

# AI 重塑流量入口

## 海外互联网平台的分化与重估

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

AI可以处理更复杂的问题带来流量入口的迁移：Google搜索推出AI overviews，AI mode仍在实验中，据Conductor，目前25%的Google搜索会触发AIO，2025年AIO月活已超20亿，ChatGPT也有一定的流量份额，流量分发格局持续重塑，据Semrush调查，93%的Google AI mode、83%的AI overviews无外部网页点击。

对于不同类型平台，AI带来的流量迁移影响不同：

- **内容发现平台：**1) 强依赖搜索导流的信息类平台如Yelp、TripAdvisor等，受AIO冲击最大，AIO可覆盖相关信息问询类需求，并优先推荐Google自家类似产品；2) 拥有网络效应与独家UGC数据的平台流量影响较弱，此外高质量数据可对外授权创收，如Reddit、Pinterest等；3) Spotify、Netflix等垂类订阅制平台短期受冲击有限，长期议价权取决于版权归属以及AGI降低创作门槛带来的范式转变。4) 掌握自有流量入口的社交平台如Meta，AI是增长引擎而非威胁：自有流量不依赖搜索导流，AI排序与Advantage+推动广告量价齐升，是AIO环境下少数受益方。
- **交易类平台：**AIO时代受益方，履约能力与撮合交易复杂度构筑Agentic Commerce护城河。ChatGPT曾尝试闭环电商模式，由于消费者未养成下单习惯作罢，目前ChatGPT、Google AIO在交易类需求上均承担发现导流入口角色，成交、支付与用户数据仍归平台，长期看，我们认为供求关系变化速度快、自建履约能力的交易类平台护城河更高（Uber、Doordash等）。其中Amazon以自建仓配履约叠加Rufus对话式导购，是自建Agentic Commerce的典型代表。

**风险提示：** AI变现及商业化不及预期、 AIO分流冲击超预期、 agentic commerce落地不及预期等。

# 北美互联网平台财务及估值情况

图：北美互联网平台财务及估值情况（百万美元）

公司	股票代码	类型	收盘价	市值	收入YoY			净利润YoY				PE	
					2024	2025	2026E	2024	2025	2026E	2026E	2027E	2028E
Meta	META.O	社交媒体	627.57	1,593,038	22%	22%	26%	-17%	20%	27%	16.7	15.1	12.6
Yelp	YELP.N	本地生活	23.63	1,299	6%	4%	0%	-7%	7%	44%	6.1	5.6	5.5
Tripadvisor	TRIP.O	在线旅游	11.95	1,391	3%	3%	0%	-96%	2362%	62%	9.3	7.7	6.5
Reddit	RDDT.N	社区平台	183.91	35,404	62%	69%	47%	-191%	-209%	144%	27.4	20.4	16.0
Pinterest	PINS.N	内容社区	21.59	12,094	19%	16%	15%	-30%	43%	192%	9.9	8.9	8.2
Spotify	SPOT.N	流媒体	493.58	101,595	18%	10%	13%	-47%	89%	21%	38.0	30.7	25.2
Netflix	NFLX.O	流媒体	81.56	343,433	16%	16%	14%	-22%	28%	39%	22.3	21.2	18.0
Amazon	amzn.O	综合电商	253.79	2,730,047	11%	12%	15%	-20%	26%	51%	23.9	21.3	17.1
Etsy	ETSY.N	垂直电商	67.05	6,363	2%	3%	-4%	20%	-17%	152%	9.8	9.4	9.2
eBay	EBAY.O	综合电商	109.15	48,463	2%	8%	10%	1%	-1%	33%	17.9	16.7	15.4
Airbnb	ABNB.O	在线旅游	133.72	80,594	12%	10%	14%	5%	-5%	27%	25.2	21.7	18.8
Booking	BKNG.O	在线旅游	167.49	129,784	11%	13%	9%	-1%	1%	40%	15.9	14.1	12.7
DoorDash	DASH.O	本地生活	160.07	69,745	24%	28%	28%	-70%	237%	82%	33.8	23.0	16.7
Uber	UBER.N	出行/本地生活	72.21	146,991	18%	18%	12%	-44%	79%	17%	22.1	16.7	13.7

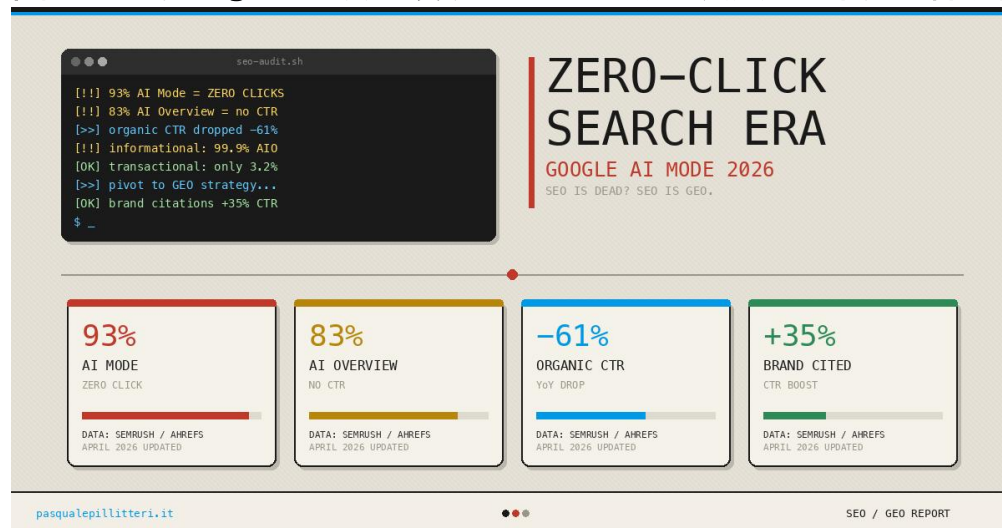
资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理 注：标黄为26对应PE低于10x公司

- [ 01 ] AI范式转变与流量新入口：Google AI0与ChatGPT
- [ 02 ] 内容发现平台：强搜索导流平台受影响较大，有网络效应/内容版权平台护城河稳固
- [ 03 ] 交易类平台：拥抱agentic commerce新入口，履约越重平台护城河越高
- [ 04 ] 风险提示

# AI带来的范式转变导致流量分配剧烈变化

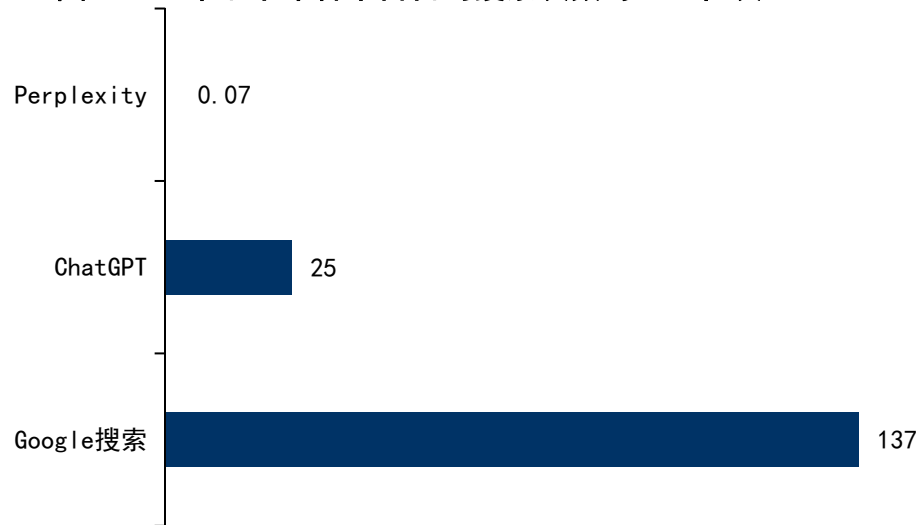
- **存量搜索入口仍由Google主导**：2025年下半年Google搜索日均查询量约137亿次，远高于ChatGPT（约25亿次）与Perplexity，传统搜索的存量入口地位稳固。
- **Google借AI将搜索流量直接转化为AI触达**：2026年初Google AI10月活约20亿居首，ChatGPT约12亿、Gemini约7.5亿紧随其后，AI搜索/助手已成为亿级用户的主流入口。
- **范式转变下流量分配剧烈重构**：头部由Google、OpenAI主导，流量正从单一搜索结果页向AI生成式入口加速迁移，分发格局持续重塑。据Semrush调查，93%的AI mode、83%的AI overviews无外部网页点击。

