2026 年 11 月 22 日

互联网行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

传媒与互联网组
分析师：朱珺（执业 S1130526050001） zhujun1@gjzq.com.cn
分析师：柴梦婷（执业 S1130525030013） chaimengting@gjzq.com.cn
分析师：赵浦轩（执业 S1130526090002） zhaopuxuan@gjzq.com.cn

Anthropic 上市，音乐平台 Q3 主业表现稳健

周观点

- **AI&云：**英伟达与微软扩展全栈合作，加速计算从云端延伸至 Windows PC；华为云开源昇腾原生具身世界模型 CloudRobo-WM1.2；阿里发布 Qwen4-Max，以稀疏架构大幅降低推理成本；腾讯混元推出 Hy4 flash，以极致性价比赛道争夺 API 客户；Anthropic 启动 IPO，超 9000 亿美元支出承诺牵动整个 AI 云产业链；豆包工作于电脑端上线“工作台”功能，首批覆盖金融、医疗、教育、创意设计、营销、法务、数据分析等 21 个专业场景；字节跳动旗下火山引擎宣布 Seedance 2.5 4K API 全面开放，开发者与企业可通过火山方舟调用，API 分辨率上限由 1080P 提升至 4K。
- **游戏：**《天坑追匪》预约量破 60000，互动影游关注度较高。
- **流媒体平台：**音乐平台 Q3 财报发布，腾讯音乐 26Q3 总收入不及预期，会员业务收入略好于预期，调整后净利率好于预期；网易云音乐 26Q3 收入同比微降，但主要受到非会员业务影响。持续观察行业竞争态势。
- **电商：**电商仍呈景气度有所承压，关注后续表现，消费环境疲弱。
- **虚拟资产&资产交易平台：**美联储加息预期升温叠加现货 ETF 持续净流出，币价承压。

风险提示

- 后续政策不及预期风险；中美关系变化风险；内容上线及表现不及预期风险；宏观经济运行不及预期风险；AI 技术迭代和应用不及预期风险；政策监管风险。

内容目录

一、行业情况跟踪 3
1.1、电商&互联网 3
1.2、流媒体平台 3
1.3、AI&云 4
二、风险提示 5

图表目录

图表 1： 相关行业指数表现（11.16-11.20） 3
图表 2： 重点个股涨跌幅（11.16-11.20） 3
图表 3： 相关行业指数表现（11.16-11.20） 4
图表 4： 重点个股涨跌幅（11.16-11.20） 4
图表 5： 相关行业指数表现（11.16-11.20） 4
图表 6： 重点个股涨跌幅（11.16-11.20） 4

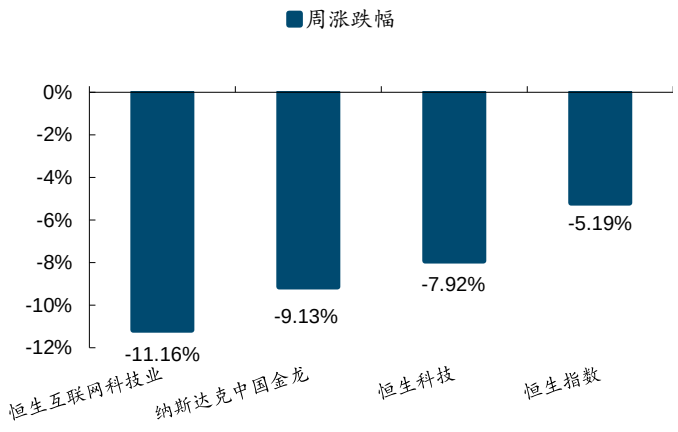
一、行业情况跟踪

1.1、电商&互联网

本期（2026 年 11 月 16 日-11 月 20 日），恒生互联网科技业指数累计涨跌幅-11.16%，分别较恒生科技指数/恒生指数-3.24pct/-5.97pct。

