下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

AI 时代从有趣到有用

华泰研究

2026 年 11 月 02 日 | 中国香港 深度研究

迈入 AI 时代，从追求有趣到追求效率

互联网进入成长新周期，23 年前行业以流量增长和商业化变现为核心驱动，随着流量增长放缓以及大模型的出现，焦点逐步转向 AI 基础建设和 AI 应用，以腾讯、阿里巴巴和字节跳动等为代表的头部互联网公司积极参与到本轮技术变革中，一方面行业有望围绕着 AI 技术提升 ToC 服务能力，另外基于模型能力拓展 ToB 场景的企业服务。

娱乐流量模式成熟，AI 追求效率新流量

字节依托个性化推荐起家，凭借抖音、TikTok 构筑海内外顶级用户时长壁垒，国内时长占比持续上行、TikTok 海外全域渗透提速，短剧成为短期流量的新增量。公司依靠豆包（国内）、Dola（海外）实现从娱乐“有趣”流量向工具“有用”流量跃迁，26 年 2 月豆包月活突破 3 亿、大模型日均 token 破百万亿量级，AI 成为全新流量增长极，打破传统内容流量天花板。

国内强化 AI 赋能，海外拓展新市场

抖音已落地广告、全域兴趣电商、本地生活全场景商业化，依托千川系列 AI 投放、AIGC 素材工具形成投放闭环，降低商家运营成本；番茄、红果短剧、汽水音乐等垂类借抖音导流持续变现，抖音电商增速放缓但行业领先，红果和豆包有望带来新变现场景。海外 TikTok 在 Meta、YouTube 的竞争下站稳份额，东南亚、拉美渗透率突出，依托 Smart + 等 AI 投放产品拉动广告增长；TikTok Shop 作为第二增长曲线，2025 年 GMV 643 亿美元，以东南亚为基本盘、美国为核心增量，补齐货架与仓配体系，持续抢占海外电商份额，拉美、欧洲拓展空间可观。

AI：云服务基建寻求新曲线，资本开支积极投入

基建储备、模型能力和渠道资源是决定未来商业化潜力的关键因素。海外互联网大厂资本开支积极，字节跳动 23 年以来逐年提升资本开支规模，积累算力资源。模型研发上，独立研发的 Seed 系列豆包大模型为技术底座，模型能力整体处于第一梯队。渠道端，内容生态和创作者生态优势显著，Seedance 2.0 成功在短剧领域实现较高渗透率，已经成为 Token 消耗的核心来源。To B 服务长期来看需聚焦模型能力，相比海外仍有较大迭代空间。

不同于市场的观点

市场普遍担心国内抖音用户渗透率较高，影响业务后续的增长路径。我们认为消费者和企业端的新场景都具有发展潜力。1）ToC 端，红果短剧和豆包 26 年用户时长增长显著，带动上半年字节系流量延续约 30%的增长，推动字节系流量份额提升，为后续商业化带来增量空间。1）ToB 端，AI 模型泛化提高云厂商向下游企业服务渗透的空间，豆包大模型稳定迭代，中长期模型能力位居前列，助力云业务的增长。而 Seedance 2.5 在视频模型已经处于领先地位，为 ToB 业务的发展树立良好范本。

投资结论

综上，我们建议从商业模式竞争与 TOB 服务场景中寻找投资机会。在商业模式上，AI 模型基础能力提升下，商品和服务有望诞生新的交互模式，建议重点关注国内电商和本地生活服务平台的 AI 应用场景；其次云服务能力在 AI 助力下，有望更为深入地切入企业工作流，获取更多的价值链分成，关注云服务基础设施公司的长期成长空间。

风险提示：流量增长放缓，模型能力提升落后于竞争对手，海外政策不确定性，AI 应用新服务场景拓展不及预期。

互联网 **增持（维持）**

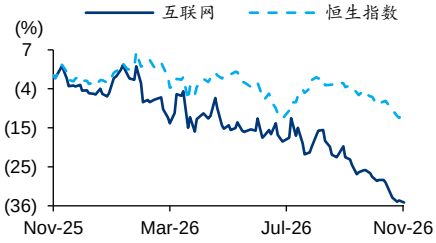
夏路路 研究员
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

侯杰 研究员
SAC No. S0570523010002 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 +(86) 10 6321 1166

詹博 研究员
SAC No. S0570523110002 zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698 +(86) 21 2897 2228

曹卓铭 研究员
SAC No. S0570526020004 caozhuoming@htsc.com
SFC No. BUT776 +(86) 21 2897 2205

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

核心要点 3

全球流量格局框架下的字节生态位 4

个性化推荐+有趣的内容是字节内容的起点 4

从有趣迈向有用，AI 时代赋能 5

国内：内容流量商业化的领先平台 8

内容场景持续渗透：流量从浅内容向深内容交付 8

商业化服务全场景，AI 赋能营销体系 9

增长放缓下，豆包有望成为新的决策工具 14

海外：海外商业化快速兑现 17

用户发展迅速，但竞争激烈 17

广告模式复刻国内，电商破局成长天花板 18

TikTok Shop 全球电商版图加速扩张 20

发展历程：从区域性流量变现工具到全球化内容电商平台 20

商业模式：以发现式电商起量，融合内容场与货架场 22

商家和达人生态：品牌商家贡献主要 GMV，达人生态处于初期 25

物流：推广仓配一体的官方仓 FBT 模式，优化履约时效 29

AI 时代：寻找成长新曲线 31

火山引擎搭建基础设施生态 31

TOB 服务模型能力提升仍是关键 33

从办公入手切入企业运营工作流 38

视频图像领域验证了优质模型的定价能力 40

海外互联网资本开支加速，字节积极投入 42

投资建议：关注 AI 时代下创新模式和云服务的长期空间 46

风险提示 47



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

核心要点

互联网行业从追求流量变现有望逐步转型为追求效率赋能。23 年以前互联网行业以流量增长作为表征商业化变现潜力的核心指标，然而随着行业流量的增长逐步放缓，Questmobile 数据显示，截至 2025 年 12 月，国内月活跃用户规模已达 12.76 亿（yoy+1.5%），全网用户月人均单日使用时长及次数分别为 7.96 小时和 112.9 次，较去年同期分别提升 6.0%、2.1%，相应的国内收入端增长也逐步放缓。随着大模型能力的逐步提升，行业竞争的焦点逐步转向 AI 基础建设和 AI 应用，以阿里巴巴、字节跳动和腾讯等为代表的头部互联网公司积极参与到这一轮投入中，探索大模型在多样化场景的应用潜力，市场也逐步将模型能力、Token 消耗量等作为核心指标。

字节跳动作为国内头部互联网公司，其业务发展和战略选择对互联网行业具有显著的影响力。本篇报告通过对字节跳动的发展进行梳理：首先从流量端来看，字节跳动生态体系竞争力强，国内用户时长份额处于领先地位，海外市场快速成长，流量根基扎实。然后通过梳理商业化产品的迭代，可以看到字节跳动广告+电商变现模式成熟，并成功复制到海外，海外 TikTok Shop 增长迅猛，成为当前收入的核心增长引擎。最后字节跳动积极在 AI 基础设施和 AI 应用投入，豆包在流量端积累了显著优势，后续有望成为新商业化场景，ToB 端抓住生态内视频生成的确定性需求，Seedance 2.0 贡献显著流水，长期来看模型赋能企业效率仍是主线，字节跳动作为云服务商有望分享行业的快速增长。

不同于市场认知，我们认为 AI 应用场景和企业服务方面，长期具有较大的成长空间。

1）市场担忧抖音国内用户渗透率较高，后续增长空间有限。我们判断字节在 ToC、ToB 两端均存在新场景增长机会：ToC 端，红果短剧与豆包在 2026 年拉动用户时长明显提升，带动上半年字节系流量维持同比约 30% 增长，进一步巩固流量份额，为商业化储备增量；ToB 端，大模型泛化能力有助于云业务向下游渗透，豆包持续迭代以维持中长期竞争力，Seedance 2.5 视频模型技术领先，成为 ToB 业务的标杆。

2）市场普遍担心 ToC 应用的前景，我们认为 AI 应用在效率提升和场景挖掘方面具有较好潜力，一方面 AI 渗透广告营销环节及算法体系，提升广告主服务和优化广告效果，已经逐步看到成效，另一方面以豆包和千问为代表的 AI 应用，对于消费者，提升搜索类场景的用户体验，满足长尾需求，对于互联网平台，从主站之外获取差异化流量。

3）**市场担心资本开支长期 ROI，**我们认为企业端具有确定性的需求，结合海外 Anthropic 案例，优质模型已经逐步融入企业工作流中，并在收入端实现了快速增长，随着国内模型能力的提升，ToB 收入的增长持续性强。同时，我们认为 AI 大模型提升了云服务厂商前端定价能力，传统的云服务厂商主要聚焦在 IaaS 和 PaaS，提供相对标准化的服务，随着 AI 大模型能力的提升，云服务厂商有望进一步向产业链下游渗透，在产业链中获取更多的价值分配。

综上，我们建议从商业模式竞争与 TOB 服务场景中寻找投资机会。在商业模式上，AI 模型基础能力提升下，商品和服务有望诞生新的交互模式，建议重点关注国内电商和本地生活服务平台的 AI 应用场景；其次云服务能力在 AI 助力下，有望更为深入的切入企业工作流，获取更多的价值链分成，关注云服务基础设施公司的长期成长空间。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

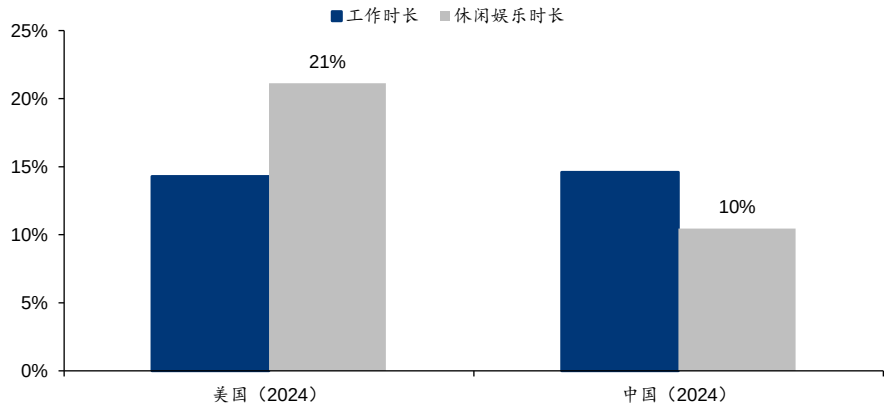
下载日志已记录，仅供内部参考

全球流量格局框架下的字节生态位

个性化推荐+有趣的内容是字节内容的起点

娱乐时长是互联网流量的第一来源。根据中美统计数据来看，2024 年人均休闲娱乐时长，中国占比为 10%（略低于工作时长），美国占比 21%（高于工作时长）。用户在娱乐时长场景下的需求偏向有趣，在工作时长场景下的需求偏向有用，这意味着单一应用的用户消费时长较短。

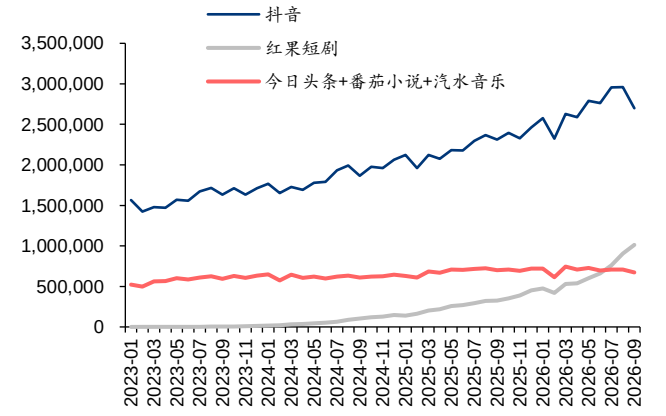
图表1：中美工作时长和休闲娱乐时长占比（人均）



资料来源：Bureau of Labor Statistics、国家统计局、华泰研究

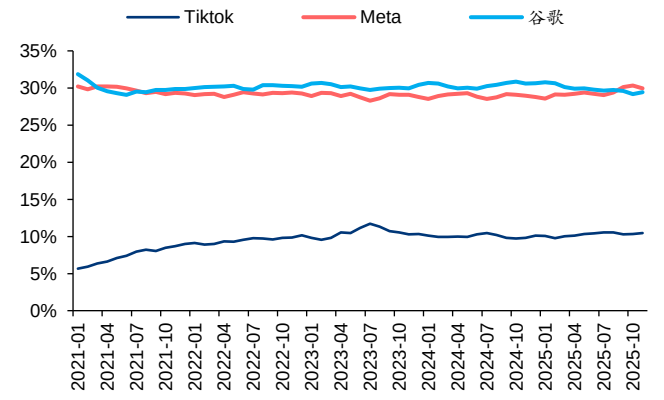
互联网平台通过抢占用户娱乐时长获取较大的市场份额。结合 QuestMobile 公开数据估算，国内市场字节流量份额保持领先地位，25 年以来短剧推动抖音和红果时长显著增长。海外市场（不含中国）谷歌和 META 分别占比在 30%左右，占据了大量的用户时长，Tiktok 海外仍处于追赶阶段。

图表2：字节跳动部分应用国总时长情况（百万分钟）



资料来源：Questmobile、华泰研究

图表3：海外（不含中国）时长流量占比



资料来源：SensorTower、华泰研究

字节跳动成功抓住推荐技术与趣味内容的核心优势，依托自身禀赋完成了国内外市场的流量原始积累。不同的信息特征适配不同的信息分发形式。从信息的种类来看，我们抽象出两种信息类型：有用、有趣的内容。有用的信息强调效率，通常通过搜索的方式获取；有趣的内容丰富多样，个性推荐效率更高。社交作为第三种分发方式，能够满足两种内容的分发需求，但是效率低于个性化推荐和搜索。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：分发逻辑和内容特征



资料来源：华泰研究

基于上图，我们也能更好理解字节跳动在互联网平台的自身卡位。从早期产品的卡位来看，字节跳动拓展为个性化推荐平台，META 和腾讯发起于社交平台，谷歌和百度源自搜索平台。从壁垒的难度来看，社交天然是多边网络模型壁垒更强，个性化分发平台与搜索平台更多体现为双边网络效应壁垒稍弱，但都具有自然的规模效应。因此我们看到互联网平台的直接竞争更多体现为基础禀赋下的流量互相渗透。

1）META 和腾讯基于自身庞大的自有流量，通过视频号和 Reels 等实现向个性化平台的渗透。

2）谷歌通过自身搜索流量扩大 YouTube 的流量来源，并进一步通过 YouTube Shorts 升级自身个性化内容推荐。

3）字节跳动也通过自身抖音流量，进一步挖掘用户搜索行为价值，已经在国内拥有较大的市场份额。

从有趣迈向有用，AI 时代赋能

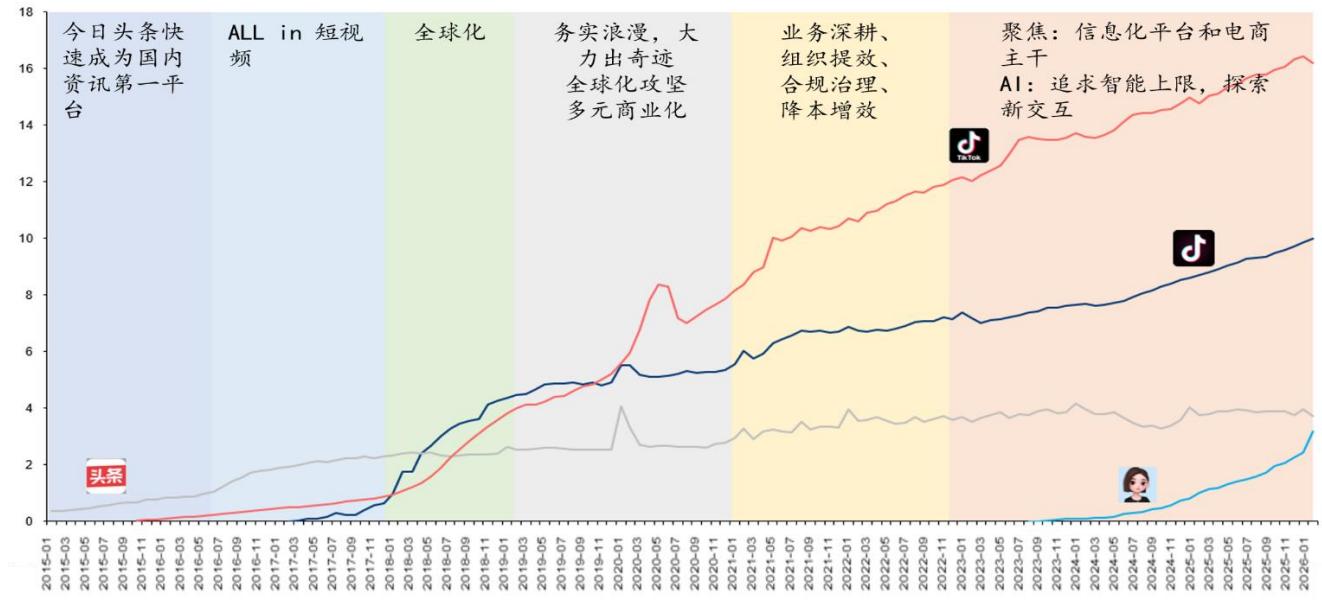
务实浪漫，大力出奇迹。总结历年字节跳动的周年会议，梳理业务发展脉络，公司在 25 和 26 年逐步进入了新的发展阶段。

- 2015-2017 年：今日头条快速成长为国内资讯头部平台。
- 2017-2024 年：通过 all in 短视频，在国内和海外确立行业领先地位，并逐步推进多元化的商业化变现。
- 2025-2026 年：勇攀高峰、AI 成为公司业务发展的核心。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：字节跳动战略重点及核心 APP 的月活数据（亿）



资料来源：Questmobile、华泰研究

图表6：字节跳动业务战略布局

年份	战略基调	核心业务布局
2018	全面扩张、商业化加速	抖音为国内核心增长引擎，全球化 TikTok 加速出海
2019	搜索突围、社交与新赛道卡位	全面开启抖音商业化，尝试多领域多元化布局
2020	闭环构建、多赛道纵深	电商搭建独立闭环、火山引擎 TOB 服务，TikTok 夯实本地化能力
2021	组织整合、多元突围	梁汝波接任 CEO，实行 “1075” 工作制，BU 化架构
2022	去肥增瘦、聚焦主业	收缩非核心（游戏 / 教育 / 硬件裁撤），聚焦抖音 / TikTok，出海电商提速
2023	聚焦、务实、高质量增长	两大主干（信息平台 / 电商），AI 上升为最高战略
2024	始终创业，逃逸平庸的重力	信息平台 + 电商双轮驱动，AI 全面落地（豆包发布），非核心持续收缩
2025	务实浪漫、智能上限	电商全球化（TikTok Shop 扩张），AI 双线布局（豆包 C 端 / 火山引擎 B 端），整合交易与广告技术
2026	勇攀高峰、AI 核心	聚焦 AI 模型（豆包 / Dola），加大资本开资，本地生活与全域协同

资料来源：36 氪、中国经济网、搜狐、字节跳动（公众号字节范儿）、华泰研究

站在 26 年这个时间点看，字节的自身流量和商业化已经进入稳健增长期。

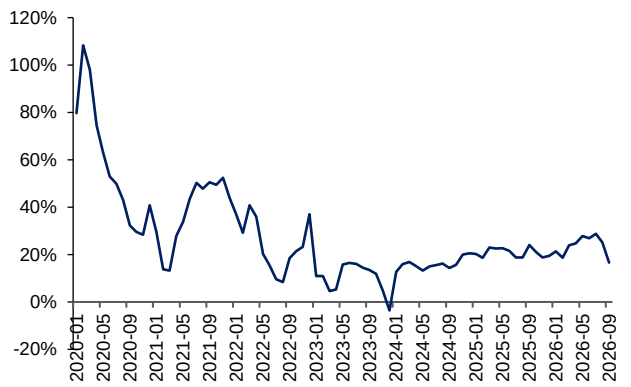
1) 流量层面：Questmobile 数据显示，字节系的整体用户时长 26 年上半年同比增长约 30%，短期在 26 年通过抖音流量支持，红果短剧、番茄、汽水实现了快速的流量时长增长，用户时长增长略有加速，我们预计，考虑互联网总时长已经逐步见顶，字节流量增长后续也会逐步放缓。

2) 商业化层面：逐步完成从广告、电商、本地生活领域的基础设施建设，实现规模化。根据路透社报道，字节跳动或已成为 2025 年一季度全球收入最高的社交媒体公司，一季度收入超过 430 亿美元，超过了 META 同期的 423 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

