

互联网行业 2025 年 12 月投资策略

AI 驱动巨头业绩释放，四季度预计外卖大战投入力度边际缓和，迎来布局良机

优于大市

核心观点

11月行情回顾：11月恒生科技指数单月下跌5.2%。同期，纳斯达克互联网指数11月录得下跌，单月跌幅为3.5%。个股方面，互联网多数股票股价表现不一致，港股方面，京东健康、美团、网易为本月表现前三的股票。美股方面，Google、唯品会、贝壳为本月表现前三的股票，单月涨幅为13.9%、12.3%、1.1%。从市盈率看，恒生科技指数估值略有回升：截至2025年12月3日，恒生科技指数PE-TTM为23.64x，处于恒生科技指数成立以来34.41%分位点。

人工智能动态：1) 谷歌：发布Gemini 3 Pro，推出新一代图像生成与编辑模型NANO BANANA PRO；2) OpenAI：推出GPT-5.1系列模型，发布ChatGPT群聊功能；3) Meta：HSTN人工智能眼镜将在印度上市；4) 微软：Copilot“全家桶”全面升级，推出计算机操作代理模型Fara-7B；5) Anthropic：发布模型Claude Opus 4.5；6) 腾讯：混元图像3.0上线LiblibAI，混元3D上线国际站；7) 阿里：国际站推出AI Mode，千问App上线；8) 字节跳动：豆包输入法上线，语音对话功能更新；9) 月之暗面：开源Kimi K2 Thinking模型。

互联网行业动态：1) 游戏：10月国内游戏市场稳步增长，11月国产游戏版号量创新高；2) 金融科技：10月支付机构备付金同比增长8%；3) 本地生活：抖音生活烟火榜发布，淘宝闪购联合阿里健康上线“居家闪检”服务；4) 电商：各电商平台双11陆续收官，抖音电商加快推进多个专项治理行动；5) 短视频：行业监管治理再加码，聚焦微短剧、直播等领域严打违规。

12月投资策略：港股互联网巨头已发布三季报，整体来看，AI对于互联网巨头广告业务增长赋能较明显，腾讯广告三季度环比继续加速；此外AI继续驱动互联网巨头云业务加速增长，阿里云本季度增长加速至34%YOY（上季度26%YOY）。国内互联网巨头在AI Capex方面的投入落后海外约一年，伴随着后续大模型能力逐步提升和建设供给的释放，AI对于巨头主业的赋能将持续显现。此外，三季度预计为互联网巨头外卖大战的投入峰值，四季度预计将环比看到阿里、美团和京东三家外卖亏损有所收窄。我们认为25Q3或为板块阶段性盈利底部，股价回落明显，迎来布局良机，建议聚焦AI主线选股，推荐阿里巴巴、腾讯控股。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(港元/美元)	总市值(百万港元/美元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
0700.HK	腾讯控股	优于大市	617.0	5,642,395	27.60	32.63	21.0	17.8
9988.HK	阿里巴巴-SW	优于大市	157.0	2,996,916	6.66	8.77	22.2	16.8
3690.HK	美团-W	优于大市	96.5	589,762	-1.26	5.20	-72.0	17.4
9888.HK	百度集团-SW	优于大市	115.7	318,194	7.64	8.87	14.2	12.3
1024.HK	快手-W	优于大市	69.0	297,990	4.68	5.51	13.8	11.8
TME.N	腾讯音乐	优于大市	18.5	28,394	5.64	6.50	23.3	20.2
9899.HK	网易云音乐	优于大市	201.4	43,881	14.54	12.09	13.0	15.7
1357.HK	美图公司	优于大市	7.7	35,023	0.16	0.27	45.1	26.7
0700.HK	腾讯控股	优于大市	617.0	5,642,395	27.60	32.63	21.0	17.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业投资策略

互联网

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

证券分析师：刘子潭

0755-81983057

liuzitan@guosen.com.cn

S0980525060001

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《人工智能周报(25年第47周)-谷歌发布Gemini 3 Pro和Nano Banana Pro, 阿里千问APP上线公测》——2025-11-24

《互联网行业2025年11月投资策略-AI驱动海外巨头三季报亮眼, 关注巨额资本开支下ROI表现》——2025-11-04

《人工智能周报(25年第43周)-OpenAI推出AI浏览器, DeepSeek发布开源DeepSeek-OCR模型》——2025-10-28

《人工智能周报(25年第40周)-谷歌即将发布Veo 3.1, ChatGPT应用生态正式上线》——2025-10-12

《互联网行业2025年10月投资策略-港美股巨头估值差异快速收敛, 国内巨头加码投入AI》——2025-09-30

内容目录

行情回顾：11月恒生科技指数下跌5.2%	4
人工智能动态：谷歌发布Gemini3 Pro，阿里千问App上线	5
谷歌：发布Gemini 3 Pro，推出新一代图像生成与编辑模型NANO BANANA PRO	5
OpenAI：推出GPT-5.1系列模型，发布ChatGPT群聊功能	6
Meta：HSTN人工智能眼镜将在印度上市	7
微软：Copilot“全家桶”全面升级，推出计算机操作代理模型Fara-7B	7
Anthropic：发布模型Claude Opus 4.5	8
腾讯：混元开源全新视频生成模型HunyuanVideo 1.5，图像3.0上线LiblibAI	9
阿里：国际站推出AI Mode，千问App上线	9
字节跳动：豆包输入法上线，语音对话功能更新	9
月之暗面：开源Kimi K2 Thinking模型	10
行业政策：中美AI政策布局	10
行业动态：11月国产游戏版号创新高，抖音电商加快推进多个专项治理行动	12
游戏：10月国内游戏市场稳步增长，11月国产游戏版号量创新高	12
金融科技：10月支付机构备付金同比增长8%	12
电商：各电商平台双11陆续收官，抖音电商加快推进多个专项治理行动	13
本地生活：抖音生活烟火榜发布，淘宝闪购联合阿里健康上线“居家闪检”服务	14
短视频：行业监管治理再加码，聚焦微短剧、直播等领域严打违规	15
投资建议	16
风险提示	16