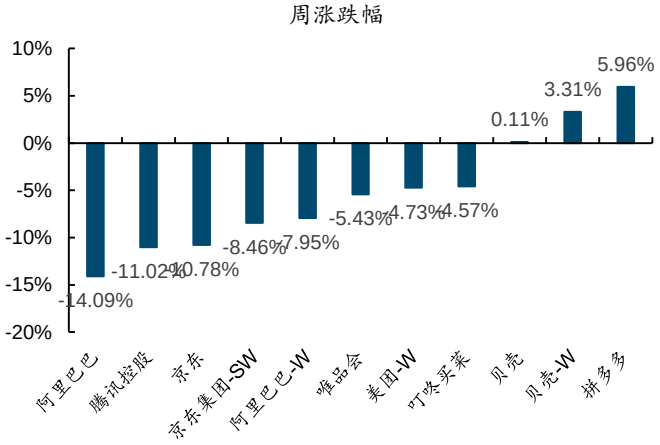
个股涨跌幅表现：阿里巴巴（-14.09%）、腾讯控股（-11.02%）、京东（-10.78%）、京东集团-SW（-8.46%）、阿里巴巴-W（-7.95%）、唯品会（-5.43%）、美团-W（-4.73%）、叮咚买菜（-4.57%）、贝壳（+0.11%）、贝壳-W（+3.31%）、拼多多（+5.96%）。

图表1：相关行业指数表现（11.16-11.20）



来源：iFind，国金证券研究所

图表2：重点个股涨跌幅（11.16-11.20）



来源：iFind，国金证券研究所

【公司公告】

1）贝壳发布 2026Q3 财报。26Q3，总营收（净收入）210.00 亿元，yoy-8.9%；营业利润（净利润）21.95 亿元，yoy+193.9%；non-GAAP 经调整净利润 26.05 亿元，yoy+102.6%。分业务数据：存量房交易总额（GTV）5209 亿元，yoy+3.0%，新房交易总额（GTV）2068 亿元，yoy+5.3%。（官方公告）

2）阿里巴巴发布 2026Q3 财报。26Q3，总营收 2715.19 亿元，yoy+10.0%；营业利润 291.16 亿元，yoy+443.0%；归母净利润 644.20 亿元，yoy+213.0%；non-GAAP 经调整 EBITA 326.36 亿元，yoy+260.0%。分业务收入：1）AI 云与算力服务收入 yoy+53.0%。2）客户管理收入 yoy-5.0%。（官方公告）

3）腾讯控股发布 2026Q3 财报。26Q3，总营收 2073.36 亿元，yoy+8.0%；经营盈利 591.47 亿元，yoy-7.0%；权益持有人应占盈利 636.12 亿元，yoy+0.8%；non-GAAP 经营盈利 681.00 亿元，yoy-6.0%（剔除 AI 投入后 yoy+8.0%）。分业务收入：营销服务收入 430.49 亿元，yoy+19.0%。金融科技及企业服务收入 636.55 亿元，yoy+9.0%。（官方公告）

4）京东集团发布 2026Q3 财报。26Q3，总营收 3096.00 亿元，yoy+3.5%；经营利润 52.00 亿元（去年同期为亏损 11.00 亿元）；归母净利润 65.00 亿元，yoy+23.26%；non-GAAP 归母净利润 83.00 亿元，yoy+44.0%。分业务数据：1）服务收入 764.00 亿元（占比创新高至 24.7%）。2）京东零售经营利润 151.00 亿元。（官方公告）

5）拼多多发布 2026Q3 财报。26Q3，总营收 1083.00 亿元，yoy+0.0%；营业利润 312.00 亿元；归母净利润 295.00 亿元，yoy+0.7%；non-GAAP 营业利润 326.00 亿元。分业务收入：1）在线营销服务及其他收入 598.00 亿元，yoy+12.0%。2）交易服务收入 485.00 亿元，yoy-12.0%。（官方公告）

6）叮咚买菜发布 2026Q3 财报。26Q3，总营收 73.80 亿元，yoy+10.8%；净利润 2.98 亿元，yoy+259.6%；Non-GAAP 净利润 3.08 亿元，yoy+203.8%。分业务/区域数据：1）总交易额（GMV）83.11 亿元，yoy+14.3%。2）华东区域 GMV yoy+17.6%。（官方公告）