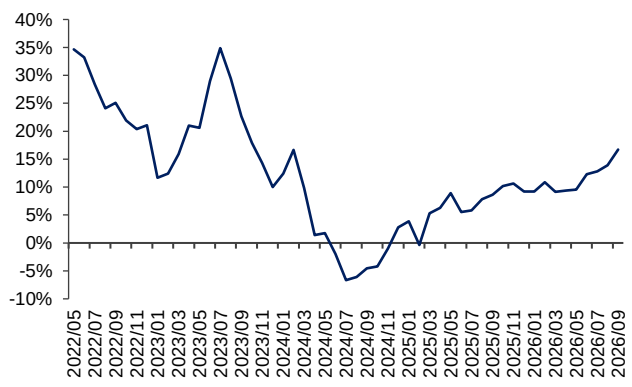
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7： 国内抖音的时长同比增长



资料来源：Questmobile、华泰研究

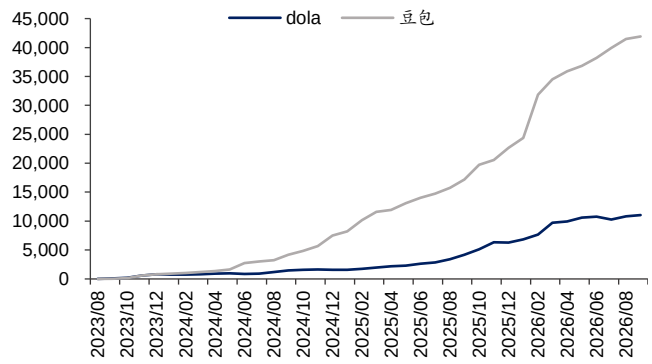
图表8： TikTok 总时长同比增长



资料来源：SensorTower、华泰研究

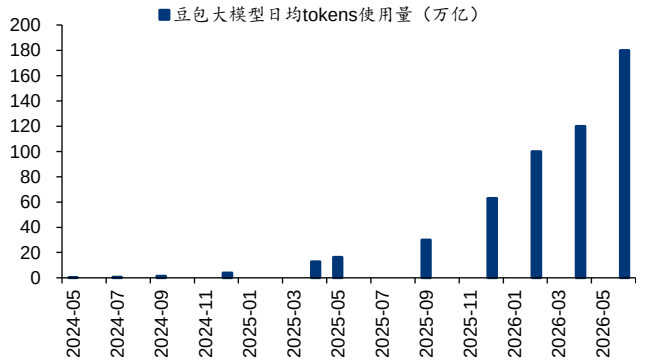
在内容娱乐领域流量增长放缓的背景下，AI 时代效率端流量成为新的核心指标。字节跳动成功抓住新的需求红利，从用户规模和算力消耗层面实现了快速增长。26 年 2 月国内豆包月活突破 3 亿，海外版 Dola 月活超过 5000 万。从 Token 消耗的角度来看，根据《晚点 LatePost》报道，自 2026 年春节以来，字节跳动云计算业务火山引擎的豆包大模型日均调用量已超过 100 万亿 Tokens。豆包月活规模及大模型日均 Token 调用量两项指标均在国内同领域处于领先地位，AI 赋能下公司相关业务成功从“有趣”迈向“有用”。

图表9： 字节豆包和 dola 月活数据（万）



资料来源：SensorTower、Questmobile、华泰研究

图表10： 豆包大模型日均 tokens 使用量



资料来源：火山引擎大会、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

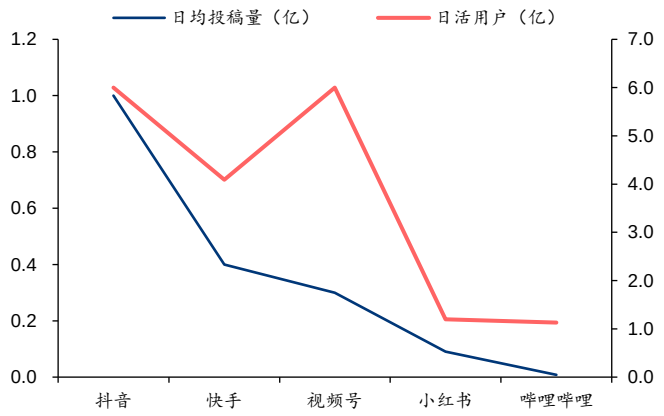
下载日志已记录，仅供内部参考

国内：内容流量商业化的领先平台

内容场景持续渗透：流量从浅内容向深内容交付

抖音是国内最大的内容创作和消费平台，具有强双边网络效应。根据抖音安全与信任中心的表述来看，数据是基础，决定了推荐大模型的“天花板”；算力是支撑，决定了数据价值的“释放速度”；算法是核心，决定了数据利用的“深度”。三者的闭环协同，既是抖音推荐系统持续创新迭代的关键，也为行业揭示了超大规模推荐系统的核心演进逻辑。**在依托规模效应的同时，抖音持续算法创新，形成更为深刻的用户理解。**抖音对用户的深刻理解，是兴趣分发的基础。抖音巨量云图「百大圈层人群」是基于生活方式、兴趣特征与价值认同，形成的跨行业属性人群分类，一级分类包含 19 类，其中短剧圈层、艺术圈层等都成为平台内容分发的针对性人群画像基础。

图表11：2025 日均投稿量(左轴)与日活用户数（右轴）对比（亿）



资料来源：公司财报、营销大会、华泰研究

图表12：用户画像分类



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

随着 23 年抖音流量增长逐步放缓，平台开始依托自身流量池为番茄小说、红果短剧及汽水音乐导流。24 年的数据显示，抖音娱乐类内容为第一大垂类，播放量占比为 14%，相关内容浏览时长超 20 分钟的用户超过 1 亿，这为平台分发不同垂类内容形成良好的基础，实现从短平快内容向深度内容的分发，中视频、小说、短剧和音乐单次消费成本较高，消费场景相对独立，供给端 PUGC 和 PGC 占比高。

图表13：2024 年抖音娱乐内容



资料来源：抖音营销通案、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

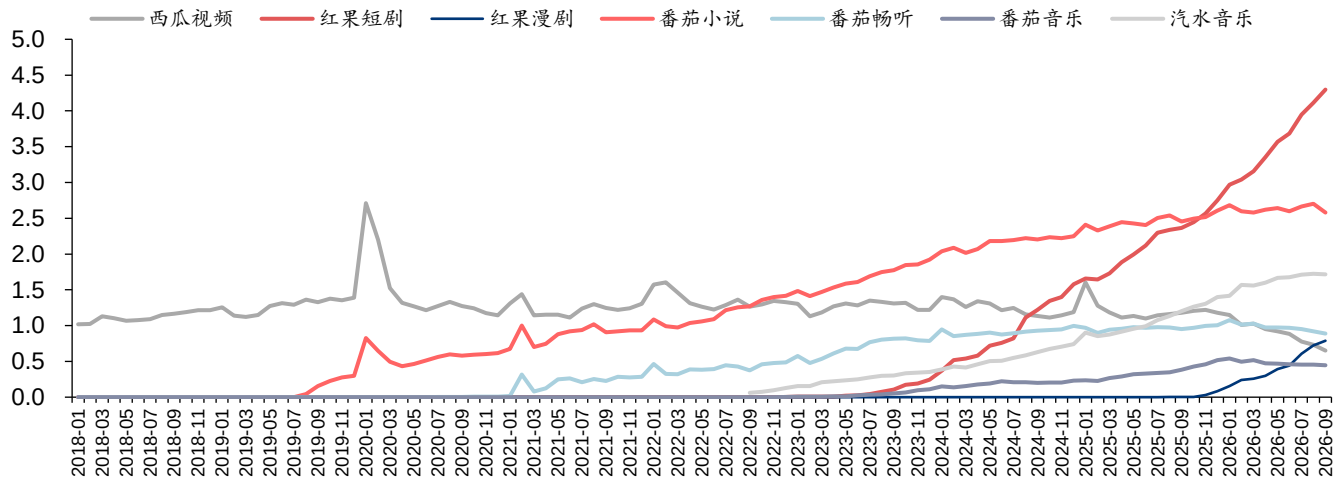
图表14：垂类 APP 数据对比（DAU 为 26 年 8 月）

平台	上线时间	DAU	消费成本	核心粘性指标	核心用户特征	内容核心	内容规模
西瓜视频	17 年 6 月	0.25 亿	1-30 分钟	日均超 100min，日均播放量 40 亿 +	全人群，强知识圈层	中视频、影视、音乐、三农、美食、知识	全垂类中视频内容
番茄小说	19 年 11 月	1.4 亿	3-5 小时+	月活跃天数 22 天，日均听读 240min	男女均衡，18-35 岁为主，三线及以上占比高	免费网文、听书、IP 改编	作家 300 万 +，签约作品 78 万 +
红果短剧	23 年 8 月	2 亿	单集 1-3 分钟，全集 1.5-3 小时	月均活跃 19 天，日均打开 7 次	近似网民大盘，男女均衡	免费短剧、都市、宫斗、男频、女频	在线短剧 15000 + 部，自制 800 + 部
汽水音乐	22 年 6 月	0.6 亿	单曲 3-5 分钟	日均 75min+	30 岁以下 68%，一二线 40%+，男女均衡	潮流音乐、电音、爆款 BGM	

资料来源：Questmobile、《非抖音招商手册》、华泰研究

发展路径下，早期通过积极的流量扶持和创作激励，与用户消费行为形成正反馈，商业模式以广告收入为主。在 2020 年西瓜 PLAY 好奇心大会上，西瓜视频宣布未来一年将至少拿出 20 亿元用于补贴中视频创作者。在 2024 年底番茄小说创作者大会上，番茄小说宣布 2025 年投入 2 亿元现金扶持精品内容。在 2026 年“看见音乐计划”行业大会上，字节宣布持续升级炙热计划、音创 MV 计划、共声计划。积极的内容投入结合抖音的流量支持，字节成功在细分领域实现了快速增长，借助抖音全域的商业化变现能力，跑通了商业模式。

图表15：字节系应用 MAU（万人）



资料来源：Questmobile、华泰研究

商业化服务全场景，AI 赋能营销体系

流量的规模化，也带来了商业化的更多可能，字节跳动商业化能力覆盖内容-商品-服务。2013 年公司主要依靠今日头条开始商业化变现，2014 年今日头条上线信息流广告。2016 年今日头条顺应信息视频化的新趋势，通过三大点位、五款产品构建起移动短视频营销新生态。2017 年抖音上线信息流和站内挑战等多种广告形式，随着流量强化商业化能力。截至 2018 年今日头条已经发展为兼具产品力、技术力和营销力的智能信息平台。**产品上**，拥有今日头条、抖音短视频、西瓜视频、火山小视频等 APP，覆盖图文、短视频、长视频的产品矩阵；**技术上**，经过 6 年优化，成为国内第一智能推荐算法平台；**营销上**，穿山甲广告联盟能为广告主和渠道合作伙伴提供更多的流量加持，为合作伙伴赋能。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：2018 年今日头条的广告体系



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

2019 年巨量引擎正式发布。巨量引擎的启动标志着字节跳动旗下全系产品营销体系的战略升级，全平台全场景用户覆盖让跨平台的数据互通落到实处，让品牌实现“以用户为中心”的精准触达和转化成为可能，以智能技术构建的营销闭环在实现品牌商业价值的同时，为建立品牌与用户的共赢格局提供更大的空间。主要三个特点：

- **多元**——打通头条、抖音、火山、西瓜等国内产品及 TikTok、TopBuzz 等海外产品平台，聚合多元流量，为广告主实现全平台流量聚合，全场景用户覆盖。
- **智能**——坚持技术驱动，加大技术投入。围绕巨量引擎商业营销平台通过智能技术实现智能策略、智能洞察、智能创作、智能分发、智能评估、智能投放，全面整合构建营销闭环，用智能广告与智能内容提升营销效率，打造创新商业产品与模式。
- **开放**——完善平台“接口”，与外部合作伙伴形成分工，共享内容、流量、技术等资源，赋能营销伙伴。

图表17：2019 年巨量引擎 TAS 模型



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

图表18：2019 年抖音营销平台



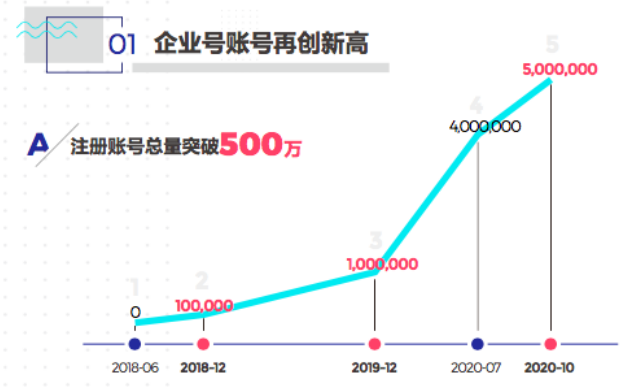
资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

营销体系成熟后，大量企业将抖音作为营销阵地。2020 年，抖音企业号数量从 100 万增长到 500 万，覆盖 29 个行业、295 个细分行业。企业号发布内容每天能够被看到 200 亿次，平均 1 个企业号视频能带来 18 个商机。截至 2021 年 11 月，入驻抖音企业号的企业总量已经突破 1000 万，规模化的企业客户的引入，为多场景布局奠定了良好的基础。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

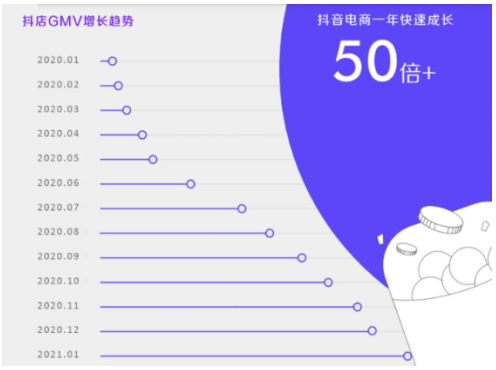
图表19：抖音注册企业账号数量



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

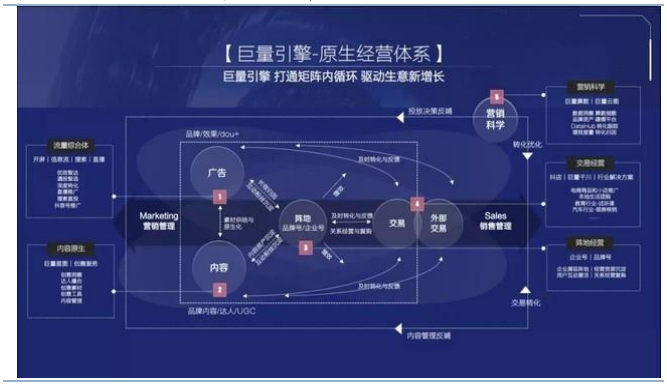
巨量引擎发布电商广告新品牌巨量千川，完善“一体化、原生化、科学化”的经营体系。19 年开始抖音电商逐步起步，2020 年 1-11 月，抖音电商保持了高速发展，整体 GMV 增长 11 倍，小店整体 GMV 增长 44.9 倍，开店商家数量增长 17.3 倍。顺应需求，在 20 年底字节发布了电商广告新品牌——巨量千川，该产品整合了 DOU+、巨量鲁班及广告平台的电商广告能力，以商家核心诉求为基础，提供清晰明确的广告产品。千川的推出标志着平台实现了从广告到生意的全局演进，从优化某个具体指标，到优化整个经营的路径。

图表20：抖店 GMV 增长



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

图表21：2021 巨量引擎经营体系



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

升级全域兴趣电商，覆盖内容和货架。在 2020 年初，以罗永浩为代表的众多明星、达人开启抖音直播带货。6 月，字节跳动成立电商一级业务部门，正式发布「抖音电商」品牌。2021 年 4 月明确“兴趣电商”平台定位，22 年在抖音正式提出全域兴趣电商，消费场景延伸至抖音商城和搜索场景。23 年起持续完善货架电商营销体系，推出了直播全域推广和商品全域推广。25 年全域兴趣电商逐步成型后，公司持续强化技术端提升营销效率。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表22： 抖音全域兴趣电商



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

从商品销售到服务销售，推出巨量本地推。2021 年底抖音本地生活业务自“商业产品”独立，成立一级部门“生活服务”，并在抖音 APP 的同城二级页面，增加了一个本地“吃喝玩乐”板块，加速布局本地生活业务。营销基础设施层面，公司在 22 年正式推出抖音生活服务的一站式营销平台——巨量本地推。延续全域兴趣电商的产品逻辑，巨量本地推已经成为商家重要的营销工具。商家只需要设置整体经营目标，系统即可进行智能拆解并自动分发投放任务。同时系统可以高效调控抖音全局优质流量。增效模型还可以精准判断自然和商业流量的转化率，从而撬动更多自然成交额，平台技术助力商家更好地实现 ROI 目标。

图表23： 2024 巨量本地推升级



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

图表24： 2024 全域推广渗透率



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

25 年巨量引擎逐步形成了巨量千川、巨量本地推和巨量广告三大投放平台，满足商品、服务、品牌的综合营销需求。对应组织结构也完成业务和营销团队的整合，提升流量利用效率。根据晚点 LatePost 的报道，25 年 4 月，巨量千川的产品、产品运营人员从商业化部门转入抖音电商；9 月将包括 KA （大客户）直客等擅长电商效果广告的销售、行业运营团队划归至抖音电商部门。擅长品牌广告的销售与运营，留在商业化部门。25 年 4 月同期，生活服务营销平台巨量本地推的产品、产运人员从商业化部门转入生活服务团队。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表25：巨量引擎产品体系



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

在产品形态成熟的基础上，23 年以来技术升级成为重点。巨量引擎研发了一套全链路 AI 解决方案，实现了从底层理念到投前、投中、投后全流程的全面升级。**该解决方案主要由三大能力构成：**

1） AIGC 为创意生产赋能。25 年日均生产素材量超 40 万，2000+数字人形象，覆盖素材生产全链路。从脚本撰写的灵感迸发，到素材产出、剪辑成片，再到帮助过审、爆款复用，专属工具一应俱全。

2）全流程自动化。巨量引擎的自动化投放工具也为广告主带来了更加便捷的体验。面对不同客户场景，巨量引擎推出全域推广和 UBMax 两大工具。全域推广主要针对电商和生活服务，以全域 ROI 为目标，布局抖音全局优质流量。UBMax 则在线索、下载、引流电商等场景广泛应用，凭借自动创编、高维起量、流量通投和后端效果优化等策略，系统实时智能调控，实现稳定成本、减少操作、提升转化。

3）多款智能服务助手。智能客服基于巨量引擎自研 LLM 大模型和自定义知识库，适配中文客服语境，精准自动回复客户问询，缓解人力不足压力。智能投放助理嵌入多个平台，能解答投放疑问，还可盯盘、诊断广告、产出数据报告。智能销售则聚焦中小客户，解决服务效率低、质量不稳定难题，让小客户也能获得及时、专业的服务。

图表26：AI 赋能整体投放系统



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

千川·乘方的推出标志公司全面进入 AI 时代。千川乘方是巨量千川推出的 AI 全域智能营销平台，以千策、千意、千寻三大模块构建一站式经营体系。商家只需设定总预算与综合 ROI 目标，即可实现 AI 全自动托管：千策统筹广告、达人、服务费等全域成本一本账，智能分配预算与出价；千意提供 AIGC 素材生产、AI 实时诊断与智能优化，大幅降低运营人力；千寻结合大模型能力精准挖掘潜在人群与爆款，打通内容场与货架场实现全域增长。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：巨量千川·乘方



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

增长放缓下，豆包有望成为新的决策工具

个性化推荐下的流量分发实质上带来了内容与商品定价权的迁移，对消费者和品牌方产生了不同的影响。从消费者的角度来看，消费者愿意为成本加成之外的品牌溢价付费。从品牌方的角度来看，广告投入是获取品牌认知的费用投入。而处于中间环节的零售平台，不仅仅承担的是渠道的功能，同时也获得一定程度的定价权。平台通过差异化定位在消费者心中形成特定认知，平台的流量分发能力使其对品牌方拥有一定的定价话语权。**因此依托定价权所能获取的产业链价值，天然在不同类型的商品之间存在差异。由此我们看到兴趣电商（强调个性化，流量具有更高的定价权）和货架电商（强调效率，搜索目的性更强）双轮驱动的发展路径。**