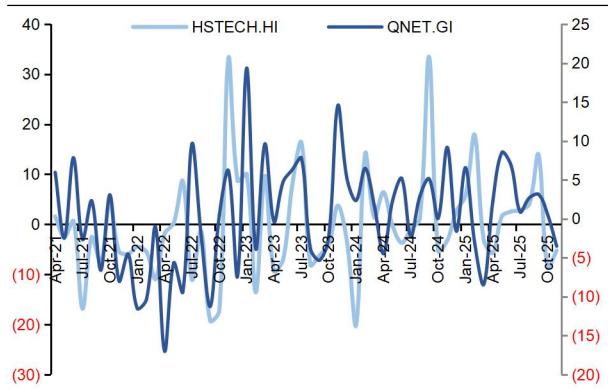
图表目录

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅	4
图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势	4
图3：11月互联网板块重点公司表现	4
图4：2025年11月互联网板块股价下跌的股票（%）	5
图5：2025年11月互联网板块涨幅TOP 10的股票（%）	5
图6：恒生科技指数 PE-TTM 情况	5
图7：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）	12

行情回顾：11月恒生科技指数下跌5.2%

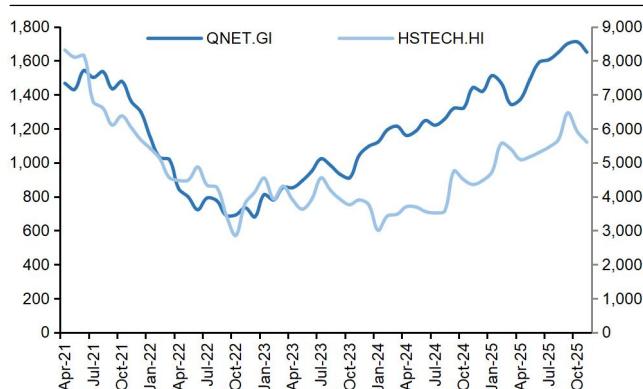
指数情况：11月恒生科技指数单月下跌5.2%。同期，纳斯达克互联网指数11月录得下跌，单月跌幅为3.5%。

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

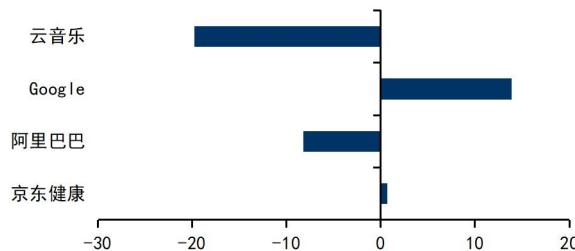
个股方面，互联网多数股票股价表现不一致，其中：

- 1) 港股方面，京东健康、美团、网易为本月表现前三的股票，单月涨幅为0.7%、0.5%、-1.4%，跑赢恒生科技指数5.9pct、5.7pct、3.8pct。
- 2) 美股方面，Google、唯品会、贝壳为本月表现前三的股票，单月涨幅为13.9%、12.3%、1.1%，跑赢纳斯达克指数15.4pct、13.8pct、2.6pct。

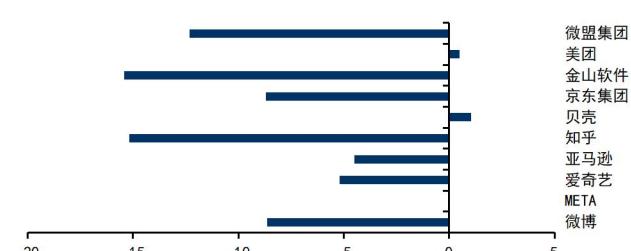
图3: 11月互联网板块重点公司表现

细分板块	证券代码	证券名称	月涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨幅	收盘价	市值(亿人民币)
文娱	0772.HK	阅文集团	-10.1	-4.9	23.89	37.0	344
	IQ.O	爱奇艺	-5.2	-3.7	-58.68	2.0	138
	9899.HK	云音乐	-19.8	-14.5	149.29	201.4	399
	TME.N	腾讯音乐	-17.3	-15.8	127.69	18.5	2,010
游戏	0700.HK	腾讯控股	-2.8	2.4	97.52	617.0	51,278
	9999.HK	网易	-1.4	3.8	99.56	224.4	6,461
社区	BILI.O	哔哩哔哩	-12.0	-10.5	12.33	25.8	779
	1024.HK	快手	-6.3	-1.1	-3.95	69.0	2,708
	WB.O	微博	-8.6	-7.1	-32.01	10.4	180
	ZH.N	知乎	-15.2	-13.7	-52.69	3.5	22
平台	BZ.O	BOSS直聘	-0.3	1.2	10.49	22.0	762
	BEKE.N	贝壳	1.1	2.6	30.57	16.7	1,391
	3690.HK	美团	0.5	5.7	-41.33	96.5	5,360
	9888.HK	百度集团	-3.2	2.0	1.88	115.7	2,892
	META.O	META	-0.1	1.5	441.75	647.1	115,467
	GOOGL.O	Google	13.9	15.4	265.40	315.8	270,091
电商	9988.HK	阿里巴巴	-8.2	-3.0	84.99	157.0	27,236
	9618.HK	京东集团	-8.7	-3.5	-43.38	116.0	3,360
	6618.HK	京东健康	0.7	5.9	-14.37	61.4	1,785
	0241.HK	阿里健康	-4.0	1.3	-16.24	5.5	801
	PDD.O	拼多多	-13.9	-12.4	42.34	118.9	11,950
	AMZN.O	亚马逊	-4.5	-3.0	177.64	234.4	177,410
	SE.N	SEA	-11.0	-9.5	167.17	137.8	5,777
	VIPS.N	唯品会	12.3	13.8	53.21	20.3	708
SaaS	MSFT.O	微软	-4.8	-3.3	110.06	490.0	257,822
	0268.HK	金蝶国际	-3.7	1.5	-15.65	13.8	445
	3888.HK	金山软件	-15.4	-10.2	11.32	28.5	362
	2013.HK	微盟集团	-12.3	-7.1	-70.12	1.9	70
硬件	NVDA.O	英伟达	-12.6	-11.1	1,112.31	181.5	312,165