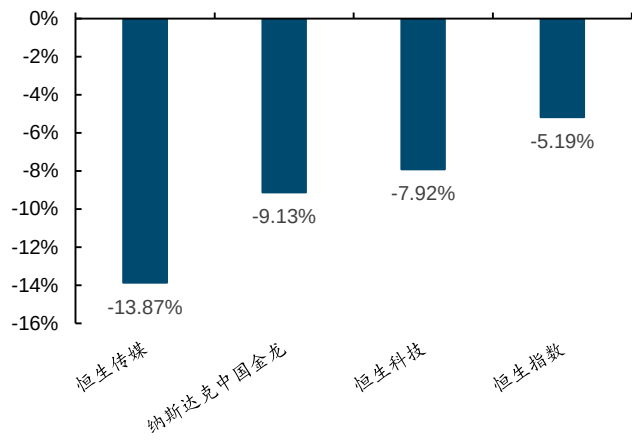
1.2、流媒体平台

本期（2026 年 11 月 16 日-11 月 20 日）恒生传媒指数上涨-13.87%，跑赢恒生指数-8.68pct，跑赢恒生科技指数-5.94pct。

个股涨跌幅表现：爱奇艺（-40.45%）、奈飞（-8.72%）、Spotify Technol（-5.81%）、网易云音乐（-3.33%）、腾

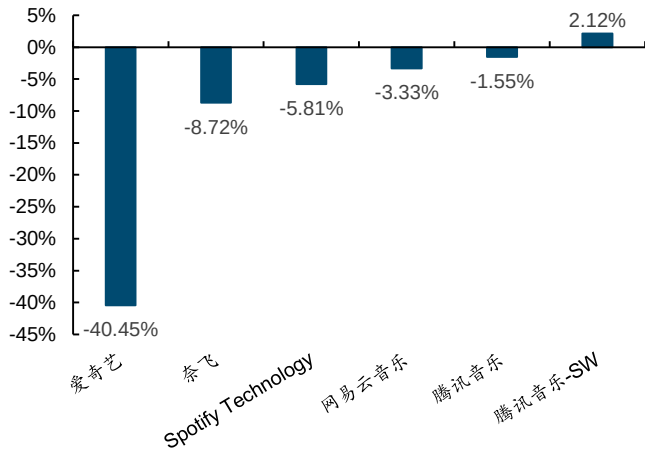
讯音乐（-1.55%）、腾讯音乐-SW（+2.12%）。

图表3：相关行业指数表现（11.16-11.20）



来源：iFind，国金证券研究所

图表4：重点个股涨跌幅（11.16-11.20）



来源：iFind，国金证券研究所

【公司公告】

1）爱奇艺发布 2026Q3 财报，营收下滑但亏损收窄。 11 月 16 日，爱奇艺（NASDAQ:IQ）发布截至 9 月 30 日的第三季度未经审计财报。当季总收入 60.1 亿元，同比下滑 10%；其中会员服务收入 39.7 亿元，在线广告收入 12.8 亿元，内容发行收入 4. 0 亿元。non-GAAP 运营利润为 2500 万元，归属于爱奇艺的净亏损为 1.733 亿元，较上年同期的 2. 489 亿元有所收窄。（新浪财经）