由此，抖音电商的发展从兴趣电商延伸至货架电商，从商品交易拓展至服务供给，整体沿着效率提升的方向持续推进布局。抖音电商的兴趣电商模式，早期适配于高毛利率和高销售费用率的品类，如珠宝饰品、服饰、美妆和食品饮料等，前述品类是目前抖音电商中交易规模靠前的类目。随着全域电商战略的推进及货架电商的发展，平台已逐步完成家电、3C 数码、生鲜等品类的布局。生活服务业属于毛利率与销售费用率均相对较低的细分领域，平台也在探索如何通过货架电商与兴趣电商相融合的模式，挖掘该领域的业务增长空间。

图表28：2024 抖音电商行业规模分布

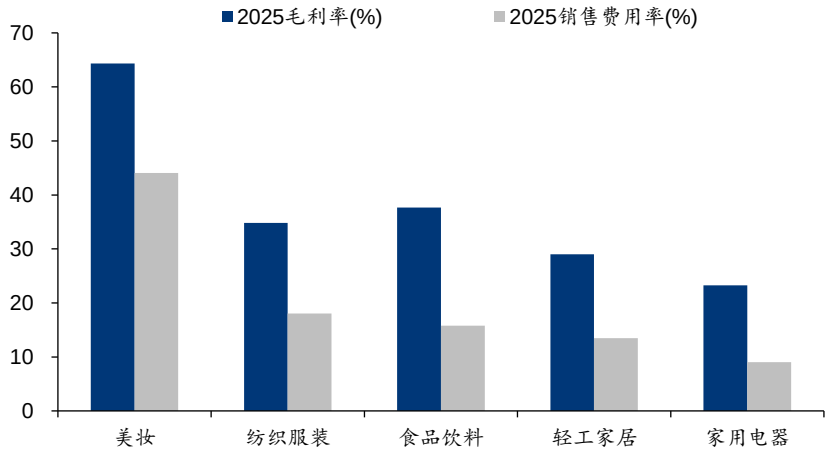


资料来源：蝉妈妈、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：细分行业公司 2025 年毛利率和销售费用率



注：中信行业分类中的主要上市公司（删除亏损，ST 等公司），计算对应指标的平均值
资料来源：Wind、华泰研究

抖音电商度过快速发展期，整体增长放缓。23-25 年社会消费品网上商品零售额整体增速逐步放缓，分别为 8.4%/6.5%/5.2%，传统货架电商同样呈现该趋势。根据 36 氪的报道，2024 年 8 月到 2025 年 7 月期间抖音电商 GMV 同比增长 34%，虽然增速放缓，但依然显著高于行业。后续展望来看，国内电商领域竞争激烈，字节跳动通过孵化的多元内容平台和豆包等 AI 应用有望对收入增长形成较好支撑。

图表30：抖音的电商实现快速发展



资料来源：巨量引擎营销观察、华泰研究

红果快速增长有望带来新的商业化增量。短期来看，红果仍然处于用户增长的高峰，处于前期积累流量的阶段，且考虑到单个视频时长更长，一定程度压缩了短视频的商业化能力，但从中长期来看，随着用户粘性的提升，有望拉高字节体系的用户时长份额，进一步增强公司的商业化能力。结合对用户增长、广告加载率、广告单价的估算，我们预计未来三年有望带来超过 1500 亿的收入增量。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表31：短剧带来的广告收入增量

	2026E	2027E	2028E	2029E
年均 DAU(亿)	1.37	2.19	3.07	3.84
yoy	47.9%	60%	40%	25%
人均时长（分钟）	130	135	135	135
单视频时长（分钟/集）	1	1	1	1
广告加载率	20%	22%	24%	26%
ECPM（元/千次)	30.0	31.5	33.1	34.7
yoy		5%	5%	5%
广告收入(亿元)	390	749	1200	1707

资料来源：QuestMobile、华泰研究预测

豆包可以视为搜索流量的重要来源，支持电商业务的发展。25 年下半年开始逐步尝试将电商功能融入到豆包中。2025 年 10 月首次接入抖音商城，可搜商品、看详情，下单仍跳转至抖音。2026 年 3 月内测端内交易闭环，可在豆包内完成下单、支付、售后，无需跳转至抖音。未来随着 AI 能力和用户粘性的提升，豆包有望在购物决策过程中发挥更大的价值。

图表32：豆包内购物



资料来源：豆包、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

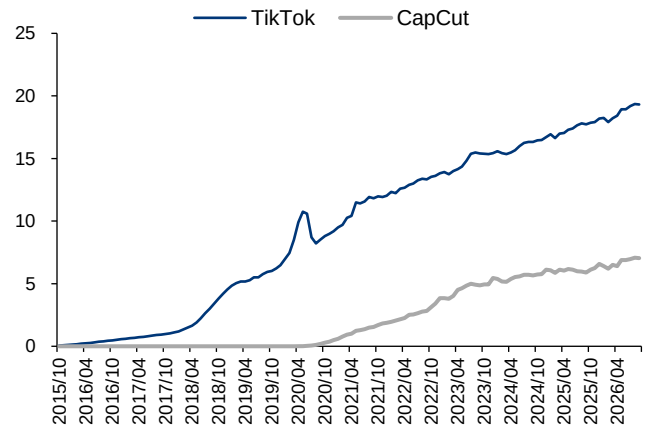
下载日志已记录，仅供内部参考

海外：海外商业化快速兑现

用户发展迅速，但竞争激烈

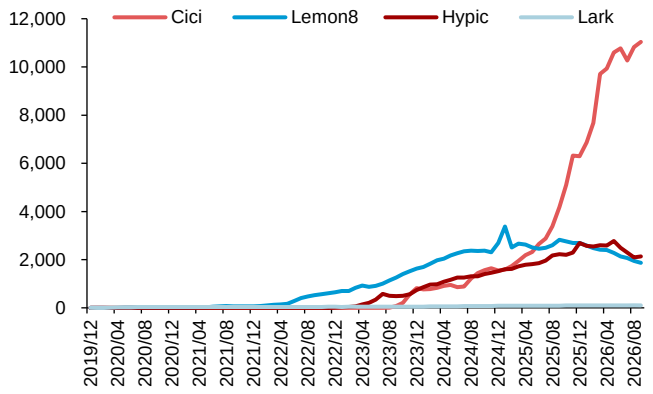
全球化一直是字节跳动的重要战略。在 2015 年，最初尝试将今日头条的算法模式复制到海外。2017 年，字节跳动收购了风靡北美的短视频应用 Musical.ly，并将其与刚上线不久的 TikTok 合并，凭借领先的推荐算法和极低的内容创作门槛，TikTok 迅速在欧美、东南亚及拉美市场获取份额，改写了全球社交媒体的竞争格局。根据 SensorTower 的数据，TikTok 海外用户超过 18 亿，并孵化出了 CapCut（海外剪映）、Lemon8（海外版类似小红书）、Cici（海外版豆包）、Lark（海外飞书）等一系列产品矩阵。

图表33：TikTok&CapCut（月活，亿人）



资料来源：SensorTower、华泰研究

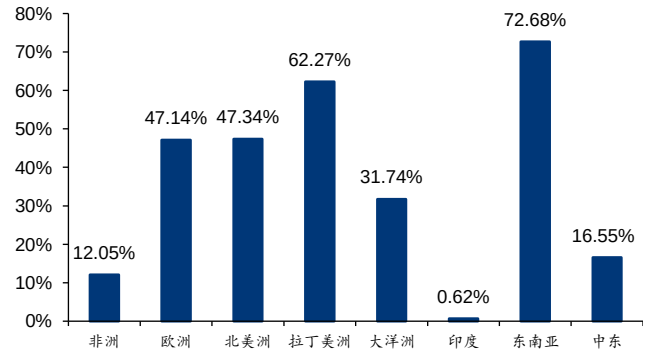
图表34：其他海外 APP 月活（万人）



资料来源：SensorTower、华泰研究

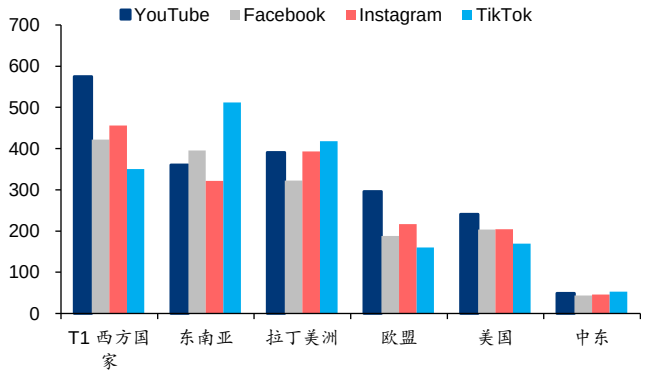
TikTok 呈现出鲜明的区域分化发展格局。结合 SensorTower 26 年 5 月的数据，TikTok 在东南亚渗透率高达 73%，MAU 领跑各区域，拉丁美洲渗透率（62%）和用户规模同样表现强劲，欧洲、北美洲也有 40%以上的高渗透率。印度和中东受地区限制，渗透率较低，印度市场渗透率仅 0.6%（受到监管限制），中东渗透率为 16.6%。

图表35：TikTok 在各大区的渗透率（截至 2026 年 9 月）



资料来源：SensorTower、华泰研究

图表36：主要区域的月活对比（百万，MAU）（截至 2026 年 9 月）



资料来源：SensorTower、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

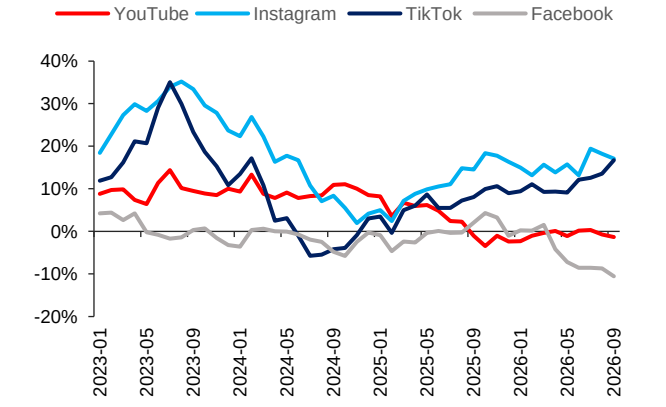
海外市场竞争激烈，谷歌和 META 积极应对 TikTok 的竞争。20 年开始 META 和谷歌分别推出 Reel 和 YouTube Shorts 应对 TikTok 的快速增长，并在 21 年加大对创作者的激励力度。23~25 年 META 逐步完成视频化转型，视频时长占比超过 60%，短视频日均播放量超过 2000 亿，用户总时长保持高个位数增长。25Q3 在最为核心的北美市场 Facebook 和 Ins 总使用时长同比增长 10%以上，且视频时长增速高于大盘，减缓了市场对竞争的担忧。YouTube Shorts 25Q2 披露日均播放量达到 2000 亿，70%的上传内容为短视频内容。根据 SensorTower 的数据显示，TikTok 海外 DAU 超 10 亿，若假设日均单用户播放 200 次以上，同样播放量超过 2000 亿。阶段性来看，海外市场相比国内更为分散。

图表37： META 和谷歌(旗下 YouTube)应对举措

	META Reel	YouTube Shorts
2020 年	Instagram 正式推出 Reels	在印度尝试
2021 年	7 月 10 亿美元投入将用于激励用户到 2022 年之前在 Facebook 和 Instagram 上制作优质的内容	3 月美国上线，5 月推出 1 亿美元的激励计划，7 月全球规模化上线
22Q1	Reel 贡献 ins 20%的用户时长，Facebook 中 50%为视频（其中 Reel 快速增长）	日均播放量 300 亿
22Q2	Reel 时长环比增长 30%，年化收入 10 亿美元，15%的内容来自于 AI 推荐	
22Q3	Reel 播放量超过 1400 亿（较半年前增长 50%），认为争夺了 TikTok 的份额	
22Q4	Reel 播放量同比翻倍增长	日均播放量 500 亿
23Q1	20%的内容来自于 AI 推荐（ins 占比 40%）	
23Q2	Facebook 和 ins 视频内容占比超过 50%,Reel 播放量超过 2000 亿次/日	
23Q3		
23Q4		每月有 20 亿+登录用户，日均观看量达到 700 亿
24Q1	视频占 Facebook/Instagram 使用时长超 60%（Reels 为主要增长驱动）,Facebook 动态流/Ins 中 30%/50%+ 内容来自 AI 推荐	
24Q3		70%上传的内容为短视频
25Q2		日均播放量 2000 亿
25Q3	Reels 年化营收突破 500 亿美元	

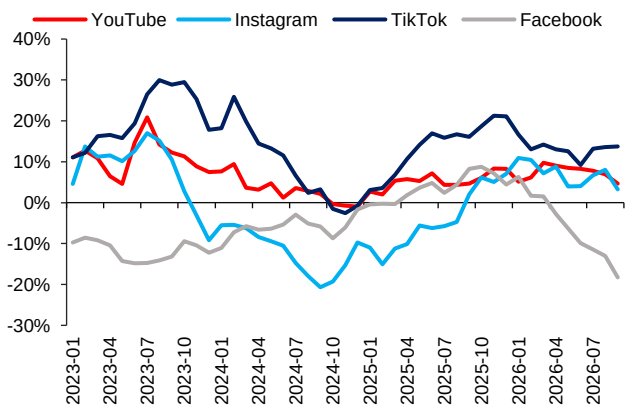
资料来源：公司公告、华泰研究

图表38： 全球用户用户时长增长（年）



资料来源：SensorTower、华泰研究

图表39： 北美用户用户时长增长（年）



资料来源：SensorTower、华泰研究

广告模式复刻国内，电商破局成长天花板

国内的成功经验复制到海外市场。2019 年 1 月在美国外卖公司在 TikTok 开始投放广告。2019 年 4 月，TikTok 推出了“托管服务平台”的测试版，提供包括开屏广告、信息流视频广告以及标签挑战赛在内的多样化广告形式。2020 年 6 月平台正式整合推出了 TikTok For Business 品牌。可以看到目前平台完整包含了信息流广告、搜索广告、达人广告和联盟广告。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

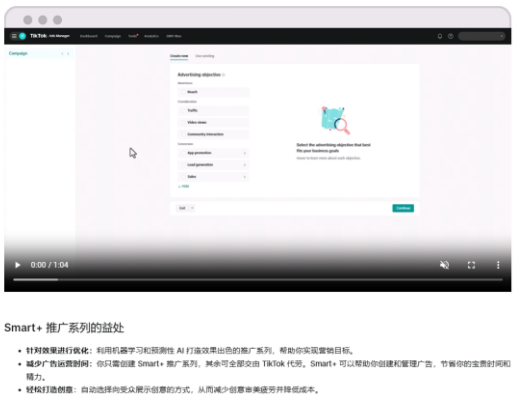
图表40： TikTok 广告形式



资料来源：TikTok 官网、华泰研究

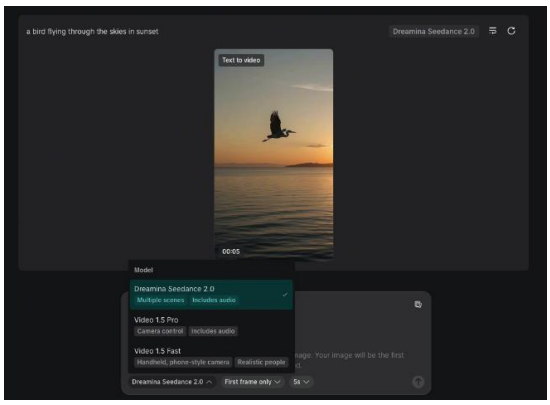
广告能力上也积极强化 AI 赋能。TikTok 在 2024 年底及 2025 年初重点推出 Smart+（智能投放解决方案），该产品对标 META 的 Advantage+ 和 Google 的 PMax，也是 PEAKS 方法论中 "A" (Advertising) 环节的核心技术支撑。Smart+ 现已集成 Symphony Automation，将 TikTok 的生成式 AI 工具直接带入 Smart+，其中 Dreamina Seedance 2.0 也于 26 年 4 月加入 Symphony Creative Studio，提升广告主视频创作工具的能力，实现大规模制作一致且高质量的视频内容。

图表41： Smart+产品



资料来源：TikTok 官网、华泰研究

图表42： Dreamina Seedance 2.0 应用



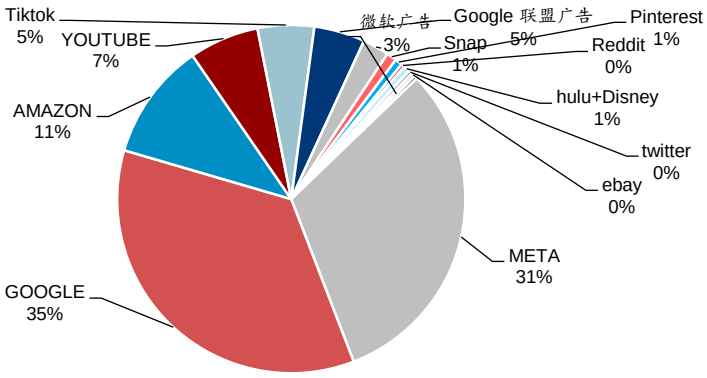
资料来源：TikTok 官网、华泰研究

作为海外市场的后发者，TikTok 份额依然较低。不同于国内市场，字节系通过多元化的产品实现较高时长占比和广告市场份额。海外市场谷歌和 META 凭借先发优势获取较高的市场份额，上下游产业链的媒体公司、4A 公司和 MMP 第三方测量机构具有一定的话语权。可以看到在海外市场 TikTok 也积极与客户数据平台、数据中介平台合作，提升服务广告主的能力。基于现有的应用矩阵能力，单纯依靠广告收入天花板明显，闭环电商业务能够直接验证广告效果，复刻国内的成功经验，因此逐步成为公司商业化的重点。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：全球主要互联网公司广告份额对比（2025 年）



资料来源：各公司财报、华泰研究

TikTok Shop 全球电商版图加速扩张

与传统货架电商依赖用户主动搜索不同，TikTok Shop 通过短视频、直播、达人联盟和推荐流将商品嵌入内容消费场景，完成从内容触达、兴趣激发到站内交易的转化闭环。依托 TikTok 流量扶持，平台早期主要通过低佣金率、补贴政策、达人分销和低客单白牌商品起量，尤其在东南亚市场形成以美妆个护、女装、3C 配件等高性价比品类为主的内容爆品模式。而随着美国、东南亚等核心市场逐步成熟，TikTok Shop 正从内容场转向全域经营：一方面补齐商城、搜索、商品卡和商品广告等货架化能力，提升主动搜索、比价和复购需求的承接；另一方面强化 FBT、TikTok Shipping 等官方履约体系，并通过全托管、品牌托管、本地托管等模式降低商家运营门槛、提升供给质量。我们认为 TikTok Shop 正致力于从内容电商平台逐步升级为兼具内容种草、商城搜索、平台履约和品牌供给能力的综合电商平台。

发展历程：从区域性流量变现工具到全球化内容电商平台

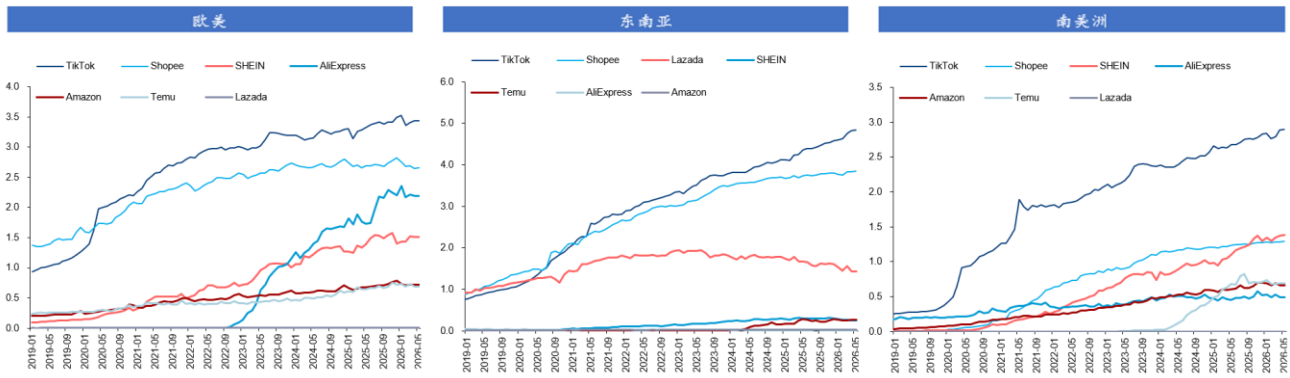
发展路径参照国内抖音，站外引流模式逐步进化为自闭环电商。2019 年-2021 年 TikTok 主要作为 Amazon、Shopee 等的流量来源。2021 年 2 月 TikTok Shop 首站落地印度尼西亚，这是 TikTok 第一个真正意义上的闭环电商市场。2021 年 4 月进军英国市场。22 年之后快速扩张至东南亚多国，23 年开启美国市场。截至 2026 年 5 月，TikTok Shop 已在全球 17 个国家和地区上线站点，覆盖欧洲、拉美、东南亚、北美等主要区域。

