%*
国内出行 EBITA margin	3.7%	4.2%	4.6%	5.0%
国际业务 GTV	116998	151,484	187,803	230,733
yoy（%）	*28.2%*	*29.5%*	*24.0%*	*22.9%*
国际业务 EBITA	-6050	-11743	-7200	-400
其他业务收入	9839	10,036	10,236	10,441
yoy（%）	*-1.8%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
其他业务 EBITA	-376	-571	-571	-429
经调整净利润	7863	1241	7485	16729
yoy	*40%*	*-84%*	*503%*	*123%*

资料来源：wind、招商证券测算

五、投资建议:推荐质地好估值低的消费互联网龙头

推荐关注质地好、估值低的消费互联网龙头公司：1）电商板块，Q3 大盘增速保持稳健，直播电商增速趋缓，阿里、京东等货架电商平台表现环比改善，看好电商行业渗透率稳健提升及竞争格局改善；2）本地生活板块，Q3 外卖大战竞争强度减弱，行业整体亏损环比有望改善，到店市场竞争态势相对平稳，看好美团核心业务壁垒与成长性；3）OTA 板块，燃油成本上升短期影响出行需求，Q3 出行需求环比略有改善但仍受高油价压制，携程反垄断调整不影响长期护城河，看好其国内竞争优势稳固及国际业务增长潜力；4）网约车板块，行业保持增长韧性，节假日出行需求稳健增长，滴滴国内增长及盈利保持稳健，看好其国际业务远期增长及盈利空间。

表 7：重点互联网公司盈利预测表

代码	公司名称	市值（亿元）	收入（亿元）			Nongaap 归母净利润（亿元）			PE（Nongaap）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
9988.HK	阿里巴巴	18,547.8	11300	12888	14176	1029	1337	1744	18.03	13.88	10.64
			10.39%	*14.05%*	*10.00%*	*59.87%*	*29.90%*	*30.47%*			
PDD.O	拼多多	7,747.3	4718	5197	5688	990	1391	1594	7.83	5.57	4.86
			9.30%	*10.20%*	*9.40%*	*-7.70%*	*40.40%*	*14.60%*			
3690.HK	美团	4,004.4	4168	4704	5268	17	213	374	235.55	18.80	10.71
			14.20%	*12.90%*	*12.00%*	*-109.3%*	*1124%*	*75.60%*			
9618.HK	京东集团	2,561.4	13622	14685	15631	310	460	544	8.3	5.6	4.7
			4.06%	*7.81%*	*6.44%*	*14.64%*	*48.28%*	*18.47%*			
9961.HK	携程集团-S	1,931.7	674	748	845	180	186	201	10.71	10.37	9.60
			7.92%	*11.11%*	*12.93%*	*-43.38%*	*3.25%*	*8.06%*			
DIDIY.OO	滴滴出行	999.9	2421	2597	2787	12	75	167	83.32	13.33	5.99
			6.80%	*7.30%*	*7.30%*	*-84.20%*	*504.6%*	*122.7%*			
YMM.N	满帮集团	610.3	116	137	155	51	62	73	11.97	9.84	8.36
			-6.90%	*17.70%*	*13.30%*	*2.50%*	*21.14%*	*18.21%*			

下载日志已记录，仅供内部参考

VIPS.N	唯品会	411.0	1036	1046	1055	66	80	82	6.19	5.15	5.03
			-2.17%	0.98%	0.78%	-24.09%	20.26%	2.34%			
BZ.O	BOSS 直聘	524.3	94	106	117	41	47	54	12.79	11.15	9.71
			13.54%	12.45%	11.22%	13.15%	16.08%	14.88%			
0780.HK	同程旅行	200.9	209	232	255	37	43	49	5.43	4.67	4.10
			7.60%	11.00%	10.10%	9.10%	15.90%	14.20%			
RERE.N	万物新生	57.7	268	327	387	7	9	11	8.24	6.41	5.24
			27.40%	21.80%	18.50%	58.30%	29.80%	26.30%			

资料来源：wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。