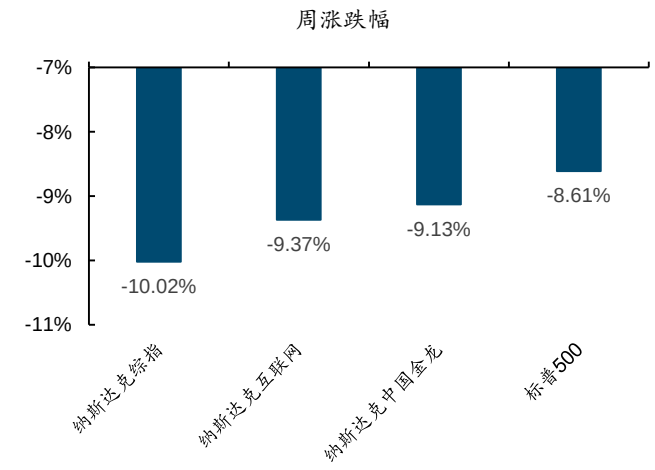
2）腾讯音乐发布 2026 年第三季度未经审计财务业绩。第三季度总收入为 89.4 亿元，同比增长 5.6%；调整后净利润为 25.3 亿元，同比增长 2.1%；经调整的 EBITDA 为 30.2 亿元，同比增长 2.7%。音乐相关服务收入第三季度同比增长 10.2%至 76.8 亿元；音乐相关会员服务收入达 49.9 亿元，同比增长 9.2%；营销及消费类服务收入同比增长 12.1%至 27.0 亿元。（新浪财经）

1.3、AI&云

本期（2026 年 11 月 16 日-11 月 20 日），纳斯达克互联网累计涨跌幅 2.86%，较纳斯达克综指+2.02pct。

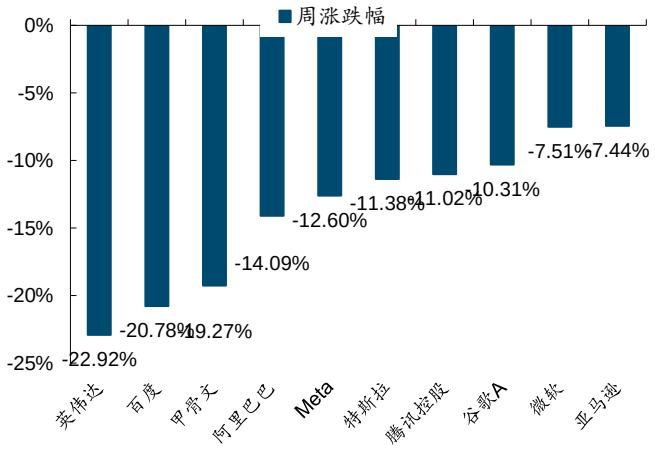
关注个股涨跌幅表现：英伟达（-22.92%）、百度（-20.78%）、甲骨文（-19.27%）、阿里巴巴（-14.09%）、Meta（-12.6%）、特斯拉（-11.38%）、腾讯控股（-11.02%）、谷歌 A（-10.31%）、微软（-7.51%）、亚马逊（-7.44%）。

图表5：相关行业指数表现（11.16-11.20）



来源：iFind，国金证券研究所

图表6：重点个股涨跌幅（11.16-11.20）



来源：iFind，国金证券研究所

【行业重大事件&跟踪】

1）英伟达与微软扩展全栈合作，加速计算从 Azure 延伸至 Windows PC。 11 月 20 日，英伟达宣布正在与微软扩展全栈合作。旗下 Vera Rubin NVL72 系统现已在微软 Azure 数据中心运行，使企业不仅能在云端定制 AI 模型，还能在本地 Windows PC 上部署和应用 AI。这一合作标志着 AI 算力正从集中式云向端侧设备进一步渗透，为混合 AI 部署提供了新的基础设施选项。（财联社）

2）华为云开源昇腾原生具身世界模型 CloudRobo-WM1.2。 11 月 16 日，华为云发布并开源基于国产昇腾算力训练的具身世界模型 CloudRobo-WM1.2，该模型在 RoboTwin 2.0、LiberoPro 2.0 评测中均排名第一。华为云同步开放了训练框架及昇腾算力最佳实践，目前已有 80%的中国具身智能企业选择昇腾云。这标志着国产算力在物理 AI（具身智能）这一前沿领域开始构建从模型到生态的完整闭环。（东方财富）

3）阿里巴巴发布 Qwen4-Max，以稀疏架构大幅降低推理成本。 11 月 16 日，阿里巴巴正式发布新一代基座大模型 Qwen4-Max，总参数 2.4 万亿，采用基于 Qwen 稀疏注意力（QSA）的全新 MoE 架构，支持百万上下文。其缓存命中时每百万 Token 仅需 0.5 元，官方称单任务平均费用较上一代降低约六成。Qwen4-Max 不只是一次技术发布，更是阿里将基座能力转化为稳定云收入、追求真实业务 ROI 的关键一步。（每日经济新闻）