区域内电商渗透率和竞争格局不同，不同区域内电商企业的竞争优势有所不同。欧美地区电商渗透率较高，市场规模和用户规模具备较高价值。东南亚和南美洲电商渗透率依然较低，具备一定发展空间。格局上，TikTok 相比区域内本土电商平台在活跃用户侧具备一定优势，月活规模在各个区域处于领先地位，电商消费用户处于快速增长期。竞争对手层面，亚马逊更侧重传统发达地区，Temu 在北美发展较为迅猛，Shopee 在东南亚布局较为深厚，南美地区格局更为分散。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表44：各个电商应用分地区 MAU（亿）对比



资料来源：SensorTower、华泰研究

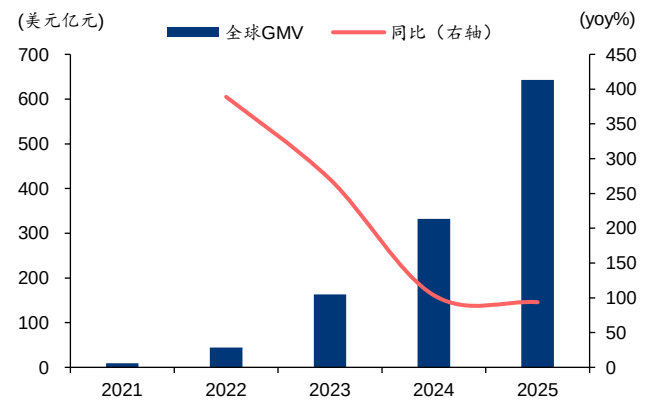
图表45：TikTok Shop 开站时间线

地区	开站月份	上线国家	重要事件
东南亚	2021.4	印度尼西亚	2023 年 10 月，因印尼社交媒体平台电商交易监管收紧，TikTok Shop 暂停印尼站交易服务；2024 年 1 月，TikTok 完成与 Tokopedia 印尼电商业务整合，TikTok Shop Indonesia 并入 PT Tokopedia，TikTok 持有控股权
	2022.4	泰国、越南、菲律宾和马来西亚	
	2022.8	新加坡	
北美	2023.9	美国	2026 年 1 月，TikTok USDS Joint Venture LLC 成立，表明 TikTok 美国业务正式稳定，经营趋势稳健。
欧洲	2021.9	英国	2023 年 3 月，TikTok Shop 宣布英国和东南亚官方认证海外仓上线，其优势在于可支持商家一盘货发多平台
	2024.12	爱尔兰、西班牙	2026 年 1 月在欧盟四国（德国、法国、意大利、西班牙）上线本土托管模式，商家备货至欧洲本地仓，平台承接仓储、订单配送、退换货等履约环节
	2025.3	法国、意大利和德国	
拉美	2025.2	墨西哥	
	2025.5	巴西	
中东	2023	沙特	2023 年 5 月，TikTok Shop 推出全托管模式，在沙特和英国市场率先上线
东亚	2025.6	日本	

资料来源：TikTok 官网，TikTok Shop 商家学习中心，GoTo 官网，路透社，美联社，Rest of World，FastMoss，九派财经，网经社，华泰研究

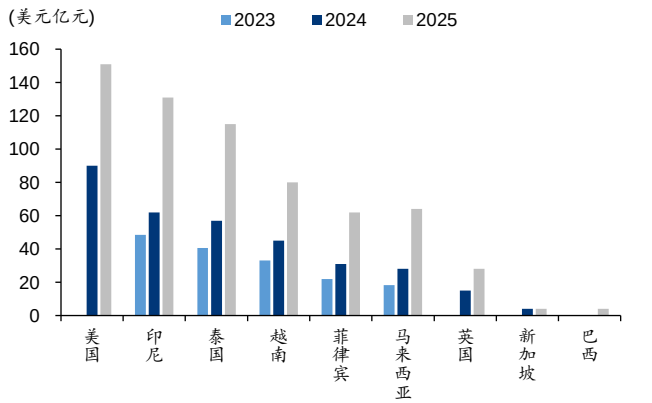
东南亚是 TikTok Shop 最早布局且最成熟的区域市场，美国则在单一国家站点中 GMV 贡献最高。据 Tabcut，TikTok Shop 在 2023/2024/2025 年的全球 GMV 分别为 163/332/643 亿美元，同比分别为+270.5%/+103.7%/+93.7%。2025 年，平台在东南亚的 GMV 为 456 亿美元，占全球 GMV 的 70.9%，占比同比提升 2.8pp。从不同国家站点分布看，2025 年美国 GMV 占比最高，为 23.5%，其次是印尼，约 20.4%。新市场方面，据 Kalodata，上线较晚的巴西站 2025 年度 GMV 已达 5.3 亿美元，在当年新增站点中位列第一。

图表46：TikTok Shop 全球 GMV



资料来源：墨腾创投，Tabcut，华泰研究

图表47：2023-2025 年 TikTok Shop 分国家 GMV



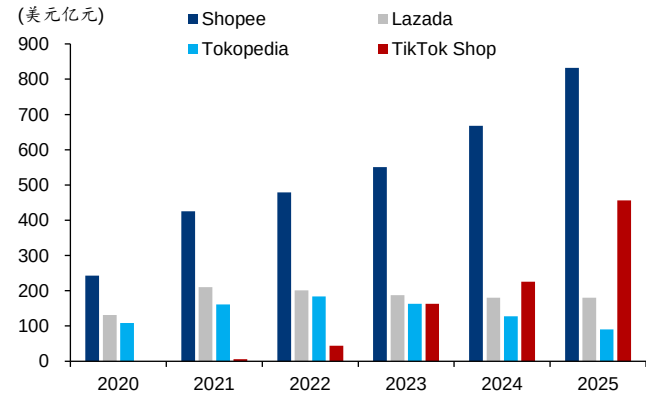
注：美国于 2023 年 9 月开站，英国于 2021 年 9 月开站，巴西于 2025 年 5 月开站，以上国家暂无 2023 年 GMV 数据
资料来源：墨腾创投，Tabcut，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

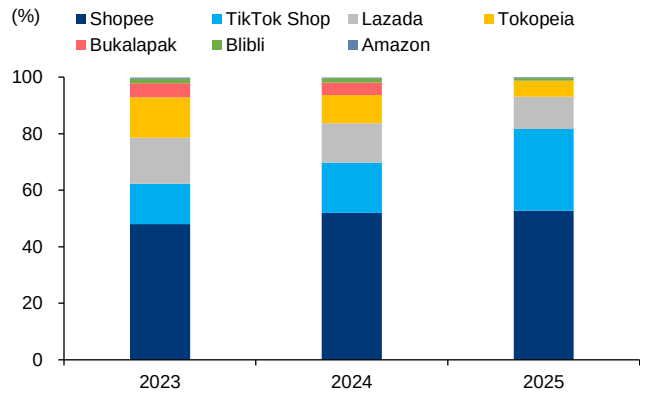
TikTok Shop 在东南亚电商市场的 GMV 份额已位居第二，仅次于 Shopee。东南亚电商市场呈现“三巨头”格局：据墨腾创投，2025 年 Shopee、TikTok Shop（含 Tokopedia）和 Lazada 在东南亚的市占率合计 98.8%，集中度进一步提高，头部平台竞争加剧。其中 Shopee 仍具领先优势，市场份额达 52.7%；TikTok Shop（含 Tokopedia）快速扩张，市占率达 34.6%，与 2024 年相比，其与 Shopee 份额的差距有所缩小，我们认为主因达人联盟生态扩张大幅提升内容供给和补贴力度边际提升；Lazada 转向“品牌驱动，品质优先”战略，带动客单价提升，但市占率处于守势，约 11.4%，同比下降 2.6pp。

图表48：2020-2025 年东南亚主要电商的 GMV



注：估算的 GMV 包括所有已付款订单，涵盖已取消、已退货及已退款订单
资料来源：墨腾创投，Tabcut，华泰研究

图表49：2023-2025 年东南亚电商市场竞争格局



注：估算的 GMV 包括所有已付款订单，涵盖已取消、已退货及已退款订单。增长率基于已披露的美元口径数据，可能受到汇率波动影响，因此不一定完全反映以本币计价的实际经营表现。Blibli 的 GMV 不包括本地生活和旅游业务
资料来源：墨腾创投，Tabcut，Metric，华泰研究

商业模式：以发现式电商起量，融合内容场与货架场

TikTok Shop 复现了国内市场内容驱动的发现式电商，商业模式的本质是“货找人”。在买家侧，与传统货架电商依赖用户主动搜索、比价和下单不同，TikTok Shop 将商品嵌入短视频、直播和推荐流等内容场景中，通过算法分发把商品触达潜在兴趣用户，并在站内完成从内容触达、兴趣激发、互动决策到交易下单的闭环。

图表50：TikTok Shop 在 2025 年将自身重新定位为“发现式电商”



资料来源：墨腾创投，TikTok Shop 官网，华泰研究

TikTok Shop 与国内抖音电商同属内容电商体系，但所处发展阶段和经营重心存在差异。我们认为国内抖音电商已进入全域经营阶段；据卡思咨询，2025 年抖音平台重点在于打通自然内容、交易与广告流量池，并推动流量向店播、商品卡、搜索和商城等承接效率更高的场域迁移。商家经营不再仅依赖达人直播或短视频爆发，而是需要协同短视频、直播、商品卡和商城搜索等多类载体，形成“内容拉新-交易转化-货架复购”的闭环。相比之下，TikTok Shop 仍处于从内容场起量向全域经营过渡的阶段，平台首先需要通过短视频、直播、达人联盟和推荐流培养海外用户的购物心智，再逐步补齐商城、搜索、商品广告和履约体系。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

TikTok Shop 早期更依赖低佣金率、高补贴和低客单价的白牌爆品起量。在新进入市场，平台通常以低佣金率、免邮补贴、大促补贴、流量扶持和达人联盟等方式吸引商家与达人入场。据雨果跨境， TikTok Shop 在东南亚市场优先走量，产品以低客单价、白牌居多，2023 年 ASP 多在 50 元人民币以下。在东南亚直播电商市场，畅销商品大多属于美妆个护、时尚、电子 3C 等性价比高的快消品类范畴。据亿邦动力，早期 TikTok Shop 上的同质化产品多，很多来自 Shopee、Lazada 货盘，无货源或一件代发店铺充斥平台；2023 年 2 月起，TikTok Shop 开始整顿，要求卖家确定主营类目，并把发货时效从 15 天缩短到 3 天。

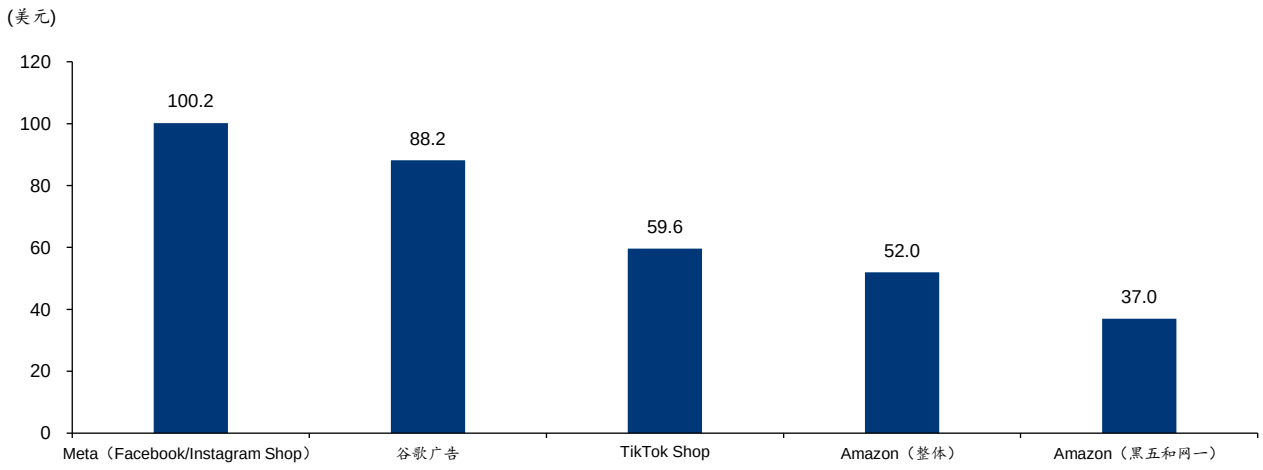
图表51： 2023 年 1-10 月 TikTok Shop 各站点 ASP 对比

国家	总销量（百万件）	总销售额（人民币百万元）	ASP（￥）	ASP（$）
印尼	752	25420	34	4.7
越南	258	10503	41	5.7
马来西亚	234	7726	33	4.6
菲律宾	400	8379	21	2.9
泰国	407	15904	39	5.4
美国	24	4082	167	23.2
英国	35	3637	104	14.4

资料来源：雨果跨境，Tabcut，华泰研究

TikTok Shop 正在补齐货架场能力，有望向内容与货架相融合的综合电商平台演进。平台已推出商城页、商品搜索、商城推荐位和商品广告等货架化工具，商品可基于商品详情页素材进入商城推荐和搜索结果，从而承接用户的主动搜索、商品浏览、比价和复购等需求。据 TikTok Shop 官网，印尼市场方面，TikTok Shop 在 2024 年与 Tokopedia 合并后补齐了货架能力，包括更成熟的商品池、搜索比价、商家运营和本地履约体系。整合后的“Beli Lokal”活动中，参与中小商家的本地商品销量平均增长 125%，验证了内容流量与货架供给结合的转化效果。我们认为，提高货架场占比有利于降低内容电商平台对于商家内容生产与经营能力的要求，进而降低商家入驻门槛，丰富商品供给。

图表52： 各平台美国 2024 年黑色星期五和网络星期一期间 AOV



注：调查的样本范围为超过 30,000 家店铺，不涵盖平台全部商家；谷歌广告的 AOV 反映通过 Google Ads 这一渠道带来的订单 AOV，而非电商平台交易 AOV
资料来源：Red Stag Fulfillment，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

TikTok Shop 的运营模式包括商家自运营、全托管、品牌托管和本地托管。商家自运营（POP）仍是 TikTok Shop 当前主要模式，优势在于经营策略灵活、内容场景丰富、商家自主性强，适合具备内容制作、达人合作和履约能力的成熟跨境卖家。全托管目前处于推广阶段，更强调快速回款和轻运营，平台通过仓储、物流、运营、售后的一站式托管服务，降低商家经营门槛，适合工厂型、供应链型和贸易型商家。据 TT123，截至 2025 年底 TikTok Shop 全球全托管店铺约 9.5 万家，仅占店铺总数的 3.5%。据大数跨境，TikTok Shop 于 2025 年 3 月推出品牌托管模式，向头部品牌和成熟跨境商家发出定向邀请，吸引中高端品牌入驻。据亿邦动力报道，相较全托管，品牌托管商家拥有自主定价权，目标客单价提升至 20-60 美元，而全托管多集中在 10-20 美元，以走量为主；相较小店模式，品牌托管免佣金，并由平台承担仓储、物流、客服等环节，降低商家跨境运营复杂度。据 TikTok Shop 商家学习中心介绍，本地托管模式于 2026 年 1 月在欧洲正式上线。商家将商品备至欧洲本地仓，后续仓储、销售、配送和退换货由平台完成，同时优先匹配本地达人和机构，推动内容电商与本地供给结合。

图表53： TikTok Shop 电商主要运营模式

	商家自运营（POP）	全托管	品牌托管	本地托管
定义	商家自主负责商品上架、销售、营销、物流等全流程，可结合商城、直播、短视频、达人合作等场景	商家专注供货/备货，平台提供仓储、物流、运营、售后等一站式服务	商家发挥品牌优势，平台提供物流等服务，并可定制运营模块，介于 自运营与全托管之间	商家需将商品备货至平台在欧洲的本地仓，后续的仓储、销售、配送、退换货，均由平台完成
推出时间	基础模式	2023.5.16	2025.3.27	2026.1.17
开放地区	美国、东南亚、英国、欧盟、墨西哥、日本	美国、英国、欧盟、墨西哥、日本、沙特阿拉伯	美国、英国、欧盟、墨西哥、日本	欧盟（德国、法国、意大利、西班牙）
入驻门槛	需国内营业执照，支持商家仓、备货仓或海外仓发货	中国内地/中国香港主体的企业资质、个体工商户	平台定向邀请	欧盟四国主体、中国内地主体、中国香港主体均可申请
内容创作	商家做内容，平台提供短视频、直播、达人种草、货架场景等	平台主导，商家更偏供货	商家可以自主进行内容输出、品牌沉淀，并与达人共创内容	平台优先撮合本地达人、机构，商家可用本地现货寄样
平台支持	不同市场支持项不同，主要包括新商扶持、运营经理 1 对 1、爆款商品保护、平台活动、广告或内容工具等	销售妥投后 T+1 结算;平台运营并负责全链路仓储配送，0 平台佣金、0 保证金、0 流量费、0 海外物流仓储成本	全方位权益支持	可享 FBT 官方仓直发、本地达人和机构撮合、部分单品/精品包邮政策
适合商家	有跨境运营经验、能自建内容和履约能力的成熟商家	工厂型、供应链型、贸易型商家	电商头部品牌商家、具备独立站或跨境运营经验的商家	在欧盟四国拥有差异化商品资源和本地备货能力的商家，适合品牌商和经销商

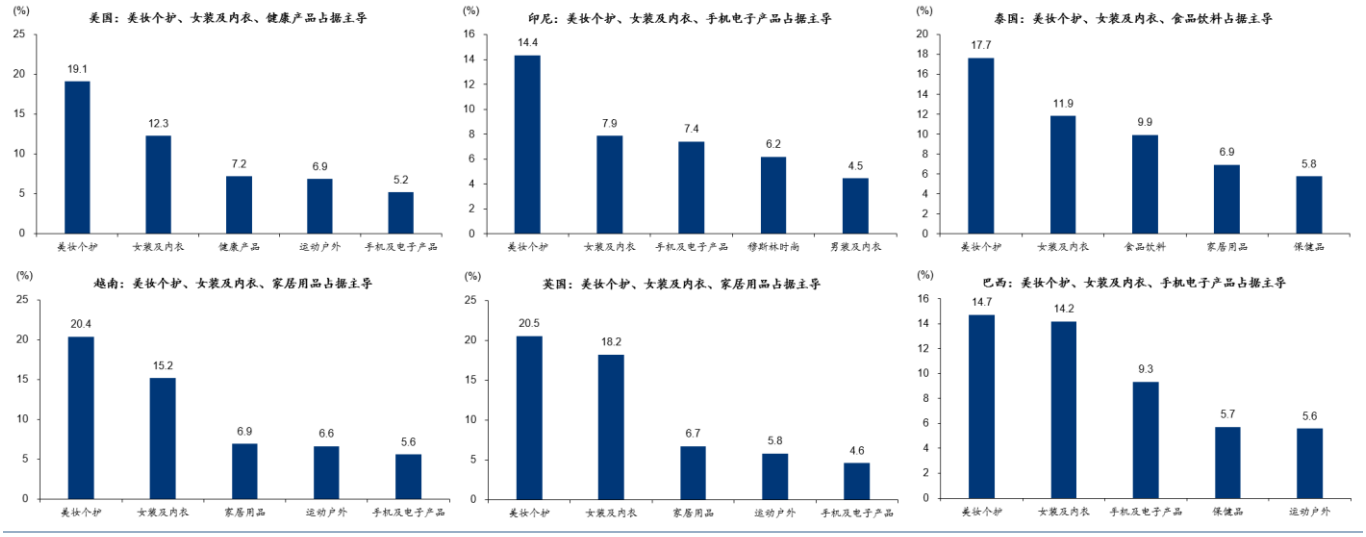
资料来源：TikTok Shop 商家学习中心，TT123，雨果跨境，大数跨境，华泰研究

TikTok Shop 的优势品类通常是视觉性强、具备内容讲解空间、购买决策链路短的类目。典型类目包括美妆个护、女装及内衣、手机及电子产品、家居用品和运动户外等。据 Kalodata，2025 年美妆个护在各市场的占比在 15-20%左右，女装及内衣则在 10-15%左右。我们认为，美妆个护可通过前后对比、试用测评、妆容教程直观展示效果；女装、内衣和时尚配饰适合穿搭展示和达人风格化推荐；手机配件、家居用品、运动户外等则兼具日常需求和内容讲解价值，既能通过短视频完成种草，也能通过直播讲解、问答和限时优惠推动即时转化。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表54：2025 年 TikTok Shop 各站 Top5 类目及 GMV 占比