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

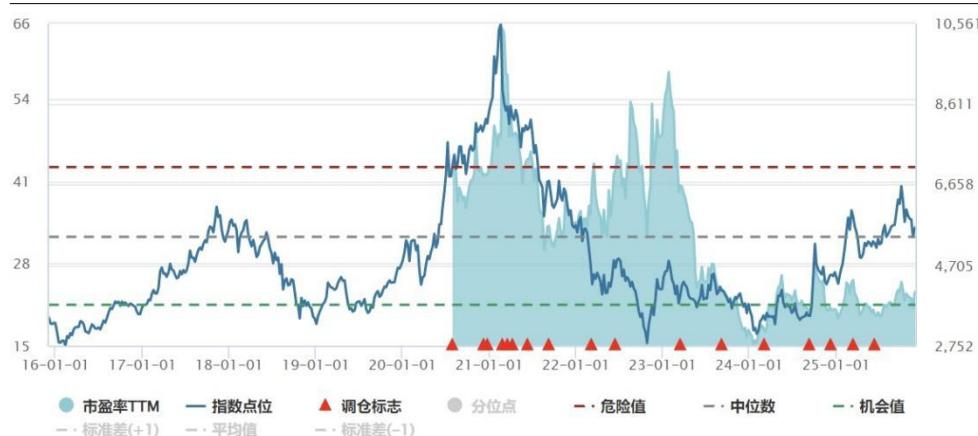
图4: 2025年11月互联网板块股价下跌的股票(%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025年11月互联网板块涨幅TOP 10的股票(%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市盈率看, 恒生科技指数估值略有回升: 截至 2025 年 12 月 3 日, 恒生科技指数 PE-TTM 为 23.64x, 处于恒生科技指数成立以来 34.41% 分位点。

图6: 恒生科技指数 PE-TTM 情况


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

人工智能动态: 谷歌发布 Gemini3 Pro, 阿里千问 App 上线

谷歌: 发布 Gemini 3 Pro, 推出新一代图像生成与编辑模型 NANO BANANA PRO

11月4日, 谷歌将 Gemma 移出 AI 工作室。Alphabet 旗下谷歌在美国参议员指控其捏造不当行为指控后, 将 Gemma 模型从 AI 工作室下架; 但开发者仍可通过 API 使用该模型。

11月14日, 谷歌推出云端隐私保护专用 AI 计算服务。谷歌正式推出全新的人工智能基础设施“私有 AI 计算”(Private AI Compute), 旨在将云端 AI 的强大算力与本地设备的隐私保护能力结合在一起。谷歌称利用云端 Gemini 模型的强大功能, 将在带来智能 AI 体验的同时确保数据隐私安全。

11月17日，谷歌推出天气预报模型 WeatherNext 2。谷歌 DeepMind 与谷歌研究院联合推出天气预报模型 WeatherNext 2，WeatherNext 2 的预报数据现已登陆 Earth Engine 和 BigQuery 平台。同时，谷歌将在 Google Cloud 的 Vertex AI 平台推出定制模型推理的早期访问计划。通过整合 WeatherNext 技术，谷歌已升级搜索引擎、Gemini、Pixel Weather 以及 Google Maps Platform 天气 API 的预报功能。未来数周内，该技术还将为 Google Maps 的天气信息提供支持。

11月17日，谷歌在全球推出人工智能“航班优惠”工具。谷歌将在搜索功能中推出全新人工智能驱动的旅行预订与规划特性。这家科技巨头不仅在扩大其人工智能“航班优惠”(Flight Deals)工具的覆盖范围，还为人工智能模式下的“画布”(Canvas)工具新增旅行计划整理功能，并向更多用户开放智能代理预订能力。

11月19日，谷歌发布 Gemini 3，与 OpenAI 竞争持续升级。随着搜索引擎巨头谷歌加紧步伐以跟上 ChatGPT 开发商 OpenAI 的节奏，该公司正式推出了最新人工智能模型 Gemini 3。谷歌母公司 Alphabet 首席执行官孙达尔·皮查伊 (Sundar Pichai) 在谷歌周二发布的多篇博客文章中表示，这款新的人工智能模型能让用户在解答更复杂问题时获得更优答案，“无需过多提示词，就能得到你需要的结果”。

11月19日，谷歌 DeepMind 将在新加坡新设研究实验室，推进亚太地区 AI 发展。谷歌 DeepMind 当地时间 11 月 19 日宣布，将在新加坡新设研究实验室，以推进亚太地区人工智能发展。新实验室将与亚太区的政府、企业、社团，以及学术机构合作，以满足区域需求，并进一步提升全球用户的使用体验，将最新技术与产品更好地服务于云端客户。

11月20日，谷歌推出 NANO BANANA PRO (Gemini 3 Pro 图像)。Nano Banana Pro 又名 Gemini 3 Pro Image，整合了 Gemini 3 Pro 的多模态理解能力以及谷歌搜索的知识库，能理解现实语义与物理逻辑。最多支持 14 张输入图片，全都能保持一致性，多个人物角色和复杂场景也不惧。此外还在 Nano Banana 基础上强化了文本渲染，结合多模态理解能力，可以直接把图片中的英文文字翻译成韩文、中文或其他语言，同时保持原有的设计风格不变。