4）腾讯混元推出 Hy4 flash，以极致性价比赛道争夺 API 客户。11 月 16 日，腾讯混元发布最新语言模型 Hy4 flash，总参数量 224B（激活仅 12B），支持多模态和 1M 上下文。其定价极具攻击性：每百万 Token 输入 0.5 元、输出 2 元，命中缓存时仅需 0.02 元。在资本开支高企的背景下，腾讯的策略是用稀疏架构和低价策略扩大调用体量，将低价调用转化为持续留存的企业客户，以摊薄 AI 服务的单位成本。（每日经济新闻）

5）商汤科技发布 SenseNova Loop-9B，以循环架构扩展推理深度。11 月 17 日晚，商汤科技正式发布 SenseNova Loop-9B，该模型采用创新的循环架构，在约 9B 参数规模下通过"两次执行共享中间层"将 32 个物理解码层扩展为 56 次层计算，推理等效参数约 14.6B。模型支持 512K 上下文，并同步开源了权重与代码。这代表了在参数规模之外，通过架构创新提升小模型推理能力的一条差异化路径。（北京商报）

6）诺基亚等五家公司组建 AI 超级工厂联盟，布局北欧分布式算力。 11 月 16 日，诺基亚、Nscale、Skeleton、Telia 和 Verda 宣布组建 AI Gigafactory Northern 联盟，计划在北欧和波罗的海地区建设分布式 AI 超级工厂，为欧洲企业、研究机构及公共部门提供大规模 AI 计算、主权云、高速网络和低碳能源服务。这反映了欧洲在 AI 基础设施领域寻求"主权可控"与绿色能源结合的战略取向。（新浪财经）

7）千寻智能与华为云签署战略合作，围绕昇腾生态共建模型训练与推理。 11 月 19 日，千寻智能与华为云在北京正式签署战略合作协议。双方将在云算力、昇腾生态共建以及模型训练与推理等场景，围绕模型训练效率提升、推理加速、多模态融合、安全可信、开源生态等方向开展前沿技术研究与合作。这是昇腾云生态在具身智能与行业模型侧的又一次重要落子。（21 财经）

8）Anthropic 启动 IPO，超 9000 亿美元支出承诺牵动整个 AI 云产业链。 11 月 16 日当周，AI 公司 Anthropic 在纳斯达克启动 IPO，除常规融资外，还计划通过私募配售筹集 260 亿美元，谷歌、微软、英伟达、AMD、博通、台积电等科技巨头均参与其中。招股书显示，Anthropic 尚未履行的支出承诺超过 9000 亿美元，其中承诺未来十年向亚马逊支付至少 1100 亿美元，并向其他公司支付 4000 亿美元获取云计算容量。这笔 IPO 被视为验证云巨头资本开支逻辑的关键试金石。（财联社）

二、风险提示

- 后续政策不及预期风险。若提振消费等政策不及预期，将影响相应行业基本面变化节奏，及市场估值中枢。
- 中美关系变化风险。中美关系变化将影响中概估值及中国资产的经营情况。
- 内容上线及表现不及预期风险。若新游、影视剧等内容上线或表现不及预期，则直接影响相应公司业绩表现。
- 宏观经济运行不及预期风险。国内经济由高速度转向高质量发展，若宏观经济不及预期，则广告营销等各板块的业绩均将受到影响。
- AI 技术迭代和应用不及预期风险。AI 产业在逐渐崛起中，对传媒板块来讲是重要变革，影响行业未来发展，若 AI 技术迭代和应用不及预期，则该变革落地的预期将延后。
- 政策监管风险。游戏受版号发放、未成年人保护等政策约束，影视剧正常排播则受内容监管、艺人是否违法或失德等影响，若出现相关政策指导或监管事件，则影响内容的正常上架或运营。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究