资料来源：Kalodata，TT123，华泰研究

商家和达人生态：品牌商家贡献主要 GMV，达人生态处于初期

从店铺类型来看，本土卖家是平台的绝对主体，跨境店和全托管店占比较小。据 Kalodata，截至 2025 年底，TikTok Shop 上的本土卖家约 205.2 万家，贡献了 561.9 亿美元 GMV，跨境店次之，以 55.6 万的店铺数量贡献了 40.5 亿美元的 GMV；全托管店约 9.5 万家，受美国等多地取消小额包裹免税影响，仅实现 GMV 20.7 亿美元。我们认为，“本土卖家”应理解为经营资质的概念，而非实际控制人国籍概念。其既包括真实本地品牌和中小商家，也包括中国商家借用海外主体注册本土店铺等方式经营的店铺。据路透社报道，截至 2024 年 3 月，许多中国卖家曾通过美国实体在平台上被认可为美国商家，但因平台规定收紧而需重新注册。因此我们认为，TikTok Shop 全球卖家中可能实际仍以中国商家为主。

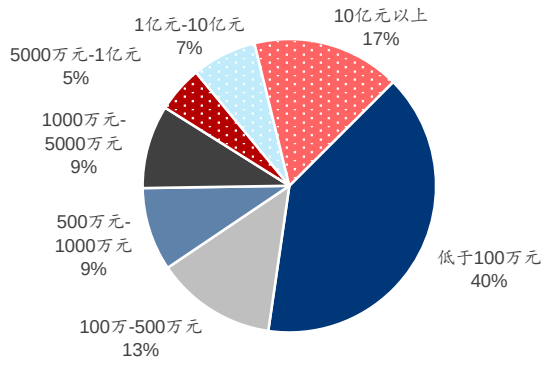
成熟市场中，商家的类型结构较为均衡，但品牌商家贡献了大部分 GMV。据 FastMoss，2025 年 TikTok Shop 美国站 Top200 店铺中，品牌店铺、零售商和全托管店铺各占约 33%。然而，品牌店铺贡献了平台 GMV 的 70%，远超零售商（22%）和全托管（8%）。据 TikTok Shop 商家学习中心，品牌店铺是相应商标的所有者或品牌的独家授权卖家，需经过官方认证。类似的，在东南亚和英国市场中，品牌商铺与零售商的数量各占一半，高度均衡；但品牌商铺的 GMV 占比分别为 60%和 63%，高于其店铺数量占比。我们认为，在东南亚、美国和英国等成熟市场，具备品牌背书、标准化供应链与内容体系的品牌商家，因更强的销售转化与用户信任力，已成为平台 GMV 的核心贡献者。

新市场中，零售商是主要的店铺类型和 GMV 贡献者。据 FastMoss，2025 年墨西哥 Top200 店铺中品牌商铺与零售商数量占比均接近 50%，但零售商贡献了 60%的 GMV；巴西和日本零售商数量占比分别为 69%和 65%，GMV 占比则为 75%和 72%。我们认为，部分新市场仍处于以低价产品、短期爆款推动成交的阶段，品牌建设与内容深耕空间较大。随着 TikTok Shop 后续加强品牌招商、本地达人生态建设和本土履约能力，品牌商铺在新市场中的 GMV 占比有望逐步提升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表55：2025 年 TikTok Shop 平台跨境商家营收规模分布



资料来源：TT123，华泰研究

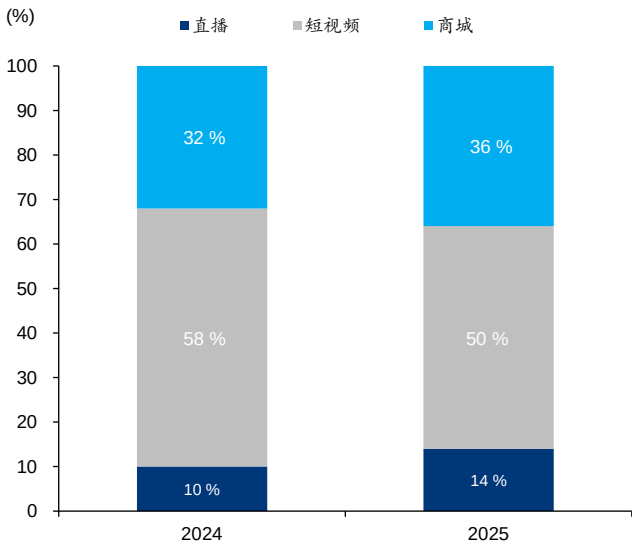
图表56：2025 年各市场 Top200 店铺的结构和 GMV 贡献

	店铺数量占比		GMV 占比	
	品牌商铺	零售商	品牌商铺	零售商
美国	33%	33%	70%	22%
东南亚	50%	50%	60%	40%
英国	50%	50%	63%	37%
墨西哥	49%	51%	40%	60%
巴西	31%	69%	25%	75%
日本	35%	65%	29%	72%

注：东南亚口径包括印尼、泰国、越南、菲律宾、马来西亚五个国家的数据；全托管模式处于推广阶段，2025 年占比相对小，仅美国存在约 33%的全托管商铺
资料来源：FastMoss，华泰研究

在成熟市场，直播带货和短视频双渠道并行，店铺自播比例较高。据墨腾创投，在美国，短视频是 GMV 最大的贡献者，2025 年占 50%，直播仅占 14%，但直播占比同比有所上升。而从达人类型结构来看，店铺自播账号的比例约 30%，反映出商家正系统性地加大对自有内容与转化能力的投入。东南亚市场则已走出初期依赖短视频引流的阶段，据 FastMoss，2025 年直播带货在该地区为绝对主导，在多数达人中占比超过 90%。同时，店播比例达 44%，表明商家对内容运营的介入程度已相当深入，内容经营能力成熟，形成了品牌自播与达人播并行的生态。**在拉美市场，带货内容主要由本地达人主导。**在新市场特别是巴西，由于葡萄牙语高质量短视频内容的规模化供给严重不足，品牌更依赖本土达人进行直播带货。据 FastMoss，拉美市场店铺自播账号的占比较低，2025 年仅 12%，整个生态仍处培育初期。

图表57：2024-2025 年 TikTok Shop 美国站的 GMV 来源渠道



资料来源：墨腾创投，Tabcut，华泰研究

图表58：2025 年各市场账号类型分布和带货达人粉丝量平均数

国家/地区	个人账号占比	店铺自播账号占比	带货达人粉丝量平均数（万）
美国	70%	30%	-
东南亚	56%	44%	125.0
印尼	48%	53%	263.0
马来西亚	38%	62%	61.0
菲律宾	45%	55%	122.0
泰国	36%	64%	103.0
越南	55%	45%	77.0
欧洲	87%	13%	-
英国	70%	30%	51.1
西班牙	92%	9%	52.4
德国	96%	5%	54.6
法国	94%	7%	58.5
意大利	83%	17%	52.2
拉美	88%	12%	72.9
日本	89%	12%	32.4

资料来源：FastMoss，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

和货架电商相比，内容电商的增量成本主要是店铺自播成本和达人佣金等内容制作和营销成本。其中，店铺自播成本包括主播、场地、脚本、运营等自营内容成本。据 TikTok Shop 商家学习中心，达人佣金率指商家为创作者推广商品并达成交易而设置的分销佣金比例。据 Tabcut，美国市场 2025 年达人平均佣金率约 13.1%，同比提升 0.8pp。我们认为，从商家视角看，达人佣金和店播成本会削弱 TikTok Shop 相比 Shopee 等货架电商更低的平台佣金率优势，导致获客成本较高；从平台视角看，达人佣金和店播成本不直接构成平台成本，但会一定程度上限制平台佣金收入天花板。

TikTok Shop 处于高速扩张投入期，我们估计其利润端短期仍处于承压状态。Shopee 在 2025 年 GMV 为 1273 亿美元，同比+26.5%，GMV 口径下调整后 EBITDA 率为 0.7%，已实现盈利；TikTok Shop 在 2025 年 GMV 为 643 亿美元，同比+93.7%，增速远高于 Shopee，两者经营主阵地均为东南亚地区。我们认为，TikTok Shop 目前仍以市场份额扩张和生态建设为主，在商家、达人、履约等方面需持续投入，维持较高的补贴率。与 Shopee 相比，TikTok Shop 的客单价和平台佣金率较低，变现能力尚未完全释放，因此其利润率水平预计在当前阶段低于 Shopee。

图表59：Shopee 在大部分市场的平台佣金率高于 TikTok Shop

	泰国	越南	菲律宾	马来西亚	新加坡	印尼	美国	英国
TikTok Shop	6.42%-8.56%	1.50%-14.00%	5.00%-9.10%	9.72%-15.66%	3.27%-4.91%	3.00%-8.00%	5.00%-6.00%	5.00%或 9.00%
Shopee	7.49%-13.91%	6.00%	8.50%-10.50%	0.00%-17.00%	9.81%-11.99%	2.00%-17.00%	/	/

注：数据截至 2026 年 5 月 28 日；Shopee 的佣金率采用 Non-Mall 非品牌商口径，即普通平台卖家口径，TikTok Shop 的佣金率采用 Marketplace 口径
资料来源：TikTok Shop 商家学习中心，Shopee 商家学习中心，华泰研究

对于 Tiktok Shop 的远期 GMV 测算，我们以乐观、中性和保守三种情景进行假设：
1）乐观情景下，我们以抖音国内成熟电商 ARPU 作为基准。据 ECDB 和 Quest Mobile，以 2025 年抖音电商 GMV 人民币 4.4 万亿元除以 9.36 亿 MAU，估算相对成熟的中国市场的人均 GMV 约 691 美元/用户/年，相当于中国人均 GDP 的约 4.7%。考虑不同地区消费能力差异，我们按照各地区人均 GDP 相对中国的水平对成熟 GMV ARPU 进行调整，并进一步结合 TikTok Shop 在各地区的发展阶段，对 2030 年成熟水平达成率进行假设。

其中，东南亚取 100%，主要考虑当地短视频及内容电商用户基础较好，TikTok Shop 已形成较强的市场基础；美国取 20%，主要考虑当地电商市场成熟、平台竞争激烈，同时仍存在一定政策不确定性；欧洲取 20%，主要考虑监管要求较高、既有电商平台格局相对稳定，TikTok Shop 仍处于发展早期；拉美取 25%，主要考虑当地年轻用户基础较好、TikTok 具备较强流量基础，但电商基础设施及履约能力仍有提升空间。按上述假设，2030 年东南亚、美国、欧洲及拉美对应 GMV ARPU 分别约为 287.4/848.8/444.0/130.8 美元每用户。用户规模暂采用 2025 年各地区 TikTok MAU 数据（暂不考虑用户增长），对应 2030 年各地区 GMV 分别约为 1,464/1,460/1,573/543 亿美元，合计约 5,040 亿美元。

收入空间按各地区 GMV 及参考 Take Rate 测算。在 Take Rate 方面，东南亚 Shopee 2025 年变现水平，取 11.5%；美国和欧洲参考 Amazon 2025 年 3P 业务变现水平，约 30%；拉美参考 Mercado Libre 2025 年 3P Take Rate 约 20%。我们分别得到东南亚、美国、欧洲及拉美地区的收入分别为 168/438/472/109 亿美元，合计约 1187 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表60： 乐观情况下估算各地区 GMV 及收入

抖音成熟ARPU	
抖音电商GMV（RMB bn）	4,400.0
抖音MAU（m）	936.4
CNY/USD	6.8000x
抖音GMV ARPU（USD/用户）	$691.0
中国人均GDP（USD）	$14,657.0
抖音ARPU/中国人均GDP	4.7%

指标	东南亚	美国	欧洲	拉美	合计
分地区MAU（m）	509.5	172.0	354.3	415.2	
地区人均GDP（USD）	$6,096.0	$90,026.0	$47,089.0	$11,095.0	
2030E TTS各地区ARPU水平达成率	100%	20%	20%	25%	
乐观情况下分地区GMV ARPU（USD/用户	$287.4	$848.8	$444.0	$130.8	
2030E GMV（USD bn）	**$146.4**	**$146.0**	**$157.3**	**$54.3**	**$504.0**
成熟综合 Take Rate	11.5%	30.0%	30.0%	20.0%	
2030E 收入空间（USD bn）	**$16.8**	**$43.8**	**$47.2**	**$10.9**	**$118.7**

注：蓝色字体为华泰预测

资料来源：：ECDB，Quest Mobile，Sensor Tower，World Bank，World Development Indicators，国家统计局，Sea Limited，Mercado Libre，Amazon，Marketplace Pulse，华泰研究测算

2）中性情景下，我们从各地区电商市场规模渗透率角度进行测算。以 Bain《China’s Global Push in Retail: What Executives Need to Know》披露的 2024 年电商 GMV 为基数，东南亚、美国、欧洲及拉美分别约为 1,420/10,540/7,190/1,540 亿美元。我们假设 2024-2030 年东南亚、美国、欧洲及拉美电商 GMV 年均增速分别为 15%/5%/5%/20%：其中东南亚电商市场仍处较快增长阶段；美国和欧洲电商市场相对成熟，增速逐步趋于个位数；拉美当前电商渗透率仍相对较低，增长空间较大。对应 2030 年各地区电商市场规模分别约为 3,285/14,125/9,635/4,598 亿美元。在此基础上，结合 TikTok Shop 在各地区的发展阶段及市场竞争格局，假设 2030 年其在东南亚、美国、欧洲及拉美电商 GMV 中的渗透率分别达到 40%/5%/5%/10%，对应 TikTok Shop GMV 分别约为 1,314/706/482/460 亿美元，合计约 2,962 亿美元。按照前述各地区 Take Rate 假设，中性情况下各地区对应收入分别约为 151/212/145/92 亿美元，合计约 599 亿美元。

图表61： 中性情况下估算各地区 GMV 及收入

指标	东南亚	美国	欧洲	拉美	合计
区域电商GMV基数（USD bn）	$142.0	$1,054.0	$719.0	$154.0	
基准年	2024	2024	2024	2024	
区域电商CAGR	15.0%	5.0%	5.0%	20.0%	
距2030年	6	6	6	6	
2030E区域电商GMV（USD bn）	$328.5	$1,412.5	$963.5	$459.8	
TikTok Shop 2030E目标渗透率	40.0%	5.0%	5.0%	10.0%	
2030E GMV（USD bn）	**$131.4**	**$70.6**	**$48.2**	**$46.0**	**$296.2**
成熟综合 Take Rate	11.5%	30.0%	30.0%	20.0%	
2030E 收入空间（USD bn）	**$15.1**	**$21.2**	**$14.5**	**$9.2**	**$59.9**

注：蓝色字体为华泰预测

资料来源：贝恩公司，Sea Limited，Mercado Libre，Amazon，Marketplace Pulse，华泰研究预测

3）保守情景下，我们基于 TikTok Shop 现有业务规模及分地区增长假设测算。以 Tabcut 2025 年 TikTok Shop 各地区 GMV 为基数，东南亚、美国、欧洲及拉美分别约为 456/151/32/4 亿美元。结合各地区当前业务规模及发展阶段，假设 2025-2030 年 GMV CAGR 分别为 20%/15%/15%/50%：其中东南亚业务规模已相对成熟，后续增速较前期或有所放缓；美国市场竞争较为充分，同时存在一定政策不确定性；欧洲 TikTok Shop 仍处发展早期，受监管要求及本地化运营等因素影响；拉美当前业务基数较低、仍处早期扩张阶段，因此在低基数下取 50%的较高增速。对应 2030 年东南亚、美国、欧洲及拉美 GMV 分别约为 1,135/304/64/30 亿美元，合计约 1,533 亿美元。按照前述各地区 Take Rate 假设，保守情境下对应 2030 年收入分别约为 130/91/19/6 亿美元，合计约 247 亿美元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表62：保守情况下估算各地区 GMV 及收入

指标	东南亚	美国	欧洲	拉美	合计
当前tts年化GMV（USD bn）	$45.6	$15.1	$3.2	$0.4	$64.3
基准年	2025	2025	2025	2025	
保守GMV CAGR	20.0%	15.0%	15.0%	50.0%	
距2030年	5	5	5	5	
2030E GMV（USD bn）	**$113.5**	**$30.4**	**$6.4**	**$3.04**	**$153.3**
成熟综合 Take Rate	11.5%	30.0%	30.0%	20.0%	
2030E 收入空间（USD bn）	**$13.0**	**$9.1**	**$1.9**	**$0.6**	**$24.7**

注：蓝色字体为华泰预测
资料来源：Sea Limited，Mercado Libre，Amazon，Marketplace Pulse，墨腾创投，Tabcut，华泰研究预测

物流：推广仓配一体的官方仓 FBT 模式，优化履约时效

TikTok Shop 的物流履约体系正从商家自发货向平台仓配一体化演进。TikTok Shop 早期以商家备货、平台合作物流及第三方承运商履约为主；随着美国、英国等市场趋于成熟，平台开始强化 TikTok Shipping 和 FBT 等官方物流方案，通过平台仓、官方面单、统一承运商分配和发货时效考核等提升履约确定性。

推广仓配一体的官方仓 FBT（Fulfilled by TikTok）模式，有助于提升履约效率和交易转化率。以美国为例，在本土备货模式下，TikTok Shop 提供 FBT、TikTok Shipping 和商家自发货三种履约模式。其中，FBT 是平台官方仓配一体服务，由平台承担仓储、分拣、发货、派送和退货等环节。FBT 的优势在于平台能降低内容电商爆单后因发货延迟、轨迹异常和退货处理不稳定带来的体验风险，并有助于提升商品转化率和复购率。据 TikTok Shop 商家学习中心，2025 年 FBT 商品 3 日达服务覆盖超过 80%的美国订单。由 FBT 履行的商品会获得“3 日达无门槛平台包邮”标签，能够促进每日商品浏览量增加 30%以上，平均转化率提高 15-20%，且对复购也有较为明显的提升。同时，FBT 依托平台仓网和统一物流定价，平均每单履约成本可降低约 20%–35%，并提供 60 天免费仓储期及物流免责保障，有助于商家降低运营负担、提升库存管理效率。

图表63：TikTok Shop 在美国本土备货模式下提供的物流模式

	FBT（第四方物流）	TikTok Shipping-标准版	TikTok Shipping - CBT	商家自发货（第三方物流）
费用结构	费用因所选服务和承运商而异	固定费率：无论分配到哪家承运商，都可以享受最高 20%的专属折扣，未来有进一步下降的空间	CBT（Collection by TikTok）独家固定费率：与标准配送相比，运费最多可再节省 20%，锁定最低费率	成本取决于卖家与承运商约定的费率
模式	平台官方仓 + 官方配	商家仓 + 平台配送面单	商家仓 + 平台配送面单 + 平台免费上门揽收	由卖家自行处理申诉
时效和包邮	平台包邮 +3 日达	商家自包邮 + 多日达	商家自包邮 + 多日达	商家自包邮 + 多日达
提交报销申请	由第三方保险公司 UPIC 处理申诉	由 TikTok Shop 直接处理赔付申诉	由 TikTok Shop 直接处理赔付申诉	由卖家自行与承运商协商
运输服务	提供标准配送和快递两种配送方式	目前仅提供标准配送服务。快递服务预计在未来推出	大洛杉矶地区（南部地区）提供免费上门揽收，帮助卖家更便捷、稳定地发货	卖家自行选择物流服务类型，通常包括 Express、Standard、Economy 等
承运商选择	卖家可以比较 TikTok 提供的主流承运商费率，并自行选择	TikTok Shop 将根据包裹的整体大小、重量和目的地趋势，在订单层面分配最佳承运商 承运商：美国邮政 (USPS)、联邦快递 (FedEx)	TikTok Shop 将根据包裹的大小、重量和目的地趋势，在订单层面分配最佳承运商。揽收承运商：菜鸟、UniUni、GOFO；尾程承运商：菜鸟、UniUni、美国邮政、联邦快递、Ontrac、GOFO、SwiftX、SpeedX	卖家自行选择 TikTok Shop 支持的物流商；包括 USPS、UPS、FedEx、DHL ECommerce 、Amazon Logistics、AxleHire、Better Trucks、Delivery-it、GLS US 等

资料来源：TikTok Shop 商家中心，TT123，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

东南亚仍以平台履约为主，商家负责结算运费。以菲律宾为例，据 TikTok Shop 商家学习中心，默认物流模式为 Ship by TikTok，即由 TikTok Shop 履约并选择物流商；商家自发货仅适用于需要安装或特殊处理的商品、危险品和大件，可自行选择物流商。在 POP 模式下，卖家作为 Ship by TikTok 服务的结算主体向物流商直接支付物流费用；平台不加收物流费用，并通过包邮券和运费折扣等补贴降低买家端运费或部分抵扣物流成本。特殊情况是，如果物流商未能将包裹送达买家手中，平台将承担运费。