图：93%的Google AI模式搜索结束时没有一次点击访问外部网站



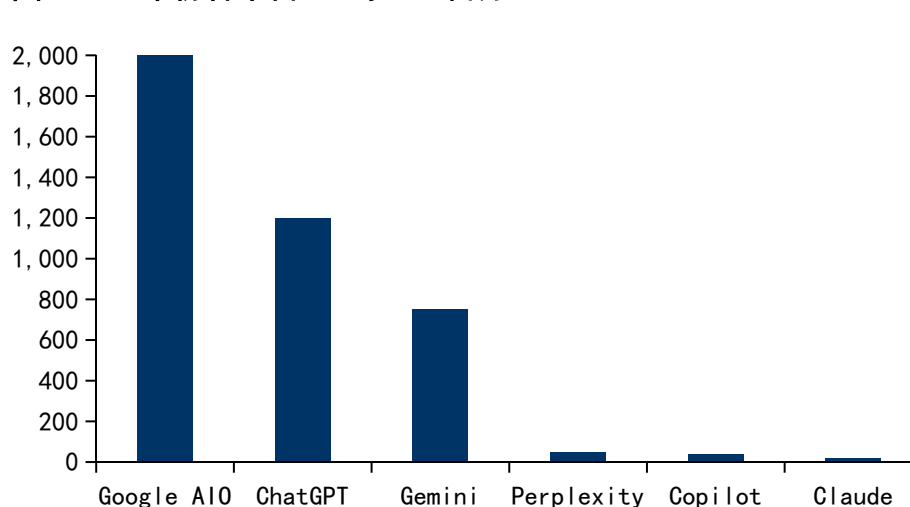
资料来源：Semrush，国信证券经济研究所整理

图：2025年下半年各平台日均搜索次数对比（亿次）



资料来源：公司公告、AI Magicx，国信证券经济研究所整理

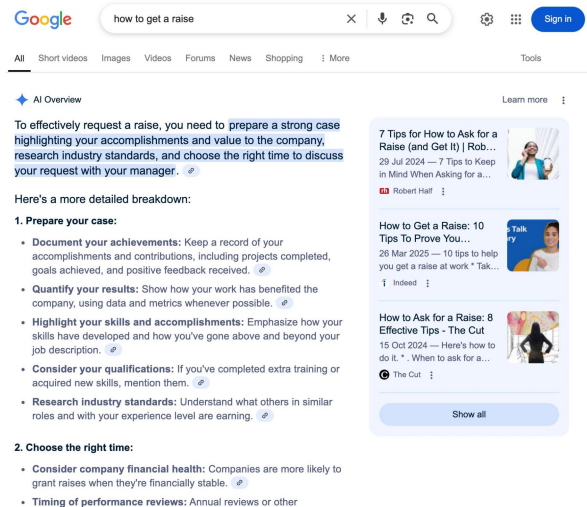
图：2026年初各平台MAU对比（百万）



资料来源：公司公告、AI Magicx，国信证券经济研究所整理

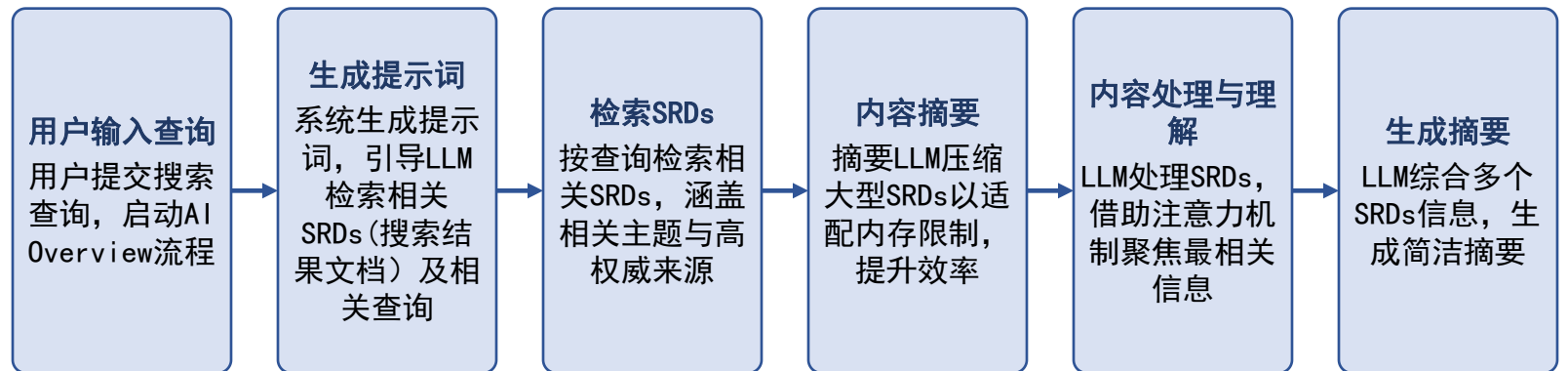
- **概况:** Google搜索结果页顶部的AI生成摘要, 直接回答用户提问并附来源链接, 2023年5月I/O开发者大会上作为实验性功能推出, 2024年5月更名AI Overviews并在美国正式上线。管理层表示, AIO 延伸了搜索的范围, 能处理过去传统搜索无法回答的复杂的、带主观对比的长尾问题。据Google, 2024年10月扩展至100+国家、2025Q2覆盖200+国家与40+语言, 月活超20亿。据Conductor, 26Q1约25%搜索会触发AIO, 99.9%的信息性搜索关键词会触发AIO。
- **变现情况:** 2024Q4起, AIO内部的购物卡片广告和直达链接广告在北美铺开, 2025Q2业绩会管理层表示AIO变现效率与传统搜索“相当甚至更好”, AI可更好理解客户意图, 扩展在更复杂搜索中投放广告的能力(原先这部分搜索难插广告)。
- **AIO在电商/房地产行业转化率低, 尝试从agentic commerce方向突破:** 据Ahrefs数据, 目前~3.2%购物相关查询有AIO, 此前一度比例高达29%, 后由于AI回答未转化为销售后降低比例, 房地产相关查询触发AIO比例为5.8%。2026年1月, 公司发布UCP (Universal Commerce Protocol, 通用商业协议), 定位为面向 Google Gemini、AI mode的 agentic 购物标准, 目前已有沃尔玛、Spotify等生态伙伴支持, 仍在早期功能完善阶段, 预计年内全球推广。

图: Google AI Overviews (AIO) 搜索结果页示意



资料来源: Google官网, 国信证券经济研究所整理

图: Google Gemini生成AI Overviews的流程(从查询到摘要)

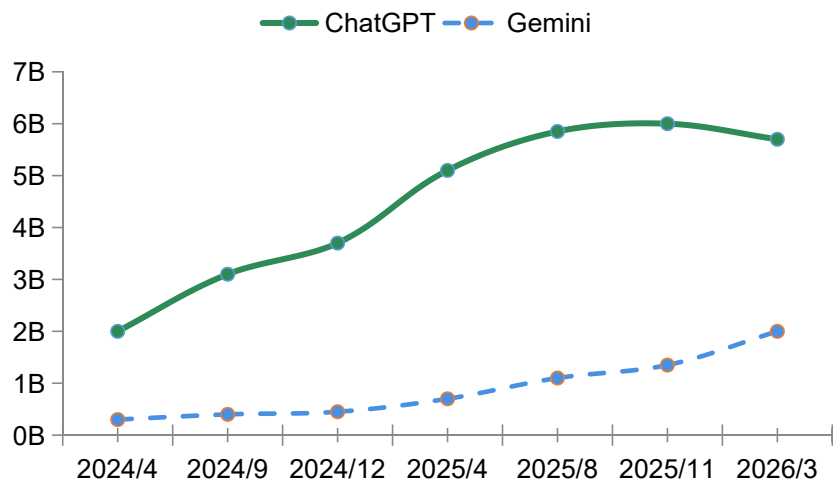


资料来源: ahrefs blog, 国信证券经济研究所整理

# ChatGPT：从订阅制走向多元变现，交易闭环受挫

- **概况：** OpenAI于2022年11月推出的对话式AI助手，逐步扩展搜索、文件解析、图像与多模态、代码及Agent等能力，重塑用户获取信息的入口。2024年10月推出ChatGPT Search，切入传统搜索引擎的核心场景。截至2026年初，周活跃用户已突破9亿，是增长最快的AI原生应用之一。
- **变现情况：** 当前收入以订阅为主，Plus/Pro个人订阅与企业版（Team/Enterprise）及API调用构成主要现金流。区别于早期“弱化广告”的表态，OpenAI已于2026年2月起在ChatGPT内上线广告并于5月取消自助投放门槛，预计2026年广告收入约25亿美元。
- **向交易闭环延伸，发力agentic commerce：** 2025年OpenAI推出Instant Checkout购物结算功能并联合Stripe开源Agentic Commerce Protocol（ACP），先期接入Etsy、Shopify等商家，推动从“信息获取”向“直接交易”闭环演进。因原生结算商家接入寥寥（数百万Shopify商家中仅几十家商家上线）、用户仍习惯回熟悉平台付款、且未建跨州税务体系，OpenAI已于2026年3月撤回Instant Checkout，ChatGPT退回“商品发现+比价”，成交交由第三方商家网站/App完成。

图：ChatGPT与Gemini独立站点月访问次数（十亿次）



资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理（注：Gemini不含搜索内AI Overviews约20亿月活）

图：Google与ChatGPT购物（agentic commerce）路径对比

对比维度	Google	ChatGPT (OpenAI)
入口形态	搜索/Gemini内购物推荐，依托既有搜索流量	对话式助手内推荐，依托主动提问场景
技术标准	AP2 (Agent Payments Protocol)，联合多家支付方	ACP (Agentic Commerce Protocol)，联合Stripe开源
合作生态	沃尔玛、Shopify、支付/卡组织等	Etsy、Shopify、Walmart等
流程差异	标准侧重“代理授权支付”，电商接入支付层即可、链路较轻；用户信息、商品信息与交易仍由第三方电商平台掌握，Google偏支付授权中介	标准侧重“对话内即时结算”，需商家深度接入Checkout、闭环更重；用户信息、商品信息与交易触点更多收拢至AI入口（OpenAI），第三方交易平台话语权被弱化
商业逻辑	以广告变现为主；购物场景主要转化为购物广告/搜索广告库存，而非交易抽佣	订阅+广告+交易抽佣多元变现；2026年起上线广告，预计广告年收入约25亿美元

资料来源：Google官网，OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] AI范式转变与流量新入口：Google AI0与ChatGPT
- [ 02 ] 内容发现平台：强搜索导流平台受影响较大，有网络效应/内容版权平台护城河稳固
- [ 03 ] 交易类平台：拥抱agentic commerce新入口，履约越重平台护城河越高
- [ 04 ] 风险提示

- 整体看，AI能赋能Google等入口处理更复杂主观的搜索后，依赖其导流的内容与发现平台普遍面临流量入口被替代、议价权向流量平台转移、甚至自身被取代的困境，需在“向AI授权数据/导流”与“守住自有用户与生态”间权衡。
- 强依赖搜索导流的信息类平台，受AIO冲击最大：本地点评Yelp、旅行点评Tripadvisor——信息类查询被AI Overviews直接吸收，自然导流减少，用户数持续承压。
- 拥有网络效应与独家UGC数据的平台，议价权较强但仍是双刃剑：社交平台Meta自有流量自主可控、不依赖搜索导流，AI排序与Advantage+推动广告量价齐升；社区论坛Reddit（被AI引用最多，可授权UGC数据变现）、发现平台Pinterest（视觉+购物意图，AI推荐拉动转化）——内容/数据成为AI时代核心资产，但导流被AI答案截流、内容亦面临稀释风险。
- 不依赖搜索导流的订阅平台短期冲击有限，长期需关注内容版权归属及AGI可能带来的创作范式转变：音频订阅Spotify以付费订阅与自有分发为主、受AIO影响小，AI功能（个性化推荐、AI DJ）还能拉动留存，但其不掌握音乐版权（仅被授权方）；视频订阅Netflix分流影响极小，AI用于推荐、需求预测与广告技术降本增效，且握有《怪奇物语》《鱿鱼游戏》等自制IP，内容护城河长期持续，但可能面临AGI带来创作门槛降低、商业模式转变的威胁。

# 社交平台Meta：希望做出个人超级智能体，目前主要靠AI优化广告变现效率

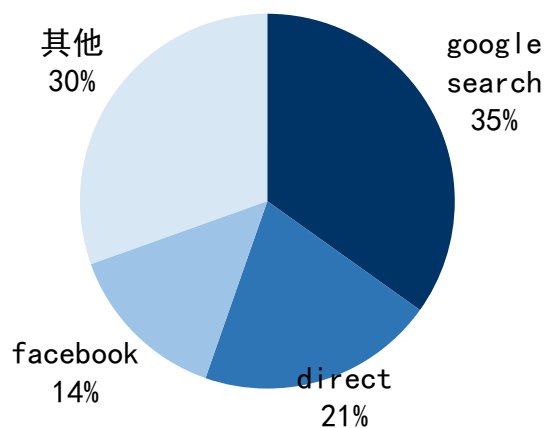
**公司介绍：**全球最大的社交平台公司，旗下拥有Facebook、Instagram、WhatsApp、Messenger等应用，应用家族（Family of Apps）日活约35.6亿，广告是其核心商业模式。

**AI对流量影响：**AI正成为流量增长的引擎而非威胁。从流量结构看（见左图），平台自有流量（direct+facebook约35%）与搜索引流（google search约35%）并重，入口相对自主可控；Meta AI助手月活已达约10亿，自适应排序模型提升内容与广告匹配，推动一季度广告曝光量同比增长19%。同时每天约10亿人在WhatsApp、Messenger与Instagram上联系商家，AI商务代理把对话流量转化为商业入口。

**对收入影响：**AI显著拉动广告变现。如右图，22-23年增长主要靠广告库存放量（曝光增速一度超30%）、单价大幅承压（同比一度近-20%）；23Q4起单价转正并持续抬升，AI排序与Advantage+推动量价重新协同。2026年一季度广告收入550.2亿美元、同比增长33%，单条广告均价同比上涨12%；生成式AI创意工具使用商家翻倍至800万。