11月25日，谷歌洽谈向 Meta 出售 AI 芯片。谷歌正与 Meta 商讨一项价值数十亿美元的协议，计划自 2027 年起向 Meta 的数据中心供应定制 AI 芯片。若最终敲定，这将标志着谷歌在 AI 基础设施市场战略上的重大转向，《The Information》援引消息人士报道称。

OpenAI：推出 GPT-5.1 系列模型，发布 ChatGPT 群聊功能

11月3日，OpenAI 取消 Sora 2 视频工具邀请码限制，开放四国用户并酝酿付费模式。OpenAI 正式取消 AI 视频生成工具 Sora 2 的邀请码限制，面向美国、加拿大、日本和韩国用户开放下载。用户可直接通过苹果 App Store 获取，并使用 ChatGPT 账号登录。这是 Sora 首次大规模扩容，特别是首次覆盖亚洲市场。不过公司明确表示，开放是“限时的”，旨在测试服务器承载能力与用户反馈，未来不排除恢复门槛。

11月12日，OpenAI 宣布推出 GPT-5.1 系列模型。OpenAI 今日宣布推出 GPT-5.1 系列模型，此次更新以“智商与情商深度融合”为核心，在推理能力优化的同时，强化情绪价值供给与个性化交互体验，回应了此前用户对 AI “工具感过强”的反馈。其中，GPT-5.1 Instant 更有“人味”，超快速响应，更加亲切自然，更具对话性，延迟极低，适合聊天、日常问答、内容创作；GPT-5.1 Thinking 深度思考

能力增强，可处理复杂推理、多步骤任务，对于难题，它能给出更详尽的答案，适合技术分析、长篇逻辑推理、研究辅助。

11月17日，OpenAI修复ChatGPT长破折号滥用问题。OpenAI宣布，ChatGPT现已能够正确遵循用户指令，避免频繁使用长破折号，解决了长期以来的写作风格争议。首席执行官奥特曼称这是一个“小，但令人愉快的改进”。

11月19日，OpenAI与Target携手。OpenAI与Target携手，将新的AI驱动体验带入零售领域。通过ChatGPT中的Target应用，顾客可以获得个性化推荐，将所需物品加入多商品购物篮，并使用Drive Up、自取或运输结账。Target加入了超过100万OpenAI企业客户的行列，利用OpenAI模型支持核心产品和平台。根据合作协议，Target将继续使用OpenAI API和ChatGPT Enterprise，提升员工生产力并提升客户体验。

11月21日，OpenAI宣布与富士康达成合作。当地时间11月20日，OpenAI宣布与富士康达成合作，共同推进新一代人工智能基础设施硬件的设计工作及美国本土制造准备。作为合作的一部分，OpenAI将分享其对人工智能行业新兴硬件需求的相关洞察，为富士康在美国工厂制造的硬件设计与开发提供参考依据。此次初步协议不包含任何采购承诺，但OpenAI将享有优先评估权，并保留后续采购选择。

11月21日，OpenAI向全球用户推出ChatGPT群聊功能。OpenAI公告，ChatGPT群聊功能已正式面向全球开放，适用于所有登录用户，包括Free、Go、Plus与Pro订阅计划用户。此前该功能已在早期测试者中进行试点。

11月24日，OpenAI推出ChatGPT购物研究功能。该功能通过智能追问澄清需求、深度检索全网信息、筛选优质信源，并结合ChatGPT既往对话历史对用户的理解记忆，在数分钟内生成个性化购物指南。该功能即日起将逐步向移动端和网页端登陆用户开放，覆盖ChatGPT Free、Go、Plus和Pro套餐用户。

11月26日，OpenAI预计2030年ChatGPT付费用户将达2.2亿。美国人工智能公司OpenAI预计，到2030年，每周至少有2.2亿用户将付费订阅该公司的聊天机器人ChatGPT。OpenAI预计，到2030年，预计每周26亿用户中的8.5%，即约2.2亿人，将订阅ChatGPT，使ChatGPT成为全球最大的订阅业务之一。

Meta：HSTN人工智能眼镜将在印度上市

11月19日，Meta首席科学家杨立昆宣离职创业，瞄准高级机器智能。担任Meta AI首席科学家的图灵奖得主杨立昆(Yann LeCun)在社交平台上宣布，他即将离开工作了12年的Meta，开启事业的下一阶段：创业。这家新公司的研发核心将是“Advanced Machine Intelligence”，即高级机器智能(AMI)，“新公司的目标是推动下一场AI的重大革命：让系统能够理解物理世界，拥有持久记忆，具备推理能力，并能规划复杂的行动序列。”

11月25日，新加坡国家AI计划放弃Meta模型，转向阿里千问。据外媒报道，新加坡国家人工智能计划(AISG)正在进行一次重大战略调整，在其最新的东南亚语言大模型项目中，放弃了Meta模型，转向阿里巴巴的通义千问Qwen开源架构。

11月25日，Meta HSTN人工智能眼镜据悉将在印度上市。Meta HSTN人工智能眼镜将在印度上市，起售价为41800印度卢比。

微软：Copilot“全家桶”全面升级，推出计算机操作代理模型

Fara-7B

11月5日，微软与G42宣布在阿联酋新增200兆瓦数据中心算力。美国科技巨头微软与阿布扎比的G42集团于周三宣布，将在阿联酋新增200兆瓦数据中心算力。此次扩容是微软对这个海湾国家超150亿美元投资承诺的一部分。两家公司在联合声明中表示，新增算力将通过G42旗下子公司哈兹纳数据中心(Khazna Data Centers)实现，预计将于明年年底前逐步投入使用，但未透露更多细节。

11月7日，微软组建超级智能团队，聚焦医疗诊断等领域。微软的Microsoft AI组建了一支超级智能团队。该团队将由MAI首席执行官Mustafa Suleyman负责。该团队将聚焦三个领域：AI伴侣（价格低廉的AI伴侣，支持学习、行动、提高效率并获得支持）、医疗超级智能（在全方位诊断方面达到专家级水平，同时在临床操作环境中具备高度的规划和预测能力）、充足的清洁能源（帮助创建和管理用于设计和部署新的科学突破的新工作流程）。

11月13日，微软将利用OpenAI的定制AI芯片研发成果助力自研芯片项目。微软计划利用其对OpenAI定制人工智能(AI)芯片研发的接入权限，来推进自身芯片项目。在被问及自研芯片进展时，微软首席执行官Satya Nadella在一档播客节目中表示：“OpenAI即便在系统层面上进行创新，我们也能全面获得相应的接入权限。我们首先会为OpenAI把其构建的成果落地实现，之后再加以延展。”

11月18日，微软Copilot“全家桶”全面升级。在微软2025 Ignite大会上，其推出了Microsoft 365 Copilot的全新功能，包括智能体(Agent)联动、语音对话、抓取图像和文本等多项能力。微软本次的升级高度聚焦智能体，包括Windows、Word、Excel、PowerPoint等中都添加了智能体服务，包括Manus、Fellow等智能体已接入；并推出全新的智能体控制平台——Agent 365，助用户管理智能体。

11月24日，微软推出计算机操作代理模型Fara-7B。微软宣布推出首个专为计算机操作设计的代理型小型语言模型(SLM)——Fara-7B。Fara-7B属于计算机操作代理(CUA)模型，可通过鼠标键盘等交互设备代用户完成任务，可直接在终端设备运行。

Anthropic：发布模型Claude Opus 4.5

11月24日，Anthropic发布模型Claude Opus 4.5。Anthropic正式发布其最新模型Claude Opus 4.5。该模型已在Anthropic应用、API以及三大云平台开放使用。

腾讯：混元开源全新视频生成模型 HunyuanVideo 1.5，图像 3.0 上线 LiblibAI

11月12日，腾讯元器与小米应用商店达成合作。腾讯元器与小米应用商店达成合作，支持将平台上的智能体一键分发到小米应用商店，实现手机生态智能体开发到分发流程的全面打通。

11月13日，腾讯混元图像 3.0 上线 LiblibAI。据腾讯混元，LiblibAI 今日宣布上线腾讯混元图像 3.0 (HunyuanImage 3.0)，以及腾讯优图视频特效模型 Youtu-Video FX。用户可以通过 LiblibAI 平台上的图片视频生成器使用相关模型。

11月21日，腾讯混元开源全新视频生成模型 HunyuanVideo 1.5。这是一款基于 Diffusion Transformer (DiT) 架构、参数为 8.3B 的轻量级视频生成模型，支持中英文输入的文生视频与图生视频，能生成 5-10 秒的高清视频。模型已经抢先在「元宝」上线，可通过两种方式即可体验：一是输入文字描述 (Prompt)，直接实现“文生视频”；二是上传图片配合 Prompt，轻松将静态图片转化为动态视频。

11月25日，腾讯混元 OCR 模型宣布开源。腾讯混元推出全新开源模型 HunyuanOCR，参数仅为 1B，依托于混元原生多模态架构打造，获得多项业界 OCR 应用榜单 SOTA (最先进水平) 成绩。

11月26日，腾讯混元 3D 上线国际站。腾讯混元 3D 创作引擎正式推出国际站，面向国际用户开放，用户可以直接输入文字描述、图片、草图等，构建 3D 作品。同时，混元 3D 模型 API 在腾讯云国际站上线，开发者和企业用户可以通过该接口快捷接入模型能力。

阿里：国际站推出 AI Mode，千问 App 上线

11月14日，阿里云百炼官宣通义千问 3-Max 模型降价。阿里云大模型服务平台百炼发布通知，于北京时间 2025 年 11 月 13 日开始对中国站-北京的通义千问 3-Max 模型实行降价。降价后，batch 调用半价；隐式缓存，对命中缓存的部分，按输入 Token 标准单价的 20% 计费；显式缓存，用于创建缓存的 Token 按输入 Token 标准单价的 125% 计费，后续命中仅需支付 10% 的费用。

11月17日，阿里国际站面向全球市场推出 AI Mode。阿里国际站将面向全球市场推出 AI Mode，用 AI Agent 帮全球中小企业全自动地执行跨境电商采购流程。AI Mode 对行业理解更深，可以帮买家更快更准决策；能用 AI Agent 的能力一键搞定琐碎工作，让买家告别重复劳动；可以多模态挖掘隐藏的供应链信息，让买家考虑更全面、匹配更精准。

11月17日，阿里千问 App 上线公测，全力进军 AI to C 市场。阿里巴巴正式宣布“千问”项目，全力进军 AI to C 市场。当天，千问 App 公测版上线，与 ChatGPT 展开全面竞争。据透露，未来计划将地图、外卖、订票、办公、学习、购物、健康等各类生活场景接入千问 App，让其具备更强大的办事能力。

字节跳动：豆包输入法上线，语音对话功能更新

11月24日，豆包输入法正式上线。提供语音输入及键盘输入两种方式。基于豆包 App 同款语音模型，豆包输入法支持多种方言、英语及中英混合输入，并具备自动纠错功能；键盘输入也支持自动纠错和文字、符号、emoji 表情等多种智能联想。

11月27日，豆包语音对话功能更新，能讲 4 种地道方言，具备思考能力。豆包

语音对话功能迎来更新，可以说 4 种地道方言，包括粤语、四川话、东北话及陝西话。据了解，该功能借助豆包语音模型方言迁移技术，实现单音色说多方言，且具备思考能力，可根据用户意图，灵活切换方言。

月之暗面：开源 Kimi K2 Thinking 模型

11月6日，月之暗面开源 Kimi K2 Thinking 模型。月之暗面发布并开源思考模型 Kimi K2 Thinking，Agent 和推理能力全面提升。据介绍，Kimi K2 Thinking 具备边思考边使用工具的能力，无需用户干预，可自主实现 300 轮工具调用和多轮思考能力。

11月18日 Kimi K2 Thinking 被 Perplexity 接入，系接入的唯一国产模型。月之暗面前日发布的 Kimi K2 Thinking 模型被 AI 搜索应用 Perplexity 接入，成为唯一被接入的国产模型，同批被接入的还有 OpenAI 刚发布的 GPT-5.1。根据最新公开数据，Perplexity 拥有 3000 万月活跃用户，估值突破 200 亿美元，是全球估值最高的 AI 搜索应用。

行业政策：中美 AI 政策布局

11月4日，国家卫生健康委发布《关于促进和规范“人工智能+医疗卫生”应用发展的实施意见》。据了解，山外山、云南白药、奥佳华等一批 A 股公司已较早布局“人工智能+医疗卫生”的不同产业赛道。《实施意见》进一步明确产业支持方向和重点应用领域，将为相关上市公司业务拓展带来新机遇，有助于上市公司打造新的业绩增长点。

11月20日，广东省人民政府印发《广东省国家数字经济创新发展试验区建设方案（2025—2027 年）》。其中提出，以生态打造促进平台经济健康发展。开展平台企业摸查，建立全省平台企业库。挖掘细分行业平台企业潜力，积极培育人工智能、Web3.0（第三代互联网）等技术驱动的创新型平台。依法引导平台企业合理确定中小微商户基本佣金标准和灵活就业人员抽成比例等，加强中小商户和新就业形态劳动者权益保障，发挥平台企业在促创新、扩消费、稳就业等方面引领带动作用。

11月24日，特朗普签署行政令，启动人工智能“创世纪计划”。美国白宫发布声明表示，总统特朗普签署了一项行政命令，启动一项旨在利用人工智能（AI）变革科学的研究方式、加速科学发现的全新国家计划“创世纪计划”。声明表示，该命令指示能源部创建一个人工智能实验平台，整合美国超级计算机和独特数据资产，以生成科学基础模型并为机器人实验室提供支持。该命令指示总统科学与技术事务助理（APST）协调这项国家计划，并整合联邦政府各部门的数据和基础设施。能源部长、总统科学与技术事务助理以及人工智能与加密技术特别顾问将与学术界和私营部门的创新者合作，支持并加强“创世纪计划”。

11月28日，国家能源局综合司发布关于组织开展“人工智能+”能源试点工作的通知。国家能源局综合司发布关于组织开展“人工智能+”能源试点工作的通知。通知提到，聚焦《国家发展改革委 国家能源局关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见》提出的八大类场景、37 个重点任务、百余项具体应用，按照“少而精”的原则，面向能源企业征集发展所需、行业所盼和企业所急的高价值应用场景需求，有效减少能源场景需求方与人工智能技术供给方间的信息壁垒。组织人工智能技术供给方依据场景需求“揭榜挂帅”，承接高价值场景建设相关任务。场景需求方与技术供给方合作形成试点项目方案，经国家能源局遴选认定为“人工智能+”能源试点项目，探索形成综合解决方案可规模复制、商业模式可

参考借鉴的“人工智能+”能源融合发展新范式，推动提升能源行业智能化发展水平。

11月28日，《北京市促进“人工智能+视听”产业高质量发展行动方案（2025—2029年）》发布。加快算法模型突破。积极布局“人工智能+视听”领域垂类大模型研发，支持高校、科研机构与企业合作，加强基础理论和共性技术研究，引导通用算法、底层技术、开源系统等共性平台在视听领域应用，提升面向各类媒体生产场景算法优化与技术迭代能力。联合打造全国领先的大模型调优工场，全面提升视听生成、媒体工艺优化核心算法的国际竞争力。

行业动态：11月国产游戏版号创新高，抖音电商加快推进多个专项治理行动

游戏：10月国内游戏市场稳步增长，11月国产游戏版号量创新高

2025年10月国内游戏市场稳步增长，双端产品与运营活动共驱增长。根据中国音数协游戏工委与伽马数据共同发布的《2025年10月中国游戏产业月度报告》，2025年10月，中国国内游戏市场收入为313.59亿元，环比增长5.66%，同比增长7.83%。2025年10月，中国客户端游戏市场收入为72.27亿元，环比增长1.92%，同比增长29.39%。本月客户端游戏市场大幅增长，核心得益于双端互通产品的持续发力，《三角洲行动》《燕云十六声》等代表性产品合计贡献超10亿元增量，同时成熟期产品稳定表现提供基础支撑。2025年10月，中国移动游戏市场收入为226.33亿元，环比增长5.33%，同比增长2.36%。《王者荣耀》十周年庆期间推出限定皮肤与纪念活动，国服DAU突破1.39亿；《原神》上线“空月之歌·复演”新版本，流水环比增长超40%，两大头部产品共同带动市场增长。10月游戏市场同比环比双增，核心得益于版号常态化下发带来的供给改善，以及成熟期产品通过周年庆、版本更新等精细化运营，有效提升用户活跃度与付费转化。

11月国产游戏版号量创新高，进口版号月度常态化下发。11月27日，国家新闻出版署公布了11月国产网络游戏审批信息（178款）、进口网络游戏审批信息（6款），以及7款游戏审批变更信息。本次过审版号产品中，值得关注的国产游戏有：B站《闪耀吧！噜咪》、西山居《星砂岛》、完美世界《梦幻新诛仙：轻享》、雷霆游戏《再世仙途》、4399《造梦西游之黎尤浩劫篇》等产品；进口游戏方面，现象级音游《韵律源点》（海外名为《Arcaea》）成功获批。审批变更信息中，腾讯《和平精英》新增客户端版本成为焦点，标志着其“双端化”布局获得政策许可。截至11月，2025年已累计下发游戏版号1624个，远超2024年全年总量，行业供给端持续改善。

金融科技：10月支付机构备付金同比增长8%

10月支付机构备付金同比增长8%。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在10月达25544亿元，同比增长8%，环比增长0.3%。

图7：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

支付清算协会发布“免密支付”安全管理倡议。11月13日，中国支付清算协会正式向支付服务主体及用户发出相关倡议，明确要求支付机构规范授权管理，杜绝默认开通行为以确保用户真实意愿；强化商户风险管理，根据风险等级合理设置交易限额；加强交易实时监测，对异常交易及时采取拦截或二次验证措施；同时需为用户提供便捷的免密支付关闭通道及一键取消功能，进一步保障用户资金安全与消费权益。

电商：各电商平台双11陆续收官，抖音电商加快推进多个专项治理行动

天猫双11正式收官，实现四年最好增长。天猫双11全周期，近600个品牌成交破亿，超3万品牌同比去年增长翻倍，18048个品牌同比增长超3倍，13081个品牌同比增长超5倍，均超去年同期。88VIP会员规模再创新高，日均下单购买人数同比增长31%，品牌旗舰店会员新增1.45亿。

京东双11成交额再创新高，订单量增长近60%。截至2025年11月11日23:59，京东双11成交额再创新高，下单用户数增长40%，订单量增长近60%，在产品、价格、服务的综合体验上京东收获了最高的消费者好评度。

抖音电商双11大促期间，超10万商家直播销售额同比翻倍。抖音商城双11期间，6.7万品牌销售额同比翻倍，逾10万商家通过直播实现销售额翻倍。中小达人贡献达人带货销售额超80%，与中小商家共同成为平台增长中坚力量。根据抖音电商双11战报，优质内容带动爆款商品持续涌现，销售额破亿元单品数同比增长129%。消费升级趋势明显，尤其在美妆和数码产品领域，美妆品类直播销售额破千万元的品牌数量同比增长313%。

快手双11收官，成交额破千万商家双位数增长。2025年双11购物节期间，快手投入总计30亿的红包和商品补贴，推动全域生意爆发。期间货架场表现亮眼，大牌大补百万GMV单品数同比增长超77%，搜索GMV同比增长超33%。平台用户消费需求爆发之下，成交额破千万的商家实现双位数增长。

小红书电商双11期间，成交额破千万，商家数同比增长140%。根据小红书双11收官数据，全平台成交额突破1000万的商家数量同比增长140%，成交额突破100

万的商品数量同比增长 145%。小红书商家店铺开播频次同比增长 487%，买手贡献成交额同比增长 73%，章小蕙、吴千语等头部直播间单场创新高，开播买手数量同比增长 80%。双 11 期间，在小红书电商下单人数同比增长 77%；在成交额破千万的商家中，平均客单价可达 3000 元，千万买手的客单价平均可高达 7700 元。

抖音电商持续开展羊绒羊毛商品专项治理。根据 11 月 20 日消息，为保障消费者体验，抖音电商持续进行秋冬服饰治理，重点整治直播间夸大宣传羊绒羊毛含量、商品材质与实际不符等违规售卖行为。至今，专项治理行动已处置违规商家商品近 200 个，处罚违规达人超 250 名。

抖音电商治理达人作弊行为，已处置近 2 万个违规账号。根据 11 月 22 日消息，近期抖音平台监测到部分达人通过虚假交易等手段刷高达人等级，以获取不正当利益，因此抖音电商对违规达人采取减少推荐、降低等级、扣除违约金等处置措施。截至目前，已处置近 2 万个违规账号，未来抖音电商将常态化推进专项治理工作。

快手于 11 月 23 日开启彩妆狂欢节。11 月 23 日-28 日，快手电商通过多元玩法和激励政策，打造了一场非大促节点的彩妆狂欢节 IP 活动。为降低商家参与门槛、提升经营效率，彩妆狂欢节提供丰富返点激励，并开放专属品聚合作权益，助力商家实现品效双收。

本地生活：抖音生活烟火榜发布，淘宝闪购联合阿里健康上线“居家闪检”服务

淘宝闪购将全面取消超时扣款，并于年底前覆盖全国。根据 11 月 28 日消息，淘宝闪购取消超时扣款措施将在 12 月 3 日扩大覆盖到 60 城，年底前将覆盖全国直营城市。面向众包骑士，淘宝闪购积分制方式更科学、更温和。在 70 分的基础设计上，顺利送达、没有违规就加分，超过 75 分有额外奖励；让消费者体验受损、影响履约的行为会扣分，超时 1 次最多扣 2 分。

抖音生活服务烟火榜发布，首批 10 城 360 家小店上榜。根据 11 月 22 日消息，烟火市集暨抖音生活服务首届创作者大会上发布了抖音生活服务烟火榜，甄选全国 360 家“苍蝇馆子”天花板小店上榜，覆盖北京、上海、成都、武汉等 10 座城市。本次活动还打造了线下烟火市集，汇集全国近百家从抖音火出圈的“排队王”餐饮小店，将线上关注直接转化为线下消费。

京东健康与金赛药业签署战略合作协议。根据 11 月 27 日消息，京东健康已与金赛药业签署战略合作协议，依托于京东健康的“超级医药供应链”以及医疗服务资源优势，双方将聚焦儿童健康、痛风、呼吸与过敏、女性健康、营养补充等六大领域，探索打造以患者为中心的疾病全周期健康管理解决方案，提升高质量药品和健康管理服务资源的可及性。

淘宝闪购联合阿里健康上线“居家闪检”服务。根据 11 月 18 日消息，随着全国多地气温持续走低，不少地区提前进入流感高发期。基于此现象，淘宝闪购联合阿里健康官宣上线“居家闪检”新服务，推出“呼吸道病毒细菌 12 联检”项目，率先于北京、上海、广州、杭州四城展开试运营。用户预约后，将有经过专业培训的骑手上门送达采样包，协助完成咽拭子样本采集，并将样本送至国家认证的实验室进行检测，平均 3 小时内，用户便可在线查看检测报告。

美团旅行与重庆文旅两江集团战略签约。根据 11 月 25 日消息，重庆文旅两江集团近日与美团旅行战略签约。双方就未来 3 年内，预订线上化、AI “数智化”、经营培训、产业链品牌化等四大方向深度合作进行探讨，并准备将合作范畴延伸

至酒店新客源探索、酒店餐饮创新升级等多个领域，积极探索国资文旅集团深度数字化转型变革，推动地方文旅消费与本地吃喝玩乐购的深入融合发展。

短视频：行业监管治理再加码，聚焦微短剧、直播等领域严打违规

微信下架数十部违规微短剧，严打价值观偏差内容。11月7日，微信珊瑚安全发布处置公告，根据广电总局部署要求，下架数十部存在低俗擦边、价值观导向不正及侵权行为的违规微短剧，同时处置相关违规小程序。平台表示将持续落实主体责任，推进微短剧类小程序规范运营。

广电总局启动动画微短剧专项治理，首次纳入AIGC内容监管。11月9日，国家广电总局下发专项治理工作提示，自即日起至2026年3月开展不良动画微短剧和动画短视频专项治理。据央广网揭露，此次治理明确三大重点：清理低俗擦边、极端复仇等不良内容，严禁使用丑闻劣迹人员素材及恶搞二创；新增动画微短剧备案要求，未完成事前审核标注编号的作品一律不得上线，存量合规作品需在2026年3月底前补办备案；排查儿童标签下的错位传播内容，强化未成年人模式管理。值得关注的是，AIGC生成、漫画改编、表情包类动画微短剧首次被纳入分类分层审核体系，实行“白名单”制度。

抖音整治直播乱象与饭圈违规，处置超百万条不良内容。11月14日，抖音直播公布专项治理结果。据环球网披露，抖音直播2025年以来累计封禁“软色情”直播间66万个，无限期回收11.7万个涉色情违规账号的直播权限，8.8万人次因低俗诱导打赏被处罚，配合公安机关刑拘68名相关违法犯罪嫌疑人。11月21日，抖音再发公告。据光明网了解，抖音近一个月处置涉体育“饭圈”违规视频1.1万条、违规评论33.3万条，对144个违规账号采取禁言、永久封禁等处罚，重点打击侵犯运动员隐私、互撕谩骂、造谣煽动对立等行为。

字节跳动重启沐瞳科技出售谈判。11月27日，字节跳动与沙特主权财富基金PIF旗下Savvy Games Group重启谈判，洽谈旗下全资子公司沐瞳科技的收购事宜，交易作价或达50亿美元。据彭博社报道，此次谈判若达成，将成为字节游戏业务战略调整的关键动作，标志其从“全面扩张”转向“大发行、小自研”的发展路径，2021年字节曾以40亿美元收购沐瞳科技。

腾讯11.6亿欧元战略投资育碧子公司落地。11月21日，腾讯对育碧旗下子公司Vantage Studios的11.6亿欧元投资正式完成割，获得26.32%经济权益，育碧仍保留100%控制权。据新浪财经揭露，该子公司整合了《刺客信条》《孤岛惊魂》《彩虹六号》三大核心IP及全球六大研发中心的2300名开发者，估值达38亿欧元。此次投资将实现双方技术协同与运营方法论共享，助力腾讯渗透东南亚主机游戏市场。

快手启动“AI灵境计划”，加码AI创作者扶持。11月8日，快手科技高级副总裁马宏彬在2025世界互联网大会乌镇峰会“人工智能技术创新与治理论坛”上分享快手AI创新实践，并正式宣布启动该计划。据IT之家报道，“AI灵境计划”由快手内容运营部联合可灵AI共同发起，将投入千万现金与亿级平台流量，构建覆盖“潜力新星—成熟AIGC创作者”的全周期成长路径，通过阶梯式赋能机制为创作者提供流量扶持、创作指导与商业合作推荐等全方位支持，无论使用何种AI工具均可参与。作为技术支撑的可灵AI目前全球用户已突破4500万，累计生成视频超2亿个，此次计划旨在进一步激活AI内容生态活力，推动创作产业效率升级。

投资建议

港股互联网巨头已发布三季报，整体来看，AI 对于互联网巨头广告业务增长赋能较明显，腾讯广告三季度环比继续加速；此外 AI 继续驱动互联网巨头云业务加速增长，阿里云本季度增长加速至 34%YOY（上季度 26% YOY）。国内互联网巨头在 AI Capex 方面的投入落后海外约一年，伴随着后续大模型能力逐步提升和建设供给的释放，AI 对于巨头主业的赋能将持续显现。此外，三季度预计为互联网巨头外卖大战的投入峰值，四季度预计将环比看到阿里、美团和京东三家外卖亏损有所收窄。我们认为 25Q3 或为板块阶段性盈利底部，股价回落明显，迎来布局良机，建议聚焦 AI 主线选股，推荐阿里巴巴、腾讯控股。

风险提示

政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

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。

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.CSI）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

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

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中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 层

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