考虑到 FBT 官方仓模式较重，该模式预计将分市场逐步推进。FBT 模式对平台仓网、订单密度、品类标准化和库存周转要求更高，并可能增加商家的备货压力和库存风险。我们认为，未来 TikTok Shop 的履约模式可能呈现分层演进：美国、英国、德国等高订单密度和高履约要求市场优先推广 FBT；东南亚、欧洲市场等则先通过和第三方物流合作完成履约标准化，再视本土履约风险的高低决定是否推进 FBT。

TikTok Shop 未自建全链路物流网络，尾程配送依托第三方承运商，履约时效仍有优化空间。据各物流商官网，平台在东南亚市场的承运商主要有极兔速递、Ninja Van 和 Flash Express；美国站 TikTok Shipping 模式下，承运商包括美国邮政、联邦快递等；英国和德国是 FBT 推进较快的市场：英国 FBT 提供次工作日配送服务；德国则由 FIEGE 作为战略物流伙伴承接 FBT，支持德国境内次日达。横向对比来看，相比 Amazon、MELI 等具备自有物流网络或官方仓已普及的平台（能实现下单后两天内送达），TikTok Shop 的履约时效仍有提升空间。

图表64： TikTok Shop 物流履约模式和时效的同业对比

	模式	履约时效
TikTok Shop	平台组织物流 + 官方仓配 FBT + 第三方承运商	商家自发货模式下，Express 最慢 T+3，Standard 最慢 T+7；FBT 模式下，美国最慢 T+3
Amazon	自有物流网络 + 官方仓配 FBA + 第三方承运商	Prime 会员最慢 T+1；非会员 T+2-T+5
Shopee	自有物流网络 + 官方仓配 FBS + 第三方承运商	最慢 T+3
Meli	自有一体化履约网络 + 官方仓配：以 Mercado Envios 为核心，叠加 Mercado Envios Full 官方仓配以及 Flex/Extra 等本地配送能力	最慢 T+2

资料来源：Sea 官网，Amazon 官网，Mercado Librei 官网，TikTok Shop 商家学习中心，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

AI 时代：寻找成长新曲线

火山引擎搭建基础设施生态

火山引擎逐步从中台走向前台。2020 年火山引擎正式对外发布，字节将自身大中台服务积累的经验和能力推向 B 端市场，服务以平台层和应用层为主（SaaS 和 PaaS）。21 年 11 月**火山引擎在组织调整后成为单独的 BU。**2021 年 12 月 2 日，字节跳动旗下火山引擎正式发布全系云产品，包括云基础、视频及内容分发、数据中台、开发中台、人工智能等五大类、共计 78 项服务。2022 年结合自身在内容营销方面的积累，推出云上增长系列解决方案，满足汽车、金融、文娱、大消费等行业的需求。2022 年，火山引擎生态的收入增加了 237%，用户数提升了 348%。截至 2023 年 3 月，火山引擎已与超过 2000 家的伙伴建立了合作关系。这一时期火山引擎作为后发者，增长迅猛，但在传统云服务市场中份额有限。

图表65：2021 火山引擎大会



资料来源：火山引擎、华泰研究

算力生态协同开放，推出火山方舟平台。23 年 4 月火山引擎宣布与字节跳动国内业务并池，基于内外统一的云原生基础架构，抖音等业务的空闲计算资源可极速调度给火山引擎客户使用。23 年 6 月火山引擎正式发布“火山方舟”大模型服务平台，面向企业提供模型精调、评测、推理等全方位的平台服务（MaaS，即 Model-as-a-Service），集成百川智能、出门问问、复旦大学 MOSS、IDEA 研究院、澜舟科技、MiniMax、智谱 AI 等多家机构的大模型产品与能力。

图表66：火山方舟功能全景图



资料来源：火山引擎、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

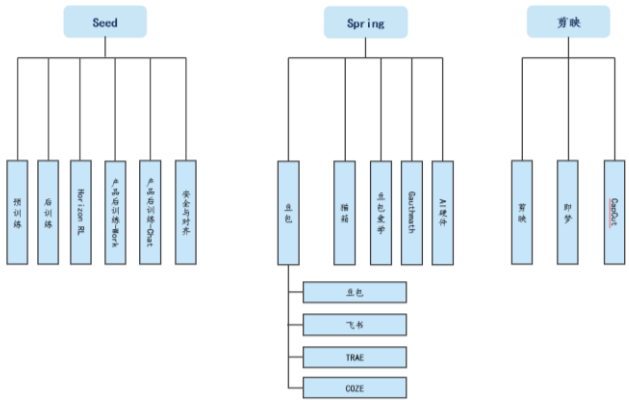
2023 年开启自研路径，强化组织资源调动，深化 AI 应用布局。根据《晚点 LatePost》的报道，2023 年中，字节从 AI Lab、AML、搜索团队等部门抽调人手组建 Seed（豆包大模型）团队。随即 23 年 8 月份云雀通过审核备案，24 年正式更名为豆包大模型，在火山引擎大会上发布豆包全系列产品。2025 年吴永辉接管字节跳动大模型研究部门 Seed，目前来看字节 AI 核心团队主要包含 Seed、Spring 和剪映，Seed 团队主要负责基础大模型研发。

图表67：豆包模型



资料来源：火山引擎、华泰研究

图表68：字节 AI 团队



资料来源：晚点 LatePost、财联社、华泰研究

图表69：字节模型更新节奏

版本名称	发布时间	核心升级方向
Seed 1.0 大模型	2024 年 5 月 15 日	基础能力打底、文本为主、高性价比商用落地
Seedream 图像生成	2024 年 7 月 25 日	多模态图像生成能力落地
Seedance 视频生成、Seed-Music 、Seed LiveInterpret 同传	2024 年 9 月 24 日	多模态能力全面扩展，覆盖音视频、语音、翻译
Seed 1.5-VL 视觉-语言、Seed3D 3D 生成模型	2024 年 12 月 18 日	多模态理解与 3D 生成能力突破
Seed 1.5	2025 年 1 月 20 日	从对话聊天向深度思考+复杂推理升级，初步多模态能力落地
Seed 1.6	2025 年 6 月 11 日	企业级长任务适配、全模态统一理解、Agent 实用化
Seed 1.8	2025 年 12 月	多模态能力持续提升、专门面向多模态 Agent 场景进行了定向优化。
Seed 2.0	2026 年 2 月 14 日	多模态理解能力实现全面升级，并强化了 LLM 与 Agent 能力，在真实长链路任务中稳定推进。
Seed Evolving	2026 年 9 月 9 日	Agent 执行能力与多模态理解持续提升

资料来源：火山引擎、华泰研究

MaaS 成为火山引擎的重点突破口。23 年以来火山引擎的大型发布会基本围绕着豆包大模型的版本迭代，方舟平台的能力升级以及企业 Agent 工具的产品发布展开。相比阿里、华为与腾讯，字节在云计算上起步最晚，新兴的 MaaS 业务有望凭借差异化优势实现突围，通过模型服务市场，进而拉动 IaaS、PaaS 以及上层应用服务的增长。根据 IDC 发布的中国企业级 MaaS 市场格局分析报告，2025 年，中国公有云上大模型调用量达 1944 万亿 Tokens，同比增长 16 倍；其中，火山引擎以 49.5%的份额位居中国第一。

公司成功针对重点行业实现深耕。截至 26 年 5 月，超过 150 万企业和个人使用了火山引擎的大模型服务；超过 140 家企业在火山引擎上累计 Tokens 使用量超过一万亿。其中重点行业成果显著。火山引擎赋能全行业智能升级，携手达能、海底捞等消费头部品牌优化运营，合作八成头部茶饮品牌落地 AI 应用；全面覆盖主流车企，豆包大模型搭载超 700 万辆汽车，覆盖 50 余品牌、145 款车型；与全球前十手机厂商中 9 家合作，覆盖 5 亿终端；服务八成头部券商及重点银行；与超八成 985 高校达成合作，深耕多领域数字化转型。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表70：IDC 统计公有云调用量份额

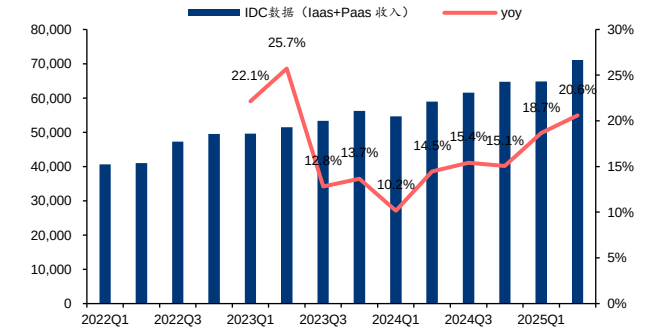


注：统计口径：各大云厂商对外部客户提供的大模型公有云服务调用量，不包含自有业务调用。如火山引擎统计，不包括抖音 APP、豆包 APP、即梦 APP 等字节跳动一方产品调用量。
资料来源：IDC、华泰研究

TOB 服务模型能力提升仍是关键

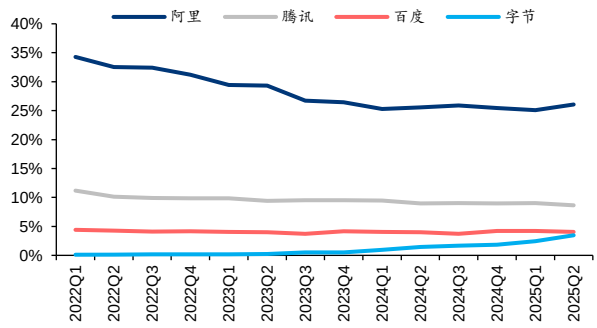
AI 带动下，行业增长提速。根据 IDC 的数据显示，国内 IAAS+PAAS 在 25 年收入规模预计在 3000 亿元左右，24 年以来增长有所提速，其中阿里市场份额在 25%左右，字节作为后进入者，市场份额逐步提升至 5%，在行业中仍处于追赶者角色。

图表71：IDC 数据（IAAS+PAAS 收入 百万元）



资料来源：IDC、华泰研究

图表72：IDC 数据（IAAS+PAAS 市场格局 百万元）



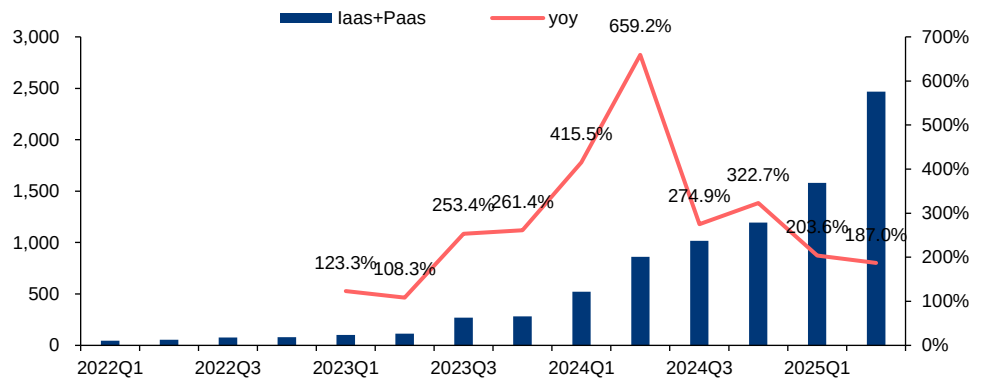
资料来源：IDC、华泰研究

字节跳动低基数下快速增长。IDC 数据显示，字节跳动 IaaS+PaaS 收入呈现快速增长，连续保持三位数的增长趋势。火山引擎大会也验证了这一点，2025 年，火山引擎生态伙伴数量同比增长 148%，生态伙伴参与共建的解决方案数量增长 3 倍，覆盖的 AI 业务场景增长超 8 倍，直接带动生态伙伴收入增长超 20 倍。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

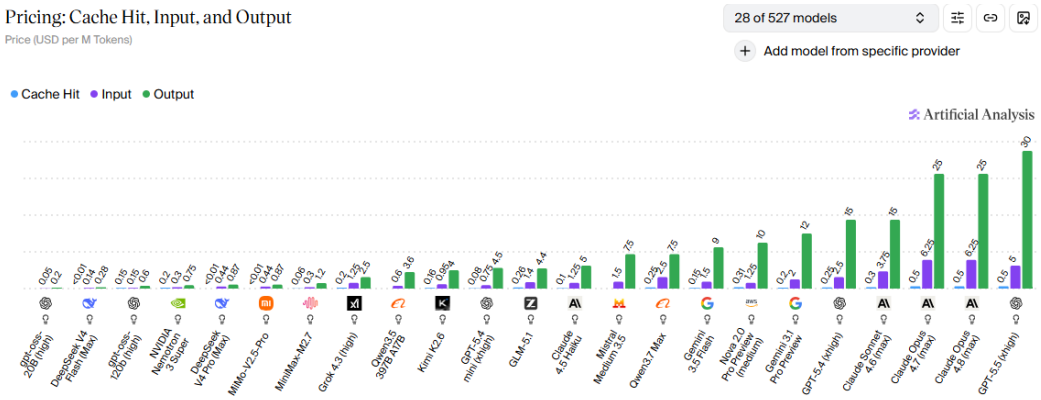
图表73：IDC-字节跳动的 IAAS+PAAS 收入（百万元）



资料来源：IDC、华泰研究

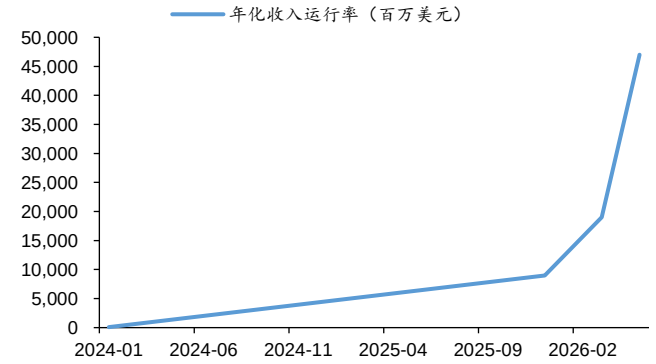
模型能力赋能生产力，TOB 服务有望实现商业化闭环。优质模型在企业端有较强的定价能力，AI analysis 数据显示，Claude 模型整体的定价处于行业前列，并受到企业客户的青睐。根据 Anthropic 表述，26 年 2 月推出 Series G 以来，全球企业客户的采用率持续增长，5 月初年化营业收入突破 470 亿美元，年付费超 100 万美元的企业客户突破 1000 家。**云服务厂商 MAAS 服务能力或导致产业链价值的重新分配。**云服务商有望借助自身模型服务能力，将服务场景渗透入更个性化的 SAAS 服务的场景中，也可以通过与现有 SAAS 企业合作，通过能力支撑获得更高的分成比例，结合过去五年的数据来看，传统云服务商在 SAAS 企业分成比例大概在 15%，模型能力有望成为撬动产业链价值分配的抓手。

图表74：模型输入输出价格对比



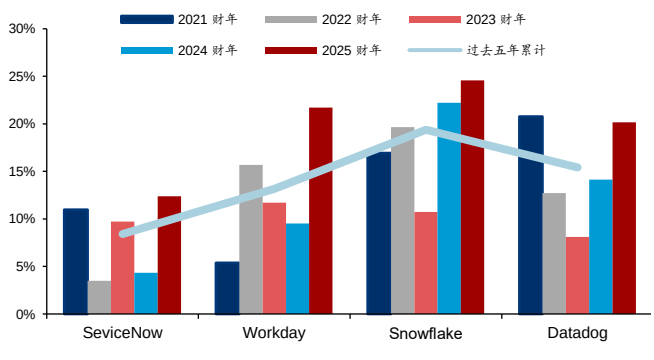
资料来源：Artificial analysis、华泰研究

图表75：Anthropic 的 ARR 趋势



资料来源：VentureBeat、界面、华泰研究

图表76：云服务/数据中心支出的收入占比（年度增量&五年累计）



资料来源：公告财报、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表77：Claude 模型能力的 TOB 服务的应用

产品线	一级落地场景	二级细分场景	标杆客户案例
Claude Platform 全行业基础场景覆盖，主打 200 万 token 长上下文、低幻觉率、61 种语言原生支持	1. 文档智能处理	合同审查与风险识别	Carta Healthcare（临床数据抽象时间减 66%）
		医疗病历摘要与结构化	Steno（完整法律记录分钟级分析）
		财报 / 监管文件分析	Thomson Reuters（CoCounsel 服务百万法律用户）
	2. 客户服务与智能对话	智能客服实时辅助	Intercom（Fin 代理解决 86% 支持量）
		全渠道自助服务	Lyft（支持解决时间减 87%）
		工单自动分类与处理	StubHub（等待时间从 20 分钟→即时）
	3. 内容创作与生成	营销文案 / 广告创意生成	Copy.ai（内容输出增 4 倍）
		行业报告 / 白皮书撰写	Gamma（付费转化率提 20%）
		产品文档 / 帮助中心编写	Orange（漫画翻译效率提 5-7 倍）
	4. 数据分析与洞察	财务数据交叉分析	BlueFlame（文档分析从 4 小时→分钟）
		市场趋势与竞品监控	Rogo（金融工作流效率提 10 倍）
		用户行为深度分析	Local Falcon（同时分析 100 万条评论）
		风险点自动识别	
Claude Code 研发效率革命，主打全链路代码生成、百万行代码库理解、自主调试修复	1. 日常开发与代码生成	前端 / 后端全栈代码生成	Headstart（97% 客户代码由 AI 生成）
		RESTful/GraphQL API 开发	Gumroad（新功能上线增 300%）
		数据库表结构与 CRUD 实现	Rakuten（产品周期从 24 天→5 天）
		UI 组件库快速搭建	
		自动化脚本编写	
	2. 代码审查与质量控	自动代码审查与优化建议	CodeRabbit（交付速度提 86%）
		安全漏洞检测与修复	Graphite（反馈循环从 1 小时→90 秒）
		代码规范与最佳实践检查	Semgrep（假阳性准确率比 GPT-4o 高 16%）
	3. 技术债务清理与系统迁移（20%）	遗留代码重构与模块化	Wiz（5 万行 Python→Go 仅 20 小时）
		框架版本升级（如 React 17→18）	Stripe（1 万行 Scala→Java 仅 4 天）
		编程语言迁移（如 Python→Go）	Satispay（Java 8→21 从 4 周→4 天）
		微服务拆分与改造	
		数据库迁移脚本生成	
	4. 非技术人员赋能	内部工具快速搭建	OpusClip（60 分钟建成 ROI 计算器）
		数据分析看板生成	Novo Nordisk（生物学家快速原型化）
		自动化工作流脚本	Snowflake（自然语言转 SQL 准确率 90%+）
		简单 API 接口开发	
		原型验证工具	
Claude Enterprise	1. 企业级知识库与智能问答	内部文档统一检索与问答	雪城大学（周活率 80-90%，学生日活增 394%）
		产品手册 / 操作指南查询	TELUS（5.7 万员工使用，1.3 万定制方案）
		员工自助服务平台	Thomson Reuters（服务百万级法律用户）
		客户支持知识库	
		行业法规库智能查询	
	2. 敏感数据处理与合规分析	财务数据自动化审计	Brex（合规率 94% vs 行业 70%）
		医疗记录隐私保护处理	Banner Health（30 天部署隐私 AI 系统）
		法律合规性自动审查	PJMF（Grant Guardian 处理数百笔赠款）
		客户隐私数据脱敏	
		监管报告自动生成	
	3. 跨部门协作与决策支持	董事会 / 高管会议支持	NBIM（600+ 用户 2 个月上线，每周省 20% 时间）
		战略规划与市场分析	IG Group（生产率提 100%，ROI<3 个月）
		跨部门项目协同	Quantium（89% 员工日活，提案从数周→小时）
		投资决策辅助	
		风险预警与评估	
	4. 大规模 AI 应用部署	全公司 AI 统一平台建设	Jamf（8 周实现 89% 员工活跃）
		行业垂直应用开发	PwC（3 万人 Claude Code 培训）
		员工 AI 技能培训体系	L'Oréal（1.5 万日活，月均 250 万条消息）
		AI 使用审计与治理	
		多模型统一调度	

资料来源：Anthropic 官网、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

基于 Anthropic 的招股说明书测算，我们认为云服务厂商借助大模型有望获取更高的产业链分成。云服务厂商大概从 Anthropic 收入分成三部分，1）研发投入对算力的消耗，26H1 占收入比为 47%，我们认为部分有望长期得到摊薄。2）推理算力的收入预计会保持稳定，在 10%左右。3）渠道分成目前来看已经提升至 37%。所以综合来看，相比此前从 SaaS 公司获得 15%-20%产业链分成比例，MaaS 服务下分成比例提升至 50%以上，是原来的 2-3 倍。