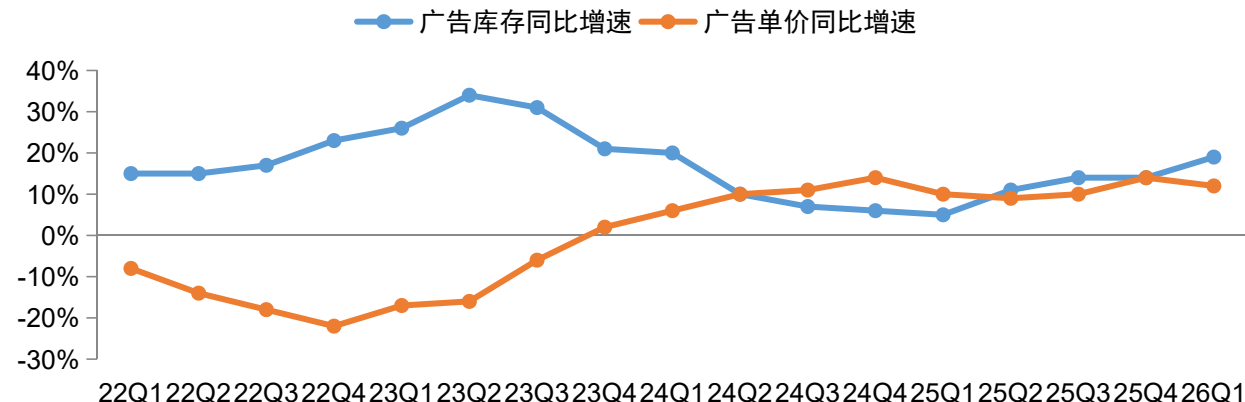
**前景展望：**Meta战略重心明确指向2C个人AI入口——通过Meta AI、独立App及Ray-Ban智能眼镜抢占下一代个人助手与用户时长，并为此持续投入超大规模AI算力；当前该助手尚不直接向用户收费，变现仍主要落在2B广告（以2C的规模与数据反哺广告ROI）。26Q2营收指引580-610亿美元，已有超100万家企业使用Meta商务代理（Business Agent），AI正从广告优化延伸到商家经营与对话式商务。

图：meta近6个月流量结构



资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理

图：22Q1-26Q1 Meta广告单价、广告库存同比变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 本地点评平台Yelp: 被AI Overviews分流, 用户持续下滑

**公司介绍:** Yelp成立于2004年, 是美国领先的本地商户点评与发现平台, 覆盖餐饮、家居服务、汽修、健康、美容等品类。截至2025年末累计点评数达3.3亿条, 每季度独立访客约9700万, **超60%流量来自Google搜索引流**。主要收入来自向本地商户出售的广告服务 (按点击付费的本地广告为主, 另有商户订阅、交易及其他服务), 广告收入约占总收入的95%。

**AI对流量影响:** 谷歌AI Overviews覆盖率提升导致本地搜索结果中“零点击”比例显著抬升, 本地商户信息在搜索摘要呈现, 据WIRED调查, 42% AI回答引流至Google自家产品, 本地生活回答引流至Google Maps, 导致跳转至Yelp等外部垂直点评平台的引流大幅减少; 此外, ChatGPT等通用AI助手开始承接“附近哪家好”、“商户对比”等传统由Yelp承接的发现型需求, 分流效应在RR&O类目尤为明显。整体看, 26Q1广告点击数同比-10% (已连续五个季度负增长), 付费广告点位降至48.5万、同比-6%, 点击下滑主要由RR&O类目消费需求走弱驱动。

**对收入影响:** 受流量下滑影响最大的是餐饮、零售及其他 (RR&O) 类目的本地广告收入——该部分需求弹性大、对搜索引流依赖度高; 相比之下, 服务类 (家居、本地、汽车等) 广告收入相对抗跌, **由于复购属性强、对单次搜索引流依赖较低**。

**前景展望:** 一方面公司主动用AI重塑产品——上线Yelp Assistant、AI生成的商户摘要与对话式服务匹配, 并通过收购RepairPal、Hatch切入汽车与服务垂类闭环; 另一方面, Yelp海量的真实点评内容是LLM训练与引用的高价值语料, 长期有望从“被分流”转向“被引用并回流”。

图: Yelp近6个月流量结构

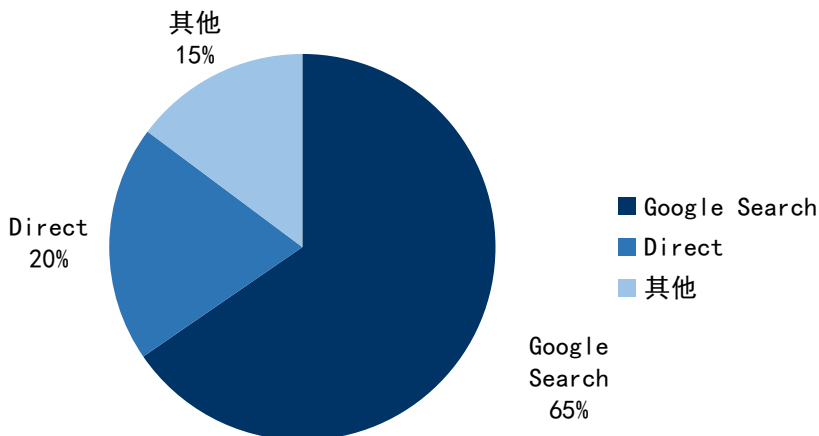


图: Yelp广告点击数22Q1-26Q1同比变化 (%)

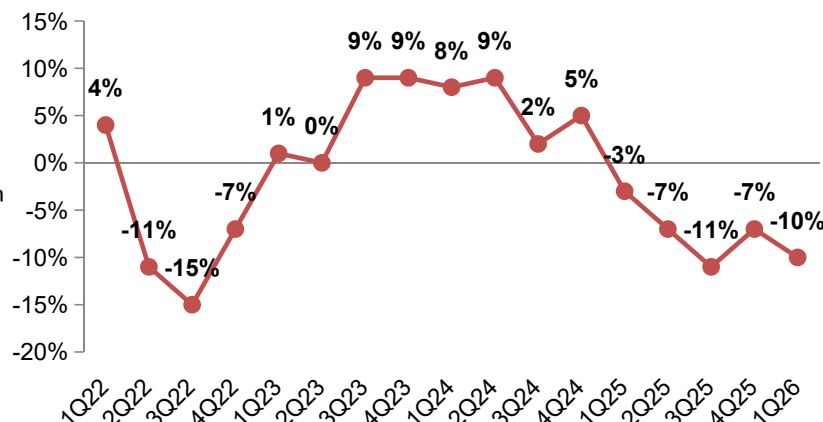
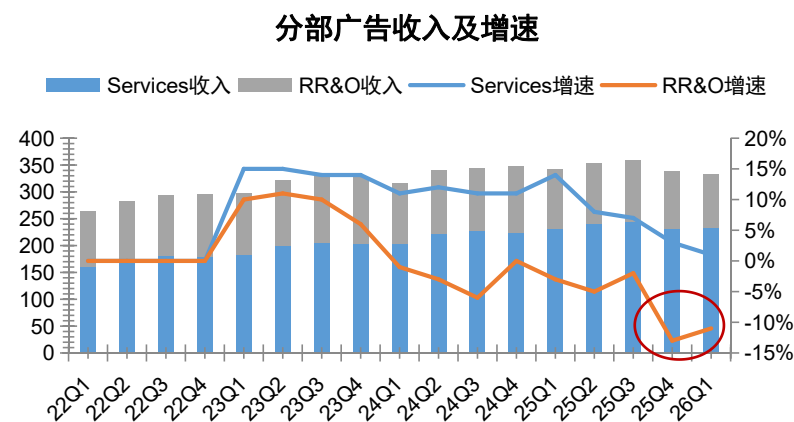


图: Yelp分部广告收入及同比增速



资料来源: Similarweb, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

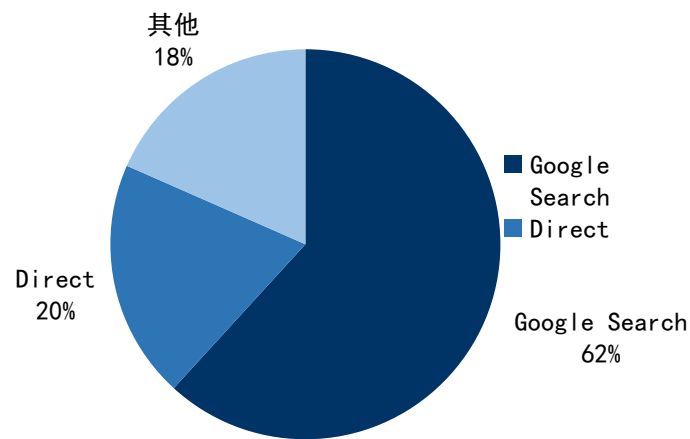
# 旅行点评平台Tripadvisor: AI Overviews分流一次性访客, 启动战略评估与ChatGPT合作反向变现

**公司介绍:** 成立于2000年, 全球最大的旅行点评与发现平台, 截至2025年累计点评数超过10亿条, 覆盖全球约800万家酒店、餐厅与景点, **长期高度依赖谷歌SEO自然流量获客**, 收入主要来自酒店点击/广告、TheFork订餐及Viator体验预订三大板块。

**AI对流量影响:** 24年下半年起, 谷歌AI Overviews将“去哪玩、住哪、吃什么”等查询答案直接呈现在搜索结果页, 并优先推荐自家Google Travel、Google Things to do等内容, 大量一次性访客 (“flyby visitors”) 不再点入Tripadvisor, 对依赖搜索流量变现的业务——**酒店CPC与媒体展示广告**——冲击最直接。其中酒店营收自23年起即因22年高基数回落进入下行通道, AI Overviews进一步加剧边际压力; 媒体广告此前长期保持正增长, 自25年起首次系统性转负 (25Q4同比-17%), CEO Goldberg明确将酒店与媒体的流量压力归因于搜索格局变化与AI Overviews兴起, 公司将重心转向SEO依赖度更低的体验与会员渠道: 以App与直订为主的marketplace业务逆势增长——TheFork收入5730万美元、同比+23%, Viator所在体验板块亦延续双位数增长, 对单次搜索导流依赖较低。

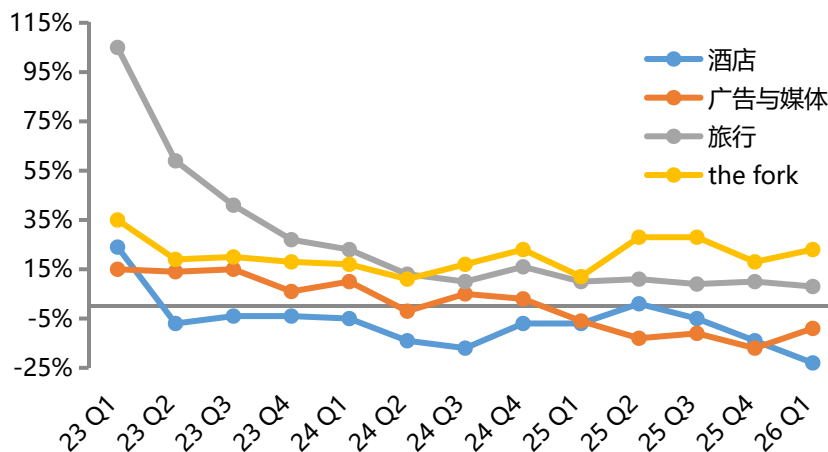
**前景展望:** 公司加速向“目的地App+会员制+体验marketplace”转型, 2025年推出AI原生推荐产品并将Viator App接入ChatGPT, 2025全年marketplace业务已贡献超60%收入; 同时启动战略评估, 探索TheFork等资产的价值释放。长期看, Tripadvisor的UGC点评是LLM高价值语料, 有望从“被分流”转向通过AI助手被引用并回流。