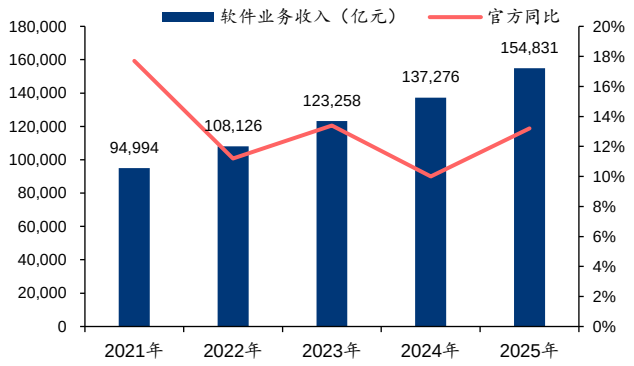
图表78：Anthropic 算力成本拆分

	2024 年全年	2025 年全年	2025 年上半年	2026 年上半年
研发+销售薪酬占比	72.0%	15.6%	29.9%	12.9%
研发算力投入占比	517.4%	122.6%	129.1%	46.9%
推理算力投入占比	136.0%	37.2%	71.5%	8.0%
渠道算力分成占比	8.1%	19.5%	13.7%	37.0%
三方渠道销售占比	32.0%	47.0%	44.0%	48.0%

资料来源：Anthropic 招股说明书、华泰研究

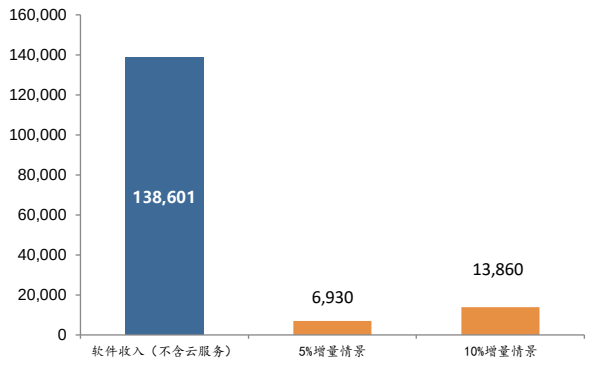
基于产业链的分配角度，我们尝试从国内软件行业产值测算 AI 对云服务厂商带来的价值增量，预计行业产值增量接近万亿。据工信部数据，2025 年我国软件业务收入 154831 亿元，同比增长 13.2%，其中软件产品/信息技术服务/云计算、大数据服务/信息安全收入和嵌入式系统软件收入占比分别为 20.9%/68.7%/15.3%/10.4%。因此基于云服务厂商 MAAS 服务能力或导致产业链价值的重新分配假设，我们保守认为云服务厂商有望获取额外 5-10%的产业链价值分成，预计带来的收入增量约为 7000 亿-1.4 万亿的区间内。

图表79：我国软件行业收入（亿元）



资料来源：工信部、华泰研究

图表80：5-10%的产业链延伸的价值增量（亿元）



注：软件收入（不含云服务）=25 年中国软件行业收入-云服务和大数据服务收入
资料来源：工信部、华泰研究预测

字节豆包模型整体处于国内第一梯队。根据 LMArena Coding Arena 代码能力排行榜数据，截至 2026 年 10 月，豆包 2.0 Pro 的编程能力稳定保持在国内模型的第一梯队。字节坚持走自主研发路径。在 PostTraining 阶段，精心构建了一套高度自主的数据生产体系，该体系通过高效标注团队与模型自提升技术的深度融合，持续且精准地优化数据质量，严格遵循内部标准，不使用任何其他模型的数据，确保数据来源的独立性和可靠性。此外，依托字节在推荐、搜索和广告领域的 AB Test 经验，研发了基于用户反馈的高效 PostTraining 全流程，基于豆包的大规模用户反馈，构建了从问题发现、数据挖掘、人机结合标注到快速迭代的闭环优化系统，通过用户数据飞轮持续提升模型的实际使用体验。**我们预计随着字节的模型能力持续提升，其有望通过 MaaS 服务将自身 AI 能力渗透到企业工作流中，获取更高的价值分配。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表81：编程能力排名（2026 年 10 月）

排名	模型名称	得分	95% CI	投票数	机构	许可证
11	Kimi K3 (max) Moonshot AI	1539.00	+/-7	8,643	Moonshot AI	Kimi K3 license
27	DeepSeek-V4.1-Flash-20260910 (Max) DeepSeek	1524.00	+/-10	3,680	DeepSeek	MIT
30	Qwen3.8-Max Alibaba	1523.00	+/-7	8,078	Alibaba	Proprietary
44	Kimi K2.6 Moonshot AI	1516.00	+/-7	11,093	Moonshot AI	Modified MIT
47	Dola Seed 2.0 Pro Bytedance	1514.00	+/-5	22,067	Bytedance	Proprietary
53	ERNIE 5.1 Baidu	1512.00	+/-7	10,905	Baidu	Proprietary
61	Step 5 Preview StepFun	1509.00	+/-13	2,074	StepFun	Proprietary
68	DeepSeek-V4-Pro (High, 20260813) DeepSeek	1505.00	+/-11	2,804	DeepSeek	MIT

资料来源：LMArena、华泰研究

图表82：大模型能力对比

厂商 / 模型	上线时间	核心优势	与其他模型的主要区别	更适合的场景	API 输入（元/百万 tokens）	API 输出（元/百万 tokens）	缓存命中（元/百万 tokens）
DeepSeek V4 Flash	2026-04-24（预览版及 API 同步上线）	1M 上下文；思考/非思考一体；开放权重	推理、代码能力较强，突出“强能力+极低价格”	批量分析、代码、通用 Agent、高并发	1	2	0.02
腾讯混元 Hy3	2026-07-06（Preview 于 4 月 24 日发布）	256K 上下文；快慢思考融合；Agent 导向	价格低，与腾讯云、元宝及办公产品协同较好	办公自动化、腾讯生态、Coding Agent	1	4	0.25
MiniMax M3	2026/6/1	1M 上下文；原生多模态；开放权重	兼顾代码、Agent、语音、图像和视频生态	AI 陪伴、内容生产、全模态 Agent	2.1	8.4	0.42
豆包 Seed 2.1 Pro	2026/6/23	多模态理解、深度推理、工具调用	强调大规模生产、并发、稳定性和成本控制	客服、营销、教育、内容平台	6	30	1.2
百度 ERNIE 5.1	2026/5/9	中文知识、搜索、企业知识库与行业方案	百度搜索和千帆平台结合紧密，中文及行业落地突出	搜索问答、政企、金融、知识库	4	18	
阿里通义千问 Qwen3.8-Max	2026-08-03 正式发布；Preview 于 7 月 19 日上线	2.4T 参数 MoE 旗舰模型，重点强化 Coding、Agent、专业办公和长程任务	千问当前能力最强型号；阿里云平台、工具链及开源生态完整	复杂编程、企业 Agent、办公自动化、数据分析、长程工程任务	12	36	1.5
智谱 GLM-5.2	2026/6/16	1M 上下文；长程任务、代码与 Agent	强调工程任务持续执行、Office 生产力和国产化适配	Coding Agent、办公文档、复杂工作流	8	28	2
Kimi K3	2026-07-16（7 月 27 日开放完整权重）	1M 上下文；多模态；长程编程和知识工作	复杂研究、软件工程能力突出，但旗舰 API 价格较高	深度研究、大型代码库、法律科研	20	100	2

资料来源：各公司官网、华泰研究

短期来看模型的能力排名会受到模型迭代时间点影响较大，我们看好豆包 seed 模型长期的持续迭代能力。首先从资金层面，字节在资金储备上具有优势，行业内主要公司在 2026 年保持较高节奏的融资需求，模型能力若不能保持竞争力，后续融资压力较大。**其次在数据层面，**字节跳动不会利用模型蒸馏来加速自身大语言模型的能力提升，高度重视自身数据体系建设。字节在各个模型的训练数据上都有投入，据 36 氪报道，为 Seedance 做模型数据评测的团队就有上千人，在世界模型和 Coding 模型的训练上，2026 年初的数据预算超过千万美元。2026 年 8 月，字节跳动成立了新的一级部门——AI 数据与安全，横跨基座模型到业务团队的庞大数据团队，其核心职能是为字节所有大模型，提供跨模态的数据服务。团队的职责也覆盖数据生产全流程：标准制定、寻源采购、合成清洗、质量评测等。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表83：上市大模型公司融资情况

公司	日期	融资事件	类型	融资规模 / 净所得
智谱	2026/1/8	港股 IPO	股权	净募资约 42 亿港元
MiniMax	2026/1/9	港股 IPO	股权	净募资约 46 亿港元
MiniMax	2026/1/11	IPO 超额配股权	股权	额外净募资约 7 亿港元
智谱	2026/2/4	IPO 超额配股权	股权	额外净募资约 6.3 亿港元
MiniMax	2026/7/14	新 A 类股份配售	股权	净募资约 94 亿港元
智谱	2026/7/13	新 H 股配售	股权	净募资约 314 亿港元
MiniMax	2026/7/16	零息可转债	债券	净所得约 64 亿港元
智谱	2026/9/16	新 H 股配售	股权	净募资约 157 亿港元
智谱	2026/9/18	零息可转债	债券	净所得约 30 亿美元

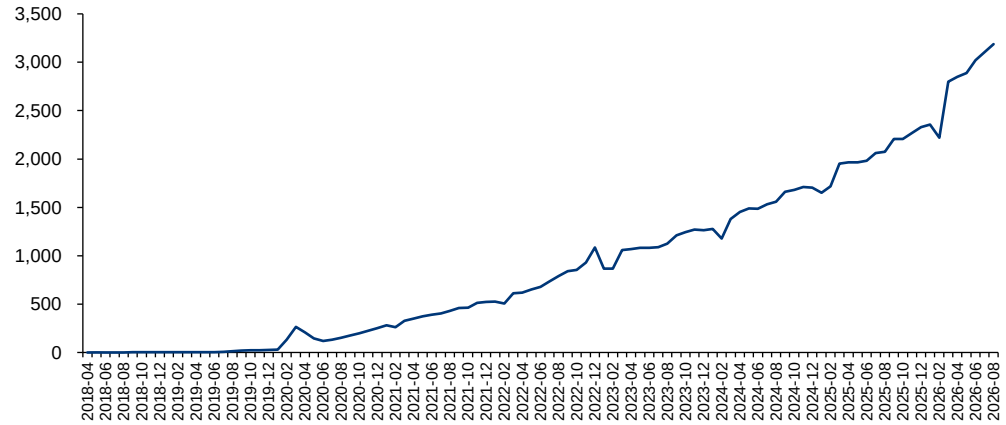
资料来源：各公司公告、华泰研究

从办公入手切入企业运营工作流

飞书经历了四次定位变化。2016 至 2019 年，它是字节内部高速增长组织使用的协同工具；2020 至 2022 年，它借疫情完成外部市场验证，并从通信协作扩展到组织管理；2023 至 2025 年，它以多维表格、低代码和飞书项目切入业务数字化，同时把 AI 嵌入知识与工作流；2026 年，飞书的产品和商业化组织分别进入豆包和火山引擎体系，角色进一步转为字节企业 AI 的知识、权限和协作底座。

AI 赋能下用户增长加速。飞书移动端月活从 2018 年 4 月的 0.64 万人增至 2026 年 8 月的 3187.37 万人，日均活跃从 0.28 万人增至 1021.96 万人。2020 年疫情形成第一次跃迁，2021 至 2024 年保持连续扩张，2025 年增长趋稳后，2026 年 3 月至 8 月重新加速。对比来看，飞书的用户规模和份额依然较小，落后于企业微信和钉钉，但是增长速度较快。

图表84：飞书的月活用户数（万）



资料来源：Questmobile、华泰研究

图表85：主要办公产品用户数据对比

产品	2026 年 8 月 MAU（万人）	MAU 同比	日均 DAU（万人）	DAU 同比	DAU/MAU
钉钉	17,074.52	-4.8%	7,424.52	-3.0%	43.5%
企业微信	13,052.12	+5.6%	7,039.87	+8.8%	53.9%
飞书	3,187.37	+53.5%	1,021.96	+52.7%	32.1%
WPS Office	26,635.33	-2.8%	3,386.17	-16.2%	12.7%
腾讯会议	5,319.41	-0.6%	549.14	+1.4%	10.3%

资料来源：Questmobile、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

与豆包整合，重塑 TOB 服务体系。2026 年 7 月 30 日，字节跳动启动针对 AI 业务的组织架构调整，对旗下豆包、飞书、火山引擎三大业务的产品研发与商业化体系进行重组。2026 年 8 月，豆包工作作为面向个人、团队和企业的智能体工作平台推出，并原生接入飞书。公开产品说明显示，它能够理解工作目标、规划步骤、检索公开与企业信息、处理数据、调用工具，并交付文档、表格、PPT、网页或轻量应用；成果可以回到飞书继续分享、评论和编辑。这一调整形成三层分工：豆包掌握用户意图和任务入口；飞书提供文档、群聊、会议、组织关系、OKR 和权限等企业上下文；火山引擎提供模型、算力、云资源以及统一企业销售。飞书从独立办公套件升级为企业 Agent 的工作环境和治理底座。

图表86：豆包工作的服务体系



资料来源：每经网、华泰研究

整体来看个人办公市场规模相对有限，需与 TOB 融合。首先测算白领人口基数，2020 年人口普查职业分类数据显示，机关事业及企业负责人、专业技术人员、办事人员和有关人员三类合计约 1.3 亿人。此外，2020 年商业和服务业从业人员约 2.2 亿，其中部分金融、信息技术、商务服务、销售管理等岗位也属于非体力白领。假设其中约 20%属于白领岗位，可以再增加约 4,400 万人，2020 年狭义白领约为 1.7 亿—1.8 亿。参考 WPS 付费率约为 15%(25 年累计年度付费个人用户数/期末移动端 MAU 为 15.26%)，AI 赋能对个人场景帮助更大，付费率预计会更高，同时结合订阅的月费，我们预计个人办公市场空间中性假设下约 500 亿，若能完整切入企业工作流，行业规模有望进一步扩容。

图表87：AI 工具的订阅费用

产品	免费版	入门档	中档	高档/旗舰档
豆包专业版	有	标准：连续包月 68 元	加强：200 元/月	高级：500 元/月
WorkBuddy	有	标准：连续包月 70 元	高级：140 元/月	旗舰：700 元/月
Kimi	有	GO 49 元/月；PLUS99 元/月	PRO：199 元/月	Max：699 元/月

资料来源：公司官网、华泰研究

图表88：国内个人办公市场规模测算

白领人群（亿人）	付费率	年度人均付费（元/年）	市场空间（亿元）
1.75	15%	1000	262.5
1.75	30%	1000	525
1.75	50%	1000	875

资料来源：国家统计局，华泰研究预测

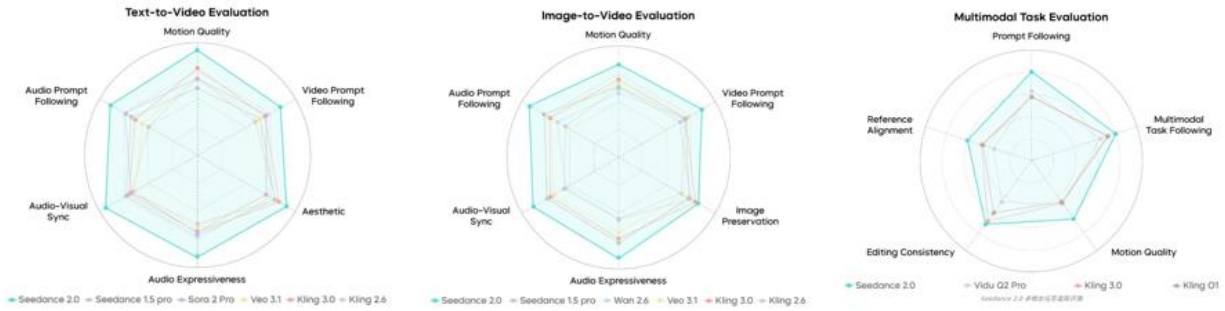
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

视频图像领域验证了优质模型的定价能力

字节视频模型能力逐步提升，Seedance 2.0 打响市场。24 年 9 月双模型在火山引擎深圳 AI 大会首次公开亮相，会上正式对外发布 PixelDance、Seaweed 两款独立视频模型，开放企业内测，成为 Seedance 前身双基座，仅限少量广告、短剧厂商试用。25 年 5 月双模型深度融合 Seedance 1.0 Lite，PixelDance+Seaweed 底层架构打通、技术合并，首款统一命名 Seedance，推出 1.0 Lite 轻量化版本，支持文生 / 图生视频、480P/720P 输出，优先在剪映、即梦内部灰度测试，主攻电商短视频批量生成场景。26 年 2 月 Seedance 2.0 正式发布，采用统一的多模态音视频联合生成架构，支持文字、图片、音频、视频四种模态输入，集成了目前业界较为全面的多模态内容参考和编辑能力，相比上一代模型能力大幅升级。

图表89：文生视频、图生视频、多模态参考生成评测



资料来源：Seed 官网、华泰研究

多渠道嵌入 Seedance 商业化能力强。在 C 端，即梦 AI 全量搭载 2.0、豆包付费会员解锁高清长视频生成，全面赋能内容创作者。海外 CapCut（TikTok 剪映）在东南亚、拉美、中东分批上线 Seedance 能力。26 年 4 月火山引擎正式上线 Seedance 2.0 系列 API 服务，企业和个人用户现在可以调用其视频生成能力，重塑工作流、探索全新的产品形态和应用场景。目前 Seedance 已经在众多行业得到应用，根据 36 氪的报道，火山引擎在 26 年 4 月已将 MaaS 业务营收目标上调至 150 亿元（25 年收入约为 15 亿），其中视频模型 Seedance 2.0 单月收入超 10 亿元。

图表90：Seedance 企业应用案例

细分行业	企业应用
影视文娱行业	总台春晚应用于《贺花神》《驭风歌》等多个节目的舞台效果制作上
	上影元借助 Seedance 2.0 激活《大闹天宫》《哪吒闹海》《黑猫警长》《葫芦兄弟》等上美影经典动画 IP，打造春节品牌事件。
漫短剧行业	内容制作方九州文化、麦芽传媒、山海星辰、福建奇想无限等正在用 Seedance 2.0 制作高水准精品短剧和漫剧
	技术服务商巨日禄正在搭载 Seedance 2.0 升级其站内一键成片的整体能力，将中高水准的精品 AI 剧制作综合效率提升近 10 倍，制作成本显著降低
广告营销行业	筷子科技基于 Seedance 2.0 的视频生成与创意协同能力，已为食品饮料、时尚服饰、美妆护肤、本地文旅、智能出行等多个行业头部品牌提供商业广告营销支持，高效完成营销视频与多版本广告素材的制作。
	与光同尘借助 Seedance 2.0，为 OPPO K15 Pro 打造了科技感的宣发视频。
AI 工具和 SaaS 服务平台	TapNow、纳米漫剧流水线、万兴科技接入 Seedance 2.0，全面升级其 Agent 平台，提升 AIGC 内容创作效率。
具身智能行业	数十家头部企业采用 Seedance 2.0 生成符合物理规律、场景复杂的具身交互数据，充分涵盖机器人作业、室内行走等真实场景，支撑机器人跨环境 / 跨本体泛化训练、3D 场景重建、机器人运动轨迹预测等任务。
自动驾驶行业	多家头部企业正利用 Seedance 2.0 生成训练数据，如暴雨、大雾、降雪、光线反射等极限工况环境，以及复杂交互与碰撞风险的 corner case 场景数据，全面提升模型训练和仿真评测能力。

资料来源：火山引擎、华泰研究

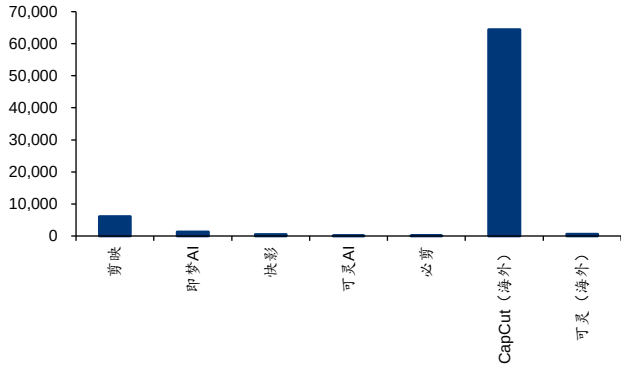
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