图: Tripadvisor近6个月流量结构



资料来源: Similarweb, 国信证券经济研究所整理

图: Tripadvisor各业务季度营收同比变化 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

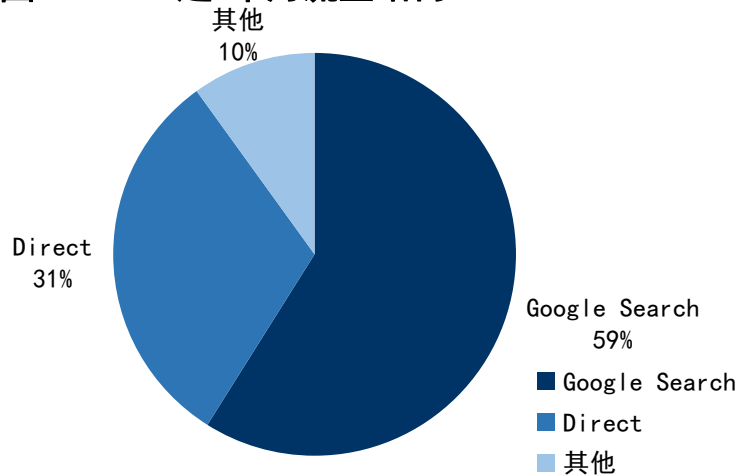
# 社区论坛Reddit: AI Overviews被引用最多域名, AI数据授权年入超1.3亿美元

**公司介绍:** Reddit是全球最大的兴趣社区与UGC问答平台, 由用户自发组织的subreddit构成、内容以真实经验与讨论为主, 2024年2月IPO, 2025年已成为AI模型最重要的训练与引用数据源之一。收入主要来自广告, 并新增数据授权这一高毛利收入来源。流量高度依赖谷歌算法与搜索引流, AI Overviews“零点击”或算法再度调整或冲击访问量与广告变现; 数据授权收入集中于Google、OpenAI等少数伙伴、属阶段性可重谈合同, 经常性与可持续性待观察;

**AI对流量影响:** 受2024年初谷歌算法Reddit等真实人类讨论社区流量加权调整推动, 用户规模持续高增。与多数平台被AI分流不同, **Reddit是少数在AI Overviews时代仍录得显著正增长的传统互联网平台, AI“引用”反而为其带来心智份额与高质量回流。**

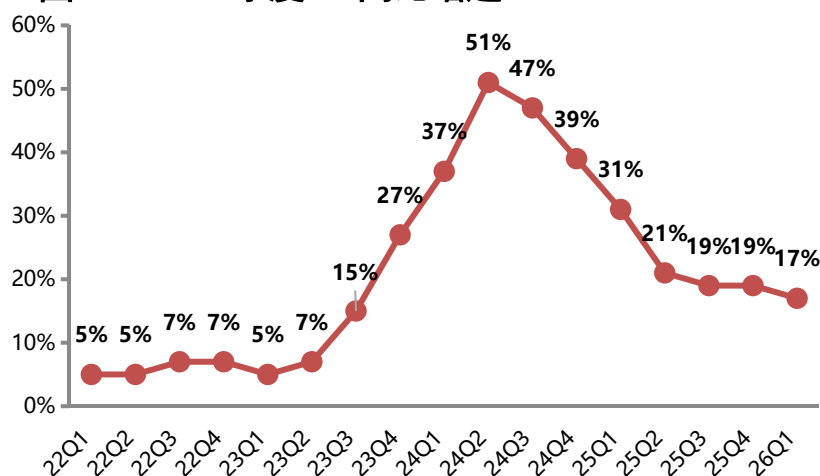
**流量变动对收入影响:** Reddit流量不降反升, AI对收入更多是正贡献: 含数据授权的“其他收入”26Q1达3900万美元、同比+15% (年化约1.5亿美元), Google与OpenAI为最大授权伙伴; 据Profound数据, Reddit是Google AI Overviews与Perplexity(AI搜索公司) 引用最多的域名、ChatGPT第二, 海量真实UGC在AI时代被直接变现为高毛利授权收入。

图: Reddit近6个月流量结构



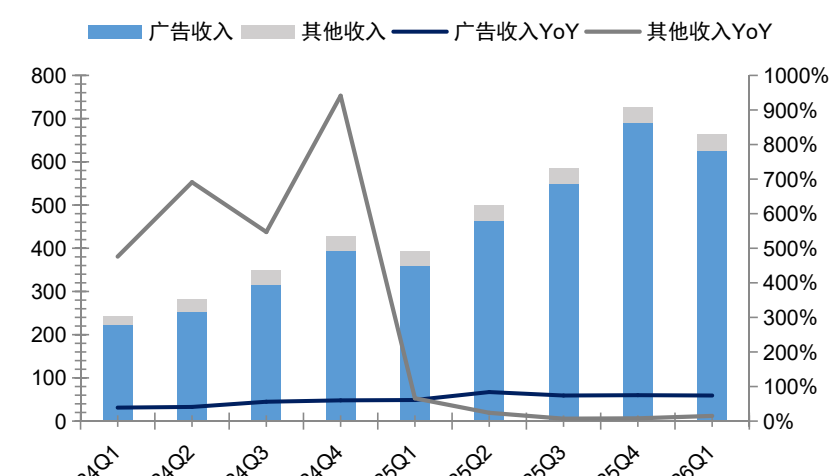
资料来源: Similarweb, 国信证券经济研究所整理

图: Reddit季度DAU同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图: Reddit季度各业务营收及同比变化 (百万\$, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 发现平台Pinterest: AI推荐+视觉购物拉动转化, 定位AI视觉购物助手



**公司介绍:** Pinterest是全球领先的视觉发现与灵感平台, CEO Bill Ready将公司定位为“**第一个AI驱动的视觉购物助手**”; 26Q1月活创历史新高达6.31亿、同比+11% (连续第十个季度双位数增长), 单季营收10.08亿美元、同比+18% (汇率中性+15%), Gen Z仍是最大且增速最快的用户群。公司流量以App内信息流为主, 谷歌SEO非核心入口。

**AI对流量影响:** 不同于依赖搜索导流的平台, Pinterest “无需用户主动输入prompt、AI主动策划灵感” 的模式天然契合视觉发现场景, 受AI Overviews分流冲击小; 26Q1月搜索量超800亿次、其中约一半为商业意图 (远高于通用AI聊天机器人约2%的商业占比), AI视觉搜索与多模态搜索带来搜索深度和频次双升, 用户增长主要由海外市场驱动。

**对收入影响:** AI放大商业化效率: 26Q1 AI驱动的Performance+广告套件约占下半漏斗收入30%, 广告曝光同比+24%, 采用者下半漏斗支出增速约为非采用者的两倍, 量价齐升支撑26Q1营收同比+18%。

**前景展望:** 公司与Amazon、Instacart等打通直达结算, 并通过收购tvScientific向智能电视广告与智能体商业延伸。

图: Pinterest近6个月流量结构

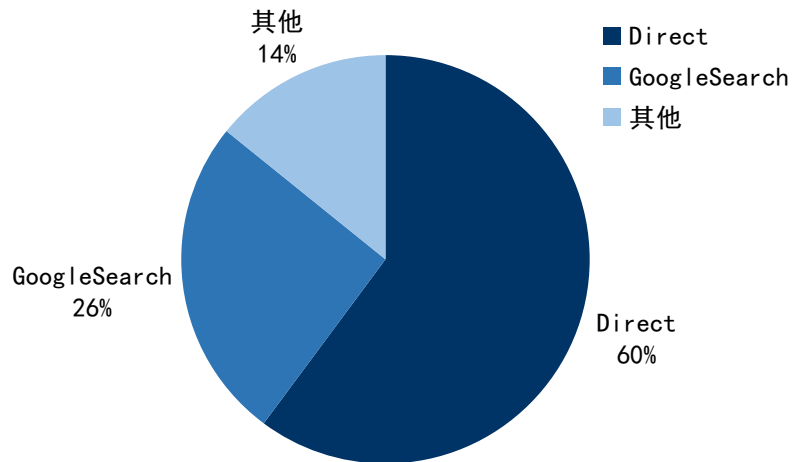


图: Pinterest季度MAU同比变化 (%)

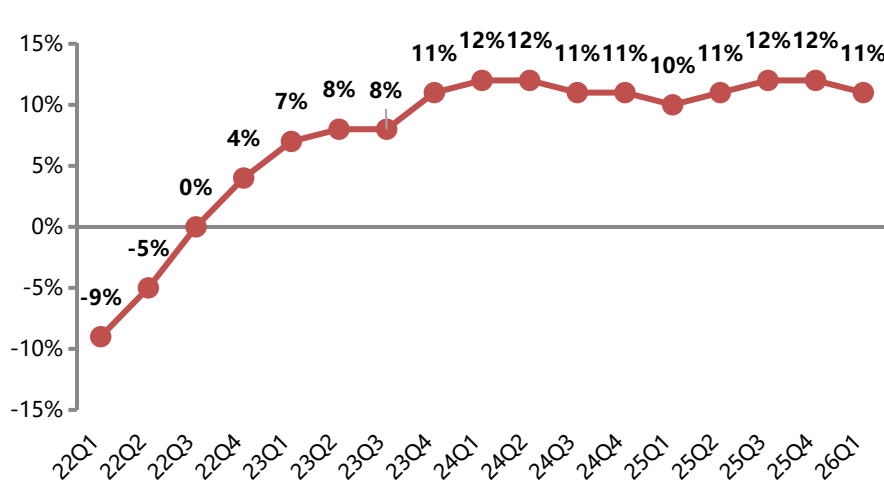
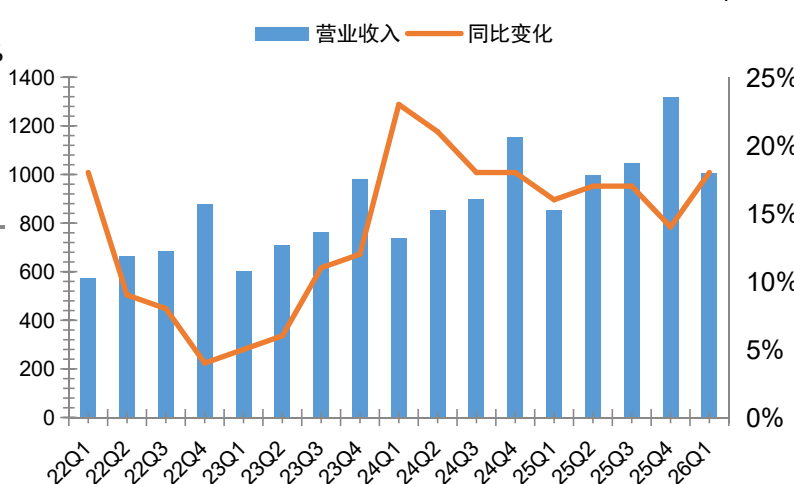


图: Pinterest季度营收及同比变化 (百万\$, %)



资料来源: Similarweb, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 音频订阅平台Spotify：AI功能拉动留存，无自有音乐版权未来仍可能面临冲击

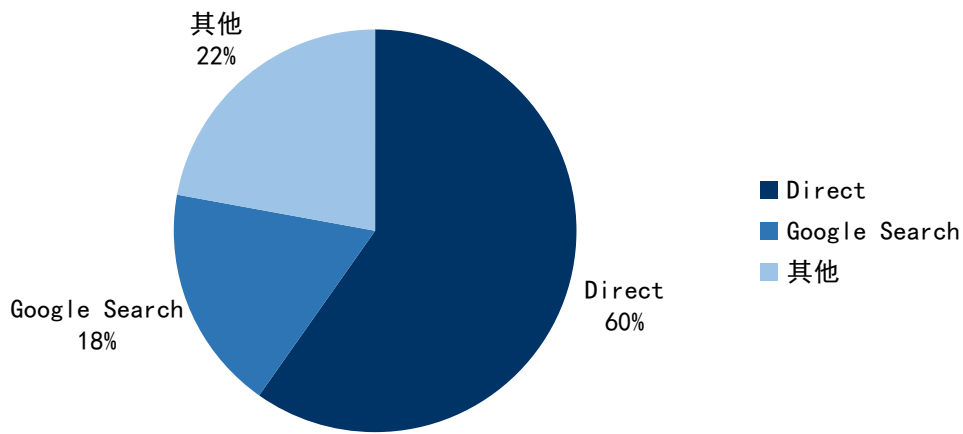
**公司介绍：** Spotify是全球最大的音频订阅平台，26Q1月活跃用户达7.61亿、同比+12%（季度净增1000万），付费订阅2.93亿、同比+9%，覆盖音乐、播客与有声书三大内容形态，以App订阅模式为主、对Google SEO依赖小。

**AI对流量影响：** “赋能”与“冲击”并存：赋能端，2022年收购语音AI公司Sonantic后，2023年推出AI DJ，截至2025年底约9000万订阅用户使用、累计听用4亿小时，2025年再推Prompted Playlists、About This Song等50+新功能，显著提升留存与时长；冲击端，Suno、Udio等生成式音乐工具大量产出低成本AI曲目涌入流媒体，出现推荐质量恶化、内容生态与公信力被稀释，同时ChatGPT、Gemini等AI助手承接部分“歌单推荐”场景，可能弱化Spotify作为发现入口的地位。

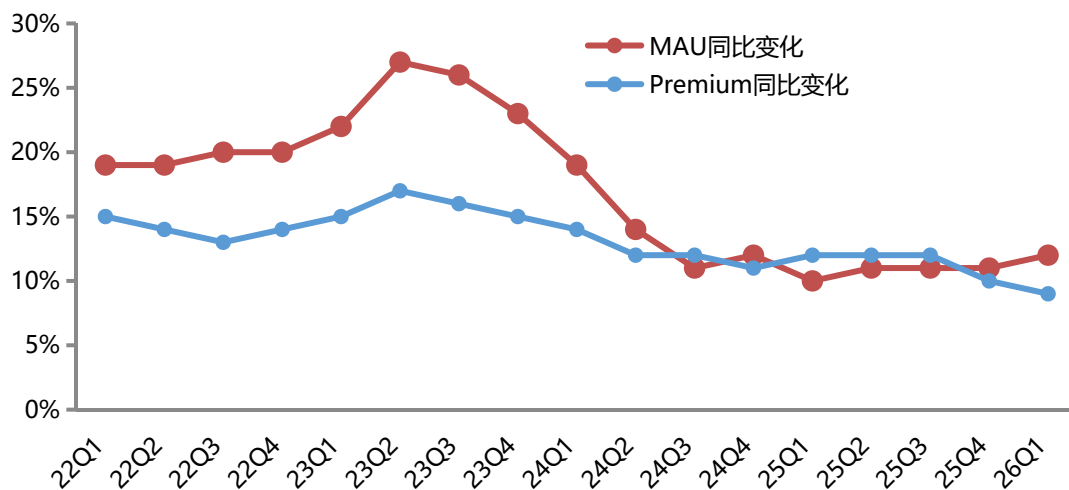
**AI对收入影响：** Spotify以订阅变现、对搜索流量不敏感，AI搜索分流对其用户规模基本无影响——26Q1月活同比+12%、季度净增1000万，流量端稳健增长。收入呈“订阅强、广告弱”分化：会员收入按汇率中性口径同比约+15%，广告支持收入同比-5%；但广告走弱主因是公司订阅优先策略与广告大盘波动，并非AI流量分流所致。公司通过新功能与定价策略（美国年内第三次提价）持续扩大用户基数与ARPU，订阅基本盘稳健，受扰动的仅是占比较小的广告业务。

**前景展望：** 短期看，AI DJ、Prompted Playlists等产品带动用户时长与留存提升，Spotify仍是AI落地最快的内容平台；但Spotify并不掌握音乐版权（仅为唱片公司的被授权分发方），未来仍可能面临流量入口向AI转移的冲击。

图：Spotify近6个月流量结构



图：Spotify季度MAU、Premium订阅用户同比变化（%）



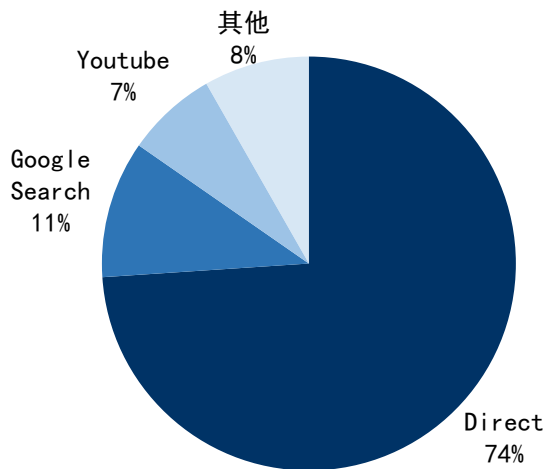
# 流媒体平台Netflix：流量未受AI入口影响，内容版权为更深护城河

**公司介绍：**Netflix是全球最大的流媒体订阅平台，截至2024年底拥有约3.02亿付费会员，覆盖190多个国家和地区。其内容涵盖剧集、电影、游戏与直播体育，以App/电视端订阅观看为主，获客主要依靠内容口碑与品牌效应，对Google SEO依赖极小。

**AI对流量影响：**Netflix以订阅制、App内观看为主，获客几乎不依赖Google搜索，AI Overviews带来的零点击与搜索分流对其用户增长基本无影响。

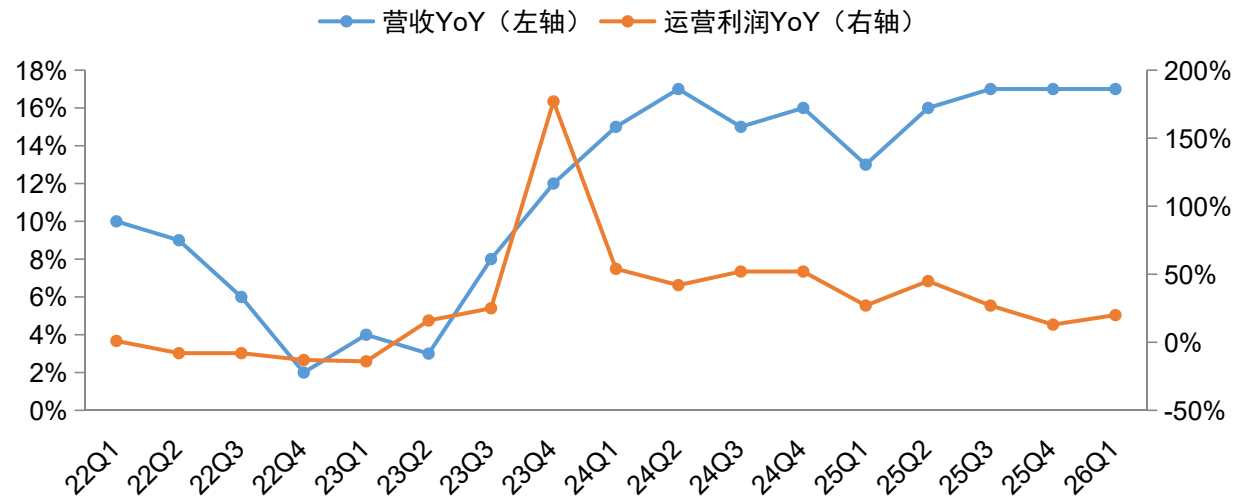
**前景展望：**短期看，凭借强劲内容管线、ARPU提升与广告业务放量，Netflix基本盘稳健，是AI落地最成熟的内容平台之一，AI主要在“降本增效”侧贡献价值：个性化推荐降低流失、提升时长，内容需求预测优化数十亿美元的内容投资回报，广告技术（对接Yahoo DSP的程序化投放、语言定向）提升广告变现效率。中长期需关注两点：一是ChatGPT、Gemini等AI助手可能承接部分“看什么/推荐什么”的内容发现场景，长期或弱化平台的发现入口功能；二是自有内容版权护城河长期持续，2025年底Disney与OpenAI达成3年期IP授权协议（200+角色进入Sora及ChatGPT Images、Disney另向OpenAI投资10亿美元），表明AI难快速复制有号召力的IP内容；Netflix手握《怪奇物语》、《鱿鱼游戏》等自制IP，长期内容护城河未被削弱，但可能面临AGI带来创作门槛降低、商业模式转变的威胁。

图：Netflix近6个月流量结构



资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理

图：Netflix季度营收及运营利润同比变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] AI范式转变与流量新入口：Google AI0与ChatGPT
- [ 02 ] 内容发现平台：强搜索导流平台受影响较大，有网络效应/内容版权平台护城河稳固
- [ 03 ] 交易类平台：拥抱agentic commerce新入口，履约越重平台护城河越高
- [ 04 ] 风险提示

- **交易型平台是AI0时代的明确受益方：**AI不止于回答信息，更直接承接“下单、预订、叫车、配送”等交易动作，电商、住宿、出行、本地生活平台凭借真实供给与履约能力，成为AI智能体调用的后端，流量价值不降反升。
- **AI平台带来高质量流量增量，转化效率显著优于传统搜索：**手工艺品电商Etsy 2025假日季AI导流同比+700%；非标住宿Airbnb的Chatbot流量转化高于Google；全品类电商Amazon的AI助手Rufus已超2.5亿用户使用、购买转化率提升约60%；AI助手带来的用户购买意图更明确、客单与转化更高。
- **AI平台退守“发现+导流”，交易与用户关系回流平台/商家：**据the information, 2026年3月OpenAI放弃ChatGPT店内Instant Checkout——数百万Shopify商家仅约十余家接入、消费者不愿在ChatGPT下单转化乏力，结账重新交回商家自有渠道；叠加eBay封禁未授权自动下单购物AI，无论电商还是OTA、打车、配送，AI短期均回到“发现入口”，成交、支付与用户数据仍归平台，议价权暂时未被削弱。长期看，我们认为供求关系变化速度快、自建履约能力的Uber、Doordash等交易类平台护城河更高。

# 全品类电商平台Amazon：自建AI购物助手Rufus，下架Google Shopping维护自身数据主权

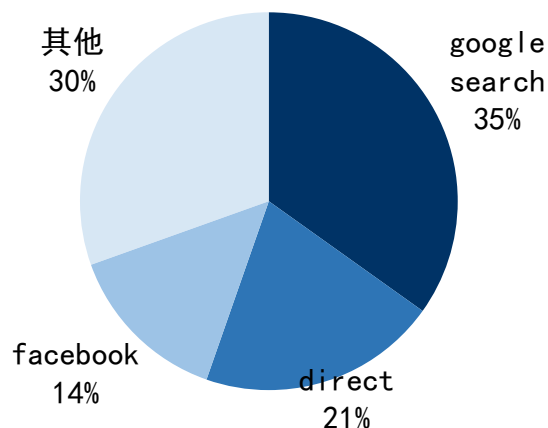
**公司介绍：**全球最大的全品类电商平台，业务涵盖在线零售、第三方卖家服务、广告、订阅（Prime）及云计算（AWS），并以广告与AWS作为主要利润来源。

**AI对流量影响：**AI购物助手Rufus重塑站内流量分发。近6个月流量结构显示，自然流量与站内搜索仍是平台主要入口（见左图），Rufus则将自然语言意图直接对接商品；过去一年已有超2.5亿用户使用Rufus，购买转化率提升约60%，搜索由关键词转向对话式发现。

**对收入影响：**AI驱动广告与零售双增长。据公司公告，22Q1以来广告收入同比增速长期稳定在18%-27%，显著高于单量增速（多在8%-12%），广告已成核心增长引擎。2026年一季度广告服务收入172亿美元、同比增长24%，过去十二个月广告收入超700亿美元；Rufus预计每年带动逾100亿美元增量GMV。

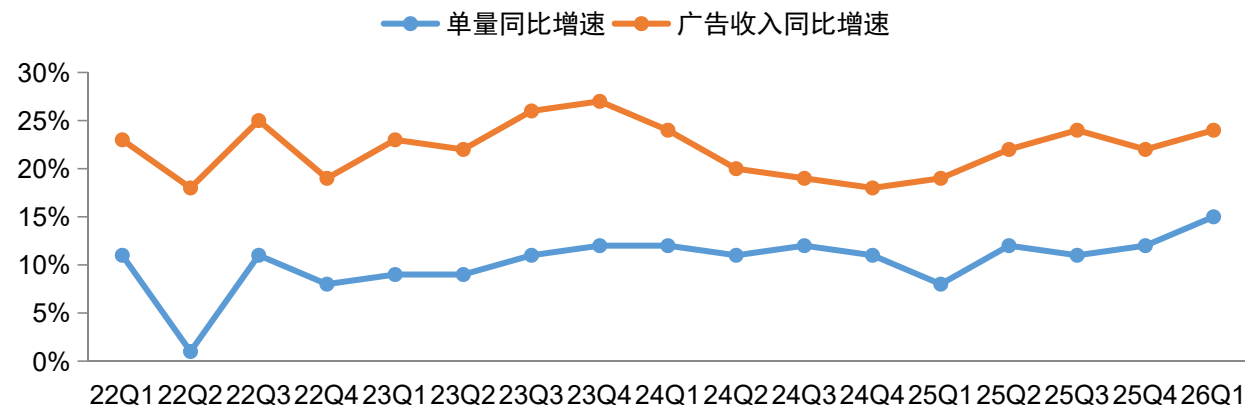
**前景展望：**随着Rufus渗透率提升，对话式购物有望持续提高转化率与客单价，Evercore预计到2028年Rufus将额外贡献约40亿美元广告收入；叠加站内广告变现率上行与Prime会员粘性，AI正推动电商从“关键词货架”向“读懂意图、精准履约”升级，进一步强化Amazon确定性需求下的搜索决策心智。

图：Amazon近6个月流量结构



资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理

图：Amazon 22Q1-26Q1季度单量增长和广告收入同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 手工艺品电商Etsy：2025假日季AI流量同比+700%，agentic commerce明确受益方



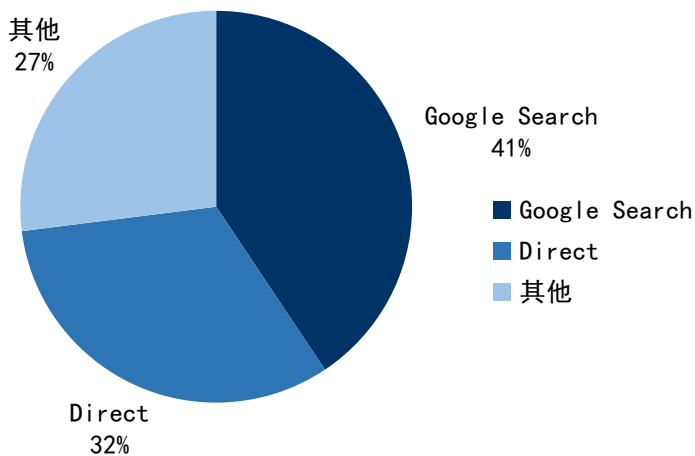
**公司介绍：**全球领先的手工艺品、个性化定制与古董商品电商平台，**曾高度依赖Google自然搜索及SEO获客**。26Q1核心Etsy市场GMS (Gross Merchandise Sales, 商品交易总额) 约25亿美元、同比+5.5% (较4Q25增速改善540个基点)，收入6.31亿美元、Take rate升至25.7%；移动App占GMS比重约47%、App端GMS同比+11.2%，已成为最大销售渠道。

**AI对流量影响：**AI Overviews推行后部分卖家外部自然流量明显下滑；但另一端AI Agent导流高速增长——据Adobe数据，2025年假日季AI驱动的电商访问同比激增近700%。Etsy管理层称AI Agent导流量虽仍占总流量不足1%，但同比高速增长，且购物意愿、客单价及成交转化均高于其他渠道，26Q1公司继续测试agentic commerce入口。

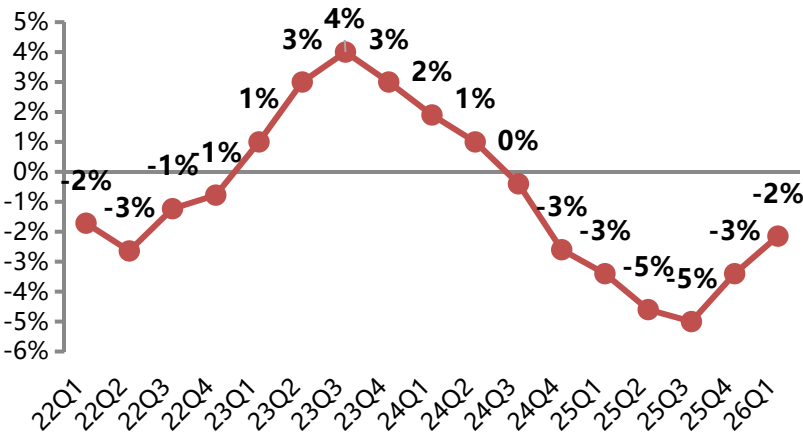
**对收入影响：**为对冲外部SEO波动，**流量正从"外部SEO导流"转向"App+站内AI推荐"主导**，收入端已现企稳回升——26Q1活跃买家两年来首次环比回升至8660万，单买家GMS (TTM) 升至122美元、自2022年来首次同比转正，GMS增速较上季改善540个基点，App端高增长印证自有渠道黏性提升，外部流量下滑对核心市场收入的拖累正被对冲。

**前景展望：**公司已与Google合作支持AI Mode与Gemini App内直接购买；CEO定位Etsy为"agentic commerce先行者"，丰富的自然语言商品描述天然适配LLM，长期看AI助手有望成为Etsy重要新增量。

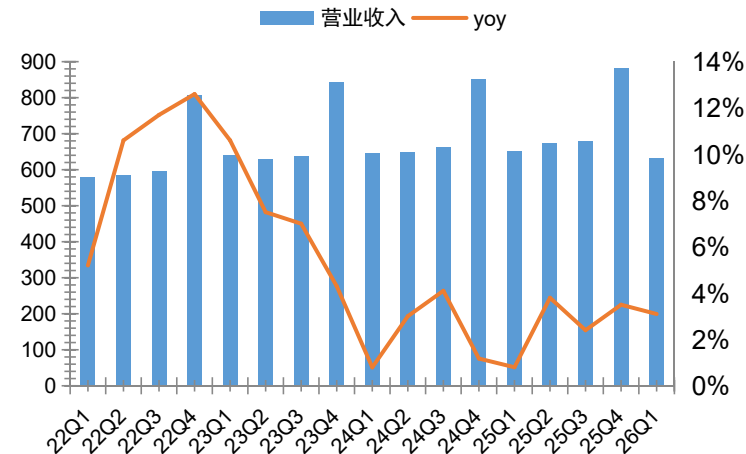
图：Etsy近6个月流量结构



图：Etsy季度活跃买家数同比增速



图：Etsy季度营收及同比增速 (百万美元, %)



资料来源：Similarweb, 国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 非标住宿平台Airbnb：Chatbot流量转化高于Google，履约层构筑AI护城河

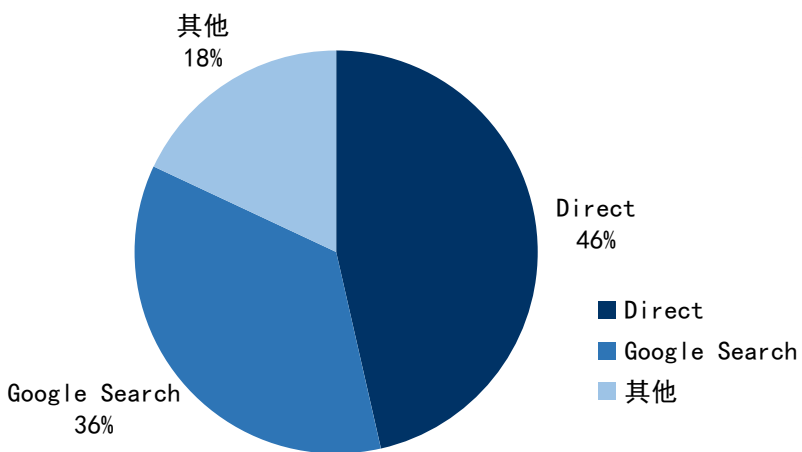
**公司介绍：**全球最大的非标住宿与体验预订平台，覆盖220万房东、800万房源，26Q1预订间夜及体验数1.562亿、同比+9%，总预订额（GBV）292亿美元、同比+19%，收入26.8亿美元、同比+18%，2026年管理层已上调全年收入增速指引至中双位数。流量结构以品牌直访与App为主，26Q1 App端间夜数同比+22%、占总间夜数63%（去年同期58%）；公司2023年起大幅缩减搜索引擎买量投入、转向品牌营销，对Google搜索结构性变化敏感度低。

**AI对流量影响：**管理层披露来自AI Chatbot的流量转化率高于Google来源流量；公司未接入ChatGPT App（认为SDK尚不足以承接其复杂业务），但在站内推出AI-native对话式搜索，AI客服推动26Q1单次预订成本同比下降约10%。AI对Airbnb总体呈增量而非分流。

**对收入影响：**因获客高度去搜索化、App与直访占比持续提升，Airbnb几乎未受AI搜索分流的负面影响：26Q1间夜+9%、GBV+19%、收入+18%延续高速增长，首次预订用户增速创2022年以来最快，AI反而通过提升转化、压降单次预订成本对收入形成正贡献。

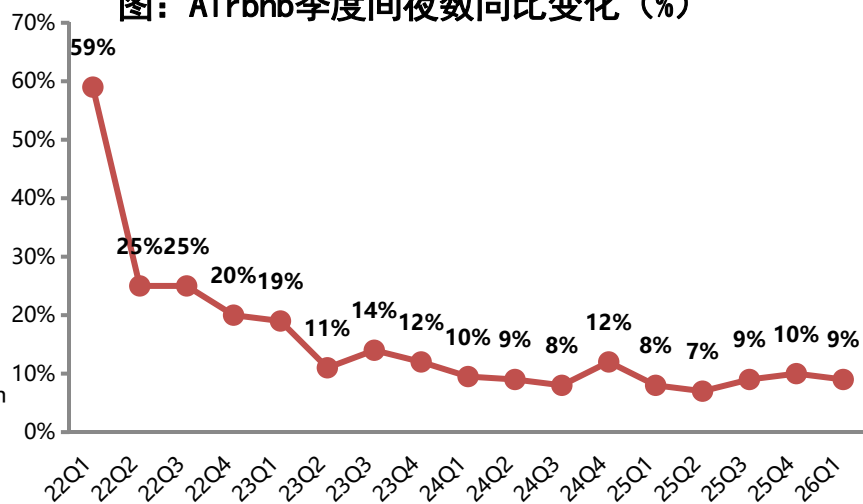
**前景展望：**公司聚焦构建“app不只是搜索、更能懂你”的AI原生体验；前Meta GenAI负责人加盟担任CTO，叠加身份核验、支付、保险等履约层，Airbnb意在打造“难以复制的AI护城河”，并视ChatGPT、Gemini、Claude等为合作而非竞争方。

图：Airbnb近6个月流量结构



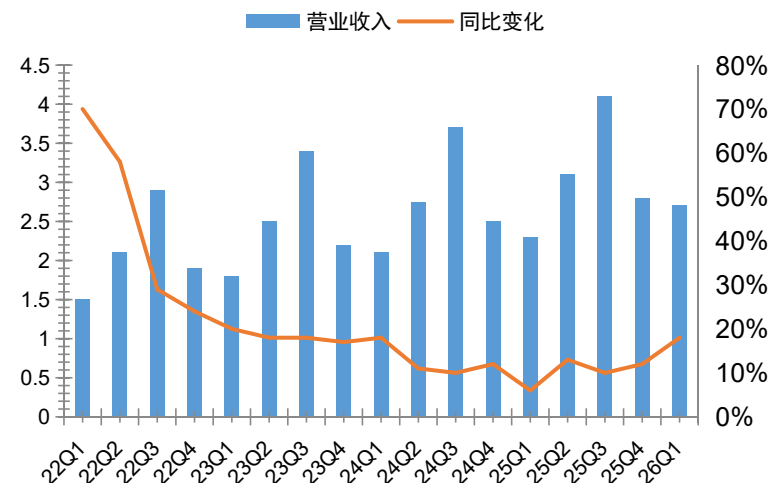
资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理

图：Airbnb季度间夜数同比变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Airbnb季度营收及同比变化（十亿美元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 长尾电商平台eBay：AI流量小但高转化，二手稀缺库存有望成AI Agent长尾后端



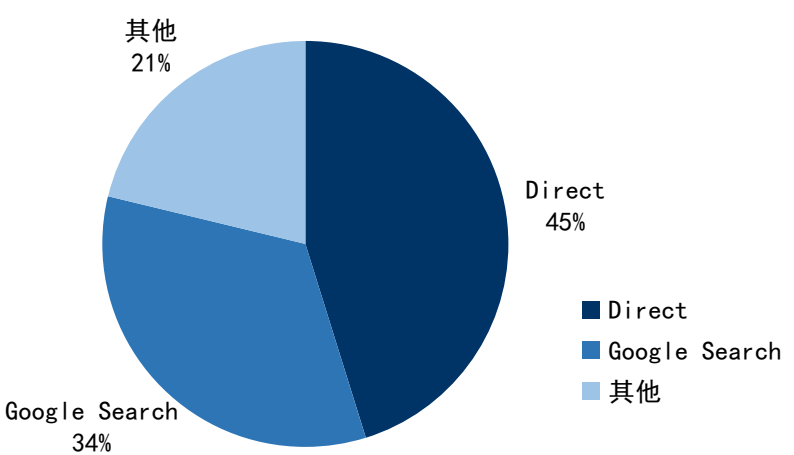
**公司介绍：**eBay是全球老牌C2C/B2C综合电商平台，聚焦时尚、收藏、汽车零部件、二手商品等焦点品类；26Q1焦点品类、C2C与二手电商合计约占GMV的70%、并以高双位数增长，据Similarweb，谷歌搜索约占总流量34%，传统SEO仍是关键入口。

**AI对流量影响：**与多数被分流平台不同，eBay更多受益于AI导流：CEO Jamie Iannone称AI Agent导流“目前很小但呈高意愿、高转化”；2025年部分时段ChatGPT已成eBay第三方导流主要来源之一，谷歌AI Overviews引用eBay时约一半直接落到商品详情页，转化效率高于站内浅层流量。公司2025年起通过结构化标记优化listing，让ChatGPT、AI Overviews更易索引并直接引用商品详情页。

**对收入影响：**暂未出现明显的流量分流拖累：26Q1 GMV达222亿美元、同比+18%（汇率中性+14%），收入31亿美元、同比+19%，整体延续双位数增长。AI驱动的“一键智能上架”工具使新listing创建率提升约50%，拉动毛利持续提升，AI导流的高转化属性对收入呈净正贡献。

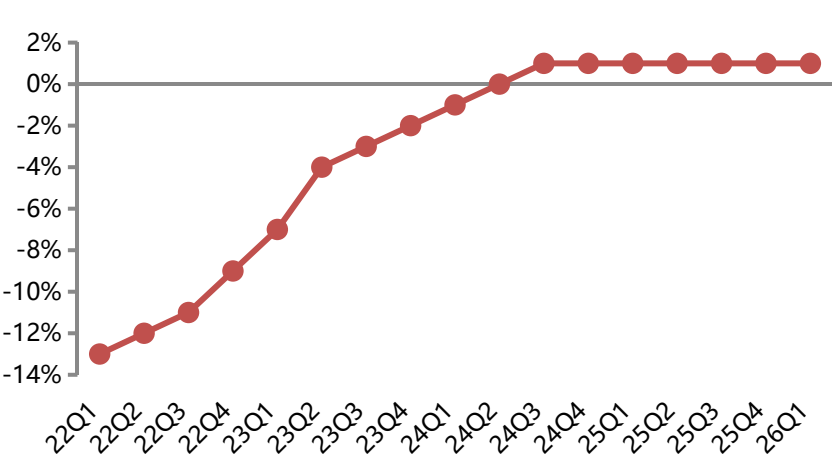
**前景展望：**公司已与OpenAI合作Operator虚拟购物助理，并上线对话式agentic AI搜索；丰富的长尾、稀缺与vintage库存与LLM需求高度契合，eBay有望成为AI Agent调用频次较高的“长尾商品后端”。

图：eBay近6个月流量结构



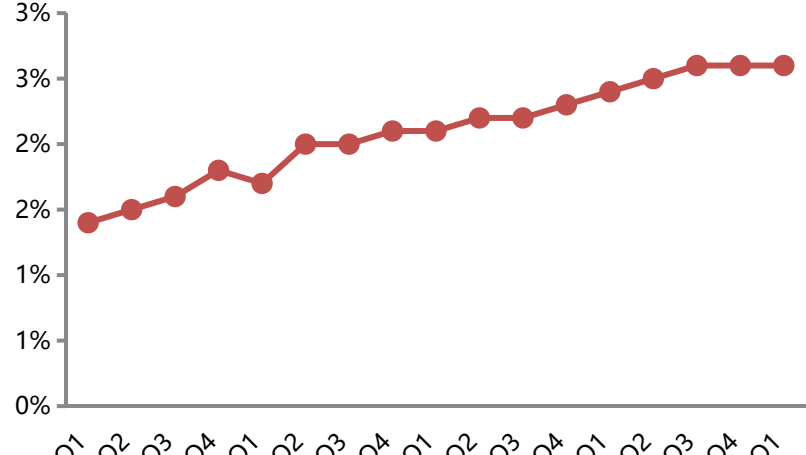
资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理

图：eBay季度活跃买家数同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：eBay广告收入/GMV变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 全球第一大OTA Booking: 与OpenAI深度合作, AI助手成为新的高质量获客渠道

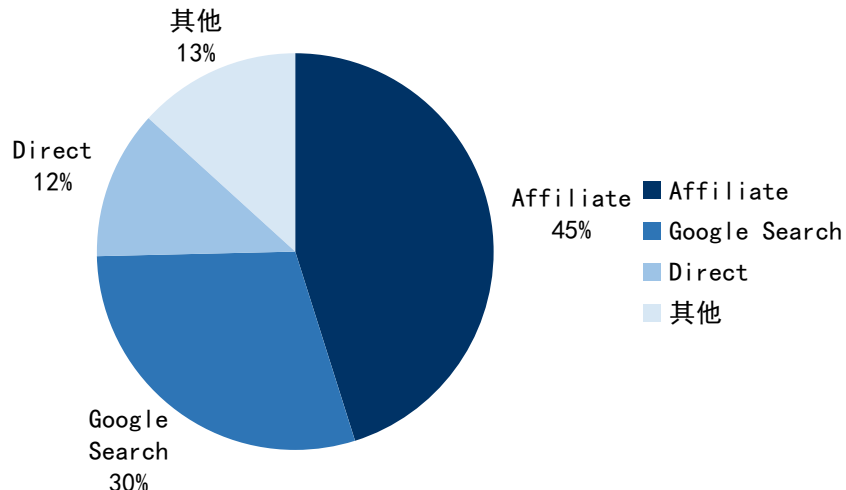
**公司介绍:** 全球最大的住宿预订平台, 覆盖约290万家酒店及非标住宿, 26Q1预订间夜数3.38亿、同比+6%, 总预订额538亿美元、同比+15%, 收入55亿美元、同比+16%, 延续稳健增长。流量来源以第三方导流与全球品牌广告投放为主, 结构上“连接行程”(Connected Trip)与商户支付占比持续提升——26Q1商户预订额同比+24%、占总预订额约72%(去年同期67%)。

**AI对流量影响:** 作为住宿预订入口, Booking受Google AI Overviews“零点击”冲击相对有限, 反而主动卡位AI分发: 2025年10月作为首批应用接入ChatGPT Apps, 用户可在ChatGPT内直接搜酒店; 同月推出Smart Messenger与Auto-Reply等agentic AI客服工具; 与OpenAI合作的AI Trip Planner已上线并扩展为“贯穿全程的旅行Agent”。管理层称AI已成为公司“operating fabric”, 89%消费者表示未来出行规划希望使用AI。

**对收入影响:** 整体收入未见流量分流拖累, 反而受益于AI带来的高意向流量: 26Q1间夜、预订额、收入均双位数增长, 跨品类“连接交易”同比增长高双位数, 商户支付与直连占比持续抬升, 平台正从单一住宿向全行程闭环延伸, 对单一搜索渠道的依赖度进一步下降。

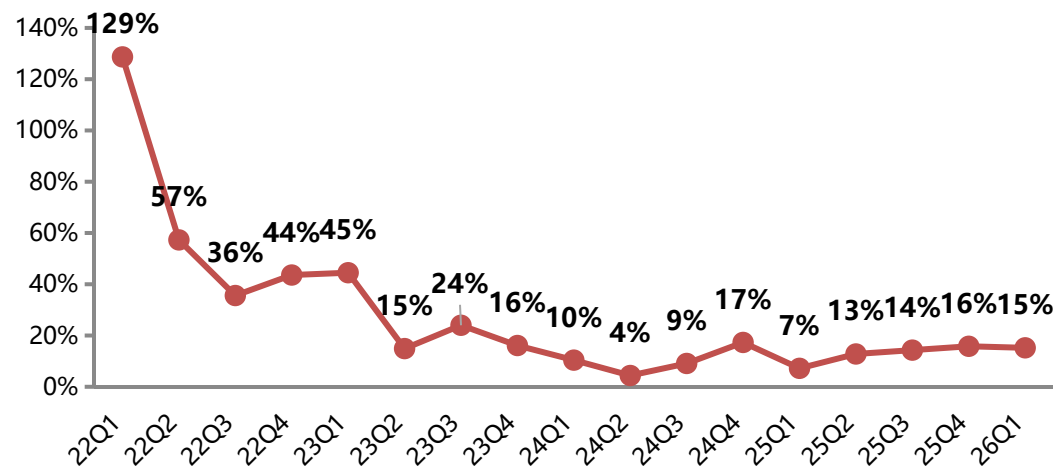
**前景展望:** 短期看ChatGPT等AI App将持续为Booking带来高意向用户和高转化预订流量; 长期定位为“AI时代默认OTA入口”, 凭借规模化库存、商户支付与客服闭环, 预计在AI助手分发权中保持领先地位。

图: Booking近6个月流量结构



资料来源: Similarweb, 国信证券经济研究所整理

图: Booking季度总预订额同比变化 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

# 本地配送平台DoorDash：上线ChatGPT杂货代购App，本地高频交易契合AI Agent调用

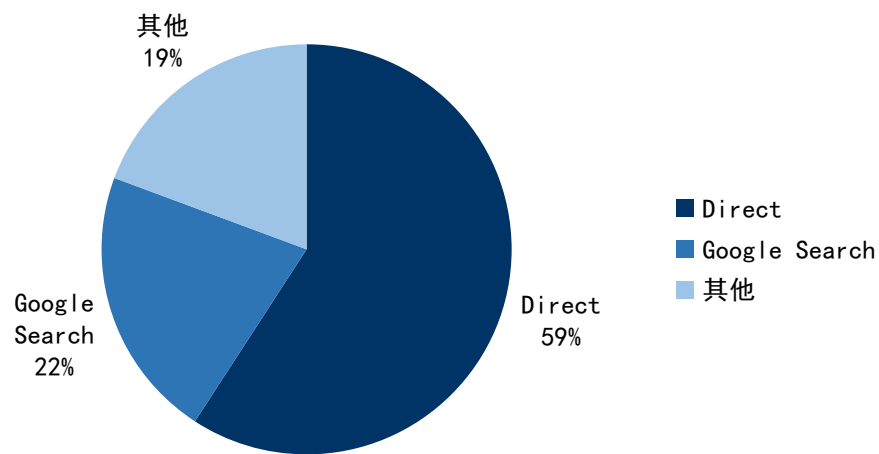
**公司介绍：**北美最大的本地配送平台，业务覆盖餐饮外卖、生鲜与日用品快送等，流量以高频App内入口为核心、受Google搜索波动影响较小，26Q1总订单量9.33亿单、同比+27%（Marketplace GOV 316亿美元、同比+37%，剔除Deliveroo并表后约+24%），DashPass会员与广告业务为主要利润增长引擎。

**AI对流量影响：**不同于依赖SEO的点评/电商平台，DoorDash订单增长主要由消费者数量扩张和App高频复购驱动，AI分流冲击有限；公司将“被AI助手发现”列为战略级新渠道：2025年12月与OpenAI合作推出ChatGPT内嵌DoorDash App，先行覆盖Kroger、Safeway、Wegmans等生鲜零售场景，用户可在ChatGPT内将菜谱直接转为下单清单，早期数据显示该渠道用户购物意愿和复购率均高于平均。

**对收入影响：**整体未现搜索流量下滑：26Q1订单与GOV保持高双位数增长，美国生鲜与零售（apparel、汽配等新品类）增速领先餐饮，国际市场由Deliveroo并表贡献；AI渠道目前是订单增量而非分流来源，对收入影响以正向为主。

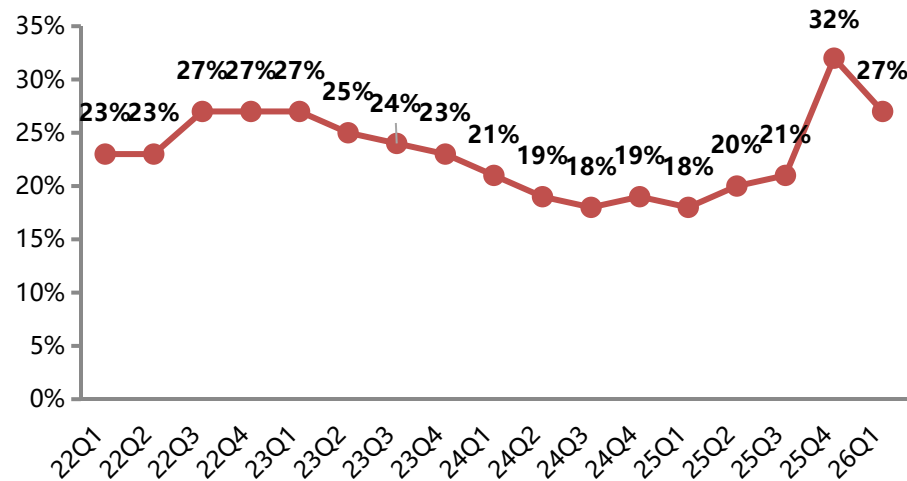
**前景展望：**联合创始人Andy Fang强调AI正打开“全新的本地商品发现与履约链”；后续将扩展至餐饮、便利店、零售等更多本地品类，凭借密集骑手网络与商家库存，DoorDash有望成为AI Agent优先调用的“本地履约接口”。

图：Doordash近6个月流量结构



资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理

图：DoorDash季度单量同比变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 出行与本地配送平台Uber：首批纳入ChatGPT Apps合作伙伴，AI Agent叫车/点餐将成新分发渠道

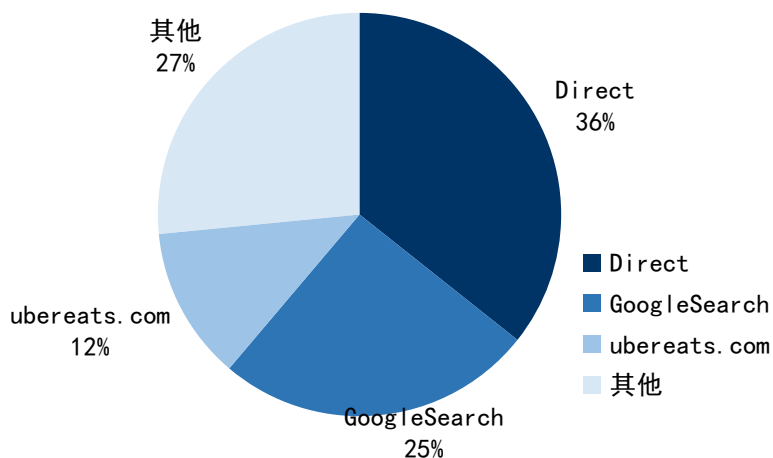
**公司介绍：**全球最大的出行+本地配送平台，业务覆盖打车 (Mobility)、外卖 (Eats) 与货运 (Freight) 三大板块，26Q1月活平台用户 (MAPC) 达1.99亿、同比+17%，Uber One会员突破5000万、贡献约一半总预订额。**流量高度依赖自有App、对Google SEO敏感度低。**

**AI对流量影响：**因入口在App端，搜索导流变化对Uber冲击有限，反而获得新的AI分发入口：2025年10月Uber被纳入OpenAI ChatGPT Apps首批合作伙伴，用户可在ChatGPT内查看Uber打车报价/ETA及Uber Eats餐厅；26Q1又与Expedia合作将酒店预订引入Uber App。CEO称AI与自动驾驶具"transformative potential"，将其与本地商业并列为战略支柱。

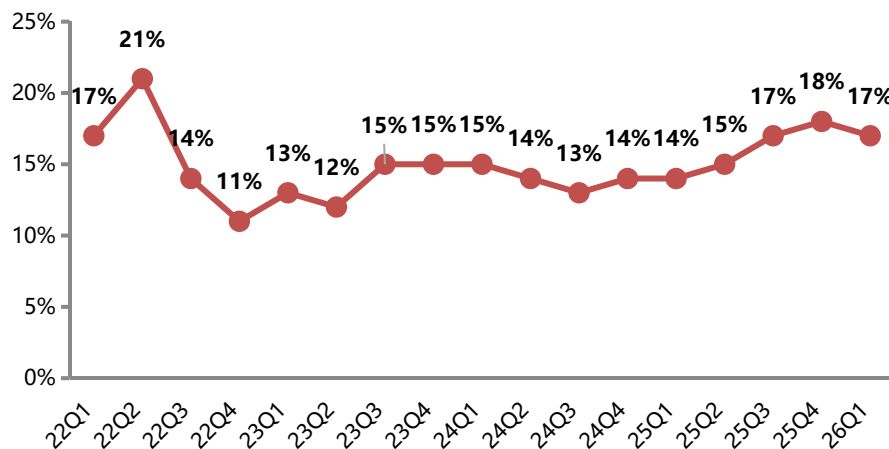
**对收入影响：**Uber未受AI搜索带来负向冲击，收入端保持强劲增长：26Q1 Trips达36亿单、同比+20%，总预订额537亿美元、同比+25% (汇率中性+21%，Mobility+20%、Delivery+23%)，订单增长由用户与频次双驱动。

**前景展望：**公司持续投入自动驾驶 (Waymo等合作) 与AI驱动的智能调度，未来"AI Agent帮你叫车/点餐"将成重要分发渠道；本地交易频次极高、数据丰富，Uber有望从AI推荐中持续受益。

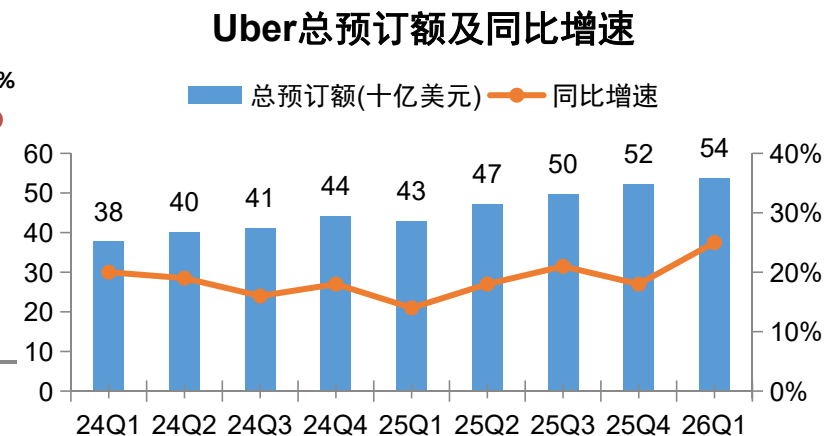
图：Uber近6个月流量结构



图：Uber季度月活平台消费者同比变化 (%)



图：Uber季度总预订额及同比变化 (%)



资料来源：Similarweb，国信证券经济研究所整理 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] AI范式转变与流量新入口：Google AI0与ChatGPT
- [ 02 ] 内容发现平台：强搜索导流平台受影响较大，有网络效应/内容版权平台护城河稳固
- [ 03 ] 交易类平台：拥抱agentic commerce新入口，履约越重平台护城河越高
- [ 04 ] 风险提示

- **AI变现及商业化不及预期：** Google AIO、ChatGPT等AI入口的广告与交易变现仍处早期，效率、用户接受度及监管态度存在不确定性，相关收入兑现可能不及预期。
- **AIO分流冲击超预期：** AI Overviews对信息型查询的直接答复可能加速削弱传统搜索导流，点评、社区、内容等平台的流量与营收承压幅度或超出当前预期。
- **agentic commerce落地不及预期：** AI交易闭环受用户习惯、商家接入意愿、支付与税务合规等制约（如OpenAI已撤回Instant Checkout），其商业化进程及对平台的赋能可能慢于预期。
- **合作关系与议价权变化风险：** 平台与AI入口（OpenAI、Google等）的合作条款、流量分成及数据接口政策可能调整，议价权向AI平台集中，影响相关平台的收入结构与盈利能力。
- **数据授权、版权及合规风险：** AI对内容/UGC的抓取与授权涉及版权、隐私及反垄断等监管，政策与诉讼的不确定性可能影响数据授权变现的可持续性。
- **技术迭代与竞争格局剧变：** 大模型与AI入口技术迭代快、格局未定，新进入者或商业模式变化可能快速改变流量分配与竞争态势，相关判断存在被推翻的风险。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032