规模化的用户储备和闭环的应用场景为 Seedance 商业化奠定良好基础。剪映作为旗下视频和图像内容编辑工具，2019 年正式发布，逐步成为国内外头部内容创作平台，根据界面新闻的报道，2024 年剪映的总营收规模接近百亿元人民币，全球月活用户已超 8 亿，用户数在国内外处于领先地位。

- **创作者+短视频场景：**根据抖音的数据，2025 年 11 月对比同年 3 月，抖音平台 AI 内容投稿量增长 185%，其中，优质 AI 内容投稿量增长 1430%，播放量涨幅达 478%。2025 年以来，AI 创作者数量增长 191%，其中万粉创作者数量涨幅达 160%，且创作者群体呈现多元化渗透，涵盖从专业内容团队到普通用户。
- **创作者+短剧场景：**AI 赋能短剧制作，DataEye 研究院预估 2026 年全年国内 AI 剧漫剧市场规模将达 400 亿，较 2025 年增长 138%。字节旗下红果短剧为国内短剧领先平台。
- **创作者+营销场景：**剪映已服务超过 4800 万营销人群，覆盖电商、家居日用、食品饮料、服饰、3C 以及本地生活等多个核心领域。通过剪映创作的视频在抖音累计产生的 GMV 达到 1120 亿元。

图表91：MAU（万）对比（截至 2026 年 5 月）



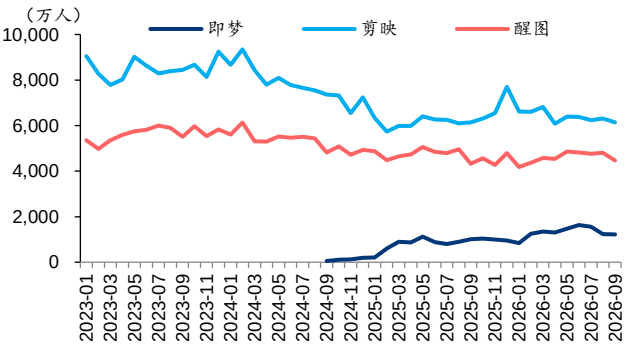
资料来源：Questmobile、SensorTower、华泰研究

图表92：2025 年抖音内 AI 内容和创作者快速增长



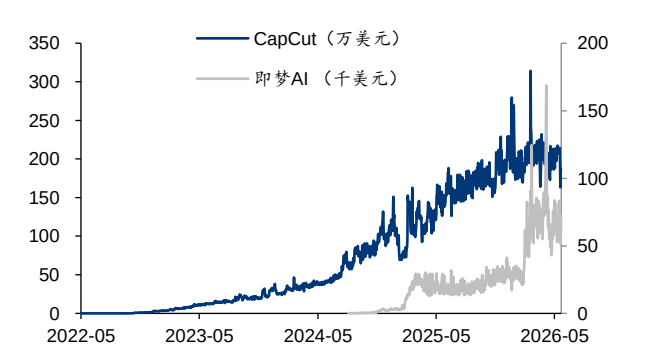
资料来源：抖音 AIGC 内容报告、华泰研究

图表93：MAU 用户数据趋势



资料来源：Questmobile、华泰研究

图表94：CapCut 和即梦 AI 的 ios 流水情况



资料来源：SensorTower、华泰研究

Seedance 2.5 在国内处于领先地位。Seedance 2.5 凭借 30 秒原生长叙事、音视频联合生成、大规模多模态参考及时间戳级编辑等能力，已处于国内视频生成模型第一梯队，在作品完整度、复杂素材理解和专业化创作方面具备较强竞争力。相较可灵 3.0、MiniMax H3 和通义万相 Wan3.0，Seedance 2.5 的差异化优势不仅来自模型能力，更在于字节跳动覆盖豆包、即梦、剪映、抖音、巨量引擎及火山引擎的产品与商业生态，有望形成从创意生成、视频制作到内容分发、广告投放和效果反馈的完整闭环，并利用真实用户行为持续提升模型可用率。考虑到 Wan3.0 已追平 30 秒时长、可灵持续强化 4K 和自动化工作流、H3 具备开放权重优势，国内视频模型竞争仍将保持高强度，但字节在模型、流量、创作工具和商业化场景上的综合布局，使 Seedance 2.5 具备较强的领先基础和持续迭代潜力。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表95： 国内视频模型对比

参数	Seedance 2.0	Seedance 2.5	MiniMax H3	可灵 3.0 / Omni	通义万相 Wan3.0
上线时间	2026 年 2 月 12 日	2026 年 7 月 31 日	2026 年 7 月 31 日	2026 年 2 月 5 日	2026 年 8 月 6 日
单次生成时长	最长 15 秒	最长 30 秒，支持多轮延长	4—15 秒	最长 15 秒	最长 30 秒，支持智能时长和视频延长
输出分辨率	480P、720P、1080P、4K	480P、720P、1080P、4K	768P、 2K	720P、1080P、4K	480P、720P、1080P
输入类型	文本、图片、视频、音频	文本、图片、视频、音频	文本、图片、视频、音频	系列支持多模态输入，具体取决于模式	文本、图片、视频、音频、文档、网页链接
参考素材上限	9 张图、3 段视频、3 段音频	30 张图、10 段视频、10 段音频	9 张图、3 段视频、3 段音频；混合文件合计≤12	支持图片、视频等参考；未核实统一数量上限	最多 20 份多模态参考素材
原生音视频联合生成	支持	支持	支持，立体声	支持，多语言对白	支持，可原生生成对白、背景音乐和音效
多镜头叙事	支持	支持，侧重 30 秒完整叙事	原生支持	支持智能分镜和镜头级控制	支持，侧重 30 秒长叙事和连续运镜
视频编辑	支持延长和多模态编辑	时间戳编辑、绿幕、机位和参考编辑	支持广义参考与编辑	统一生成、参考及视频内编辑	支持画面、剧情和对白修改，以及视频续写
模型开放性	闭源	闭源	H3 Base 开放权重；完整 2K 系统部分闭源	闭源	Wan3.0 闭源 API

资料来源：各公司官网、华泰研究

Seedance 已经跨过生产力临界点，借助短剧快速实现商业化变现。2026 年 9 月 17 日中国国家广播电视总局网络视听节目管理司司长表示全国微短剧用户已经超过 8 亿人，2025 年微短剧市场规模突破千亿元人民币。2026 年前 8 个月，全国上线微短剧共 43 万部，是去年全年的 13 倍，其中 AI 剧占比超过九成，AI 短剧的快速增长带动了 Seedance 收入快速增长。火山引擎总裁谭待在采访中表示，视频创作和 Agent 场景已成为 Token 调用的增长主力，2026 年提升后的商业化目标也可以实现。我们结合短剧供给的情况来测算，短剧视频生成市场规模需求预计在 200 亿以上。

考虑到当前 AI 短剧较高的渗透率，我们认为后续的增长空间相对有限。火山引擎总裁谭待认为影视、短剧只是 Seedance 的一个环节，长期来看可能只是一个小场景，未来将在生产制造、广告营销、游戏等多领域得到更广泛的应用。

图表96： 国内 AI 短剧视频生成市场规模

AI 视频成本	单部 100 分钟成本	60 万部总市场规模
300 元/分钟	3 万元	180 亿元
600 元/分钟	6 万元	360 亿元

资料来源：华泰研究预测

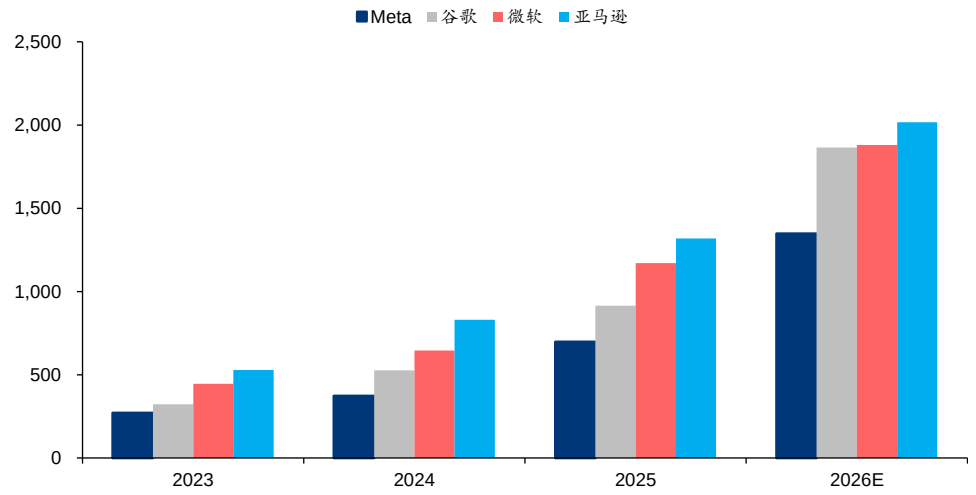
海外互联网资本开支加速，字节积极投入

海外互联网公司资本开支显著加速。海外无论是头部 CSP 还是专注 GPU 算力的 Neocloud，在 2025 至 2027 年的资本开支轨迹均呈现出单边上修、坚定投入的信号。四大科技巨头——Alphabet、META、Microsoft、Amazon 2025 年合计资本开支突破 4,000 亿美元，2026 年进一步增长预计达 7600 亿美元，同比增长约 86%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

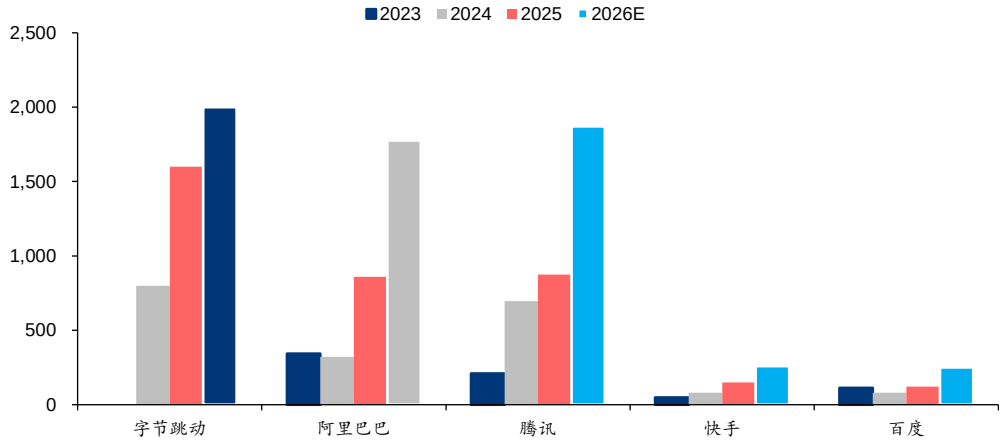
图表97：海外互联网公司资本开支趋势（亿美元）



资料来源：各公司财报、Visible alpha、华泰研究

国内互联网公司加大资本开支，字节投入领先。趋势来看，国内大厂在 25/26 年持续加大资本开支投入。25 年 2 月 24 日阿里巴巴宣布未来三年，将投入超过 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。字节跳动作为云服务的后发者，为了追赶行业头部公司以及满足自身业务需求，公司逐年加大资本开支。根据《南华早报》的报道，26 年预计资本开支提升 25%至 2000 亿人民币。

图表98：部分互联网公司资本开支（亿元）



资料来源：Visible alpha、《南华早报》、公司财报、华泰研究

公司的数据中心投入与业务发展相匹配，整体投入金额抬升。字节的数据中心建设大致经历了三个阶段：2017—2022 年以第三方定制机房承接业务增长，满足业务早期发展；2023 年起通过火山云在国内推进大型算力中心；2025—2026 年继续扩充国内和海外算力投入，欧洲和美国完成合规化建设。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

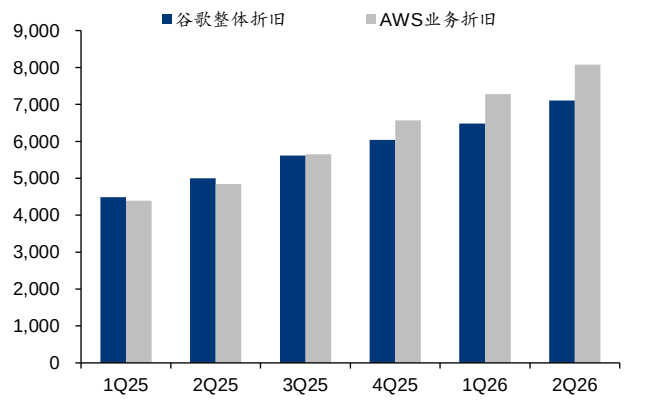
图表99：字节相关的数据中心建设

时间节点	国家/地区	项目	披露金额	单位	字节关系及金额口径
2017-03	中国·河北怀来	官厅湖大数据产业基地			秦淮数据建设；字节系业务使用
2018	中国·山西大同灵丘	秦淮数据太行山基地			秦淮数据园区；服务抖音、今日头条等客户，非字节独占
2020-08	爱尔兰·都柏林	TikTok 首个欧洲数据中心	4.2	亿欧元	TikTok 正式推出 Project Clover 的爱尔兰节点
2022-10	马来西亚·柔佛	Bridge Data Centres MY06			字节跳动为主要客户
2023	挪威·哈马尔	TikTok Project Clover / Green Mountain 园区			TikTok 正式推出 Project Clover 的挪威节点
2023	中国·山西大同广灵	火山云太行算力中心一期	45	亿元人民币	两期建设总投入，二期工程预计 25 年投入使用
2023-07	新加坡	AirTrunk—字节跳动联合数据中心提案			获新加坡 IMDA 试点选中
2024	中国·安徽芜湖经开区	火山引擎长江算力中心	80	亿元人民币	2026 年 9 月仍在建
2024	中国·安徽芜湖无为	火山引擎无为数据中心	80	亿元人民币	无为项目计划总投资
2024-06	马来西亚·柔佛	字节数据中心扩建及 AI 区域枢纽意向	100	亿林吉特	投资计划
2024-10	中国·内蒙古和林格尔	火山引擎算力中心	120	亿元人民币	园区一、二期计划投资额，约各 60 亿元
2025-01	泰国	TikTok 数据托管项目	1268	亿泰铢	泰国 BOI 批准的投资申请
2025-02	泰国	TikTok 五年数据托管投资计划	88	亿美元	TikTok 对外披露 2026—2030 年计划
2025-09	芬兰·科沃拉	TikTok / Hyperco 数据中心	10	亿欧元	TikTok 披露约 10 亿欧元投资
2026-04	芬兰·拉赫蒂	TikTok 芬兰第二座数据中心	10	亿欧元	TikTok 宣布新增投资
2026-05	泰国·曼谷等三地	TikTok 服务器及数据存储扩张	8420	亿泰铢	TikTok 对外披露 2026—2030 年计划的一部分

资料来源：政府网站、Tiktok 公告、华泰研究

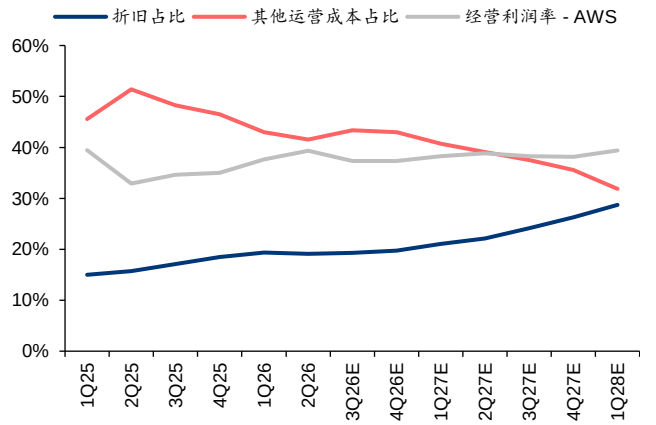
短期资本开支扩大影制约利润率提升，长期来看规模效应和 AI 业务结构对利润率形成正向助力。随着资本开支的交付，可以看到谷歌和亚马逊的折旧摊销呈现显著上升趋势。AWS 的折旧占比也从 25Q1 的 15%提升到 26Q2 的 19.1%，一定程度上制约了云业务利润率的提升。但从长期来看，随着云业务收入规模的提升，其他运营成本依然会受益于规模效应，可以看到 AWS 25 年其他运营成本占比随着收入规模提升，显著下降。

图表100：谷歌整体与 AWS 业务的折旧（百万美元）



资料来源：公司财报、华泰研究

图表101：AWS 利润率拆分



资料来源：公司财报、Visible Alpha、华泰研究预测

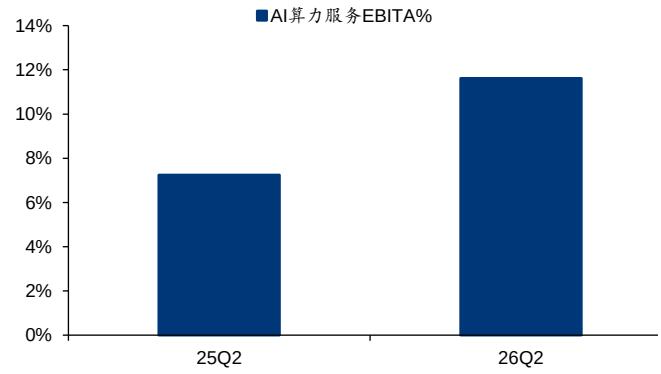
AI 业务利润率较高，对云业务利润率有帮助。26Q2 阿里云业务调整后 EBITA 利润率达到 11.6%，提高了 4.4 个百分点。主要由于 AI 相关产品收入增长带动，26Q2 占云业务外部收入的 35%。同样结合智谱的数据也可以看到，开放平台及 API 业务稳态下推理毛利率为 70%-80%，收入持续的增长可以摊薄其他投入，边际上公司 API 业务的毛利率从 25FY 的 18.9%，提升到 24.6%。

综上，首先从规模来看，字节跳动的云服务仍处于追赶者的位置，短期资本开支加大，有助于在上游供给瓶颈下，获得高于行业增速的增长。从长期来看，模型能力仍是公司获取份额的抓手。从结构来看，Seedanc2.5 本身属于 AI 云服务的高毛利业务，一定程度上带来业务层面利润率的提升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

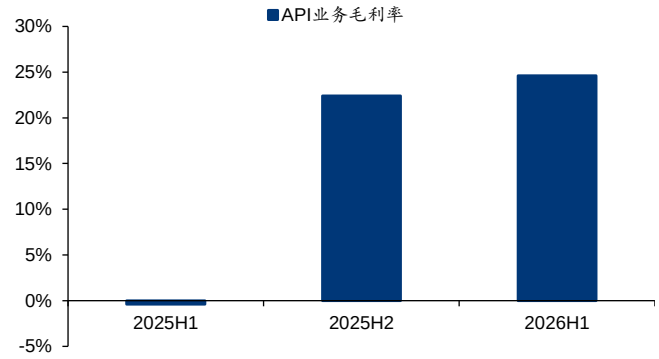
下载日志已记录，仅供内部参考

图表102： 阿里巴巴 AI 算力服务 EBITA%



资料来源：公司财报、华泰研究

图表103： 智谱开放平台及 API 业务毛利率



资料来源：公司财报、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：关注 AI 时代下创新模式和云服务的长期空间

综上，我们建议从商业模式竞争与 TOB 服务场景中寻找投资机会。在商业模式上，AI 模型基础能力提升下，商品和服务有望诞生新的交互模式，建议重点关注国内电商和本地生活服务平台的 AI 应用场景；其次，云服务能力在 AI 助力下切入企业工作流，获取更多的价值链分成，建议关注云服务基础设施公司的长期成长空间。

图表104：字节跳动产业链图谱



注：相关公司为部分举例，非穷尽名单，不代表推荐或看好
资料来源：各公司公告、各公司官网、澎湃新闻、彭博、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1) 流量增长放缓风险

互联网娱乐流量整体见顶，行业用户时长、规模增速持续走弱，垂类产品依赖主站导流，独立增长能力不足，将直接压制广告、电商等核心业务的收入增速。

2) 模型能力落后风险

全球大模型竞争激烈，若国内模型在性能、多模态能力、迭代速度上不及竞品，会削弱自身产品竞争力，同时影响 AI 对原有业务的赋能效果。

3) 海外政策不确定性风险

海外电商业务覆盖多国，各地数据监管、电商合规、贸易及外资相关政策频繁变动，叠加地缘因素，易推高运营成本，阻碍海外业务扩张与正常经营。

4) AI 场景拓展不及预期风险

各类 AI 新应用仍处于培育期，若产品无法匹配用户与商户需求，落地节奏、商业化效率偏低，AI 难以形成有效增长极，公司整体战略推进将受到拖累。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、侯杰、詹博、曹卓铭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、侯杰、詹博、曹卓铭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster