文件帖 2026-11-03 07:10

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 调整延续，超跌反弹条件进一步改善--大势申音·每周论势5分钟20261101.pdf ---
总结
一、核心判断：调整延续，超跌反弹条件进一步改善
本周市场反弹尝试再次被产业冲击打断，但调整延续后，超跌反弹的条件是进一步改善的。下跌之后反弹条件肯定更好。
二、历史大波段调整中超跌反弹波段的特征
重申对历史大波段调整中超跌反弹波段特征的总结：
第一，超跌反弹波段市场指数空间有限，但结构活跃；第二，反弹会有一定持续时间，市场再下跌一般由新增宏观或者产业冲击来触发；第三，前期大波段上行中的领涨资产通常也会有反弹，但可能弱于市场平均；第四，反弹中小微盘占优，主题活跃是大概率，但反弹结束后逻辑偏弱、偏向于扩散行情的主题方向，调整幅度也是更大的。
三、本周市场演绎与产业趋势判断
本周市场继续尝试沿着小盘占优、主题活跃的结构线索演绎反弹，但新增产业利空集中发酵：海外AI链龙头业绩低预期，国内AI链业绩也有扰动，反弹未有效发酵便出现了中断。

我们对中期产业趋势的概括是：AI产业正自发纠偏算力内卷，算力点潜在产业催化已经从利好数量碾压利空，实际转向了利空多于利好。当前市场中期问题客观存在，但对问题的反应也愈发充分。从性价比角度，调整延续高性价比，进一步强化了超跌反弹的条件，超跌反弹条件应该是改善的。
四、继续提示的两个要点
第一，长期性价比改善已经有时间表。三季报后通信静态估值低于历史中位数，年报后则会回到历史极低估值的区域。
如果时间来到岁末年初，一旦算力链的基本面预期下修告一段落，中期反弹需求将非常明确，这个位置再下跌一般需要额外的基本面利空驱动。这个阶段，基于价值视角关注算力链的投资者其实已经在积累短期的额外回报了。
第二，下跌波段延续，短期性价比改善愈发普遍。这样的位置，产业短期扰动、各类资金减仓、市场对稳定资本市场预期的信心波折等因素其实都已经有所反应了。
至此，我们对潜在反弹择时的判断不变：眼下超跌反弹可能随时触发，特别是市场对稳定资本市场预期的信心恢复，构成直接触发反弹的因素。超跌反弹指数空间可能有限，而更有效的中期反弹可能出现在岁末年初时间段。
五、长中短期波段定位
重申长中短期波段定位的推演：长期A股处于两个大波段上涨之间的震荡休整期，中期震荡休整波段延续且偏向于弱势震荡阶段，而短期市场性价比普遍改善，加速调整波段已经行

至了尾声。
六、三季报总量特征
二六年三季度全A两非，且暂不考虑长鑫科技的口径下，单季
度营收增速小幅回落到了5.6%（二六年二季度是6.3%），单
季的归母净利润同比增速二六年三季度大幅回落到了0.7%
（二六年二季度是15.8%）。回落方向、幅度均符合我们二季
报落地之后的推演。
结构上，上游周期和中游制造利润增速回落幅度较大，主要
影响因素包括：
一是成本高企影响加速体现。二六年二季度营收端计价，随
后就是成本端计价，先进先出，盈利能力是额外改善的；而
二六年三季度财务报表开始体现成本高企的影响，体现为盈
利额外修复的程度高位回落，单季营收增速与单季成本增速
的差值同样出现了显著回落。
二是市场快速调整，公允价值净变动收益贡献由正转负，这
一负向影响的绝对值是大于汇兑损失收入的。
另外，上游周期和中游制造供给侧的验证按部就班，资本开
支增速已企稳回升，中游制造资本开支增速更是明显反弹。
但固定资产形成依然处于摸底阶段，产能形成增速正在临近
一个中波段的低点。

七、中期A股业绩展望
维持中期A股业绩展望不变：二六年下半年经济好于二六年二
季度，但二六年下半年全A两非的归母净利润同比增速中枢会
显著低于二六年二季度。二六年三季度成本冲击对财务的影
响体现尚不充分，盈利额外下挫的程度仍明显偏高，后续可
能会进一步回落。成本冲击的财务影响可能在二七年一季度
开始逐渐消退，二六年三季度业绩增速下台阶之后，还会有
震荡反复的过程，对应基于A股业绩验证的顺周期乐观预期不
容易发酵。
八、结构选择
结构选择上，反弹波段还是科技占优。重申中期值得关注的
AI链审美不变：一是少数基本面预期能够超过六月底的方
向；二是二七年的景气相对二六年继续改善的方向，可能是
后续分化走强的板块；三是重申重视主题投资机会。年内非
科技方向有超额收益的时间窗口未关闭，重点方向不变：
CXO、创新药、房地产、煤炭、航运、贵金属、工业基础和基
础化工。高股息和科技赛道依然是跷跷板效应，市场逆风阶
段高股息会继续修复，但若短期超跌反弹或者岁末年初行情
启动，高股息资产同样可能迎来调整波段。

会议实录：
（一）核心判断与超跌反弹特征

各位投资者上午好，我是申万宏源策略的付锦涛，欢迎大家
收听本期的每周论势5分钟。本周我们继续讨论潜在反弹，下
跌之后反弹条件肯定是更好的。另外我们也简单讨论一下三
季报验证的总量线索。
首先，本周市场反弹尝试再次被产业冲击打断，但调整延续
后超跌反弹的条件是进一步改善的。重申我们对历史大波段

调整中超跌反弹波段特征的总结：
第一，超跌反弹波段市场指数空间有限，但结构活跃；第二，反弹会有一定持续时间，市场再下跌一般由新增宏观或者产业冲击来触发；第三，前期大波段上行中的领涨资产通常也会有反弹，但可能弱于市场平均；第四，反弹中小微盘占优，主题活跃是大概率，但反弹结束后逻辑偏弱、偏向于扩散行情的主题方向，调整幅度也是更大的。
（二）本周市场演绎与产业趋势判断
本周市场继续尝试沿着小盘占优、主题活跃的结构线索演绎反弹，但新增产业利空集中发酵，海外AI链龙头业绩低预期，国内AI链业绩也有扰动，反弹未有效发酵便出现了中断。
我们对中期产业趋势的概括是：AI产业正自发纠偏算力内卷，算力点潜在产业催化已经从利好数量碾压利空，实际转向了利空多于利好。当前市场中期问题客观存在，但对问题的反应也愈发充分。从性价比角度，调整延续高性价比，进一步强化超跌反弹的条件应该是改善的。

（三）两点提示
我们继续提示：
第一，长期性价比改善已经有时间表。三季报后通信静态估值低于历史中位数，年报后则会回到历史极低估值的区域。如果时间来到了岁末年初，一旦算力链的基本面预期下修告一段落，中期反弹需求将非常明确，这个位置再下跌一般需要额外的基本面利空驱动。这个阶段，基于价值视角关注算力链的投资者其实已经在积累短期的额外回报了。
第二，下跌波段延续，短期性价比改善愈发普遍。这样的位置，产业短期扰动、各类资金减仓、市场对稳定资本市场预期的信心波折等因素其实都已经有所反应了。
至此，我们对潜在反弹择时的判断不变：眼下超跌反弹可能随时触发，特别是市场对稳定资本市场预期的信心恢复，构成直接触发反弹的因素。超跌反弹指数空间可能有限，而更有效的中期反弹可能出现在岁末年初时间段。
（四）长中短期波段定位
重申我们长中短期波段定位的推演：长期A股处于两个大波段上涨之间的震荡休整期，中期震荡休整波段延续且偏向于弱势震荡阶段，而短期市场性价比普遍改善，加速调整波段已经行至了尾声。
（五）三季报总量特征

接下来A股三季报收官，我们对三季报的一些总量特征做讨论。二六年三季度全A两非，且暂不考虑长鑫科技的口径下，单季度营收增速小幅回落到了5.6%（二六年二季度是6.3%），而单季的归母净利润同比增速二六年三季度大幅回落到了0.7%（二六年二季度是15.8%）。回落方向、幅度均符合我们二季报落地之后的推演。
结构上，上游周期和中游制造利润增速回落幅度较大，主要的影响因素包括：
一是成本高企影响加速体现。二六年二季度营收端计价，随

后就是成本端计价，先进先出，盈利能力是额外改善的；而二六年三季度财务报表开始体现成本高企的影响，体现为盈利额外修复的程度高位回落，单季营收增速与单季成本增速的差值同样出现了显著回落。
二是市场快速调整，公允价值净变动收益贡献由正转负。这一负向影响的绝对值是大于汇兑损失收入的。
另外，上游周期和中游制造供给侧的验证按部就班，资本开支增速已企稳回升，中游制造资本开支增速更是明显反弹。但固定资产形成依然处于摸底阶段，产能形成增速正在临近一个中波段的低点。
（六）中期A股业绩展望
我们维持中期A股业绩展望不变：二六年下半年经济好于二六年二季度，但二六年下半年全A两非的归母净利润同比增速中枢会显著低于二六年二季度。二六年三季度成本冲击对财务的影响体现尚不充分，盈利额外下挫的程度仍明显偏高，后续可能会进一步回落。成本冲击的财务影响可能在二七年一季度开始逐渐消退，二六年三季度业绩增速下台阶之后，还会有震荡反复的过程，对应基于A股业绩验证的顺周期乐观预期不容易发酵。
（七）结构选择
最后结构选择上，反弹波段还是科技占优。重申中期值得关注的AI链审美不变：
一是少数基本面预期能够超过六月底的方向；二是二七年的景气相对二六年继续改善的方向，可能是后续分化走强的板块；三是重申重视主题投资机会，年内非科技方向有超额收益的时间窗口未关闭，重点方向不变。
CXO、创新药、房地产、煤炭、航运、贵金属、工业基础和基础化工，高股息和科技赛道依然是跷跷板效应。市场逆风阶段，高股息会继续修复，但若短期超跌反弹或者岁末年初行情启动，高股息资产同样可能迎来调整波段。
本周的每周论势5分钟就是这些内容。感谢大家的收听，我们下期再见。

--- 三季报，机械板块有哪些亮点？20261101.pdf ---
机械板块2026年三季报亮点电话会议纪要
会议要点总结
来自美国的订单表现超预期：传统板块订单主要体现为工程机械和公司平台，表现比大家此前想象的要强劲。典型案例如浙江鼎力，三季度单季美国收入同比增长超过50%，这在此前是完全没有预料到的，也非常能反映美国目前AIDC建设对制造业整体投资的拉动，这块可能会持续超预期。
工程机械收入端超预期，海外份额持续提升：三一的收入和业绩都超预期，反映出当下全球化竞争格局之下，国内工程机械的海外竞争力仍然很强，仍在不断拿全球市场份额。尽管后面有全球加息的预期，大家觉得全球投资活动会相对平稳，但三一包括徐工的三季度收入证明了国内企业在全球的外需份额还在持续上升，尤其是在发展中国家市场持续上升，在发达国家市场还不是特别高。全球化给工程机械板块

后面可能持续带来成长助力，建议后续讨论中更多关注这个板块。

传统设备公司拥抱AI取得不错营收增长：3C设备公司三季度表现都比较亮眼，比如普众、天准、凯格、奥普特，这其实也是借助于AI的发展，传统设备公司焕发了新的生命力。也包括像创世纪、乔锋这样的公司，相对传统，但也拥抱了AI理念，使得收入出现了比较好的表现。

传统内需周期板块也有亮点：比如恒阳股份三季度单季度业绩超过4个亿，其中可能不到1个亿左右来自氩气涨价的贡献。背后反映两点：一是各种工业气体价格在当下供给相对收紧、需求边际有一定好转的情况下，价格弹性敏感性很强，三季度氩气价格表现证明了这一点；二是传统周期公司在底部时，只要边际变量有比较明显的变化，它带来的杠杆效率包括业绩表现都会非常显著。往后看，除了偏外需的大份额、出海这一块，以及拥抱AI的成长型方向之外，可能还要关注内需从底部有边际好转才可能出现的投资机会。

杰瑞股份处于双底状态：主业虽然三季报仍表现出非常强的收入利润弹性和韧性，但市场普遍担心在中东战局相对焦灼的情况下，后面中东业务是否会影响其订单和业绩，这被认为是一个底；第二个底是其电力板块，跟AI相关的北美电力板块，虽然订单不断在签、不断超预期，但大家也担心今年可能是订单的一个顶。从估值看，当前位置大概相当于明年业绩10倍出头一点的PE水平，是比较值得逐步建仓的时间段。

工程机械三季度整体稳健，海外仍是主要增长动力：三一、徐工海外依然保持20%左右的增长，与上半年基本持平。国内市场三季度受七八月雨季及台风影响增速偏弱，整体为个位数增长，三一因挖机占比高，增速约10%多。预计四季度及明年国内仍处温和复苏过程，预期为个位数或10%左右的增长。出口退税政策调整主要针对新能源车相关产品，工程机械绝大多数产品仍维持13%税率，影响基本消化。预计海外市场未来一两年维持15%~20%的复合增速。

高空作业平台受益北美IDC建设：今年三季度收入端达到45%的增长，处于加速状态。鼎力、JLG、吉尼的在手订单增速分别达200%多、100%多，订单增速仍在加速；联合租赁的收入和利润增速也呈逐渐加速状态，北美市场需求非常旺盛。鼎力80%多出口中约一半是美国市场，目前估值仅十二三倍左右，性价比优势明显，建议重点关注。

农机板块重点推荐一拖股份：三季度业绩超预期，利润增速达到20%以上，收入端有14%左右的增长，而行业增速仅个位数，公司表现领跑行业。一方面份额呈逐步提升过程，另一方面利润端增长也反映了公司降本增效的持续努力。在厄尔尼诺影响下，明年上半年对农机行业的影响可能更加明显，看好农机行业明年快速起来的投资机会。

矿山机械重点推荐南矿和福事特：南矿前三季度订单同比增长78%，接近80%，为四季度和明年业绩高增奠定良好基础；同时积极拓展矿业运营，非洲Brown Here金矿、印度黄金下

属三个金矿以及印尼金矿项目都在积极对接推进，前三季度格瑞费金矿已贡献4000多万收入。福事特此前主要做液压油管，现积极向矿山机械转型，布局超打动力的挖掘机及矿山开采设备，并在矿山后市场维保布局，已和紫金、江铜签署战略协议，紫金非洲金矿约1/3交给福事特运维，该块毛利率约50%~60%，Q3主业收入端已有40%多增长。

金刚石散热实现从0到1的量产突破：本周三晚间国内第一家金刚石散热量产招标结果出炉，预计明年中旬至少有一个半年50万片的需求量，涉及单晶和多晶、以单晶为主，首批交

付在明年一季度左右，约占五分之一。这标志着金刚石散热概念开始从实验室走向量产产品落地，招标方曙光也帮行业筛选出满足芯片内金刚石散热量产要求的供应商，重点推荐沃尔德和国际精工。今年可视为金刚石散热领域的量产元年，明年是正式起量年份，后年更多厂商进入较大规模量产，增速弹性有望在2027、2028年乃至2029年维持极高增速。仅先进封装环节就是大几百亿市场，若包含所有可应用场景可达千亿以上规模。

松发股份估值具有吸引力，造船景气度有望维持至2029年：回调后市值约1500多亿，即使明年按业绩预测下限150亿计算也只有10倍估值，按150~180亿以上计算对应不到10倍（约8点几倍），在周期高点下仍较便宜。全球20年以上船龄的VLCC有将近200艘，今年可能交付35艘，累计到2029年交付量约216艘，正常换新需求下到2029年才能达到供需平衡，即使不考虑霍尔木兹海峡紧张局势，行业景气度也应至少维持到2029年。恒力产能释放没有问题，预计明年年中五、六号坞开始投产，明年投放约50%产能，后年全年达产运行，三季度净利率20%已是很好的成绩，维持20%甚至25%问题不大，到2028年有望实现280亿到300亿业绩，当前估值仍较便宜，未来有估值回归空间。

坚定看多四季度机器人（物理AI）板块行情：三大催化因素：一是特斯拉量产从10月开始SOP，马斯克在三季报业绩交流会上提到年底基本有2万台交付，产业摸排显示6月开始产能爬坡、11月能看到千台级别以上周产量、12月可能月产接近1万台以上，年底按供应商交付口径合计约1.5~2万台，接

近明年春节前后或能在美国弗里蒙特工厂看到万台以上组装后的Optimus亮相；二是物理AI层面利好频出，从AMD收购李飞飞的世界模型团队，到近期OpenAI官宣入局具身智能板块，加速大脑迭代，杰森在各大演讲中也陆续提到物理AI的重要性；三是从筹码因素看，前三季度机器人板块受主业拖累，不瘟不火、关注度不高，但产业已有长足进展，投资物理AI或机器人板块具备较大产生空间。

会议实录：

本次会议仅面向开源证券的专业投资机构客户或受邀客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，第三方专家发言内容仅代表其个人观点，所有信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。未经开源证券事先书面许可，任何机构或个人严禁录音、转发及相关解读。涉嫌违反上述情形

的，我们将保留一切法律权利，感谢您的理解和支持，谢谢。

各位同学晚上好，我是开源证券寿超。因为我们组还是按照惯例每周给大家汇报一下最新的一些观点。最近大家看到一个市场巨幅的调整，不管是科技还是成长或者价值的板块，在我们板块里面其实都出现了比较大幅度的回调。所以这个时间点，我们想做几件事情。

第一件事情就是把三季报中近期经营情况有亮点的这些公司和板块给大家做一个汇报，我先把我的直观感觉跟大家说一下，后面我的同事张浩杰老师也会把工程机械等三个行业的三季报做一个梳理。第二，我们想把一些我们认为后续可能持续会有机会、可能有抄底机会或者有表现机会的板块或公司给大家做个汇报。我这边可能会更新一下最近刚调研的杰瑞股份，孟欣和韩笑为大家更新一下金刚石产业链的招标，以及包括松发股份这些情况。另外一位机器人分析师老师也会为大家更新一下最近比较火的物理AI，以及最近特斯拉和欧燕的一些进展和标的。

先汇报一下我们最近在三季报梳理过程中发现的四点亮点。第一个层面，我们发现来自于美国的订单，传统的板块订单主要表现为工程机械和公司平台，这个表现比大家之前想象的要强劲。当中有个非常好的例子，就是浙江鼎力，它三季度单季的美国收入同比增长速度超过50%，这个在之前是完全没有预料到的。并且我们认为这也非常能反映美国目前AIDC的建设对于制造业整体投资的拉动，这块我们觉得可能会持续超预期。

第二点，我们看工程机械，其实还是有不少公司收入端超预期，比如说三一，它的收入和业绩其实都超预期，也反映出在当下的全球化竞争格局之下，国内工程机械的海外竞争力仍然很强，仍然不断在拿全球市场的份额。尽管后面有全球加息的预期，大家觉得后面全球投资活动会相对平稳一些，但是像三一包括徐工的三季度收入都给大家证明了，国内企业在全球的外需份额还是在持续上升，尤其是在一些发展中国家市场持续上升，在发达国家市场还不是特别高。所以全球化给工程机械板块后面持续可能会有成长的助力，所以这个板块也建议大家更多在后面讨论中去关注。

第三点，我们也看到了不少传统的设备公司拥抱AI，也取得了不错的营收增长。比如说像3C设备公司，我们看到一众的3C设备公司三季度的表现都比较亮眼，比如像普众、天准、凯格、奥普特，这个其实也是借助于AI的发展，我们看到了传统的设备公司焕发了新的生命力。其实也包括像创世纪，也包括像乔锋这样的公司，相对比较传统，但是也拥抱了AI理念，使得收入出现了比较好的表现。这是我们梳理当中不错的一些板块。

最后，我们看到在比较传统的、以内需为主的传统周期板块里面，也有一些偏亮眼的成绩。比如说像恒阳股份，三季度单季度业绩超过了4个亿。这4个亿里面，可能有一部分，我们觉得不到1个亿左右，是来自于氩气涨价的贡献。但这个背

后，我们觉得反映出两点。第一点，各种工业气体价格在当下供给相对来说比较收紧、需求边际有一定好转的情况下，它的价格弹性、敏感性其实是很强的。三季度氩气的价格表现就证明了这一点。第二点，我们认为传统的周期公司在底部的时候，只要边际变量有一个比较明显的变化，它带来的杠杆效率，包括业绩的表现都会非常显著。恒阳股份再次证明了这一点。所以我们往后看的话，除了刚刚给大家提到的偏外需的大份额、出海这一块，以及包括拥抱AI的成长型这一块之外，可能还是要关注内需从底部有边际好转才可能会出现的投资机会，也值得大家重点去关注。这是我们在三季报里面看到的一些因素，给大家做汇报。

接下来我想简单汇报一下这次对杰瑞股份的推荐更新。首先，我们认为杰瑞当下时间点其实处在一个双底。主业虽然三季报还是表现了非常强的收入利润弹性和韧性，但是市场普遍担心在中东战局相对来说比较焦灼的情况下，后面有没有可能中东业务会影响它的订单和业绩，我们认为这是一个底。第二个底实际上是它的电力板块，它跟AI相关的北美电力板块，当下虽然订单还是不断在签、不断超预期，但是大家也担心今年可能是一个订单的顶，包括明年的业绩可能在二季度以后出来，所以市场可能现在也在犹豫要不要给电力板块估值。我们恰恰认为这两个都是一个底部的状态，未来几个季度是有希望出现比较明显的好转的。
首先看传统板块，我们认为往后看的话，不管中东战局发展情况怎么样，如果继续打下去，当前它的天然气业务、天然气装备业务今年的订单增长我们估计还会在70%以上，这样高速的成长其实会对冲行业的地区不确定性，因为它的地区分布相对来说会比较分散，中亚包括日下地区都会有。第二点，如果中东战局出现比较明显的缓和的话，那么由于今年这个战损，导致油气的开采端和运输端都有比较大的设备采购，这一块我们估计也会有一个非常明确的爆发。所以主业的预期底我们认为已经出现。
第二个就是电力板块。大家之所以担心今年有可能是它订单的一个顶，其实有两个因素：一个因素是燃气的供应端，大家会担心它的机头供应明后年会跟不上；第二点，其实就是

会担心北美的AIDC建设需求到明后年会显著放缓，带来它订单增长的不确定性。这两点我们都想做一个更新。
首先，它的机头资源，大家知道，它今年和F泰F城这家公司签订了战略合作协议之后，基本上就包掉了这家公司后面的产能。因为这家公司是一个航改机，它的CM56这个品类是刚刚才通过认证验证，到明年才开始显著放量，一年大概400台左右产能。并且我估计在下周它的业绩发布会上，也可能会向市场传递后面持续扩产的预期。所以这家公司给到公司的产能锁定，我们认为未来几年可能就是会有两到三个G瓦多。
那么第二点，从它其他的合作伙伴来看，不管是从二手机组的一个锁定，包括像费克修斯、还有利普顿，包括西门子和GEV这些国际巨头，他们其实都是有不同型号的产品锁定，从燃气轮机到燃气发电机组，其实都会有比较好的锁定。所以

机头资源，未来看三年时间，我们认为满足它3~5个GW这样的一个扩产度是没有太大问题的。
从需求来看，我们也看到了目前毛200亿的在手订单值中间，其中我们认为有相当大一部分，具体比例不好说，是来自于北美单一客户的贡献。这个单一客户在六七月份重复下了大额订单之后，在七八月份其实又有比较好的配套订单，就是燃气机之外的配套订单，在逐渐地下，那么往后看的话，我们认为这个公司之外，北美的十家客户可能有相当大一部分都是目前还没有成交并且密切跟踪的客户。这些客户受到之前样板客户的影响，我们认为也会逐渐地向杰瑞倾斜，因为不管杰瑞在综合成本端还是服务端，性价比优势都非常明显，又有样板客户作为信用背书，所以我们在年底之前，这

个大客户新的大客户下单的概率还是非常之大的，是非常值得期待的。
那么往明后年看，剩下的几家大客户的下单，我们认为会打消市场对于这个上市公司目前在北美数额已经到顶的预期和担忧。那么事实证明，如果按照3~5个GW来算的话，在北美未来40~50GW的AIDC建设当中，其实市场份额还非常小，还不到10个点，这个我们认为是大有可为的。所以整体的增长，我们认为明后年需求增长，不管从行业端，还是更加从份额端，我们认为都有比较大的空间。所以整体来看，我们认为目前它的电力业务、AIDC的业务也处在一个预期的低点。并且往后看，随着新的拓客大客户的订单进展，包括除燃气之外的其他的电力配套设备的订单进展，以及往明年看IDC的美国的建设，排除掉目前的一些利益包括一些政治因素之外，进入到又一个加速期，我们认为公司的AIDC电力业务的预期就会再次加速上升。所以当前的位置，大概相当于明年的业绩可能也就10倍出头一点这么一个PE水平，我们认为是一个比较值得看长景气、比较值得去逐步建仓的时间段和位置。
我把杰瑞当下基本面的更新以及我们的观点给大家做个汇报，也建议大家在后面的市场反弹当中逐渐建仓去把握，我们认为这是一个确定性很高的、只会输时间、不一定会输空间的标的。 我的汇报部分就到这里。
接下来有请我的同事张浩杰老师，为大家汇报一下工程机械、农机和矿山机械的三季报分析情况。

好的超哥，各位领导好，我接下来为大家汇报一下工程机械、矿机和农机的情况。因为上周也都出了三季报。
整体来看，首先工程机械板块还是相对比较稳的板块，特别是海外市场的增速依然保持相对比较稳健的增长。像三一、徐工，海外依然在三季度保持20%左右的增长，基本上跟上半年维持差不多的、相对比较不错的增长。另外三季度可能国内市场的增速稍微弱一点，因为国内一方面整个七八月份雨季的影响可能稍微大一点，台风的影响可能也稍微大一些。
所以整体来看，今年三季度整个国内市场大概是个位数左右的一个增长，然后三一可能稍微快一点，因为它挖机的占比，挖机的增速比起重机还有混凝土这些的增速还是要快一些。所以三一今年三季度大概是10%多一点的增长。

另外对于四季度以及明年的预期来看，我们认为国内可能还是一个温和复苏的过程当中，整体增速处在一个持续增长的通道过程当中，目前预期大概还是个位数或者10%这样的增长预期，相对比较稳健。
另外，市场之前比较担心整个海外市场这一块的扰动，比如说加息，包括出口退税等等一系列因素的影响。但是出口退税，其实今年10月初的时候，国家也发了一个政策，主要还是对于新能源车相关的一些产品，出口退税的税率由13%降到了9%，但是工程机械产品绝大多数还是维持13%的税率。只有一个产品是那种新能源叉车这个产品，因为新能源叉车和新能源车是放在了新能源车里面，而且现在整个国内的新能源叉车的渗透率非常高，可能达到了80%以上的电动化率。所

以今年来看，整个机械叉车这一块的出口退税可能会有一些影响，但是叉车在整个工程机械板块的占比是非常低的，像三一体系里面可能只有五六千万左右的收入水平，相当于总收入几百亿大几百亿的水平来说，确实是相对比较低的业务品类。像挖机、起重机，还有混凝土机械，整体的税率还是保持相对比较稳定的、没有变化的税率。所以初步测算这一块对于工程企业的影响，基本上已经消化掉了。
另外就是加息，其实现在很多投资者可能担心海外全球市场的工程机械这种贝塔性的问题。出口还是比较旺盛的，整个非洲、南美的增速依然是比较高的状态，东南亚市场可能相对比较稳健，大概维持在20%多的增速，另外中东和俄语区这两个市场可能今年稍微弱一点，今年还是下滑的状态，但是后续可能也会有战后重建的需求，所以对于未来整个工程机械板块的带动，我们认为还是有相对比较好的带动作用。整个海外市场，我们现在预期未来一两年应该还是能够维持在15%~20%这样的复合增速区间里面，可能还是相对比较稳健的增长。
另外利润端，我们认为整体的增速可能还会更好一点，特别是明年的利润端增速，因为今年会受到汇兑的影响相对比较大一些。像今年前三季度，三一的汇率损失都有24个亿，徐工可能也有15个亿左右的汇率损失，明年来看这个基数确实是相对比较低一些，即使明年还会有一些汇率损失，可能这个增速就能反映到利润上的一个增速。所以我们预期明年的业绩增速应该会恢复到一个相对比较好的增长通道当中。

另外，11月底在上海有一个宝马展，可能也会有一些工程机械的海外大订单的落地，或者是一些集中订单的签约情况，所以对于工程机械板块，我们认为可能也有一个相对比较好的催化。
然后另外，我们现在也在重点推荐高空作业平台领域。今年三季度来看，整个收入端三季度达到了45%的增长，也是在一个加速的状态，特别是受益于整个北美IDC的建设。我们看到不仅是鼎力，包括像JLG、吉尼，他们的在手订单，今年三季度末来看，JLG同比增长了200%多，鼎力同比增长了100%多，整体三季度来看，整个订单的增速依然维持在一个相对比较高的增长，而且这个增速还在加速，相当于上半年也是在加

速的状态，包括像联合租赁的收入和利润的增速，也是呈现逐渐加速的状态。所以现在整个北美市场的高空作业需求，其实还是非常旺盛的。鼎力因为80%多的出口当中可能有一半是美国市场，所以美国市场的恢复对鼎力这一块的带动还是非常明显。我们也看好整个四季度以及明年整个需求这一块持续爆发的机会。鼎力的话，我们认为现在可能只有十二三倍左右的估值，相对来说性价比优势也是非常明显，也建议大家重点关注。

另外是农机板块。农机板块，我们从今年7月份开始，也是建议大家重点关注一拖股份这家公司。其实从三季度的业绩表现来看，今年三季度我们看一拖的业绩也是呈现了一个超预期的态势，利润的增速是达到了20%以上，收入端也是有14%左右的增速。因为今年三季度整个行业的增速可能就有个位数的增长，但是一拖的表现还是领跑行业的状态，远超行业的增速。一方面就是公司的份额其实也是在一个呈现逐步提升的过程，另一方面，利润端的增长也反映了公司在降本增效这一块持续的、努力。现在反映到业绩层面，已经出现了一个相对比较好的成果。所以一拖的话，我们认为在这一轮整个农机周期起来的背景之下，而且一拖的份额还在提升，包括盈利水平也在逐步提升。另外就是现在来看，今年四季度到明年一二季度来看，整个厄尔尼诺这一块的影响可能也会逐步体现出来，特别是在明年上半年这个阶段，厄尔尼诺对于农机行业的影响，作用可能会更加明显。所以我们现在还是比较看好农机行业，特别是明年快速起来的这样一个机会。因为今年来看，从更新的角度来看，农机已经开始逐步迎来往上走的通道，明年在整个厄尔尼诺的影响之下，我们认为这个增速可能还在加速的状态。所以一拖的话，我们认为可能会充分受益。

另外就是矿山机械板块。矿机的话，我们现在主要重点关注、重点推荐两家公司，一个是南矿集团，一个是福事特。南矿的话，从订单的角度来看，今年前三季度订单同比增长了78%，接近80%的增长，为四季度和明年的整个业绩高增奠定了一个非常好的基础。另外，公司现在也在持续地在矿业运营这一块有很多进展，包括非洲的Brown Here金矿，还有印度黄金下面的三个金矿，也包括印尼的金矿项目，现在都在积极地对接和推进。今年前三季度其实格瑞费这个金矿已经贡献了4000多万的收入，到明年或者后年来看，印度黄金和印尼这两个项目，我们认为可能还是会有相对比较不错的贡献。相当于公司在博斯这个金矿上面有一个良好的开端，后续拓展的进程可能还会更快一些。所以南矿就是主业这一块的订单非常好，另外也在积极打开跨境运营的第二增长曲线。

然后另外就是福事特这家公司。福事特其实主要之前是做液压油管，可能主要应用在工程机械领域，是这样一个液压油管的产品，现在也在积极地向矿山机械这一块进行转型，比如超打动力的这种挖掘机上面，包括一些矿山开采领域需要用到的一些设备上面的产品都在积极布局。另外在矿山后市

场维保这一块也在积极布局。现在公司已经和紫金和江铜签署了战略合作协议，特别是在紫金非洲的一个金矿，已经有1/3左右交给了福事特来进行运维。这一块的毛利率大概是有50%~60%的水平。所以整体矿山运营运维这一块，可能也会是公司未来整体业绩增长的一个非常重要的力量。今年三季度来看，主业这一块收入端已经有40%多的增长，主要还是工程机械这一块的带动可能相对多一点，到明年来看，我们认为矿山后市场这一块的带动可能还是非常明显，也建议大家重点关注。我先简单汇报这些。

接下来由我同事孟欣老师和大家汇报一下金刚石这一块的情况。

各位领导晚上好，我是开源机械孟欣，向各位领导汇报一下本周发生的一个重大的金刚石散热板块的变化。

最重要的变化，就是在本周三晚上的时候，我们看到国内的第一家量产招标——金刚石散热——已经招标结果出来了。总的需求量预计在明年中旬左右，至少有一个半年50万片这样的需求量，并且这一次招标涉及了单晶和多晶，以单晶为主。首批量的交付在明年一季度左右，差不多占这里面大概1/5的比例，其中以单晶为主，大概总的比例会占到8~9成，剩下的部分是多晶。

那么这一次事件最重要的意义，就是标志着金刚石散热这个概念已经开始从实验室走向了量产产品的落地。另一个重要的事情，也是本次的招标方曙光，帮我们筛出来了行业里面谁可以和他去做已经完成长达几个月的实验，然后能够满足它芯片里面金刚石散热的量产要求，也已经帮我们把产业链里面的供应商筛选出来了。这里面我们建议大家重点关注的标的是沃尔德和国际精工，他们在金刚石散热领域有着绝对的行业领先优势。

另外，我们也看到其实除了曙光的这个招标是用在明年的国产GPU芯片上面，其他的也可以看到，包括国内头部的几家GPU厂商，以及海外还有台湾这边的厂商，也都有一些比较明确的需求，定型定案会在明年产生。那么今年或者说从现在开始，可以算作金刚石在散热领域的一个量产元年，明年就是一个正式起量的年份。对应重点标的的收入贡献上面，也都是可以在明年就有所体现。当然从今年四季度应该就会有陆续的确认，更大的量可以期待在明年。

那么对后续的量怎么去展望呢？我们认为，今年算是一家公司开始着手去做这个事情、去招标，到明年更多的国内外GPU厂商，甚至包括用在CPU领域也会去定案，明年有更多家开始初步起量，等到后年，才是更多厂家，包括已经定案的这些，开始做比较大的量产。我们认为至少这个金刚石散热板块，它现在用在先进封装，包括后续可以用在盖板，或者说用在冷板层面，以及下面基板、载板的位置，现在可能只是一个刚刚开始的量产元年，后面的增速弹性在2027年和2028年，甚至到2029年，都可能是我们认为维持在极高增速的，至少在三年以上的时间维度的事情。

那么看市场空间，因为散热是芯片封装架构越来越密集之后

必须要解决的一个过程，这里面就可以看，无论是在GPU领域
还是CPU领域，或者说乃至再往后去看，可能服务器上面冷板
下方的架构也会有金刚石的参与。我们看到整个市场空间，
至少金刚石整个散热，只是在先进封装都是一个大几百亿的
市场。如果包含它所有可以应用的场景陆续落地的话，我们
可以看到一个至少千亿以上的市场规模。
那这里面最后的产业链量产会在哪些国家、哪些参与方呢？
首先，因为金刚石产品原先的量产产能更多集中在国内，而
且我们也看到包括美国的阿克system，还有其他的一些美国
公司，他们已经在用金刚石用在部分定制化的下游客户上
面，但是他们可能现在也在尝试和国内的供应商接触，或者
说尝试去验证他们的产品方案。这其实也说明了国内金刚石
领域的进展，无论是在远期的量产方面，还是说后续和海外
产品的性能比起来，都是逐渐更有优势的，本身在性价比方
面绝对是领先。况且我国人造金刚石比较有优势，电费便
宜，以及和这些芯片制造厂商地理位置关系更近，所以本来
相互去测试实验的流程也会相对来说更便捷一些，来回的反
馈过程也会更快。所以我们认为远期等金刚石散热可以搭载

到更多产品上面来看，产业链还是会在国内。至于最后落到
哪些厂商上面，我们认为这一次可能曙光已经帮我们去筛出
来了一些比较重点的标的。当然因为后面还会有更多的国内
的包括H或者其他厂商的参与，我们还会看到他们可能呈现一
个强者恒强、取得更多份额的局面。所以我们认为现在AI硬
件里面建议关注的就是，无论是落地的时点，还是远期弹性
来看，都是一个已经正式从0~1、远超市场预期、进入到量产
环节的金刚石散热。标的来看，我们重点推荐沃尔德和国际
精工。
以上是我这边的汇报，谢谢领导。接下来有请我们下一位同
事，机械韩笑。
下面我给大家讲一下，在当前这个背景下，我们如何应该更
加重视松发股份。因为松发股份自身的产能释放，包括竞争
节奏，目前来看都是没有什么问题的。这次回调其实也比较
厉害，目前市值可能有1500多亿。我们认为在当前这个情况
之下，即使明年按它业绩预测的下限，大概150亿的水平，也
就只有10倍的估值。对于明年的预期，市场上大概预期都在
150~200亿之间，优秀的话能够达到200亿。我们未来预计业
绩大概也能达到一百五、八十亿以上的水平，也就是说明年
这个业绩对应当前的PE，也是不到十倍，只有8点几倍。我们
看在周期高点的情况下，这个还算是比较便宜的。
第二个，对于造船行业，它到底应该能够持续多久？我们认
为其实到现在而言，现在全球20年以上的VLCC船有将近200
艘，但是最近这几年的交付量其实并没有这么多。今年可能

交付35艘，累计到2029年，累计交付量也就达到216艘，也就
是说正常换新需求下，直到2029年可能才能达到换新的供需
平衡。所以我们认为，即使不考虑霍尔木兹海峡当前这么紧
张的局势，行业的景气度也应该能够至少维持到2029年，而
现在霍尔木兹海峡这个事件其实是更加放大、或者说拉长了

这轮高潮平台期维持的时间。所以我们认为当前去判断后续订单不好，或者说造船行业周期开始下行，我觉得还是为时尚早的。
首先，换船再查这个事情，其实并不能完全确定它什么时候能够偃旗息鼓，毕竟要考虑到当时复杂的地缘政治情况，这是第一个。第二个，对于油运价格来说，现在虽然说油运价格非常高，但是我们认为其实没有必要非要觉得油运价格降下来了，造船尤其是油船的需求就要往下走。因为以前油运从伊朗运到，就是从霍尔木兹海峡运到中国，也就两到三美元每桶的成本。但是现在基本上有15美元每桶的成本，也就是说，即使是砍半到8美元每桶，我们认为现在依然是一个非常高、非常有油运价值的位置。如果说后续再回到只要5美元左右的水平，其实对于油运而言，依然是一个非常愿意建造的价格。所以我们觉得，现在去根据地缘政治、由于价格下跌来判断油船景气度下降，我们觉得还是需要有更长的时间和更多的证据去支持的。我们认为只要航运紧张能够维持，那么这个平台期将会进一步无限期地被拉长。
然后说到松发股份，也就是恒力，它的产能释放，我们认为完全没有问题。明年年终的时候大概五号坞、六号坞就能开始投产，基本上大概估算的话，明年投放50%的产能，后年全年达产运行。这样公司的地面配套装置其实已经建设得差不多了，按目前来看，用投料法来算的话，已经开始贡献业绩了。而且公司也已经开始根据它的投产进程去接新订单了。
所以不管是投产的进展而言，还是对于订单而言，我们认为市场对于松发都不需要担心，未来公司的业绩也会表现得非常好。而且公司现在接单的量开始向经销商船和VLCC去转变，也就是公司想要提升以后的一个净利率，肯定是会提升的。今年三季度它的净利率是20%，我们认为已经是一个非常不错的成绩了。未来维持20%甚至25%，我们觉得其实对于公司产业结构、产品结构不断优化的背景下，我们认为问题是不大的。所以我觉得维持20%其实已经是一个非常好的成绩。这样的话，到2028年基本上能实现280亿到300亿的业绩，在这种情况下，去算当前这个估值，我们觉得公司还是比较便宜的，还是算是比较低估的，未来还是会有估值回归的空间。
下面再讲一下关于机器人的情况。
各位投资人大家晚上好，我是宋汉栋。今天我跟各位简单地分享汇报一下这段时间关注度比较高的具身智能机器人或者说物理AI板块的观点。我们在四季度一直是旗帜鲜明地坚定看多整个四季度机器人板块的行情，我们认为整个板块的行情催化主要有三个点。
第一块也是重中之重，就是特斯拉那端的量产从10月开始SOP，包括本周的三季报业绩交流会，马斯克也亲口提到了整个量产的规划。之前他的言辞中说的是前期生产是extremely slow，是非常缓慢的。那么到这次的交流会，他已经提到了年底基本上都有2万台的交付，这个其实也是跟我们之前的一些产业信息能对得上的。从我们产业摸排情况来

看，从6月份开始产能爬坡，然后10月份开始SOP，到基本上11月份我们基本上能看到千台级别以上的周产量，到了12月份基本上可能月产接近就到了1万台以上的级别，那么年底按照供应商交付口径，差不多是合计在1.5~2万台的量级。按照1~1.5个月的运输期，那么我们认为到接近明年春节前后，可能在美国弗里蒙特工厂能够看到差不多万台以上的、组装后的Optimus在美国亮相，那么也陆陆续续能够在各大媒体中，或者世人眼中能看到Optimus进入到真实的生产，或者说真实的应用场景中。我们认为这是一个非常具有里程碑的事件。核心的体现之一是在四季度，我们陆续可能就能看到一些核心机电公司能够贡献出接近千万美元量级的机器人营业收入。

第二块，按照整个如果是达到10万台量产级别的话，我们后续所有的这些体验公司可能基本上就可以按照50万台到百万台级别的量，去给它进行利润的测算。目前来算的话，其实包括像三花智控、包括新泉股份这些公司，它目前的估值应该说有很多公司其实都是偏低估的。这是一个因素。

第二个，是在近期物理AI层面，应该说发生了比较多的利好消息。从前期的AMD收购李飞飞的世界模型团队，到近期的OpenAI官宣入局具身智能板块，加速着大脑的迭代，以及杰森最近在各大大会演讲中也陆续提到了物理AI的重要性。我们从本周的行情来看，尽管整个大盘指数应该说还是处于一个比较惨淡的现状，但是像物理AI这个板块，不管是动捕，包括像一些传感器，包括像一些光学的捕捉器的这些细分赛道，包括像惯性传感单元，都有一个非常不错的表现，整个机器人板块应该说表现都不错。那么近期也是受到了比较多的关注，这是第二个因素。

第三个，我们也从筹码因素来看，基本今年从前三季度，机器人板块应该说都受到了主业的拖累，包括整个产业谣言的一些影响。应该说整个前三季度都是处在一个不瘟不火、关注度不高的情况下，但是整个产业应该说是有了一个非常长足的进展。据我了解的话，像谐波、丝杠，包括像轻量化这些核心环节，在特斯拉那端应该都已经迭代了差不多5~6次。那么到现在来看的话，产业已经到了什么阶段呢？以特斯拉为例，应该说硬件端基本上相对来说已经比较成熟，软件端随着各大巨头的一些入局，我们觉得真正达到了一个量产基点，或者说它的类似ChatGPT时刻，可能就在不远的将来就能够看到。那么在这个阶段，我们觉得投资物理AI或投资机器人这个板块，应该说具备比较大的产生空间。或者说我们认为，在目前的一个市场上，可能看不到其他板块比这个板块更具有吸引力、想象力，以及实际的产业确定性的长期机会，这是我们对这个板块的观点。

那么如果落到各个推荐标的的话，我们在特斯拉链里面，首先推荐的是福赛科技，像斯菱股份，包括像光洋股份、金沃股份。这边稍微简单也提一下福赛科技，我们认为福赛是在整个机器人公司里面，可能是唯一一个具备赛道阿尔法逻辑的公司。它从年初拿到了不到3个料号，到现在可能差不多

是25个左右的一个料号水平，那跟着特斯拉目前大客户的轻量化的进展来看的话，后面可能它的需求量还会提升，这也是得益于它在模具层面的积淀，以及后续轻量化对于机器人寿命的集成需求。
第二个，在谐波层面，我们看到像斯菱股份应该是目前在现阶段，包括像舍弗勒、尼得科这些竞争对手中间，应该说目前在产能为王阶段，在国内布局相对来说比较前瞻和完善的。当然后面的话，像科达利这些公司我们觉得也是值得关注的。然后像丝杠的话，我们觉得像新建传动这边，应该说目前近期可能会有一些积极的变化。那么像五洲新春、金沃科技、恒工精密，我们认为在后续的丝杠里面，可能会有相对来说比较乐观的变化。那么在轴承环节的话，我们觉得光洋股份、万向钱潮也是值得重点关注的。
那么在物理AI或者动作捕捉这一块，我们认为可以重点关注捷昌驱动。捷昌驱动作为目前缝纫机器人在现实生活中的落地情况来看，应该说不管是产业上的需求，还是整个公司的技术进展来看，都是比较能解决一些行业痛点问题的，公司近期也是发布了一些新的变化。那么其他的包括像短期之内关注度比较高的，像奥比中光，包括像一些其他公司，我们都是可以去持续关注的。以上是我对整个物理AI和机器人近期观点的汇报。我们认为在这个产业等了差不多3~5年的长周期之后，快要迎来黎明之前，我们觉得是要坚定看多。以上就是我的汇报，谢谢。
感谢大家参加本次会议，祝您工作顺利，再见。

本次会议仅面向开源证券的专业投资机构客户或受邀客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，第三方专家发言内容仅代表其个人观点，所有信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。未经开源证券事先书面许可，任何机构或个人严禁录音、转发及相关解读。涉嫌违反上述情形的，我们将保留一切法律权利，感谢您的理解和支持，谢谢。

--- 科技-掘金3季报业绩总结电话会议20261102.pdf ---
科技板块2026年三季报业绩总结电话会议纪要
会议要点总结
全球算力资本开支维持高位，但投入与回报的时间错配引发担忧：微软、谷歌等头部大厂capex投入和云业务增速保持较高水位，但谷歌三季度资本开支已超过同期经营性现金流、单季自由现金流转负，华尔街对短期投入回报错配问题较为担心。
存储与上游环节利润高企，对产业链形成挤压：SK海力士、闪迪营业利润率处于高位，DRAM出货量个位数增长而平均ASP上涨近20%，云厂商承接较重的资本开支和现金流压力。
A股算力硬件链业绩分化，头部公司仍保持稳健增长：光模块、服务器电源、液冷、PCB等环节龙头同比高增，但环比出现一定压力，市场对预期与现实的匹配度更敏感。
AI变现仍处早期，应用端逐步渗透：谷歌AI搜索变现水平较低、微软M365付费席位小幅增长、亚马逊企业级推理仍处早

期部署阶段，AI正持续向千行百业渗透，coding等场景成为重要方向。
电子行业三季度盈利弹性显著释放：前三季度电子行业营收4.27万亿、同比增长37%，净利润4116亿、同比增长88%；三季度营收1.82万亿、同比增长46%，净利润2379亿、同比增长80%。

PCB与存储为电子板块亮点：PCB板块受AI服务器、交换机、光模块驱动，高多层、高阶HDI持续放量，覆铜板持续涨价；存储板块营收与盈利大幅改善，企业级DRAM、HBM带动盈利能力提升。
半导体设备订单强劲、消费电子稳中有进、端侧AI持续推进：设备龙头订单增幅较大且明年继续增长，对应后年估值相对便宜；消费电子受益于AI手机、AI PC等硬件升级，部分公司向AI服务器、散热、高速连接等新兴领域拓展。
通信板块整体表现良好，光模块高速增长：前三季度通信板块营收20758亿、同比增长6.33%，净利润2106.6亿、同比增长8.51%；光模块板块营收同比增长133.66%，净利润同比增长139.17%；运营商主营业务承压，IDC与算力业务接力成长。
国产算力与交换机、液冷为主要关注方向：互联网厂商资本开支持续增长，地方政府和央国企成为国产算力需求方，看好国产芯片放量、1.6T交换机升级以及谷歌、英伟达液冷产业链机会。
传媒板块分化，AI视频与游戏为主线：游戏行业收入增速放缓、买量投入前置压制利润；AI短剧景气度高、海外商业化初步验证；影视院线较上半年改善，出版板块出现经营改善与并购整合催化。
建材行业电子布延续高景气，出海超额明显：玻纤电子布供需共振、价格涨幅超预期，AI服务器与CCL带来薄布需求；水

泥三季度承压但底部计价已较充分、股息率具吸引力；浮法与光伏玻璃仍在磨底阶段。

会议实录：
一、计算机：全球科技板块与A股核心AI市场三季报梳理
本次电话会议仅面向国金证券的专业投资机构客户或受邀客户，仅供交流、研究观点使用，专家发言内容仅代表其个人观点，会议内容并不构成对任何人的投资建议。未经国金证券事先书面许可，任何机构或个人严禁以任何形式将会议内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、解读等。
领导、各位投资人早上好，我是国金计算机科技团队的分析师孙凯奇。利用这一时间，跟各位快速分享三季度计算机乃至全球科技板块整体的季报情况，包括定性层面、管理层交流展望、earnings call、callback等信息，我们提炼出以下一些观点。
第一点，从近期陆续发布的全球CSP财报中可以看到，头部大厂的整体capex投入以及云的增速，相对来讲还是保持在一个比较高的水位。从细节来看，资本开支在加速：微软2027第

一财年资本开支452亿美元，其中包含74亿美元的融资租赁，经营性现金流580亿美元，自由现金流186亿美元。谷歌第三季度资本开支514亿美元，超过同期423亿美元的经营性现金流，单季度自由现金流出现-91美元转负的状况。整体来讲，华尔街会比较担心短期内投入和回报的时间错配问题。尤其是在现在Anthropic环比ARPU降速、OpenAI也可能潜在面临一些压力的背景下，大家更关注收入回款和ROI的问题，这也是人力对于整个产业链所带来的一些急迫压力。

第二点，存储的高利润对整个产业链形成了比较大的挤压。最近一个季度，SK海力士营业利润率达到80%，闪迪non-GAAP营业利润率达到80.4%；DRAM出货量在增长个位数的情况下，平均ASP上涨了将近20%。整体来看，存储的高利润还是能够对整个产业链有一个比较大的挤压，云厂商则会承接比较重的资本开支和现金流压力。而且在AI之外，包括典型的消费电子，像PC、手机，终端成本集中化，导致大客户占比提升，收入集中度较高，长期合同在这一大客户集中度的情况下，会带来长期合同以及对大客户能见度的担心和影响。这个事情会越来越集中地反映到未来的财报上，使得整个市场更加脆弱和敏感。

第三点，从订单情况来看，微软剩余履约义务还有677美元的水平，其中12个月以后确认的部分增长了98%，接近翻倍增长；未来12个月之内能够确认的部分增长了29%～30%。所以主要剩余履约义务合同的增长主要集中在远期。大家虽然看到整体增速比较快，但毕竟是长端的一些需求为主，对于短期ROI的渴求会更加急迫。因为长期还需要考虑到产能、供电、芯片供应、交付周期等时间差，以及其中的一些影响因素变化。

第四点，从应用变现来看，谷歌有提到部分AI搜索的变现水平还是比较低的，微软M365付费席位增长了5%，亚马逊也强调企业规模化的推理还处于B端早期部署状态，还需要看到推理成本的持续下移。所以现在这个阶段是处于比较艰难和尴尬的产业中体，投入还在持续，但其中已经出现了单一大客户环比走弱的信号，下游的ROS和变现场景还没有看到，同时宏观还有一些流动性的影响。

第五点，从A股这一中国核心AI市场来看，包括光模块、PCB、电源、电容等多个环节，一方面伯特利作为国内最大的ODM，Q3规模净利润同比60%，云计算收入环比24%增长，即便在对比承压的情况下，依然实现了平稳、非常稳健的利润兑现。光模块中，新易盛、旭创、天孚Q3的规模同比分别增长60%、170%、55%，环比会有一些压力；光模块确实在最近一段时间呈现明显不太及预期的状态，这跟整个AI高速产品出货相关。胜宏Q3收入端34%的增长，扣除后16.6%的增长，投资端会有一些影响和变化，三季度之后经营性的利润增长还是非常不错的。华虹新材Q1、Q4、Q3同比三倍以上的收入增速，规模也放出了单季两个亿以上的利润，单季度的六个亿以上利润。高多层合同板的需求和价格，还在持续得到二三四季度的业绩支撑。纳芯微Q3收入同比40%以上增速，交付端

343规模2.41，同比34%。服务器电源和超容方面，后面看到交付之后的放量；液冷设备比如矿声器，Q3单季同比达到14%的增速，二季度开始订单、收入和利润都进入环比上升通道，液冷也有非常积极的表现。美华英端方面，光聚首个订单兑现了非常不错的华银电表利润，将近1个亿的利润释放，而且披露了将近万片的资源订单。这是从国内一些大的海外

链接链条和公司来看，其实各有喜忧，头部公司基本都是业绩密集期或市场预期的状况。但我们认为普通行情来讲，整个开发其实只要还在，公司一定会保持非常稳的增长。第六点，从内容变现来看，我们认为coding肯定是其中重要的场景。从这个角度来看，物联网要承接大的商业化场景，带来更大的升迁；在过渡期，可能像纳T、通用的低端办公厂商、金融厂商等，都可能带来一些机会。这里面，金蝶Q3新增ARR同比77%的增长，相关需求还是很旺盛的；布雷埃特所成也兑现了比较不错的物流收入；漫剧这块，德才Q3收入同比15.03%，控股子公司七项无线已经跟红果、阅文合作，而且上线了多部漫剧。网安端方面，像现金服务Q3扣非1.86亿，两个亿的利润同比也是50%以上增长，安全GDP也帮助提升了MS和运营的效果和综合处训效率。所以整体来看，我们认为AI还是在向千行百业不断渗透的过程当中，未来的下一个大场景应该是由Facebook高AI所牵引。现在巨头的入局，包括菲比把公司卖给丽萨苏、Sam Altman的入局，包括后面潜在通过并购的入局等，应该都能看到。三季度整个计算机持仓从还原之后的口径来看，还是有一些环比小幅上移；资金从偏好上也要去找新的场景和应用，因此又进入到一个从硬件切软件的小小过渡周期。我们认为整个四季度，历史上对于计算机来讲是非常舒适的一个季度，胜率非常高的一个季度，在这样的季度当中也非常看好，包括物联网、MNG在内的这样一些有新的变现能力、而且有非常大的资金量和数据牵引的方式和板块。

以上是本次会议关于计算机三季报的一些观点，也欢迎各位领导持续关注国金计算机刘高尚团队后续的观点。

二、电子：三季度盈利弹性进一步释放，关注算力硬件与自主可控

大家上午好，我是国金电子首席樊志远。接下来给大家总结一下电子半导体板块三季报的情况。

我们看到电子行业前三季度的业绩增长还是保持了比较快的增速，Q3的盈利弹性也得到了进一步的释放。整个电子行业前三季度营收4.27万亿，同比有37%的增长，规模净利润4116亿，同比增长88%；其中三季度营收1.82万亿，同比增长46%，环比增长33%，规模净利润2379亿，同比增长80%，环比增长110%。我们看到三季度盈利不管是同比还是环比提升都非常显著，因为整个AI的拉动还是比较强的，同时存储涨价对晶圆厂包括存储扩产这一块有比较强的带动。整体来看，电子板块整个三季度的盈利情况还是进一步提升的。而且三季度是传统的旺季，现在看起来，因为有了AI的赋能和加持，整个三季报的业绩还是非常亮眼的。

三季度相对比较亮眼的细分板块主要是PCB，这一块表现更为强劲。整个PCB板块前三季度营收3324亿，同比增长45%，净利润458亿，同比增长108%；单三季度营收1463亿，同比有85%的增长，环比有41%的增长，规模净利润240亿，同比增长196%，环比增长75%。之前我们一直提到，PCB今年是逐季增速增加的趋势，相当于二季度比一季度好，三季度比二季度

增速更快，目前来看四季度可能还会持续。主要是因为PCB板块受到AI服务器、交换机以及光模块几个方面的驱动，高多层、高阶HDI以及MX这些持续快速放量，再加上覆铜板还在持续涨价，产品结构也在升级。传统FR4目前涨价还在持续，AI用的高速板材量也在持续增加。所以PCB板块看起来是非常强劲的趋势，而且展望明年和后年，这个增长可能还会持续。
之前市场上对PCB板块相对比较悲观，可能主要还是交易层面的因素，基本面了解下来都还是比较正常的。所以我认为，如果后面反弹的话，PCB板块应该也是一个比较好的选择。
另外是存储，涨价还在持续。整个A股存储板块盈利和收入也大幅改善，Q3营收2081亿，同比有398%的增长，环比有17%的增长；规模净利润696亿，同比实现大幅增长，而去年可能很多还处在亏损状态，今年就大幅盈利。主要也是以长江存储为主的存储芯片厂商产能不断增加，产品价格还在提升，再加上从消费级应用向企业级应用转变，包括企业级DRAM、HBM等算力相关需求，整体拉高了产品的盈利能力。我们认为存储后面涨价的趋势还是会相对比较明显，只是涨价幅度可能会减弱一些。对于存储这一块，我们还是比较看好相关公司长江存储。
另外，半导体设备盈利也保持了较快的增长。单三季度营收326亿，同比增长20%，环比增长99.42%（应为环比数据的口径表述，直接引用原文），净利润74亿，同比增长52%，环比有3%的增长。我们认为，单纯从业绩层面来看，半导体设备表现得没有那么亮眼，但如果从订单兑现后面的业绩来看，目前还是非常好的强劲趋势。因为现在两存持续在扩产，逻

辑芯片这一块也在大力扩产，所以我们了解下来，今年这些设备龙头公司接到的订单量增幅非常大，而且明年还会继续增长。现在看起来，对应后年的估值相对来讲还是比较便宜的。
另外，半导体设计这一块盈利能力也有进一步提升的趋势。今年三季度营收497亿，同比增长49%，环比有10%的增长；净利润125亿，同比增长140%。整个半导体设计板块分化相对比较明显，有些受益于AI的提升非常明显，有些还在调整摸底的过程中。从趋势上来看，我们认为后面AI端侧如果起来的话，对整个半导体设计板块应该会有非常强的带动。
消费电子板块，整个三季度营收大概7904亿，同比有33%的增长，净利润325亿，同比18%的增长，端侧AI也在持续推动，像AI手机、AI PC包括材料这一块的硬件升级。另外，部分消费电子公司加速向AI服务器、应用散热、高速连接、精密结构件等新兴领域拓展，带动了业绩不错增长。
整体来看，我们还是建议关注算力硬件、半导体自主可控以

及端侧AI这几个主线。 算力这一块，我们认为PCB板块还是有很强的持续性，一方面是因为拉货，再一方面AC壳的量也都起来了，PCB和覆铜板都有很强的带动，另外还有交换机和光模块等。半导体设备这一块，主要还是看存储和逻辑扩产的驱动，整个周期向上，今年和明年的订单斜率持续在增加，所以半导体设备也比较看好。另外端侧AI也有一些新的进展，这几个方向我们相对比较看好。风险这一块，主要还是终端需求不及预期，包括AI近期也产生了一些分歧，这些

可能都是风险点。我这边就讲这么多，接下来有请通信老师进行分享。

三、通信：光模块高速增长，关注国产算力与交换机、液冷

各位领导好，我是通信首席张珍珍，下面由我来汇报一下通信三季报的总结。

截止10月30日，总体通信板块较年初上涨59.49%，较同期沪深300指数上涨1.29%，在全行业当中排列第12位，区间涨幅为-13.7%。目前整体TTM的PE水平为34.1倍，占据的分位值为35.23%，较年初有较明显的回落，目前整体行业估值水平处于历史中位偏下的水平。 截止三季度末，易中天三家依旧是基金持股比例最大的，紧随其后的是中国移动、长芯博创、光迅等通信公司；另外和二季度相比，亨通光电、长盈通等新进入了通信前几大重仓股。

整体来看，前三季度通信板块实现总体营收20758亿，同比增长6.33%，实现规模净利润2106.6亿，同比增长8.51%，毛利率28%，同比增长1.23个百分点，净利率10%，同比大幅增长5.21个百分点，经营性现金流净额3501.7亿元，同比增长6.53%，总体情况比较优异。

分板块来看，运营商主营业务增速放缓，IDC等业务接力成长。前三季度运营商总体营收同比下降1.81%，规模净利润同比下降10.77%。目前来看，主要是主营业务增速下降，但算力服务、IDC和AI智能业务均保持了较快速的增长。通信设备商业绩持续增长，前三季度营收5560.71亿，同比大幅增长

35.43%，实现规模净利润699.96亿，同比增长107.79%。光模块同样实现了高速增长，前三季度光模块总体实现营收1060.48亿，同比增长133.66%，实现规模净利润356.94亿，同比增长139.17%，另外毛利率和净利率都出现了大幅增长。

投资端，我们首先建议重点关注上半年进入到高速增长的板块。首先建议关注光模块板块。 目前来看，光模块近三个月指数回调了9.92%，但全年来看，光模块指数依然上行了53.02%，这里面近期受到了一些政策端以及业绩端的扰动，板块也出现了比较明显的增幅和跌幅。但从目前来看，中际旭创三季度业绩继续高速增长，AI光模块龙头的核心地位并没有受到动摇。 前三季度公司实现营收695.47亿，同比高速增长178.13%，实现规模净利润222.38亿，同比大幅增长211.81%，整体业绩超过预期。伴随未来NPO、OXP等下一代光互联产品需求逐步放量，我们认为公司未来的增长依旧可期。新易盛三季度收入318.15亿元，前三季度同比大幅增长92.17%，规模净利润113.72亿元，同比大幅增长79.74%；三

季度由于交付节奏的原因以及部分生产基地遭受洪水等原因，整体增速有所放缓。但展望明年，随着1.6T持续放量，我们认为公司2027年1.6T光模块将迎来放量阶段；同时NPO等新型产品目前开发比较顺利，预计NPO这边2027年进入到批量交货的情况。另外是天孚通信，前三季度营收47.51亿，同比增长21.25%，规模净利润20.83亿，同比增长42.18%；伴随明年CPO等交换机放量，公司配套CPO交换机的OSA模组等产品都已经进入到实质性交货环节，预计2027年也会迎来业绩高速增长期。

另外，我们建议四季度和明年加大对国产芯片的关注。一方面，阿里、腾讯、字节等互联网厂商未来资本开支高速增长基本已成定局；另一方面，地方政府和央国企也成为国产算力的需求方。目前国内制定了未来五年约两万亿人民币、2950亿美金的全国数据中心建设计划，其中规划要求AI芯片等核心技术至少80%采用华为等本土供应商。所以建议重点关注寒武纪、海光、壁仞、燧原、天数等国产芯片未来的放量情况。另外，从三季度情况来看，整体交换机板块增速比较高，因此我们也建议伴随明年国产交换机进一步放量，可以多关注交换机板块。逻辑上来看，主要是普通交换机向1.6T高速率交换机升级。紫光股份前三季度营收1021.55亿，同比高速增长32.12%，三季度末公司预付账款达到29.78亿，较一季度末减少了19.73亿。目前来看，伴随明年1.6T交换机以及用于scale up交换机里面的新型交换机持续放量，同时伴随公司服务器业务增速加快，预计公司明年继续进入到比较确定的业绩达成周期。

另外是服务器液冷。从三季度情况来看，整体产业订单兑现比较明显，市场前景比较广阔。目前谷歌新一代CDU相关订单已进入下单窗口，已经完成了前期客户验证的泵、CDU冷板和流体连接等关键零部件的验证，龙头厂商有望率先进入批量交付阶段。英伟达这边已经进入到量产出货阶段。目前来看，Rubin系列会采用全液冷，因此建议重点关注国内液冷的龙头厂商。

另外考虑大盘波动的原因，我们建议关注电信运营商。目前来看，虽然电信主营业务端承受了一定压力，但一方面三大运营商的资本开支预计继续下行，另一方面云、IDC、算力等新业务正在积极成长。以中国联通为例，公司前三季度总营收达到2946亿，同比微增0.57%，但算力收入同比高速增长12.2%。另外，三大运营商的分红情况也是市场上比较关注的，所以建议也可以多关注三大运营商。

以上是我们本次三季报的总结，谢谢各位领导。

四、传媒互联网：板块分化，AI视频与游戏为主线

各位投资者早上好，我是国金传媒互联网团队的分析师，今天给大家带来A股传媒板块今年三季度的业绩总结。

先说一下核心观点。首先，整个板块表现还是比较分化的。游戏这边，整个行业的收入增速有所放缓，今年三季度相较于今年上半年增长有所回落；另外游戏利润这边受到买量投入的一定影响。后续关注整个新游上线的周期以及AI互动引

流的发展机会。AI视频这边整体景气度非常高，短剧漫剧供需持续增长，短剧海外平台商业化也得到了一些初步验证。往后觉得AI视频逻辑可能会从短剧漫剧往AI长剧、互动剧以及AI电影等新的内容形态演绎。第三个是影视院线，暑期档有一些优质内容供给，带动电影市场三季度明显回暖，相较于今年上半年，虽然三季度整个电影票房还是同比个位数下降，但比今年上半年双位数的下降还是有大幅改善。但个股这边，像上海电影、中国电影还是会受到去年高基数的影响，短期业绩承压，后续持续关注重点档期的排播以及AI电影的布局。第四是广告营销，整个广告媒体仍然比较承压，

可以后续关注AI赋能广告生产及分发这一块。第五是出版，三季度还是有一些比较惊喜的表现，比如南方传媒经营改善带来利润大超预期，比如新华传媒9月份收购界面财联社100%股权，向财经新媒体及金融信息服务延伸，带来行业新的催化，即行业并购整合。

下面详细聊一下各板块。首先是游戏。核心观点是，三季度整体还是保持稳健增长，但行业增速较上半年有明显放缓。像三季度中国游戏市场实际销售收入同比大概5%的增长，上半年是12%的增长，放缓比较显著，也受到去年同期有一些重磅新游高基数的影响。供给端，版号方面，三季度国内游戏版号发了608个，同比接近40%的增长，整体行业供给环境相对比较稳定。从上市公司来看，整个游戏板块营收绝对额还是延续逐渐抬升的态势，但整体同比增速相较于今年上半年有一个下降。利润端压力相对更明显，包括三季度整个板块的销售费用率也提升到了41%左右，达到历史比较高的位置，这导致整个板块扣非规模净利润可能有比较大幅的下降，同比下降30%左右，主要是受到新一轮产品周期下买量投入增加以及存量市场竞争加剧的影响，整个板块进入了新一轮的费用前置周期。从个股来看，各家业绩表现确实有一些分化，比如世纪华通、巨人网络、恺英网络、完美世界这些公司营收同比还是延续增长态势，恺英三季度收入同比增长64%，完美世界同比也有34%的增长，巨人、世纪华通都是同比增速超过10%的。存量主力产品的流水还是有一定韧性，但受到去年同期高基数以及新游上线节奏影响，部分公司收入增速较二季度有所放缓。利润端，比如完美世界三季度规模净利润同比大幅增长超过200%，巨人网络同比增长16%左右，恺英、世

纪华通都是同比个位数增长，部分公司因为受到营销投入增加影响，利润端增速可能比收入端增速更低。整体来看，三季度游戏保持稳健增长，但上市公司收入增速有所回落，利润端受到前置买量影响。后续重点关注新游上线节奏、流水兑现以及费用投入产出效率，另外更重要的是关注整个世界模型所推动AI互动游戏的发展。

第二个是AI视频以及短剧。整体上三季度景气度非常高。国内短剧用户规模还在快速增长阶段，根据QuestMobile公开数据，到今年8月份，短剧视频APP行业MAU达到4.7亿，同比增速78%左右。其中红果占比最高，MAU大概4个亿出头，到今年8月为止红果9月份的DAU也已突破两个亿；包括前段时间新上

线的腾讯绿泡泡短剧，周活月活也都处于非常高的位置，现在MAU也突破了一个亿。供给端，整个AI短剧漫剧在视频生成模型工具越来越好用之后，进入到了规模化生产阶段。根据DataEye数据，今年三季度抖音端原生AI剧漫剧新增数量大概14万部出头，环比上季度仍有19%的增长，七八九月来看上新的量都是逐月提升的。海外方面景气度仍然非常高，包括头部平台会有一些商业化验证。今年三季度整个海外短剧APP下载量超过8亿次，环比Q2有7%左右的增长，内购收入在三季度来到8.5亿美金，环比有27%的增长，收入的增长环比显著快于下载量。包括头部平台商业化验证，像ReelShort的运营方CMS在今年上半年也实现了盈利，中文在线旗下自己的出海平台FlareFlow在今年上半年也实现了月度经营性盈亏平衡。公司方面，短剧这边主要建议关注有出海平台、掌握上游IP的公司，主要是中文在线、掌阅科技、昆仑万维，这三家公司三季度AI短剧相关收入增速都比较高，包括昆仑万维9月份

的AI短剧平台流水也已经接近11亿美金，表现比较亮眼。整体来看，短剧行业国内还是供需两旺，海外商业化也在持续验证。但我们觉得后续随着世界模型的推出，比如上周谷歌已经推了Genie 4（原文"je尼four"），后续自己的世界模型也会发布，更加关注内容，像长剧和互动剧、互动影游等新的形态做一些延伸。

第三个是影视院线。今年三季度全国电影票房122亿元，同比下降4%左右，较今年上半年同比41%的全国票房下降，降幅明显收窄。观影人次三季度3.3亿，同比下降4%。这里面主要是暑期档优质内容的带动，值得一提的是，今年暑期档也创了近三年新高，暑期档票房125亿元，同比提升4.5%。暑期档有《欢迎来到龙餐馆》《八仙》《蜘蛛侠》等多类型影片有比较亮眼的表现。从个股来看还是比较分化，比如华策影视三季度收入同比超过100%的增长，扣非净利率也有6%出头，经营改善比较明显；但像上海电影、中国电影收入同比分别有比较显著的下降，上海电影同比下降50%左右，中国电影下降11%，都是受到去年高基数影响——上海电影去年同期有《浪浪山小妖怪》这个爆款，中国电影去年三季度有《南京照相馆》，所以短期内这两个公司业绩比较承压，建议关注后续电影排播周期，包括一些偏重磅IP的定档，比如《流浪地球》新的一部、浪浪山新的一部，以及继续关注AI对电影板块的赋能。像博纳的《三星堆》已经上了，虽然整体票房相对比较一般，但整体电影能够上映也代表了一种新的形态、新的消费形式。所以建议后续积极关注AI电影的内容生产以及商业化落地。

第四个是广告营销。整体上广告媒体仍然比较承压。个股方面，分众三季度收入同比下降9%，但扣非净利率仍然达到41%（原文"441"，按上下文修订），盈利表现比较稳健；一点天下同比收入增速接近20%，保持了比较快的增长；但像蓝色光标、兆讯传媒这些可能业绩短期有所承压。

第五个是出版。整体上教育出版还是有一些经营改善，包括南方传媒三季度归母净利润同比有51%的增长，看到了渠道整

合以及成本管控成效的显现。出版行业新增催化方面，新华传媒通过发行股份收购界面财联社股权这件事，后续建议继续关注整个交易推进以及整合成效。
以上是整个三季度的回顾，包括各子板块发生的一些边际变化。最后简单说一下投资建议。四季度往后看，投资主线还是重点关注两个方向：一是AI影视。随着整个AI视频生成模型持续迭代，包括世界模型推出，我们认为整个内容形态有望从短内容向长内容、从单向生成向互动体验延伸，包括AI互动剧、AI综艺、AI电影等，这些都比较值得关注，是潜在能够落地的新AI内容形态。核心标的包括中文在线、掌阅科技、昆仑万维、芒果超媒、上海电影、华策影视等，中文在线、掌阅、昆仑他们整个AI短剧发展也非常不错，出海平台也保持持续增长，包括会有一些商业化验证。AI短剧这边核心也是建议关注出海渠道平台以及有上游IP沉淀的公司，主要还是中文在线、掌阅、昆仑。第二个是游戏。游戏行业大盘还是稳健增长，一些长线游戏保障了基本盘，AI也有望进一步赋能游戏领域，主要是随着世界模型推出，可能会在互动游戏等领域有一些不错的表现，看有没有一些爆款产品出现。核心标的主要是世纪华通、巨人网络、恺英网络、完美世界、盛天网络和宝通科技等。以上是我今天的汇报，如果有任何细节问题，非常欢迎联系我们国金传媒互联网团队，谢谢。下面有请建材新材料团队的老师带来三季报总结。
五、建材新材料：电子布延续高景气，出海超额明显
各位领导早上好，我是国金建材分析师谭成，由我来给各位领导汇报建材行业三季报的情况。
首先从结论上看，在整个建材细分的玻纤里面的电子布，整体还是延续了高景气的表现，并且包括出海方向的超额也比较明显。首先从持仓结构上看，整体Q3的建材仓位有所下降，从Q2的1.2%下降了0.5%，其中电子布还是三季度机构持仓的重点。
分行业来看，首先是玻纤，三季报继续验证了电子布的高景气，整个特种布的环比放量延续了Q2的趋势，像中国巨石、宏和科技包括国际复材，整个三季度都环比Q2有明显延续的放量。玻纤三季报里面的一个亮点，是供需多因素的共振，2026年整体判断还是电子布的加速阶段，特种布延续一个季度环比上个季度放量的趋势还在。具体来看，第一是受到织布机供给紧张的影响，普通电子布整体的结构化需求还是比较超预期的，包括像AI服务器、覆铜板、CCL等，都带来了大量薄布的需求。所以电子布整体的价格上涨频次和幅度都比较超预期，从2025年四季度以来，7628的涨幅也达到200%以上。从二季度开始，电子布、AI电子布已经逐渐成为像国际复材、宏和以及中材的重要业绩增量，三季度这个趋势还在延续，西部地区的发货环比增长比较显著。第三是整个粗纱端，Q3各企业表现还是有些分化，比如巨石、长海因为产品结构优势，整体均价环比保持稳定。2027年整体还是粗纱供给的小年，所以认为明年粗纱潜在的潜在价格弹性还是值得期待的。

第二个方向是出海，三季报的增量还是比较明显。比如科达制造、华新，Q3业绩都有不错的同比增长，都来自于海外建材的贡献。三季报的亮点主要还是在龙头加速布局，比如华新10月30日跟巴西CSN签署了排他性协议，后续可能在十天的周期内会签署收购协议；科达近期也新增了肯尼亚的浮法玻璃、喀麦隆的建筑陶瓷以及委内瑞拉的建筑陶瓷等项目；海螺在非洲的布局也有所提速，11月20日在加蓬的水泥石料产线也开工了。出口方向，过去大家可能最关注汇率影响，我们认为这一方面可能还是会有一些会计处理的区别。目前来看，像美元或欧元负债的敞口才是汇兑产生的直接因素；如果像非洲本地本币的升值或贬值，可能主要体现在其他综合收益里面，不会直接影响损益表。
第三个是消费建材方向。从结论上看，消费建材整体收入的降幅是在逐季收窄的，但三季度整体各个消费平台龙头的表现都有一些压力，更多还是成本端的压力。因为从二季度以来，美伊冲突导致油价波动比较大，大部分消费建材品类的原材料还是挂钩原油的，所以盈利还是有阶段性承压。我们维持之前的判断，由竞争格局改善去推动盈利改善，整个趋势没有变化，Q3的成本阶段性放大还是一个阶段性的情况。

展望未来，消费建材龙头期间费用率的下降还是有空间的。过去几年消费建材公司费用一直在往下降，但由于收入下降幅度更大，导致费用率降低并不明显；从2025年开始，有一些企业逐步恢复增长，降本控费带来的费用率下降会开始逐步显现。
水泥行业，Q3确实是压力比较大的一个季度，像龙头海螺水泥规模净利润也只有2.2亿，同比下降幅度比较大。判断主要还是由于需求不足带来均价下滑，另外煤炭成本上涨的影响，双向挤压了水泥盈利。亮点主要还是在出海，像华新，整个非洲的贡献带动三季报有不错的增长；还有像上峰，Q3受益于长鑫的上市，Q3投资收益占比比较高。水泥板块来看，基本面的底部虽然现在还没有完全到，但我们觉得对于这些标的来讲，悲观的预期计价也比较充分了。同时当下一些标的的股息率也开始有吸引力，比如海螺和塔牌都有明确的固定分红，可能会受到业绩下降的影响比较小，当下基本都有5个点以上的股息率，还是比较有吸引力的。展望Q4，广东涨价的确定性比较强，主要还是受到环保督查的影响。广东虽然说只是个例，但从全国范围来看，像海螺这样的龙头现在也处于盈亏平衡线的状态，应该讲也不会是一个长期持续的状态，整个水泥行业的推涨想法还是比较强的。所以可以进一步观察后续推涨落地的情况。
最后是玻璃。浮法和光伏已经开始有一些分化了。浮法Q3延续探底的状态，像浮法龙头比如旗滨，整体经营压力还比较大，同时也计提了比较多的存货跌价损失。但光伏这边，受7～9月龙头协同减产的影响，虽然组件端没有提价，但光伏玻璃价格修复还是在慢慢出现的。我们觉得这主要还是因为长期低于成本线的因素，带动了协同减产和提价。但长期来看，龙头复产的空间还是比较大的，并且需求端确实还没有

出现明确的改善，所以觉得这一波光伏修复向上的空间还是有限的。所以对玻璃行业整体的观点，浮法和光伏还是在一个磨底的阶段，还没有到一个可能周期上升的拐点。
以上就是我们对整个建材行业三季报的简单汇报，感谢各位领导收听。

--- 制造-掘金3季报业绩总结电话会议20261102.pdf ---
制造板块2026年三季报业绩总结电话会议纪要
会议要点总结
电新板块各子行业及标的分化显著：电新三季报用一句话总结，就是各子行业之间以及各子行业内部标的之间的分化仍然非常显著。各子行业股价在基本面的基础上，叠加市场不同预期的分化以及持仓结构影响。虽然近期市场整体表现偏弱，但电新板块仍呈现一些不同表现，如锂电基本面强、业绩强但股价因各种担心跌了很多，估值来到历史底部位置；风电光伏基本面乏善可陈、三季度业绩继续承压，但悲观预期已较早充分反应，股价反而在最近一两个月逐渐走稳，甚至有一点走出右侧的趋势。
电新机构持仓三季度环比二季度进一步下降：基金三季报已全部披露完毕，电新整个机构持仓如之前所讲，三季度环比二季度进一步下降。在这个位置上，整个电新板块绝大部分子行业都属于预期、基本面或估值的底部位置，在市场泥沙俱下之后，板块内仍有很多底部阿尔法机会可以把握和布局。
锂电三季度同比增速普遍亮眼，涨价环节利润增长显著：从利润端看，隔膜、铜箔、结构件这些供需明显偏紧的涨价环节利润增长非常显著。电芯（电池）以及碳酸锂、正极材料等环节更多受到税费政策调整、底价下跌造成减值的影响，整体利润增长速度比收入增速慢一些，但同比仍是比较明显的增长。锂电是典型的各环节内部因公司产能结构差异导致盈利能力明显分化的板块。
锂电年底年初大概率淡季不淡，看好强势材料环节与盈利稳健的电芯企业：三季度随着底价下跌，整个行业去库实际上是提前的，不像之前可能要到年底才做去库动作，叠加税率调整，年底可能还会有一定的局部抢装。当前判断年底年初大概率呈现淡季不淡，2027年整体供需表现大概率比之前市场悲观预期更好。看好议价能力较强的强势材料环节，如隔膜、铜铝箔，以及正极材料中高压密度的铁锂产能占比比较高的公司；整体盈利趋势比较稳健的电芯企业也属于适合底部布局的方向。这些公司从PE角度看基本都在历史区间的绝对底部位置。
储能板块收入普遍高增，看好龙头后续盈利能力反转：锂电收入高增很大一部分驱动力来自储能，储能板块收入普遍高增。从业绩看，无论海外大储、户储还是工商储，业绩增长都比较亮眼；利润端因企业区域市场分布、产品结构、订单交付节奏差异以及部分成本扰动，业绩兑现呈现一定分化。往后看，海外大储需求因订单黏性时间较长，持续性较好；工商储、户储需求延续性尽管不像大储有很强的项目

pipeline能见度，但从企业反馈看需求也非常旺盛。国内储能随着电价机制理顺，国内大储经济性在明年有望改善，叠加碳酸锂价格下跌对储能经济性有正向作用，明年各细分领域储能需求会比市场目前悲观预期更好。

9月风光装机数据表现强势，好于此前悲观预期：能源局公布9月风电光伏装机数据比较强势，从单月装机量看，风电、光伏同比环比都呈现比较明显增长。光伏考虑四季度年底前可能还有年底翘尾装机，全年有机会挑战200GW左右目标，若能做到，相比去年降幅可能在30%多，比之前悲观预期更好。风电同比改善更加明显，9月同比高增数据出来后，前9个月累计风电装机已基本做到与去年同比持平。落实到企业业绩端，无论光伏还是风电，四季度交付量趋势都还是比较明显的上行趋势，同比实现比较快增长，从而带来企业业绩端和盈利能力改善的贡献。

光伏看好贝塔修复，首推爱旭股份：光伏整体行业景气度包括产品价格仍处于深度摸底阶段，但已经有少数企业因产能结构差异或业务多样性差异，出现环比比较显著减亏、甚至率先扭亏的局面。往后看，光伏企业因上一轮扩产高峰形成的项目贷款逐渐达到还款时间窗口，很多项目贷很难展期，负债端压力逐渐增加，再结合政策端对转换效率要求提高的共同作用，判断光伏产业链尤其是电池组件环节，可能在2027年上半年进入落后产能出清明显加速的过程，叠加企业自身对盈利改善诉求的加强，大概率能驱动一些行业领先公司率先实现比较明显的盈利修复甚至盈利转正。看好光伏贝塔修复，重点关注以BC为代表的高效产品占比比较高的电池组件企业，首推爱旭股份。

风电负面因素已充分释放，看好2027年盈利改善确定性：风电今年三季度各种不利因素集中反映，包括国内交付节奏尤其是西部地区部分省份交付节奏明显慢于预期，叠加海外地缘政治局势动荡造成的交付时间延长、运费上升、原材料价格与汇率大幅波动，对风电企业尤其是整机企业三季报普遍产生比较负面影响。三季报发完之后，这方面业绩风险应得到比较集中和充分的释放。风电板块不管PE还是PB估值普遍已跌到历史区间底部甚至跌破底部。往2027年看，风电是比较典型的估值完全触底、负面因素在今年已反映比较充分、2027年盈利改善趋势尤其是整机为代表公司非常确定的子行业，建议在这个位置上做配置，优先看好2027年盈利改善确定性非常强的整机环节，以及订单放量确定性比较强的海风龙头，尤其是国内还可能面临海风相关政策催化的海风龙头。

电网高压一次设备与出海龙头看好，AIDC电源液冷进入订单兑现观察窗口：电网从业绩端看各子行业差异比较明显，一方面高压一次设备已开始兑现比较明显的收入增长带来的盈利弹性；出海公司收入增长也比较快，但利润释放类似风电，受到业务结构、汇率、验收节奏等因素影响。股价端，出海公司近期一直受到国际贸易政策波动的压制。往四季度看，国内高压设备交付进入传统旺季，出海方面对政策不确

定性的悲观情绪基本已反映到股价里，不排除后续政策端有边际改善或预期修复的机会，高压设备以及出海龙头仍是比较看好的方向。AIDC电源和液冷方面，最近这两个细分方向跟着科技板块跌得比较多，但从三季报业绩看，主要电源和液冷公司虽收入和利润增长还没有太多体现AI相关出货贡献，但一些新型指标包括存货、合同负债、企业备货规模都有比较明显增长，延续二季度趋势。进入四季度，电源和液冷核心公司都进入订单兑现的关键观察时间窗口，AI相关高

附加值产品的发货及收入贡献占比提升，同时拉动产能利用率提升，相信能驱动这些公司从四季度到一季度利润端弹性释放，报表端呈现收入或利润增长的拐点。当前定位四季度是验证该板块业绩兑现能力的重要时间窗口，若AI相关出货在四季度明显放量并在报表端呈现较好利润弹性，展望2027年估值仍有非常大吸引力，绝对收益空间也比较大，但整体仍比较依赖科技板块的改善或回升。

汽车行业三季度内销与出口两极分化，板块已基本见底：三季度内销459万，同比下滑23%；出口271万，同比增长79%，接近80%的增长；合并批发销量714万，同比下滑5%，出口与内销两极分化，出口特别好、内销非常差，是这么多年首次出现这么大的下滑。车企销量也分化，表现较好的三季度如比亚迪同比增长19%，北汽蓝谷同比45%增长，奇瑞15%增长，吉利同比增长7%。

汽车三季报收入增速尚可但毛利率和净利润承压：以申万汽车板块289家公司数据分析，收入增速中位数5.4%，总体收入增速不错；毛利率同比变化中位数下滑1.28个百分点，毛利率同比提升的94家占32.5%，即只有1/3公司毛利率提升、2/3下滑；净利润同比增长的公司只有90家，剔除负利润企业后同比增速中位数为-25%，增长超过10%的公司只有53家，即只有十几%的公司净利润同比增长10%以上。收入增长主要原因包括汽车零部件公司、整车公司的海外拓展以及新业务、新客户拓展；毛利率因行业竞争激烈总体明显承压；净利润还受到汇兑影响以及费用刚性（研发及其他费用）影响，因此净利润和扣非净利润数据表现要更差。

整车公司样本分析：出口成为驱动盈利增长最核心因素，高端化是盈利支撑核心：选取已披露的10家整车企业为样本，收入增长6家（比亚迪、广汽、江淮、北汽、吉利、奇瑞），负增长4家（长城、长安、上汽、赛力斯），负增长公司均为销量下降。正增长公司中，其中5家收入增长来自销量增长，其中比亚迪、吉利、奇瑞靠出口拉动，北汽、广汽主要靠内销新品周期驱动；江淮虽销量下滑但因产品结构调整收入增长。10家公司毛利率只有3家下滑（长城、长安、赛力斯），均因销量下滑。净利润5家同比下降（长城、长安、上汽、赛力斯、广汽），其中4家因销量下滑，广汽因合资品牌亏损比较严重（从去年10个亿到今年-2亿）；其他5家净利润同比均改善（比亚迪、江淮、北汽、吉利、奇瑞），因销量本身改善。核心三季报最大看点在于出口端，出口成为驱动车企盈利增长最核心因素，高端化也是盈利支撑的核心。当前时点

展望，认为行业已基本见底，包括出口政策也已落地，板块现在可能没到右侧，但底部区域布局的机会已经出现。

军工三季度单季继续承压，景气度结构性分化延续：以150家核心公司为样本池，横向按赛道（航空航天、兵器船舶、电子信息化五大领域）、纵向按产业链（上游、中游到下游主机）分类。2026年前三季度军工行业整体实现营收4064亿元，同比下降2.8%；归母净利润173亿元，同比降幅更大，约32.2%，主要原因受主机厂尤其是航空方向主机厂下降影响，航空主机厂因交付节奏放缓叠加去年高基数所拖累。单看三季度，军工行业单三季度营收规模1369亿，同比下降12%；归母净利润46亿元，同比下降更大，37.8%；期间费用率同比增加2.2个百分点，盈利承压。资产负债端，存货较年初增加

15.6%，说明有一定积压；预付款项较年初增加1.9%；合同负债较年初下降1.4%，整体变化不是特别大。经营现金流方面，2026年前三季度经营现金流比去年同期呈现一定程度的改善。

军工分赛道分化明显，产业链上游景气领先：电子信息化方向呈现收入利润双双增长，前三季度营收同比实现11.4%增长，规模净利润实现4.6%同比增长，更多来自军民两用产品，由于民用电子行业景气度包括涨价逻辑，电子信息化标的整体表现比较好。航天板块营收实现20%多增长，利润小幅下降，其中也有部分标的受民用领域拉动。航空方向主要受主机厂影响较重，营收和利润都呈现比较明显下滑。兵器、舰船领域与航空一样，都呈现下降态势。产业链维度看，军工产业链收入端增速沿产业链从上游到下游依次递减；中游领域利润表现相对稳健。资产端能印证上游景气领先于整个产业链：上游合同负债较年初增加18.6%，预付款项较年初增长45.3%，说明订单和备产在上游环节率先实现反应；下游领域合同负债较年初下滑6.2%；现金流量端，下游经营现金流比去年同期得到明显改善，说明行业回款比去年要好一些。

军工投资观点：看好长期发展，关注军贸、两机、大飞机及新质战斗力方向：认为2026年作为"十五五"开局之年，军工行业订单包括景气确实比想象的还是要放缓一些，但随着几点推进：一是"十五五"规划整体逐渐下发，二是军贸领域的一些突破，三是军转民在高端制造领域的突破，如大飞机、两机等方向，仍看好行业长期发展态势。比较看好的几个方向包括：军工主赛道里军贸的标的，以及两机——航空发动

机、燃气轮机以及大飞机这些核心标的；还有新质战斗力，如反无、无人、低成本以及智能化这些领域；以及高端军转民方向的高端突破、高端破局，包括AI领域的核心标的。

会议实录：

本次电话会议仅面向国金证券的专业投资机构客户或受邀客户，仅供交流、研究观点，专家发言内容仅代表其个人观点，会议内容并不构成对任何人的投资建议。未经国金证券事先书面许可，任何机构或个人严禁以任何形式将会议内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、解读等。涉嫌违反上述情形的，我们将保留一切法律权

利，感谢您的理解和支持，谢谢。
一、电新：板块分化显著，底部阿尔法机会值得布局
各位投资者大家好，我是国金电新的首席分析师姚瑶，接下来由我给大家汇报一下整个电新板块三季报的整体情况，以及三季报发布完毕之后，我们对整个板块的投资建议和推荐观点。
整个电新三季报如果用一句话来总结，应该说就是各个子行业之间，以及各个子行业内部的一些标的之间，分化仍然是非常显著的。各子行业的股价，因为跟公司基本面的表现叠加市场的各种不同预期的分化，以及持仓结构影响。虽然整体市场最近这段时间走得普遍比较弱，但是电新板块还是呈

现出一些不同的表现。比如说锂电，基本面非常强，业绩也很强，但是股价却因为各种各样的担心，最近跌了很多，估值也来到了一个历史的底部位置。像风电光伏，虽然基本面的情况还是比较乏善可陈，而且很多公司三季度的业绩也是继续在承压，但是在这种悲观的预期下面，其实已经比较早地做了一个充分的反应，所以反而股价最近这一两个月逐渐走稳，甚至已经有一点想要走出右侧来的趋势。所以各个子行业之间差异还是比较大的。
最近大家也看到基金的三季报已经全部披露完毕，电新整个机构持仓也是正如我们之前跟大家讲的，三季度环比二季度是进一步下降的状态。所以在这个位置上，我们觉得整个电新板块各个子行业绝大部分都属于一个预期、基本面或估值底部的位置，在这样一个市场泥沙俱下之后，我们觉得整个电新板块里面其实还是有很多底部的阿尔法机会可以去把握和布局的。
首先看锂电。锂电整体三季度的同比增速普遍还是比较亮眼的，尤其是从利润端去看，基本上像隔膜、铜箔、结构件这些供需明显偏紧的涨价环节，利润的增长是非常显著的。之前大家关注比较多的像电芯（电池）以及碳酸锂，包括正极材料一些环节，更多是受到税费政策调整，包括底价下跌造成的一些减值的影响，整体利润增长速度比收入增长速度要慢一些，但是同比还是一个比较明显的增长状态。同时我们也看到，锂电是比较典型的各环节内部因为各家公司之间的产能结构差异，导致盈利能力有明显分化的板块。往后看，因为三季度随着底价下跌，整个行业的去库实际上是提前

的，不像之前可能要到年底才去做去库的动作，在叠加税率调整，导致年底可能还会有一定的局部抢装。
所以我们再重申一下，当前我们对于锂电整个判断，还是年底年初大概率会呈现淡季不淡的迹象。2027年整体的供需表现，我们觉得大概率比之前市场的悲观预期要来得更好。所以在这个时间点上，对于整个锂电板块当中尤其是一些议价能力比较强的强势材料环节，比如说像隔膜、铜铝箔，包括正极材料里面一些高压密度的铁锂产能占比比较高的公司，以及整体盈利趋势比较稳健的电芯企业、电池企业，我们觉得在这个时间点上也属于比较适合去做底部布局的。这些公司从PE布局的角度去看，基本上都是在一个历史区间的绝对

底部位置。
跟锂电相关的还有储能。因为整个锂电收入的高增，其实很大一部分驱动力也是来自于储能，所以整个储能板块的收入确实也是一个普遍高增的状态。从储能公司的业绩表现来看，不管是海外的大储、户储还是工商储，整体的业绩增长都还是比较亮眼的。回到利润端去看，不同企业受到区域市场分布的不同、产品结构的不同，以及在订单交付节奏上的差异，还有部分公司可能受到一些成本扰动的影响，整个业绩兑现还是呈现了一定的分化。
往后看，整个需求端，海外的储能需求因为整体订单的黏性时间还是相对比较长，所以海外储能需求的持续性是比较好的。整个工商储、户储需求的延续性，尽管不像大储那么强的项目pipeline的能见度，但是从企业反馈的情况来看，需

求也是保持一个非常旺盛的状态。国内储能方面，之前大家对于国内需求增长的争议比较大，但是我们看到随着电价相关机制的理顺，整个国内大储的经济性在明年也是有希望得到一定改善，再叠加碳酸锂价格的下跌，对于储能的经济性也有一定的正向作用。所以往明年去看，各个细分领域的储能需求，我们觉得会比市场目前的悲观预期要来得更好一些。
落实到企业端去看，像今年二三季度整个电池成本端的上涨，和储能系统集成订单之前签的比较低的价格的这种错配，带来的业绩端压力和不利因素，基本上在三季度之后就逐步消化完毕了。所以我们也比较看好整个储能相关的龙头公司，它的业绩尤其是对利润的表现，在后续有一个盈利能力反转的表现。所以储能这边的一些龙头公司，包括户储、海外工商储以及大储的龙头，也都是比较看好的。
除了锂电和储能之外，再看一下传统的光伏和风电。首先想先汇报一下，本周我们看到能源局公布了9月的风电光伏装机数据，其实还是比较强势的，可能会比之前大家的悲观预期下来得好一些。从单月装机量来看，风电也好，光伏也好，同比环比都呈现了比较明显的增长。光伏考虑到四季度年底前可能还会有一个年底翘尾的装机，全年还是有机会去挑战200GW左右的目标。如果能够做到的话，相比去年的降幅可能就是在30%多，这实际上比之前的悲观预期还是要更好一些。
风电比光伏的同比改善更加明显一些，9月份同比高增的风电装机数据出来之后，前9个月累计的风电装机已经基本上做到和去年同比持平了，这也是一个比较强势的表现。

落实到企业业绩端去看，不管光伏还是风电，整个四季度交付量的趋势应该都还是一个比较明显的上行趋势，同比实现比较快的增长，从而带来企业在业绩端和盈利能力改善端对应的贡献。
具体到子行业去看，光伏虽然整体的行业景气度，包括产品价格，都还是处在一个深度摸底阶段，但是我们看到已经有一些因为产能结构的差异，或者业务多样性的差异，已经有少数企业开始出现环比比较显著的减亏，甚至出现率先扭亏的局面。往后去看，我们也跟大家反复提，光伏企业因为上

一轮扩产高峰形成了一些项目贷款，其实逐渐达到了一个还款的时间窗口。我们知道很多项目贷其实很难去做展期，所以这种负债端压力的逐渐增加，再结合政策端对于转换效率要求提高的共同作用，我们判断整个光伏产业链，尤其是在电池组件这个环节，可能在2027年上半年会进入一个落后产能出清非常明显加速的过程。在这个出清的过程当中，再叠加企业自身对盈利改善诉求的进一步加强，大概率能够驱动一些行业领先的公司率先实现比较明显的盈利修复，甚至是实现盈利转正的趋势。

所以我们还是比较看好整个光伏的贝塔修复，在整个贝塔修复的背景下面，我们重点看好的还是尤其是以BC为代表的一些高效产品占比比较高的电池组件企业，首推的还是爱旭股份。

其次看风电。风电整个今年三季度，应该说各种各样的不利因素是集中反映了，包括国内交付节奏，尤其是西部地区一些省份，整个交付节奏比预期明显要慢，再叠加海外地缘政治局势动荡造成的交付时间延长、运费上升、原材料价格、汇率的大幅波动，这些因素对于风电企业尤其是整机企业的三季报普遍都产生了比较负面的影响。在三季报发完之后，这方面业绩风险我们觉得应该是得到了一个比较集中和充分的释放。所以整个风电板块我们也看到，不管是PE还是PB的估值，其实普遍都已经跌到一个历史区间的底部，甚至是已经跌破了底部。

所以往2027年去看，风电其实是一个比较典型的估值完全触底，而且负面因素基本上在今年都已经反映得比较充分，2027年整个盈利改善趋势尤其是以整机为代表的一些公司非常确定的典型子行业。所以我们也非常在这个位置上建议大家去对风电板块做一个配置，优先看好的还是2027年盈利改善确定性非常强的整机环节，以及订单放量不管是海外还是国内确定性比较强、尤其是国内可能还会面临一些海风相关政策催化的海风龙头，主要是整机和海风的一些龙头公司。

这是光伏和风电这边的情况。

接下去是电网。电网从业绩端去看，各个子行业的差异也是比较明显的。一方面我们看到高压一次设备已经开始兑现比较明显的收入增长带来的盈利弹性；出海的公司同样收入增长也是比较快的，但是利润的释放同样有点类似于风电，受到了一些业务结构、汇率、验收节奏这些因素的影响。从股价端去看，因为出海的公司其实最近也一直在受到关于国际贸易政策波动的压制。所以往四季度去看，一方面国内高压设备的交付其实进入一个传统旺季，另一方面出海这边对于政策不确定性的悲观情绪，我们觉得基本上已经反映到股价里面了，所以往后面看，政策端国际贸易相关的领域，不排除有一些边际改善或者说预期修复的机会。所以整个电网这块，高压设备以及出海的龙头仍然是我们比较看好的方向。

最后是围绕AIDC这一块，尤其是电源和液冷相关的细分方向和公司。最近这两个细分方向其实也是跟着整个科技板块跌得比较多，但是从三季报的业绩角度去看，主要的一些电源

和液冷的公司，虽然说收入和利润增长还没有太多体现AI相关的出货贡献，但是我们看到一些新型指标，包括存货、合同负债，包括一些企业的备货规模，其实都有比较明显的增长，也是延续了二季度的趋势。

所以进入四季度之后，我们觉得电源和液冷的一些核心公司，其实都进入到一个订单兑现的关键观察时间窗口。这些AI相关的高附加值产品的发货以及收入贡献占比提升，同时去拉动它的产能利用率的提升，我们相信应该能够驱动这些公司从四季度到一季度整个利润端弹性的释放。我们也会看到在报表端呈现出收入或利润增长的拐点。所以对于AIDC这个板块来说，我们觉得目前对它的定位仍然是，四季度是验证这个板块业绩兑现能力的一个非常重要的时间窗口。如果说AI相关的出货能够在四季度呈现比较明显的放量，并且在报表端呈现比较好的利润弹性，其实很多电源和液冷的公司，在调整了这么多时间之后，我们展望2027年，估值还是有非常大的吸引力，绝对的收益空间也是比较大的。当然这块整体还是比较依赖科技板块的改善，或者整体回升。

以上就是我对整个电新板块三季报的简单总结和分享，以及我们对各个子行业的推荐概括。整体上，贝塔是处于一个企稳或者是有修复、包括像锂电这种甚至是高位维稳的状态，那么股价普遍也都是调得比较多，很多股票的估值是在一个历史区间底部，甚至都跌破了历史区间底部。所以相关的一些各个子行业当中阿尔法确定性比较强的公司，我们觉得在这个位置其实往2027年看，绝对收益的空间赔率和胜率都是不错的，也是建议大家做重点关注。后续也欢迎大家进一步关注我们后续会发出的各个子行业三季报的业绩总结正式报告。以上就是我的汇报，谢谢大家。

二、汽车：内销与出口两极分化，板块已基本见底

各位投资人大家上午好，我是国金证券汽车分析师徐慧雄，简单汇报一下我们对于汽车行业三季报的情况。

首先，在看三季报之前，我们先看一下整个汽车行业三季度的销量情况。三季度内销还是非常一般的，下滑还是比较大的，三季度内销459万，同比下滑23%；出口271万，同比增长79%，接近80%的增长。把这两个合并起来看，整个批发销量714万，同比5%的下滑。所以我们的出口跟内销是两极分化的，出口特别好，内销非常差，这也是这么多年首次出现这么大的下滑。

然后看车企整体的销量，其实销量也是分化的，表现比较好的三季度，比如比亚迪同比增长19%，北汽蓝谷同比45%的增长，奇瑞15%的增长，吉利同比增长7%。这是行业整体情况。

然后我们再看三季报的情况。我们以申万汽车板块289家公司的数据进行简单分析，分收入、毛利率、净利润三个层面看。收入层面，289家公司增速的中位数5.4%，总体看收入增速还是不错的。毛利率同比变化，它的中位数是下滑的，下滑1.28个百分点；毛利率同比提升的有94家，占32.5%，相当于只有1/3的公司毛利率提升，2/3的公司毛利率是下滑的。

最后看净利润，净利润同比增长的公司只有90家，如果剔除

负利润的企业，算同比的增速中位数是-25%的下滑；增长超过10%的公司只有53家，相当于只有十几%的公司净利润同比增长10%以上。
简单看一下原因。首先收入为什么增长还不错，最主要的原因就是包括汽车零部件公司、汽车整车公司可能有海外的拓展，当然这289家公司里面大部分是零部件公司，有海外的拓展，包括新业务、新客户的拓展，所以总体来讲收入是不错的。但是毛利率由于整个行业的内卷或者说整个行业竞争的激烈，毛利率总体是明显承压的，我们看到前面讲2/3的公司毛利率下降了。再考虑净利润，因为净利润还有一点因素是汇兑的影响，进一步就变得更差。一方面有汇兑影响，还有就是费用的刚性，包括研发，包括其他的费用，总体来讲，费用刚性再加上汇兑的损失，所以总体来看，净利润的数据包括扣非净利润数据表现其实都要更差。
下面我们以整车公司为例，再简单做个分析。我们选取已经披露的车企的10家公司作为分析样本，分析它们三季报情况。这10家公司中，收入增长的公司6家：比亚迪、广汽、江淮、北汽、吉利、奇瑞；负增长的4家：长城、长安、上汽、赛力斯，负增长的4家公司里面都是销量下降的。收入正增长的公司里面，其中5家公司收入增长来自销量增长，还有1家江淮虽然销量下滑幅度也比较小，估计是由于产品结构的原因，虽然销量下滑但收入是增长的。另外这5家公司比亚迪、广汽、北汽、吉利、奇瑞，它们的收入增长都来自于销量增长，这5家当中有3家比亚迪、吉利、奇瑞是靠出口拉动的，另外两家北汽、广汽主要是靠内销的新品周期驱动。
再看毛利率，10家公司只有3家是下滑的，就是长城、长安、赛力斯，都是因为销量的下滑。最后再看净利润，这10家公司里面5家同比下降，这5家是长城、长安、上汽、赛力斯、广汽，4家是因为销量下滑，广汽是因为合资品牌亏损比较严重，从去年的10个亿到今年-2亿。其他5家公司净利润同比都是改善的，包括比亚迪、江淮、北汽、吉利、奇瑞，因为它们销量本身也是改善的。
所以最后总结一下，出口成为驱动车企盈利增长最核心的因素，第二就是高端化也是盈利支撑的核心。所以核心三季报我们认为最大的看点其实都是在于出口端。如果在今天这个时点进行展望，我们认为行业已经基本见底了，包括出口的政策也落地了。所以我们这个板块现在可能没到右侧，但是基本上板块现在底部区域布局的机会已经出现了。以上就是汽车行业的观点。
三、军工：三季度单季继续承压，景气度结构性分化延续

各位投资者大家好，我们分享一下军工行业三季报的业绩总结。我们的标题也代表了整个结论，就是第三季度Q3单季行业整体继续承压，景气度呈现一个结构性分化的态势延续。
我们以行业150家核心公司作为样本池，以横向纵向两个维度进行了分类。横向按照赛道进行分类，包括航空航天、兵器船舶以及电子信息化五大领域；纵向按照产业链进行分类，分为上游、中游到下游主机这样一个环节。

整体得出的结论是，2026年前三季度军工行业按照我们150家的样本统计，整体实现营收4064亿元，同比下降2.8%；归母净利润实现173亿元，同比降幅更大一些，在32.2%左右，主要原因是受主机厂尤其是航空方向主机厂的下降影响，航空主机厂也是由于交付节奏放缓，叠加去年高基数所拖累。
单看Q3季度，军工行业整体单三季度营收规模达到1369亿，同比下降12%；归母净利润Q3是46亿元，同比下降更大一些，37.8%；期间费用率同比增加2.2个百分点。我们也能看出来，当季的盈利也在实现承压。整个军工行业整体的资产负债端来看，存货较年初增加了15.6%，说明有一定积压；预付款项较年初增加了1.9%；合同负债较年初下降1.4%，整体变化不是特别大。经营现金流方面，2026年前三季度的经营现金流比去年同期呈现出一定程度的改善。这是行业整体的一个情况。
分横向五大领域去看，电子信息化方向呈现出收入利润双双增长态势，前三季度营收同比实现11.4%的增长，规模净利

润实现4.6%的同比增长。我们通过梳理发现，其实更多是来自于军民两用的产品会多一些，由于整个民用电子行业的景气度，包括甚至涨价的逻辑，所以整个电子信息化的标的今年表现是比较好的。航天板块营收实现20%多的增长，利润实际上是小幅在降，但这里面航天的标的里面也有一些是受民用领域的拉动所致。航空方向其实主要受主机厂的影响比较重一些，营收和利润都呈现出比较明显的下滑。兵器领域也是一样。舰船领域，兵器、舰船和航空都呈现出下降的态势。
第三个环节，我们看一下整个产业链的维度，得出的核心结论是，军工产业链收入端增速沿产业链从上游到下游依次递减。中游领域整个利润表现是相对稳健的。资产端其实能印证上游的景气是领先于整个产业链的，上游的合同负债较年初也是增加了18.6%，预付款项较年初增长了45.3%，说明整个订单和备产其实能看到在上游环节是率先实现了一个反应。下游领域的合同负债较年初下滑了6.2%。现金流量端，下游经营现金流比去年同期也得到了一个明显的改善，说明整个行业的回款比去年是要好一些的。
以上是我们对于整个军工行业2026年三季度，从整体和分横向不同领域，以及通过纵向产业链不同环节得出的一些结论。由此也再讲一下我们的投资观点。
我们认为2026年作为"十五五"的开局之年，军工行业的订单包括景气确实是比想象的还是要放缓一些的。但是我们说随着几点：第一，"十五五"规划整体逐渐下发；第二，军贸领

域的一些突破；第三，军转民在高端制造领域，像大飞机、两机这些方向的一些突破，我们还是看好整个行业长期发展的态势。
我们比较看好的几个方向，包括军工主赛道里军贸的标的，包括两机——航空发动机、燃气轮机以及大飞机这些核心标的；还包括新质战斗力，像反无、无人、低成本、智能化的这些领域；以及高端军转民方向、高端破局的，包括像AI领

域的一些核心标的，我们都是整体看好的。
以上是我们对于军工行业2026年Q3业绩的整个板块业绩的总结。感谢大家参加本次会议，祝您工作顺利，再见。

--- 医药-掘金3季报业绩总结电话会议20261102.pdf ---
医药板块2026年三季报业绩总结电话会议纪要

会议要点总结

制药及产业链维持高增长，非药板块调整期拐点已经出现：从各细分板块看，制药以及CXO板块维持高速增长，医疗器械下行的调整期已经结束，药品行业初期龙头集中度在提升，医疗服务呈现温和复苏，整体非药板块调整期的拐点已经可以看到。

药品板块收入稳健增长、利润端持续亮眼：前三季度营收增速1%，规模净利润增速95%。板块利润端主要得益于创新药密集license out出海、创新药高速放量、企业运营增效等因素，迎来了较大提升。

生物制品板块业绩持续承压：疫苗和血制品板块业绩持续承压，疫苗板块多数企业受到客观因素以及生物制品智能税的扰动有所下滑；利润端因为企业创新转型以及经营调整，整体三季度利润承压。

创新药扭亏节点到来，继续看好药品中的创新板块：去年临床数据催化密集，底下已经BD出来的管线，海外临床进展顺利，继续看好药品里面的创新板块。

CXO产业链景气度上行持续验证：药明康德已经连续两个季度上调收入指引，多家企业也维持高增长的指引，CXO行业景气度上行的逻辑在不断夯实。

外需方面订单充沛，新分子带动行业扩容：2025年外需CDMO行业迎来复苏拐点，板块增速17%，今年上半年26%，前三季度收入增速进一步提升到28%，外需景气度已经确立。全球创新药研发回暖，ADC、多肽、小核酸、双抗等赛道需求持续释放，为国内CXO企业带来充足的海外订单。

内需高景气维持，产业链传导逐步兑现：国内CXO板块2024年收入下滑8%，2025年降幅收窄到3%，止跌信号已经可以看到；今年前三季度收入重新回到正增长，同比增速16%，订单向业绩传导逻辑也逐步得到验证。

医疗器械：设备收入端稳定增长，渠道去库存进入尾声：医疗设备板块前三季度单季度增速达到8%，国内医疗设备行业下行的调整周期已经结束，同时国内龙头企业份额在持续提升，渠道库存去化进入尾声，预计收入端后续有望保持稳态增长态势。

医疗耗材收入增速持续修复，利润端受汇率影响较大：单季度收入增速达到12%，增速稳定在双位数水平。之前由于DRG以及集采带来的价格影响在逐步消退，同时海外生产基地的投产也为企业出海带来新的机遇。

体外诊断检测需求逐步恢复，等待国内政策影响落地：单三季度收入增速同比9%的增长，在Q2恢复正增长的基础上进一步加速，DRG、检验互认等政策对国内检验量的负面影响逐步进入尾声，国产头部企业在逐步加速市场份额扩张。医疗器

械板块围绕国内复苏以及创新出海逻辑，政策底部已经过去，业绩修复以及海外商业化加速有望形成共振。

药店率先完成自身调整，龙头内生增长延续改善趋势：今年前三季度在行业初期的背景之下，药店率先完成了自身调整，龙头公司内生增长延续了上半年的改善趋势。6家上市公司里面，Q3单季度收入同比增速7%，较上半年有所提升，扣非规模净利润14%的增长，比上半年也在持续提升。后续龙头企业同店有望延续复苏趋势，内生持续增长。

中药板块业绩表现依旧较弱：三季度零售行业依旧处在调整期，叠加政策促进行业向更加合规的方向发展，月度短期销售受到一些波动。中药板块整体业绩表现依旧比较弱，单三季度收入增速下滑3个点，总体的扣非规模同比增长3个点。

医疗服务板块呈现温和复苏：前三季度医疗服务板块整体呈现温和复苏态势，在宏观环境扰动之下维持了低个位数的平稳扩张。利润端边际改善，主要是前期部分标的基数比较低，以及行业共识下的降本增效，运营和费用端看到板块的管理费用规模增速在放缓。板块也是由外延式的规模扩张，转向内生式的精细化管理。

投资建议与风险提示：针对前期优质的医疗器械、消费医疗板块，估值经历比较深度的压缩，收入空间比较大；随着宏观环境逐步企稳，多数企业的经营拐点确认，消费医疗板块的估值有望逐步修复。风险主要为销售不及预期、临床进度不及预期、临床数据不及预期，以及中美贸易政策风险。

会议实录：

大家好，欢迎参加医药国金掘金2026年三季报业绩总结电话会议。目前所有参会者均处于静音状态，下面开始播报声明：本次电话会议仅面向国金证券的专业投资机构客户或受邀客户，仅供交流研究观点，专家发言内容仅代表其个人观点，会议内容并不构成对任何人的投资建议。未经国金证券事先书面许可，任何机构或个人严禁以任何形式将会议内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、解读等。涉嫌违反上述情形的，我们将保留一切法律权利，感谢您的理解和支持，谢谢。

我是国金医药首席分析师甘塔焕，这边汇报一下2026年三季度医药板块的总结。我们认为整个制药以及产业链的板块依旧维持高增长，非药板块的调整期拐点已经出现。

2026年前三季度，从各个医药的细分板块来看，制药以及CXO板块维持高速增长，医疗器械下行的调整期已经结束，药品行业初期龙头集中度在提升，医疗服务呈现温和复苏，整体非药板块调整期的拐点已经可以看到。

从细分板块看，药品这边收入是稳健增长的，利润端是持续亮眼。前三季度营收增速1%，规模净利润增速95%。板块利润端主要得益于创新药密集licenseout出海、创新药高速放量、企业运营增效等因素，迎来了比较大的提升。

生物制品板块，疫苗和血制品板块业绩持续承压。疫苗板块多数企业受到客观因素以及生物制品智能税的扰动有所下滑。利润端是因为企业创新转型以及经营调整，整体三季度

的利润是承压的。我们认为创新药扭亏的节点到来，去年临床数据催化密集、底下已经BD出来的管线，海外临床进展顺利，继续看好药品里面的创新板块。
CXO产业链方面，景气度上行持续验证。三季度披露后，药明康德已经连续两个季度上调了收入指引，多家企业也维持高增长的指引，CXO行业景气度上行的逻辑在不断夯实。
外需方面，订单充沛，新分子带动行业扩容。2025年外需的CDMO行业迎来复苏的拐点，板块增速是17%，今年上半年是26%，前三季度收入增速进一步提升到了28%，外需的景气度已经确立。全球创新药研发回暖，ADC、多肽、小核酸、双抗等赛道的需求持续释放，为国内的CXO公司带来充足的海外订单。
内需高景气维持，产业链的传导逐步兑现。国内CXO板块2024年收入下滑了8%，2025年降幅收窄到3%，止跌信号已经可以看到。今年前三季度收入重新回到正增长，同比增速16%，订单向业绩传导的逻辑也逐步得到验证。
医疗器械方面，医疗设备收入端同比稳定增长，渠道去库存进入尾声。医疗设备板块前三季度来看，单季度增速达到了8%。国内医疗设备行业下行的调整周期我们认为已经结束，

同时国内龙头企业份额在持续提升，渠道库存去化进入尾声。我们预计收入端后续有望保持稳态的增长态势。
医疗耗材收入增速持续的修复，利润端受汇率的影响是比较大的。单季度收入增速达到12%，增速稳定在双位数水平。之前由于DRG以及集采带来的价格影响在逐步消退，同时海外生产基地的投产也为企业出海带来新的机遇。
体外诊断板块检测的需求量在逐步恢复，我们等待国内政策影响的落地。单三季度收入增速同比9%的增长，在Q2恢复正增长的基础上进一步加速，DRG、检验互认等政策对国内检验量的负面影响逐步进入尾声，国内头部企业也在逐步加速市场份额的扩张。我们认为医疗器械板块围绕着国内复苏以及创新出海逻辑，政策底部已经过去了，业绩修复以及海外的商业化加速有望形成共振。
药店方面，今年前三季度还在行业初期的背景之下，率先完成了自身调整。龙头公司内生增长延续了上半年改善的趋势，6家上市公司里面，Q3单季度收入同比增速是7%，较上半年有所提升，扣非规模净利润是14%的增长，比上半年也在持续提升。后续来看，龙头企业同店有望延续复苏的趋势，内生持续增长。
中药板块，三季度零售行业依旧处在调整期，叠加政策促进行业向更加合规的方向发展，月度短期销售受到一些波动。中药板块整体业绩表现依旧是比较弱的，单三季度收入增速下滑3个点，总体的扣非规模同比增长3个点。

最后是医疗服务板块。前三季度医疗服务板块整体呈现温和复苏态势，在宏观环境扰动之下，维持了低个位数的平稳扩张。利润端边际改善，主要是前期部分标的基数比较低，以及行业共识下的降本增效，运营和费用端看到板块的管理费用规模增速在放缓。板块也是由外延式的规模扩张，转向内

生式的精细化管理。
投资建议方面，针对前期优质的医疗器械、消费医疗板块，估值经历比较深度的压缩，收入空间是比较大的。随着宏观环境逐步企稳，多数企业的经营拐点确认，消费医疗板块的估值有望逐步修复。 最后风险主要是销售不及预期、临床进度不及预期、临床数据不及预期，以及中美贸易政策的风险。以上是医药板块的重点，感谢大家参加本次会议，祝您工作顺利，再见。

--- 消费-掘金3季报业绩总结-国金证券20261102.pdf ---
消费板块2026年三季报业绩总结电话会议纪要
会议要点总结
消费板块整体偏弱，弱于原本已较低的预期：内需持续疲弱且未见明显改善，社保补缴对利润端形成一次性冲击，原材料价格（以铜为代表的金属链及石油链）上涨压制毛利率，外需端汇兑损益持续构成压力变量，近期利率高企或对耐用消费相关需求形成压制。整体亮点不多，可称之为"至暗时刻已过"。
需求、收入、利润率三方面的压制均已在报表端充分体现：Q4部分压力可能延续，但短期值得关注是否出现新的变化。
从结构看亮点主要集中在出海与AI两个方向。
AI端侧与应用方向成长性逐步体现：随着创新力提高和AI技术变迁，相关细分领域可能成为消费中为数不多的高景气领域，值得从Q4及明年角度重点挖掘。
困境反转与主题投资是后续两条主线：10月以来地产高频数据逐渐企稳，白酒、白电、医药等板块出现防御性买入；Q4与Q1历来是困境反转策略和主题投资策略占优的季度。困境反转关注内需端的地产链条修复，以及外需端油价与高利率的反转；主题投资关注AI从软应用到硬端侧的延伸，以及新型烟草、演艺经济、服务类消费、赛马等0~1方向。

食品饮料：板块分化，优选白酒与乳业：白酒整体情况好于预期，茅台业绩超预期、股息率约4个点；古井、汾酒改善程度较高，迎驾、今世缘报表超预期。乳业方面，伊利三季度经营性利润尚可，受交税及减值影响表观偏弱，预期明年乳业改善逻辑持续；港股蒙牛、新乳业也值得关注。大众品中啤酒、饮料及调味品弱于预期，主要受成本压力延续、缺乏明确提价逻辑、竞争格局确定性不足影响。
农业：生猪养殖拖累整体，去产能加速、周期反转渐近：受生猪养殖拖累，农业板块三季度整体亏损，但规模化提升及种植品价格同比提升带动收入端正增长。前三季度行业整体亏损280多亿，除一家企业实现规模净利润为正外其余均亏损，行业亏损加剧、负债率边际上升。母猪去化已有明显下降，距高点已去化11个多点；猪价反转预计在明年二季度前后，价格弹性值得期待，重点推荐牧原股份、德康农牧、温氏股份、天康生物等，也可关注神农集团、巨星农牧、华统股份等。黄鸡与白鸡价格分化，黄鸡价格季节性抬升、利润改善明显，白鸡供给相对充足、或维持微利。牧业方面肉奶价格景气上行，牛肉价格持续创新高，奶价回升至3块1左

右，看好肉奶共振上行。
轻工：出口收入端良好但利润分化，造纸看好四季度指价反弹：9月出口同比增长36%，家具及零件同比增长22%，木架沙发同比增长17%，金属框架沙发同比增长27%，办公椅同比增长22%，纸类同比增长18%，摩托车同比增长33%，烟草同比下滑6.1%但降幅收窄。出口利润端受关税和汇兑扰动分化较大，确定性方向关注龙银通用、永艺及欧派等，增长属性关

注春风等。造纸龙头以执行保价策略为主，随着原纸价格下跌至成本线附近及春节前看涨心态，看好四季度指价反弹，关注太阳纸业、玖龙纸业。包装关注裕同、叶龄联冷；电动两轮车受3C认证及四码合一影响短期发货，明年需求修复确定性较高，关注爱玛、雅迪、九号。个护重点推荐登康口腔，分红率80%以上。电子烟方面HNB强制性国标预计年底或明年初发布、明年6月左右试点，重点关注耗材端确定性最高的恒丰纸业及中烟香港。
纺服美护：整体承压筑底，Q4及明年迎来拐点：龙头流水三季度逐月改善，金九银十显著好于Q2及7~8月；9月以来运动龙头安踏、李宁等折扣回升，国际品牌库存抛售高点已过，竞争压力最大阶段已过去。休闲板块中报喜鸟前三季度营收同比增长27%、单Q3环比加速至34%，看好其在户外与电商双势能下的超预期表现。美护板块分化，高端品牌、新品牌及新品类实现阿尔法驱动，若羽臣三季度收入同比高增50%以上，沈阳股份同比增长27%，毛戈平收入保持20%以上增长。明年建议关注医美板块布局机会，今年受供给扩容、终端需求走弱、价格下降影响普遍承压，明年或为底部回升的拐点年。底部弹性首推李宁、地素时尚，高股息关注海澜之家、罗莱家纺，美护推荐若羽臣、毛戈平等。
家电：三季度经营压力最大，Q4基本面触底预期反转：家电板块三季度收入同比下降2.4%，归母净利润同比下降12.7%，降幅较二季度扩大；毛利率22.9%、净利率7.5%，经营性现金流同比下降73%。白电内销普遍双位数下滑，外销延续不错增长但环比放缓；黑电龙头利润率持续提升，海信盈利能力已

连续八个季度同比改善；厨电收入下降8.7%、规模净利润下降60%，小家电收入增长8%、规模净利润下降25%。看好白电基本面触底、预期反转，当前美的、格力、海尔股息率含回购与分红可达6~8%左右；黑电看好中资品牌全球高端化逻辑持续兑现，关注海信、TCL电子及智能影像、消费级3D打印等新消费出海方向，重点关注影石创新、绿联科技。
商贸零售：压力仍在但市场表现不差，重点推荐酒店与连锁超市：商社板块三季度业绩不及预期较多，但股价表现好于预期，机构配置处于低位。超市经过三年调改逐渐释放利润，行业进入供应链改革第二阶段，自有品牌占比提升带动毛利率与利润率双修复，关注汇嘉时代、步步高、永辉、家家悦等。出行链中酒店表现超预期，首旅、锦江、亚朵、华住业绩均较好，首旅公布业绩后涨停；10月高频数据保持不错增长、环比优于9月，全年为负的预期可能松动，经营杠杆高带来较大利润弹性，锦江兼具改革红利与阿尔法。黄金珠

宝受金价影响表现一般，潮宏基等取得不错表观增速，看好金价稳定后的修复。出海景气度延续，赛维、致欧、华凯易佰、安克增速较好，但需注意税收、关税及欧洲贸易摩擦风险，当前更看好内需边际修复。

会议实录：

一、大消费总体观点与轻工消费细分方向

各位投资人好，我是国金证券大消费牵头人、轻工消费首席赵忠平。今天非常荣幸来跟大家做2026年Q3季报的整体总结，主要分成两个部分：一是作为大消费角度，向各位领导讲一下三季报总结的总体观点和后续看法；二是作为轻工消费首席，重点讲一下轻工消费里某些细分子行业的主要推荐，以及综合三季报来看的主要观点。

从第一个方面来看，我们认为整体消费三季报总体还是比较弱的，甚至无论是内需还是外需，都弱于大家此前已经比较低的预期。从内需来看，综合起来有几个比较共性的点。

第一，整体内需继续比较疲弱，这个情况是一以贯之的，并且没有得到非常明显的改善，是一个连续性的动作。

第二，补缴社保带来的对利润端的一次性冲击影响，所以可以看到Q3季报方面，普遍有一些以内需为主的公司比Q2可能有进一步压力。

第三，原材料价格的上涨，这也是内需价格端、内需利润端压力比较大的另一个因素。可以看到很多公司，无论是石油链的还是以铜为代表的金属链，实际上在整个下游价格传导压力比较大的情况下，上游端又面临着压力比较大的状况，所以整体毛利率角度也比较承压。

最后一个点，对于外需而言，汇兑损益实际上还是构成了一个持续有压力的变量。此外，近期利率的高企，预计也可能对Q3甚至后面Q4的一些海外比较耐用消费相关的需求端构成一定压制。所以整体呈现而言，亮点其实并不多。所以我们

也称本次三季报为"至暗时刻已过"，从目前来看，我们认为整个极致端无论是对于需求端的压制、收入端的压力，还是对于报销差对利润率的压制，其实都已经在报表端体现得非常明显。即便Q4可能这些压力还会延续，但明天来看，我们觉得从短期来看这几个点还是值得关注有没有新的变化。这是自上而下角度去看三季报的综合总结。

从中来看，其实还是有一定的亮点，主要集中在两个大的方面：一个是出海，一个是AI。跟AI有关的一些端侧方向，包括应用方向，其实还是有不错的成长性在逐渐体现出来。未来随着创新力的提高，包括AI技术的变迁以及对中文产品的发酵，这些细分子领域可能会成为消费里为数不多的高景气领域，值得我们后续无论从Q4还是明年角度重点挖掘。另外一个角度就是出海，即便前面讲到整个收入端还是环比有所降速、利润端依然承压，从中长期来看，出海端还是能够看到更多亮点，值得重点挖掘和关注，这是两个非常好景气度的条线。

并且从后续来看，内需端尽管Q3依然反映了进一步的压力，但往后续来看，可以相对可喜地看到，10月份以来整个地产

的高频数据在逐渐企稳。这也解释了一部分为什么市场在三季报之后，尤其是上周五的盘面上会选择大消费，尤其是像白酒、白电包括医药等板块作为防御性的买入。实际上第一，从每年的Q4跟Q1来看，都是困境反转策略和主题投资策略大行其道的两个季度。从目前来看，整个地产数据在10月份以来的反转，尽管没有在三季报里有所体现，但预计可能会自上而下、从上游到下游在各个链条里逐渐有所体现。尽管弹性不可能像2015年当年那么敏感，但从预期差角度而言，这些普遍地产相关或者间接相关的公司预期都在一个低点上，筹码结构也在比较良好的位置上。所以我们认为，当前来看，困境反转的一条比较重要的主线，内需来看实际上来自于对地产的预期差，目前是一个最大的预期差；从外需来看，可能是来自于油价和高利率的反转。从这两个方面来看，困境反转的策略我们后续可以从这些主题和角度去进一步观察。

另外一个方向就是主题投资。这方面我们认为更多的是现有景气的延续，或者说新景气的挖掘。从现有景气的延续而言，刚才也提到过，核心来自于AI这个方向上，在持续向下去找进一步的无论软的应用还是硬的端侧，这些方向值得重点关注。从纯主题投资角度而言，新的挖掘、从0~1的部分，我们觉得可能像近期大家可以看到的，比如新型烟草国内准备放开的这些动作，包括像演艺经济、新的服务类消费、赛马等等一些可能新的方向会跑出来，可能也共同构筑了一些从0~1的新景气挖掘，我们称之为这是做主题投资的第一段。以上是我对于整个大消费板块无论是三季报的总结，还是后续Q4以及连贯到明年Q1这半年左右的投资机会的一些反转和展望。

从轻工消费的角度而言，我简单评述几个我认为有机会的细分板块。

第一，新型烟草，我们觉得后续可能从0~1，从主题投资角度是非常好的一个板块，长期来看也会从主题投资逐渐演变为成长投资。这里边很多公司，包括以中烟香港为首的一批公司，我们觉得都值得重点关注。

第二个成长方向就是AI的端侧，这个方向里尤其是像AI眼镜、康耐特光学、AI消费级3D打印，像创想三维等一批公司，包括像AI端侧龙头项目集团，以及后续AI相关的新消费股，我们觉得可能一系列AI下的端侧也是值得重点关注。

此外，可能还有一批这种成长性红利的公司，也是值得我们从防御角度去梳理的。如果我们参考2015年市场暴跌之后大致的风格和策略变化来看，成长性红利也是一个非常好的防守型，甚至能获得一定绝对收益机会的板块。我们也是根据三季报的情况，用当年发布的成长红利相关报告里的四大标准重新筛了一遍，基本上有68家左右符合四大优选标准，可能一百二三十只符合底线标准，我们也自下而上精挑细选了一批公司，供各位投资人无论从防御性角度，还是从后续找出绝对收益的角度进一步挖掘。与轻工消费里一些新版块比较相关的公司，比如顾家家居、晨光股份、移动科技等一批

公司，包括各个板块像白电等也是值得重点关注的。
以上是我这边对于整个大消费三季报的总结以及后续展望，
还有对轻工消费一些细分领域的板块推荐，非常感谢各位投
资人聆听。下面欢迎其他同事来讲解一下他们板块的三季报
情况，谢谢。

二、食品饮料：板块分化，优选白酒与乳业龙头
各位投资者大家好，我是国金食品饮料首席刘晨倩，很高兴
跟大家汇报一下食品饮料三季报总结的情况。
整体来看，板块有所分化，白酒的整体情况比想象中好，大
众品啤酒饮料弱一些，乳制品的情况也比想象中好。基于这
几个板块，我们会更建议把白酒和乳业的龙头性公司放在前
面一些，剩下的其他板块会往后放。
白酒龙头我们会比较关注茅台，因为茅台业绩确实超预期，
而且茅台目前股息率4个点，往明年来看，我们预期整个状
况也会慢慢变好一些。此外，边际改善稍微小一点的公司，
像古井和汾酒的改善程度是比较高的，迎驾和金世缘的报表
也是超预期的，所以这几个公司我们觉得是从二线公司里面
相对基本面比较不错的。乳业公司方面，因为整个看伊利的
报表，三季度经营性利润其实还可以，表观的情况其实也在
初期，因为有交了一些税，还有减值的影响。所以我们预期
明年乳业的改善逻辑会持续，而且原奶的周期还在进行时，
所以从周期的角度，其实也在慢慢变好一些。此外，港股蒙
牛，包括小一点的新乳业，我觉得也是一个赛道里面的龙
头，还有一个二线龙头公司，各位投资者也可以关注一下。
从大众品的其他板块，包括啤酒、饮料以及调味品，目前我
们看到的情况可能还是比我们想象中差。核心原因在于：第
一方面，这些公司的成本压力会比较大一些，而且往明年
看，成本的压力还会延续，所以下半年到明年整个大众品利

润率我们会有点担心。第二点，目前没有看到特别明确的提
价逻辑，所以从这一块来看，如果一部分龙头公司不能提
价，甚至提价效果不好的话，也会对整个净利率或毛利率有
一些影响。第三点，从大众品公司来看，从竞争格局角度，
我们觉得确定性没有那么强，所以也会有一些担心。
整体如果结合三季报看目前板块的投资机会，我们会优选白
酒板块加乳业板块。白酒板块里面，如果选龙头就是茅台；
乳业的龙头就是伊利。因为最近很多投资者也会关注股息率
的这条线，茅台和伊利一个是4个点左右，一个是4.5%左右的
股息率，放在我们板块包括全市场，性价比也很高，而且这
两家公司确定性的环比以及增速，四季度包括明年都会改
善，所以是比较明确的改善逻辑。二线的公司，我们会比较
建议关注二线的白酒，像古井、汾酒、迎驾和金世缘，我觉
得还是有阿尔法的能力在的。乳业的其他公司，像蒙牛其实
也还行。整体就是以上的观点情况。
三、农业：生猪养殖拖累整体，去产能加速、周期反转渐近
各位投资者好，我是国金证券农业分析师张子阳，接下来汇
报一下农业板块的三季报总结。
首先，我们看到受到生猪养殖板块业绩的拖累，整体农业板

块三季度整体还呈现亏损的情况，但是规模化的提升，包括看到有一些种植品价格同比的提升，整体收入端还是呈现正增长。

首先看生猪养殖板块。从2025年Q4到现在为止，整个猪价表现相对比较低迷，特别是今年年初3月份以来，整个行业就陷入了深度亏损的状态。从Q2到Q3的切换来看，价格端猪价端其实是有一些底部回升，但向上的抬升空间相对比较有限。而且近期还是出现了比较明显的回落。所以我们看到整个前三季度，行业整体在统计的期间内整体亏损280多个亿，比着前面的年份，有些年份全年亏损还是要多的。虽然从二季度到三季度环比端有些改善，但整个行业里面亏损现金流的情况还是比较多的，我们觉得整个行业的去化情况肯定还在持续加速。
特别是从现在的供给角度来讲，生猪供给压力比较大。今年10月份之后旺季不旺，包括现在一些供给挤压的情况来看，我们觉得四季度包括明年一季度整个行业的业绩都在持续承压。而从能繁母猪的数据上，已经看到有一个明显的下降。从企业端的情况来看，三季度基本上除了一家企业实现了规模净利润为正，其他的都处于亏损状态，行业亏损的情况也在不断加剧，负债率边际上也有所增加。从出栏量看，前三季度包括三季度都还是增加的，但增速有所放缓，跟前面调控的方向呈现趋势已经一致。所以我们觉得现在这个阶段来看，行业的去产能趋势维持不变，现在还有加速的迹象，因为持续亏损现金流的情况还是比较大的。
往后看，整个猪价的反转应该在明年的二季度前后，而且随着亏损越来越多，我们觉得最终的价格弹性还可以持续期待。而且现在去化情况距离高点已经去了11个多点，这样的幅度对于明年的价格来讲，高度非常值得期待，而且周期的

反转也越来越近了，我们还是建议重点关注生猪养殖板块的一些投资机会。重点还是关注像牧原股份、德康农牧、温氏股份、天康生物等成本比较有优势的公司，也可以关注神农集团、巨星农牧、华统股份等标的。
第二块是禽类。整个黄鸡和白鸡的价格在三季度还是有分化的，白鸡的价格持续走弱，但黄鸡由于前面供给的缩减，价格出现了明显的季节性抬升。所以我们去看白羽鸡板块的盈利，相对还是比较承压的，或者说年初以来整个价格表现一直比较平淡，但像这种全产业链的企业，整个业绩表现还是比较优秀的。对于黄鸡板块，我们能看到的整个利润改善还是比较明显的，从二季度亏损直接在三季度实现了一个正向盈利。所以往后续展望，我们觉得还是跟整个品种端自身的供给相对来讲呈现比较大的关联性。白鸡板块，我们觉得整体供给还是相对比较充足的，虽然有季节性的强弱，但整体或会持一个相对比较微利的状态。黄鸡板块经过前面的一些产能去化，后面的价格还是可以期待一下这种阶段性的表现。
第三块是牧业板块。因为三季度整体披露业绩还是比较少，我们只能从现有牧业的业绩情况去看。前三季度整体利润实

现了11.37亿规模，比着上半年整体只有小几千万的业绩，整个三季度业绩端是有明显改善的，这跟我们能够看到的肉奶价格持续景气上行是密不可分的，包括我们看到现在每天的牛肉价格都在创新高的状态，奶价也已经回升到3块1左右的水平，生鲜乳价格近期在节后呈淡季不淡到了3块5~3块6。所以我们看好肉奶共振的景气上行，而且现在应该处在牧业景气上行初期，后面会持续加速，也重点关注牧场这些公司后面报表阶段的兑现。

以上就是我们整体的观点。

四、轻工：出口收入端良好但利润分化，造纸看好四季度纸价反弹

各位投资者大家好，我是国金轻工行业分析师毕先磊，今天我给大家汇报一下轻工三季报的整体总结，以及后面的展望和推荐方向。我会按板块做一个汇报。

首先是出口板块。9月单月数据还非常好，9月出口同比增长36%，其中一些轻工品类还是有非常好的增速：家具及零件同比增长22%，其中的木架沙发同比增长17%，金属框架沙发同比增长27%，木质办公椅、非木质办公椅同比增长22%，纸类同比增长18%，摩托车同比增长33%，烟草同比下滑6.1%，但整个降幅在收窄。出口目前的表观数据、收入端整体都还不错，但利润端分化还是比较大的，主要还是因为关税包括汇兑的扰动。所以出口这一块后续主要是看业绩的确定性，我们觉得后续可以去关注出口这边高增长的一些标的。具体标的还是以景气度作为出口的选择目标，如果从偏确定性高、偏稳健这一档，推荐关注龙银通用；如果从增长属性的话，建议关注永艺及欧派，包括春风。

第二个大的方向是造纸。首先从数据端来看，目前相关纸价还是处在稳中偏弱的状态，龙头企业也是以执行保价策略为主，中小企业执行比较多优惠或者降价的操作，再加上短期相关纸品行业的产能有一定的回升趋势，所以供应端的压力还是比较明显的，同时下游二厂的订单跟进不足，包括原纸采购情绪偏低，前期主要以消化库存为主，所以需求端没有非常明确的支撑，短期箱板瓦楞纸的数据比较一般。但我们认为，随着近期原纸的价格下跌至成本线上下，再加上上下游参与者对于春节前市场普遍存有看涨心态，我们预计下周可能部分区域的一些箱板包装企业的补仓意愿比较强。同时目前春节仍然是一个传统的需求旺季，所以我们对四季度整体的纸价反弹还是比较看好的。我们觉得整个11月纸价会先往后涨，靠双十一包括一些外贸春节订单的备货，整体运行会偏强。所以造纸板块，我们认为可以严密监控纸价，看后续涨价落地的情况。标的方面，因为同一个行业大家利润差距比较大，核心还是在林浆一体化的能力上，所以标的方面还是建议关注两个：一个是太阳纸业，整个Q3表现还是比较超预期的，整体业绩一直非常稳；第二个是玖龙纸业，因为前期回调比较多，随着周期的向上，如果能兑现的话，公司估值的弹性会非常大。

第三个方向是包装。简单给大家做一个汇报，关注裕同后续

科技行情，包括叶龄联冷后续的业绩，包括期权的一个兑现。
第四个板块主要是电动两轮车。最近10月出现了3C认证，9月底部分3C认证的中心被暂停资质，所以一些相关车型的生产发货受到一定影响，包括11月1号起也开始执行四码合一，目前来看还是会影响Q4整体电动两轮车的销量，虽然说不影响电摩，但整体的发货还是会受一定影响。所以我们觉得电

动两轮车短期来看，因为3C认证包括四码合一的事情，影响短期的发货，但这只是把它的业绩改善节点往后推了，明年来看公司体系基础下需求的修复，确定性还是比较高的。标的方面，建议大家关注爱玛、雅迪，包括九号。
第五个板块是个护。主要是建议大家重点关注登康口腔，三季报也发了，整个业绩还是非常强的，不管是收入还是利润的增长，包括整体的分红率也是一直在80%以上。所以是一个增速和分红兼备的非常稳健的品种，如果从绝对收益的角度，我觉得登康口腔还是一个非常不错的标的。
最后给各位领导汇报一下电子烟板块。主要还是HNB，因为8月28号强制性国标开始征求意见，9月26号截止，我们预计会在年底或者明年年初发布，到明年6月份左右会开始试点。如果参考日本50%以上的渗透率，国内其实还是比较早期，所以是有比较大的空间的。标的方面，建议大家重点关注HNB这块业绩释放的确定性，然后重点给大家增加一个标的，就是耗材这边确定性最高的恒丰纸业，接装纸目前国内40%的份额，HNB单支用纸是产能接装的两倍，今年预期2.2亿的利润。所以后续随着HNB政策的落地，公司的业绩会有一个非常大的弹性。同时也建议大家关注中烟香港，新董事长到位之后，未来持续的资产注入，包括海外拓展的预期，有可能会持续兑现。
总体就是汇报这几个板块。总结来看，第一就是确定性还是在外需，从外需里面去选一些Q4业绩高增长，包括利润高增长、收入高增长的公司。第二个方向就是一些价值标的，比

如说像玖龙和太阳估值都在低位，叠加旺季包括林浆一体化的能力，包括两轮车的3C认证扰动之后，重新恢复到一个正的增长，全年都是一个比较低的基数；包括刚才提到的登康口腔，业绩稳定性包括分红也是兼备的。第三条线主要是建议大家关注主题，包括HNB国内放开的主题，包括后面液冷持续业绩兑现的主题，建议大家关注恒丰纸业，包括中烟香港，包括裕同。
以上就是整个轻工板块的关键汇报，感谢各位投资人。
五、纺服美护：整体承压筑底，Q4及明年迎来拐点
各位投资人好，我是国金的纺服美护分析师杨鑫，接下来汇报一下我们板块的情况和未来我们看好的一些方向。
首先三季度，我们认为纺服这边的整体情况还是比较承压的，在筑底的过程中，但我们也看到了一些希望，就是在Q4还有明年，是已经迎来了一些拐点。比如从流水的角度来看，很多龙头都是在三季度有一个逐月改善的情况，金九银十的表现目前能够看到显著好于Q2以及7~8月份。从价格的情

况来看，9月以来很多品牌，比如像运动的龙头安踏、李宁等，我们也看到了折扣回升的情况，说明前段时间一些国际品牌库存抛售已经过了最高点，所以整体竞争压力最大的时候，我们认为已经过去了，再叠加整体贝塔的回暖，目前这些票我们认为都是在底部有很好的布局机会的。
休闲板块这块，我们看到持续领跑的是报喜鸟，在今年前三季度营收同比增长27%，在单Q3也是继续环比加速到了34%。

我们认为它在户外和电商品类和渠道双重势能的推动下持续超预期，在Q4和明年也能够继续维持。包括公司现在推出的pick户外品牌，在合作之后，今年已经有一些新开的门店，明年这块也会有很多新增门店的计划，并且这一批有比音来运营的门店，我们能够看到流水情况在今年货品补足之后也有显著的提升，未来有希望成为公司的第二增长曲线，继续看好公司在四季度和明年表现的成长性。
另外就是美护板块，我们看到今年三季度表现相对来说还是比较分化的，其中像一些高端品牌、新品牌以及一些新的品类，还是能够实现有效的阿尔法驱动。例如若羽臣在三季度收入实现了同比50%以上的高增，其中自有品牌像翡翠和湛江的表现也非常超预期，在产品的品类和品牌的打造能力方面，我们认为已经得到了持续的验证，公司是体系化地去挖掘一些新的成分、新的爆品。此外像沈阳股份叠加旗下的多品牌矩阵，同比也有27%的增长；以及像毛戈平，三季度经营数据也非常亮眼，收入仍然保持20%以上的增长。因此，这些高端高毛利的品牌，目前在这个环境下还是表现出了很强的韧性。
同时我们也提示大家后续去关注四季度，以及尤其是明年医美这个方向的一些布局机会。我们看到今年受到供给扩容以及消费终端需求走弱、终端价格下降的影响，大家在今年的收入和盈利都普遍承压。但在三季度以及在可预见的四季度，很多公司比如像华熙、乐普等等，针对明年还是推出了很多新的产品以及新的成分，因此明年我们认为是非常值得

关注的底部回升的一年，也是一个值得关注的医美板块的拐点年。
以上是我们对于板块情况的汇报。目前看好的方向，我们主要分为几类。一类就是底部弹性票，我们这边首推的是李宁和地素时尚。李宁我们能够看到，其实它今年整体收入还有毛利都同比保持着非常平稳的状况，单三季度如果说加上儿童的话，其实它的流水同比也是持平的情况。但大家对于今年它的业绩预期比较低，主要是由于下半年尤其是Q3、Q4公司会有一些短期的额外投放增加，主要是在营销方面的一些顶级赛事和顶级球星的资源，这部分人为投放费用的增加，我们认为它对利润率的影响不具有持续性。在明年公司这些投放显效的情况下，我们认为它大的利润率方向一定会持续改善。同时品牌势能在三季度、四季度也有一些显著回升。
如果目前剔除掉现金的话，公司的估值差不多就是4倍的情况，也在非常低的底部了，建议大家继续重点关注。另外我们左侧推荐的地素时尚，能够看到在三季度迎来了非常明显

的拐点，收入增长突破了20%，这是近年来的首次，也能够看到是由于公司的管理层和渠道方面的一些调整逐步见效。因此我们认为它的表现在明年也有希望继续延续，建议重点关注。另外就是高股息的条线，比如像海澜之家，还有家纺的罗莱等等，以及美护这块，我们推荐大家持续关注的一些高端品牌，像前面提到的若羽臣、毛戈平等。
以上是我们的观点汇报，谢谢。
六、家电：三季度经营压力最大，Q4基本面触底预期反转

各位领导好，我们来汇报一下家电行业的三季报情况。
首先看整体板块的表现。今年三季度家电整个板块收入同比下降2.4%，归母净利润同比下降12.7%，整个降幅相较于二季度是有所扩大的。毛利率方面，整个板块毛利率22.9%，净利率7.5%，整体来看同比还是存在一定压力。此外，经营性现金流同比也下降了73%，这个跟部分企业包括龙头公司去调整自己的渠道运营模式，以及本身需求偏软等多种因素都是相关的。简单分板块来看，这个季度白电企业的盈利压力环比在加大，黑电龙头还是保持不错，依然延续了利润率持续提升的态势，厨电和小家电还是保持着磨底以及分化的状态。
首先看白电。收入端拖累主要还是以内销为主。三季度我们看到内销进一步走弱，比预期还要再差一些，所以主要企业当中，大家的内销普遍出现了双位数左右的下滑表现。这里边主要还是因为本身的终端需求确实偏弱，其次像空调这样的一些产品，它的渠道库存去化周期比预想的更长一些。此外，今年二季度其实零售端是显著跑赢了空调出货端的，所以库存这边有一定的积累，因此三季度可以认为是一个偏出货口径的去库阶段。此外，龙头在这个时间节点，包括美的、格力都在渠道层面、渠道运营模式层面推进了一定的改革，像冷年开盘取消这样事情，也对于当季度内销收入的增速有一定负面影响。
外销这一块，整个外销还是基本延续了相对不错的增长，如果环比来看，增速可能相较于二季度有所放缓，但具体公司来讲经营情况有所不同。像美的这块，主要是主动调整了一

些外销代工订单，去掉了一些低盈利的代工订单，追求更强的利润。但我们也看到，美的的增长动能已经切换得比较到位，三季度OBM海外增长达到了20%以上，能够比较有效地对冲它在OEM这边的一些调整。此外，它的B端业务，比如楼宇、机器人，对收入还是有一个还不错的支撑。整体来看，美的的收入同比降了4%，相对来说还是龙头当中表现最为稳健的一家公司。海尔这块收入下降了10%，这里边我们觉得国内有比较强的影响因素，主要是冰洗在做去库；此外北美的需求疲软也加剧了三季度的收入和盈利压力。这里边无论惠而浦还是伊莱克斯，大家在北美的表现都是承压的，这是一个行业上的共性因素。
再看白电的利润端。三季度来看，成本端压力环比二季度是要加大的，大宗和汇兑都有影响。大宗那块，三季度铜价环比上涨，但我们国内终端需求很弱，所以整个原材料的涨价传导还是相对不太顺畅，因此大宗的上涨以及终端价格的疲

软，双向挤压了企业的盈利情况。这里边像空调占比比较高的企业，盈利压力明显还是要比综合性龙头更大一些。格力三季度毛利率下降了5.5个百分点，美的和海尔分别下降了0.3和0.8个百分点。此外，汇兑也是今年比较大的拖累，从年初到现在持续是一个负贡献。不过在三季度来看，整个汇兑对盈利能力的影响程度环比二季度是在收窄的。往后来看，我们认为大宗包括汇兑，可能对企业短期来讲仍然是一个负贡献，但这个负贡献的影响程度有可能走向收窄。
此外补充一下，三季度表观当中也有一些比较多的一次性因素。比如美的的表观利润增长了接近26%，这里边长兴的投资

贡献还是比较多的；海尔也有一定的北美退税，包括一些产线优化费用的一次性影响。总的来说，我们认为三季度白电龙头的表现确实环比是承压的，但更多是行业上的因素，对公司自身来说，整体还是保持了一个有条不紊的经营节奏。包括我们也看到美的去调整自己的渠道模式，海尔调整自己在北美的一些供应链，都是在为中长期做更好的发展准备。
展望四季度来看，我们认为整个终端需求可能仍然还是会偏弱一些，成本端压力还是在的。但积极的信号是，我们看到进入四季度以及往后多个季度，我们内销终端的技术压力将会大幅减轻。此外，外销这块也有一些比较明确的改善信号值得关注，主要是空调八九月的出口量相较于上半年增速有明显提升。包括我们也看到产业在线的数据，11月和12月空调的排产增速也还是不错的。所以我们认为对家电企业来讲，Q3可能是今年经营压力最大的一个季度，进入Q4基数压力会有缓解，对大宗同比的影响程度也有可能有一定缓解，再加上空调又进入到了一些还不错的提速出口周期。所以整个白电这块，我们也是比较看好现在整个基本面触底、预期开始反转。
此外再补充一点，今年的白电龙头企业基本也都承诺了比较慷慨的分红，至少说相比于去年的DPS来看并不会减少，这也是投资白电龙头的一个优势之一。一个是拉长线来看，它的盈利能力确实比较稳定，现金流比较好；此外在这种经营比较差的年份，或者外部环境压力比较大的年份，龙头公司普遍是用更多的股东回报手段以及更强的股东回报意愿，来平衡掉外部环境扰动对于当期利润的一些影响。

再看黑电板块。首先黑电这块国内整个总量需求还是偏弱的，我们认为短期之内并不会明显改变，但增长或者说结构上的提升还是保持不错的，主要来自于大屏化和高端化的带动。三季度国内Mini LED电视渗透率达到37.8%，产品结构支撑性还是不错的，整个均价，尤其龙头这块均价上行还是保持不错。海外这块，三季度整个行业出货量环比有一些下滑，主要是因为上半年有体育赛事的影响，带来了一些需求的前置。但对于我们国内龙头像海信和TCL来看，整个产品升级，包括北美渠道结构改善等比较重要的增长点，还是在有条不紊地推进，所以看到他们的均价依然保持着很不错增速。
利润率来看，海信三季度毛利率和净利率同比分别提升了1个

百分点和0.3个百分点。如果我们拉长周期来看，海信其实它的盈利能力已经连续八个季度实现了同比改善。所以这个已经能够体现出来我们之前强调的一条逻辑，就是整个中国的黑电产业已经完成了在量上对于韩系或者包括对于曾经的日系的一些挤压，接下来会看到从量变产生质变的影响。再看TCL电子，按照业绩预告中枢来测算，TCL电子三季度净利率同比提升了0.4个百分点。其实TCL也是一个从2023年以来整个盈利能力持续提升的公司，而且它的业绩连续多个季度都是超市场预期的，所以整个经营周期还是蛮向上的，也符合我们之前说的整个黑电产业链上的一条大的贝塔逻辑。
再看同业三星和LG的表现。今年Q3，三星电视所在整个部门的OPM应该是-1.4的表现，本身环比来看，就是在Q2转负的情况下又进一步走弱了。LG今年Q3虽然电视的OPM还是正的，但

如果从一季度来看，其实是环比持续在走弱。所以我们也看到，对于韩系来讲，在缺乏产业链配套的情况下，面对中资在全球的竞争，他们压力还是蛮大的。所以长期来看，我们认为中国的黑电产业链在成本、配套、产品迭代的优势上肯定会继续扩大。中资品牌多年以来投入的海外渠道，包括海外渠道资源的配置也开始逐步体现效果，所以我们也看好未来TCL和海信在全球更高端的市场上能够继续提升份额，推动中长期利润中枢的上移。
厨电和小家电这一块，压力还是偏大，表现还是有些分化的。三季度厨电收入下降了8.7%，规模净利润下降了60%；小家电这块收入有一些增长，整个板块增长了8%，规模净利润下降了25%，内部表现分化还是比较明显的。比如看到石头，收入利润都有一个不错的增长，基本都是30%以上的增长，但科沃斯这块表现相对来说会有一定的差异。所以整体来讲，我们认为像厨电小家电可能需要更长时间的磨底，包括也需要更强的一些大宗包括终端信号的改善。
最后讲一下投资判断以及未来怎么布局家电板块。首先大的基调来讲，我们也看到整个市场调整和波动还是比较剧烈的，所以整个市场风格更偏向于防守。因此，在防守和红利向的配置上，家电一定是一个非常优选的标的，因为作为龙头来说，通过20多年的表现，大家已经能看到家电确实是一个能够穿越周期的资产，尤其白电龙头能够保持非常不错的ROE表现，在全市场31个行业当中也是名列前茅的。面对今年的情况，我们认为Q3的经营压力释放还是比较充分的，包括市场预期的调整也是比较充分的。所以进入四季度之后，我

们看到基本面压力、同比基数压力是有缓解的，外销也是有改善的，包括渠道调整可能带来的阵痛期也会逐渐过去，因此会走向一个基本面缓慢修复的状态。
此外，刚才提到的股东回报也是另外一条比较重要的主线。因为在目前需求不明、行业表现不明朗的情况下，股东回报确实是投资者能够拿到的实打实的利润，所以像白电企业今年提出的DPS维持在去年相同甚至更高水平的承诺下，我们认为白电的回报下限还是比较高的。按照目前的估值包括分红利率来测算，我们看到像美的、格力和海尔，他们的股息率

基本上包括回购、包括分红，可能都能达到6~8%左右，所以
确实是非常慷慨的回报。
此外，我们认为黑电的机会也是非常值得重视的，我们认为
5～10年来看，中国黑电产业链的机会都是非常强大的。我们
也比较看好中资品牌在全球高端化的逻辑持续兑现。同时从
企业角度来看，像海信和TCL连续多个季度的利润改善，其实
已经在不断强化我们这样的逻辑。伴随着三星、LG在电视这
块业务的进一步衰落，我们认为中国企业未来会在全球电视
市场上有更加优秀的表现，也是我们看好未来他们能够继续
提利润率的核心依据。
此外，我们认为在传统家电以外，也可以再去关注全球竞争
力比较突出的新消费出海方向，这里边像智能影像、消费级
3D打印等等这些公司，这些赛道也是值得长期关注的。可能
短期来看，受到存储以及其他电子元件上涨的影响，当期利

润会有承压，但我们认为它的中长期竞争力是没有变化的。
这里边重点可以关注影石创新以及绿联科技。
以上是我们家电板块的解读，谢谢各位领导。
七、商贸零售：压力仍在但市场表现不差，重点推荐酒店与
连锁超市
尊敬的投资者，大家晚上好，我是国金商社的于健，今天对
于整个商社板块三季报的总结以及未来的观点展望进行一些
陈述。
首先从当前三季报的角度来看，商社板块里面整体来看还是
压力会有一些，今年的三季度尤其体现出来的是业绩方面不
及预期的还是比较多。但是真正的市场表现来看，其实还算
不错，整体来看比大家想的要好，整个还是也有一些筹码方
面的因素。当前从三季报的角度来看，无论是社服还是零售
方面，配置还是非常低的，尤其是还有一些细分的板块来看
就更低了。
但是我们从三季报也看到了一些亮点，比较重要的就是一些
出行链方面的修复，以及我们当前承接了此前的观点，像从
内需方面找一些低预期、然后低位置方面的改革红利的一些
标的，这个观点其实也得到了一定的印证。
大致说一下三季报的情况。其中三季报相对表现不错的几个
板块里面：第一个是线下连锁方面的超市，相对来说还是体
现出了比较不错的改善，尤其像汇嘉，包括像步步高，还有

像永辉其实也有一定的改善，包括像家家悦。整个超市这块
经过三年的调改，目前也开始逐渐出现利润，开始放利润，
也出现了改革的成效，而且整体行业板块已经进入了第二阶
段，就是供应链方面的改革。同时对于一些区域性的龙头，
比如像汇嘉、步步高，整体改革的成效是非常显著的，目前
不管是同店还是供应链方面，其实已经出现了不错的增长，
甚至是大几十的增长，尤其是改完的门店。所以从当下来
看，整体的释放利润周期还在持续，尤其供应链进行了第二
阶段的改革之后，自有品牌的占比也在提升，那么未来会使
得毛利率和利润率双修复，这也是我们未来对于超市方面的
一些看点。

第二个方面，其实更重要的是出行链方面的一些改善。三季度相对比较超预期的板块是酒店，酒店也是当前我们非常重要推荐的一个板块。无论是首旅还是锦江，还是未来想要去看的亚朵，包括华住等等，这四家酒店公司的业绩，从三季度业绩应该都是比较超预期的。当然这个超预期的来源，可能一部分是因为此前暑期的因素，包括天气的因素，包括整体复苏的情况、油价的因素等等，使得在三季报之前，大家对于它们包括对基本面的预期是比较低的，这也比较符合我们此前对于三季报预期比较低的判断，但实际上可以看到，最终财报出来之后，收入还是正增长，包括利润端也出现了不错的增长，都使得在低预期下完成了一个超预期。那么就使得市场上对于这些处在相对底部、而且筹码又比较轻的公司，会有一个比较强的超额收益。尤其看到周五包括像文旅方面、包括出行方面，像首旅已经公布了业绩之后出现了涨停；锦江是在周五晚上公布的业绩，我们预期对于由酒店带领的这一波整个出行链的反弹，都会有一定的持续性。

同时再展望酒店的后续，因为本身10月份之后的高频数据也是一个不错的增长，可能会有一些包括像会展，包括像未来一些秋假等等的预期。整体来看，四季度虽然去年算是一个比较高基数的状态，但整体看10月份的情况还是保持了一个不错的增长，甚至环比来看比9月份的数据还要更好一些。那么此前市场对于全年为负的预期，可能有所松动、有所向上改善。因为整个酒店的情况，目前经营杠杆相对还是比较高的，所以它一旦RevPAR出现比较好的好转之后，它的利润弹性相对是比较大的。其中尤其是对于像锦江，包括这种改革性的红利，它自身也有一定的阿尔法，那么对于整个需求端的修复来看，它的弹性是比较大的。

另外其他的，包括像黄金珠宝，因为当前金价的一些原因，其实导致整体的表现还是比较一般，尤其是同店的情况比较一般。但像潮宏基等等这些公司，因为它基数的一些原因，其实也取得了一个不错的表观增速，市场其实还是给予到了一些估值方面的修复，包括整体来看业绩端的修复。当金价逐渐开始出现稳定的情况下，我们未来还是比较看好整个黄金珠宝的修复的，因为目前确实位置和估值都是比较低的状态。

最后再说说出海方面。出海方面三季报整体的情况还是表现不错的，尤其像赛维，包括像致欧，包括像华凯易佰，其实还有安克，他们整体的增速，整个来看出口的高景气度也是一直在延续。但是当前的这样的环境，其实或多或少还是对上市公司有一些影响，无论是从税收方面，还是从关税，包括一些像欧洲等等贸易摩擦的情况，目前还没有完全落定，实际上会使得一些龙头公司出现一些渠道方面的调整，或者是有一些业务上的相关性。所以对于出海这块的景气度我们依然会看好，但当前会要去注意整个对外方面的一些风险。所以我们当前更看好对于内需方面的一个边际修复，尤其重点推荐酒店以及连锁超市。当前是这样的一个观点，好，谢谢。

--- AI互动影游行业交流20261101.pdf ---
总结
1、行业现状：数据与表现相矛盾从数据看，真人互动影游整体的销量和市场表现是往下走的，四年预估有120部左右。
但存在一个矛盾现象：2025年国产全年销量榜上，真人互动影游有7款上榜，而当年国产销量榜的新品有1000多款，互动影游作为FMV的一个小品类居然有7款上榜。从2020年初大家开始讨论AI互动影游的未来可能性，到现在已有30~40款互动影游在Steam上线，大体经历了四个发展阶段。
2、真人互动影游与全AI互动影游的区别今年公司的观点是：真人互动影游是"真人表演加AI参与"，AI主要用于后期特效和产品开发，从而拓展了题材面。例如今年代理的《天空追迹》，是《天涯明月刀》IP，按以前的拍摄规格成本可能1500万~2000万元，引入AI后成本能降到1000万元以下，体量仍然不小。全AI互动影游则是全流程参与，除剧本以外，整个制作过程、后期、产品封装以及商业发行都由AI参与，已有上线并有商业成绩的案例，如《星存笔记》。
3、AI引入后的制作环节与产业分工变化AI的加入带来了题材拓展性，也带来更多可能和想象力。制作环节的批量化与时间成本节约已经成立：真人拍摄加制作需要一年到一年半，而AI可以在半年做出一部700分钟体量的作品。但在剧本环节，仍无法完全用AI替代，剧本依旧是内容产品的重中之重。

4、AI互动影游的成本与商业化市场上有观点认为AI进来后可以把成本从100万降到10万、降本90%，仅从素材制作来讲是可行的，但一旦考虑"卖给谁"，这个前提其实不太成立。目前市场对AI互动影游的内容质量、画质、故事线、分支选项及互动玩法的要求反而更高。《星存笔记》制作成本约150万~200万元，远高于外界对AI互动影游降本的理解，以700分钟体量定价只有27元，目前回收ROI只有30%~40%左右。
5、播完传媒的案例播完传媒本质不是互动影游，而是一个以AI形式做的、带有互动玩法的RPG游戏，由字节下面的20人团队做了一年完成，取得了不错成绩，约30多万套、700万~800万元流水（公开数据）。但公司也公开表示每月有十几万到几十万的Token成本，按一年计算成本并不低；长线以用户与NPC交互持续消耗Token，商业可延续性要依赖后续DLC和更新内容不断拓展用户群来实现回收，这与现在主流的AI互动影游不太一样。
6、参与方优势取决于发售平台与用户一个公司有没有优势，取决于它的发售平台和用户，而不是简单地说做游戏有优势还是做影视有优势。 如果受众是游戏用户，产品就是游戏化产品，影视公司也可以做游戏化产品，比如完美世界下面的工作室就做过《媒体学习》系列，也很成功。如果以互动剧形式卖给平台用户（如短剧用户、影视用户），那么设计的产品就应该是以剧为主要内容的产品，此时影视公司或现在的短剧公司、已经在做大量AI的公司更有优势。

7、行业最大的卡点是剧本目前互动影游最大的难点或卡点

其实是剧本，剧本的不可批量化导致整个产品不可批量生产。对互动剧而言门槛有一定降低，因为不需要那么长的体量，现在一些引入政策是90分钟或120分钟左右就可以收来做评级，整体体量相对少很多，难度降低。但依然不能完全由AI完成，比如拿一个IP或一个已经成熟的短剧剧本直接改成互动剧剧本还是做不到。所以它在批量化上与AI短剧相比还差一个数量级。这也是各大平台（比如字节）目前没有完全做商业化平台，而是做互动内容的工具、给一定政策帮助分发的原因。

8、"AI批量做多结局"的质量问题 AI的加入确实增加了题材拓展性，真人可能拍10个结局，AI能很快做出100个，关键不是质量不高，而是需要有这样一个完整的剧本，这个东西不能用人工、也不能完全用AI替代。制作环节可以批量化、节约时间成本已经成立。AI互动影游真正对比的应该是往上对标，而不是往下对标——不是对标100块钱一分钟的短剧，而是对标海外的3A级或2A级CG互动叙事游戏。例如爱奇艺上线的《灵魂摆渡·仙女之梦》，每分钟成本能达到1.5万~2.5万元，因为它的表演是用真人扫脸或动捕完成，而不是普通平面照片扫描。如果3亿元成本的作品现在3000万元能做到，那也是成本的大幅下降。

9、用户接受度的变化 年初市场调研显示，Steam或海外用户对AI游戏的抵制率大于60%，但现在国内互动影游群体对高质量的AI作品是能够买单的，如《星存笔记》的结果就证明：

只要质量好，用户是能接受AI这件事的，并不是一个往下卷的事情。

10、市场规模与后续展望 目前公开数据说国内互动影游市场大概是18亿~20亿元。从体量看，Steam上FMV标签的有493款，其中带AI标签的有200多款，增长趋势非常快，尤其是2025年以后，但商业化验证还比较早期。未来非常看好AI互动影游这个品类，原因在于它把题材拓展性拉得非常大，并且真人实拍不能补拍（拍完杀青产品生死已定），而AI互动影游能够优化、迭代、增加内容，从产品上讲和传统游戏非常相似，市场广阔性可以预期。AI互动剧现在明确的商业路径一定是ToC的，平台有政策，窗口期大概6~12个月，在此期间有内容储备（剧本、编剧多）的团队可以有较大的增量发展。长期看，AI互动影游和AI互动剧能够并行。

11、真人互动影游呈现两极分化 真人互动影游已经形成高成本和低成本两条路径，类似于现在的真人短剧（精品剧与很便宜的剧）。尤其是2026年传统影视公司、电影公司进场之后，1000多万、2000多万甚至更高的项目在开，而中间500多万的项目在减少，几十万的互动影游也在增加，各自都有市场定位和用户需求。AI互动影游和AI互动剧也会产生这种情况，整个市场的放量是增大的。

12、AI当前主要作用：降本增效与题材拓展 现阶段AI技术主要还是替代一些原本的CGI环节，达到降本增效，同时更重要的是题材拓展：以前拍不了的现在能拍，以前做不了的现在能做，作用于实时生成、视觉模型、3D建模等各环节。《完

蛋！我被美女包围了》成立是因为成本很低（拍了一个都市恋爱题材，成本大概200多万元），给了大家想象力。AI进入之后，可以拍盗墓、科幻、赛博朋克这些真人完全不能拍的题材，把题材拓展得非常大。

13、以AI为核心玩法的游戏仍早期把AI作为核心玩法（如实时交互）目前还是比较早期。当AI的算力成本低于CDN成本时，这件事可能会爆发成长。10月份的新品节有8000多款新品，其中有3000~4000款是AI开发的；而2023年元旦上线时前面的新品节只有800款。此外，AI类小程序游戏或"AI加轻互动加数值养成"的游戏在2025年已经有一波增长，在海外也取得了很好的出海成绩，本质是用已成熟的数值体系加上AI换皮和成熟商业化模型做成小程序游戏，但与今天讲的影游关系不大。

14、渠道与平台：发行不是卡点互动剧标签的确认带来了审核的便利性，也就是发行的便利性，包括影视平台、移动端游戏平台的审核都更容易。真人互动影游并不受发行平台的局限，场景比游戏更多，如《完蛋》就发了PC（国内海外）、移动端、小程序、电视、网吧、车载等。《双人天下》线上线下移动端占其总体销售数量的85%，它并不是以Steam为主，而是因为天美工作室的发行团队与《王者荣耀》的发行团队绑定，覆盖大量移动平台，且用户即便以前没接触过互动剧、互动影游也能接受这种新形式，它也没有一线明星（以女性为主）。这验证了渠道或产品形式并不是它的卡点。底特律这类游戏不是不能上移动端，而是PC体验更好、面对的是PC用户，这是可以分层的：完全可以做一个中等体量（如真人500万体量）的AI作品，从内容丰富度上碾压真人；手机上体验不好就做2D，美术形态不一定拟真人，可以是动物等等，这些都不是限制，核心是有没有这样一个剧本。

15、行业最大问题是团队积累与人才匮乏行业最大的问题是团队积累和人才匮乏。很少有真正意义上"互动影游或互动剧的编剧"，即便做过，也很少有做过十部以上的，积累不够。2024年之后进了一大波真人互动影游的团队，尝试一下花两三百万赔掉后就不做了，这种积累是没有的，踩过的坑新来的人又踩一遍。AI互动影游的优势在于可以用轻量化的方式，比如二三十万做一个小体量去尝试，让团队有数据、技术、产品、人才、剧本、经验等方方面面的积累，这是综合降本，而不单是制作降本。但产品呈现的体量可能还是200万级别，因为要做一个大家能接受、能买单的产品。

16、IP开发互动影游的可行性与"市场先行"热门AI短剧IP同步开发AI互动影游，理论上可行，因为已有AI短剧资产和剧本创作实力。但看剧的用户和互动用户是两拨人，关键是对标互动剧用户能否接受这种形式。如果只是拿现有产品补齐互动选项，这事不太成立；而如果已经有资产IP和基础受众，再去开发互动剧，看剧用户的交叉度会非常高。核心逻辑是"你卖给谁"要先想清楚，即市场先行、方向先行，而不是做出来之后再找用户。很多项目失败就死在"先发出去，也不知道要卖给谁"。游戏开发有成熟的方法论：先找对标产

品，做市场调研、找痛点、做迭代、降低买量成本、优化玩法，再做新项目，但互动影游里能这么做的团队不多。互动影游门槛高在于它横跨游戏和影视双向赛道，既要找影视对标，也要找游戏对标，因为它背后对标的是潜在转化用户。

17、行业赔钱的根因与用户只为创新买单很多人赔钱，是因为依赖一个成功路径：比如《完蛋》爆了，就做了200多个真人恋爱互动产品。这在短剧里成立（一个本子活了可以套拍10个20个），但在影游这边，面对的是游戏用户，而游戏用户不接受套壳、只往更差或更奇怪的方向走的形式。游戏用户只为创新和优质买单。

18、AI互动剧与AI互动影游的核心区别核心还是"卖给谁"，用户是完全不同的两拨人：游戏用户对内容或体量要求很高，而刷短剧的用户不一样。这里还有一个矛盾点：刷短剧真的要不停点击吗？按短剧逻辑，一分半必须有个反转，那就是一个选项；而90分钟体量起码得有60个选项，要操作60多次，还要看广告。互动剧的商业模式（买断、IAA变现还是混合变现）也还没有被验证，这些都要看市场结果。现阶段可以说AI互动影游是从两个方向生长出来的：一个是从真人影游生长出的AI化路线，一个是从AI剧生长出的游戏化路线，慢慢走到并行。

19、其他AI玩法探索案例这类游戏类型还蛮多，可能不是互动影游，因为互动影游还是以选择剧情为核心玩法。如今年年初的国产游戏《金牌之王》（音），在Steam上差评如潮但销量很高，售价18元且带内购，靠榜时间来看应该有四五十万套；它上榜是因为内购——一种多人在线的不对称竞拍玩法，类似爽剧竞拍。它的美术、学程等一看就是AI开发的，它降低了很大的开发成本，但并不是把AI作为核心玩法。另外，本来不接受AI游戏的人为什么会接受它？因为它有一个特长足够覆盖掉大家对AI的抵制，这个特长其实是内容创意，最终还是一个内容创意行当，所以AI并不是作为核心玩法。近期跑出来的以AI为核心玩法的游戏很难，因为定价没那么高。今年冒出来的一个类型是文字AI游戏，如明末崇祯题材（崇祯拯救大明）的策略型游戏，通过打字下达政令、给六部和地方发送指令，本质是把大模型接进去。它卖得很好，因为大家对这个题材感兴趣，用这种AI玩法能做到千人千面，直播效果和各方面反馈都很好。它本来付费，后改成免费，允许大家自行接入本地大模型，或内购购买算力。这类似很早以前的文字游戏，可以理解为把跑团游戏AI化，用AI来做DM。

20、世界模型的影响世界模型可能是互动类游戏的未来想象力，但目前所有宣称有世界模型或互动模型的团队，都没有拿出完整的或比较内测版本的东西。原因在于成本，现阶段成本无法支撑。（前Google有Genie相关模型。）如YouTube方面也做了一个AI互动影游平台，线下交流时他们也在做互动世界模型，但还非常早期，主要是成本与质量的问题。未来世界模型应该会当引擎来用，因为腾讯已经把Unity移植到它的世界模型里——腾讯和阿里同步在8月份发布了世界模

型，把Unity的开发融入自己的底座上，面临的是开放世界类型的产品形态。
２１、传统游戏通过ＡＩ降本增效的路线 通过AI大幅缩短开发周期、提升换皮效率的路线，做出来的大部分是IAA付费的游戏，因为涉及国内版号等问题，也有一部分做了出海。这类游戏最终都会落到买量逻辑、ＲＯＩ逻辑，与买断制完全不一样。 现在整个游戏产业里大多数公司已经落地这件事，而不是停留在理论上：美术上还是要用AI生成初步美术素材再进行人工修补，不完全AI化；但在程序开发层面已经做了大量管线迭代——以前从前端、后端、原画、UI到前后端是一条完整管线，现在可能有一个技术中台，让大量AI来跑，或者让偏实习生来跑，再由技术顾问把关，游戏行业可以说已经完全AI化了。
２２、降本幅度与买量成本 从降本角度看，人工成本肯定是降低了，但最终决定产品能不能赚钱的是买量，这也是这两年有大量团队做独立游戏和单机游戏的原因——流量生意最终ROI都要归于一。无论是出海还是国内，成本可能降很多、人工成本降很多。以团队规模为例，以前一个项目技术团队可能有１００人，现在可能５０人就够了。但降本不会影响投流成本，因为投流成本可能还是大头，而且还更贵。
２３、年底值得关注的产品盘点 真人互动影游方面，今年年底会有几个比较重磅的产品：
《隐藏侦探》：由《上天下》和《隐形守护者》的制作团队，经过六年时间打造的大体量产品，试玩反馈有97%好评（有10%定率）。
《重生二：我独自逆袭》（音）：先做游戏框架，真人作为美术素材来制作，玩法和体量远超现在这类真人互动剧情游戏，可能有二十几个小时的体验，而且是非线性的。
《天空追迹》：AI加真人结合，进行题材拓展并有大IP（天涯明月刀）。
ＡＩ领域方面，他接触到的、内容与呈现效果比较好的是《１９９９保密协议》，是北京一家以前做电影、也做过真人互动影游的公司，在有积累之后做的AI项目。
２４、上线节奏与平台 这几个项目都上Steam，如果上国内，需要取得国内互动剧的备案或微短剧备案。其中《天空追迹》和《隐藏侦探》都拿到了资质，会全平台、国内外一起首发。互动影游的宣发期一般从开机就可以算起（立项、开机时就可以进行选拔）。这几个项目的时间：《天空追迹》１１月２４日，《隐藏侦探》１２月２日，都已进入宣发期，宣发期大概三个月，有的长达半年；《重生》是１１月１３日；AI那个目前还没有定档。
２５、影视圈的布局关注 对这块感兴趣、在关注的导演挺多。不确定消息称，比如《唐探》的导演就比较关注这个赛道以及ＡＩ影视，但这些没有公开。

会议实录：
专家：四年预估有120部左右，同时真人互动影游的销量以及市场表现，从数据上也是往下走的。但这里又有一个很矛盾

的点：在２０２５年国产全年的销量榜上，真人互动影游有７款上榜，而国产销量榜当年的新品有１０００多款，互动影游作为ＦＭＶ的一个小品类居然有７款上榜，这跟数据表现又是一个相冲的现象。 从2020年初大家开始聊AI互动影游的未来可能性，到现在其实也有30~40款互动影游在Steam上线了，大体上就是这四个发展阶段。

提问：理解。我们确实比较关注最新的阶段，就是现在AI在整个互动影游制作这边的渗透到底到什么程度了？比如说能不能把互动影游现在的制作环节介绍一下，AI已经生成到什么程度；另外这几年您可能都参与到了，能不能帮我们讲一讲，从产业分工、包括制作环节的合作模式上，AI加入之后有怎样的变化？我们其实也挺关注AI到底把这个行业变成什么样了，能不能帮我们再梳理一下？

专家：好的。刚才我说了一个大前提，是互动影游和互动剧的区别。现在我要说的是真人互动影游和全AI互动影游的区别。这两个的ＡＩ参与形式和覆盖面是完全不一样的。 年初的时候，我们公司的观点就是：今年的真人互动影游是"真人表演加ＡＩ参与"，参与的点主要是后期特效，也就是今年真人互动影游中，ＡＩ的参与拓展了互动影游的题材面。 比如我们今年代理的《天空追迹》，它是《天涯明月刀》的IP，按以前的拍摄规格成本可能有1500万~2000万元，引入AI之后，成本能降到1000万元以下。这样其实变相降低了成本，但整体体量也还是不小的。真人跟AI结合，是题材拓展，然后应用在后期制作过程中以及产品开发。而全ＡＩ互动影游目前也有很多上线，以及有一些商业成绩的，比如《星存笔记》，它是全流程参与的，除了剧本以外，整个制作过程、后期、产品封装以及商业发行都参与，这跟真人互动影游存在比较不一样的地方。

提问：理解。那现在相当于从原来AI渗透主要在后期制作、降了一些成本，到现在这种纯AI。您看下来，可能也受限于现在AI的技术情况，从您看了这么多内容，您怎么评价现阶段，比如《完蛋》翻身，包括它达到了您认为的什么水平？真人实拍的AI互动剧挺多的，但也有制作水平的差异。您觉得现在纯AI的能到什么水平，或者从AI参与的角度，它的商业化量级能到什么水平？我其实想从发行的角度看，您怎么去定价现在的AI产品，因为您直接面向市场，您怎么定义这个事情？

专家：这里面其实跟市场的一些反馈是相反的。目前很多观点，或者说很多没有完整做过互动影游的团队，觉得AI进来之后可以把成本拉得非常低，比如以前100万、现在10万，可以降低90%。仅从素材制作来讲是可行的，比如１０万块钱能完成这个事情，但如果我们考虑它卖给谁的时候，这个前提其实不太成立。 比如现在说做一个120分钟的产品交给市场，进行To B的平台收购或上To C上架，但从目前市场反馈的数据或市场接受力度来讲，ＡＩ互动影游对它的内容质量、包括画质、故事线、分支选项以及互动玩法的要求反而是更高的。 我们常规理解真人互动影游大概400分钟体量，作为一

个中型项目是成立的，但今年上线有市场结果的是700分钟。
AI的700分钟，制作成本其实是不低的，比如《星存笔记》有
150万~200万元制作成本，这远远大于大家对AI互动影游降本

的理解，是完全不一样的。它700分钟体量只定价27块钱，目
前回收ROI只有30%~40%左右。
再说播完传媒，它本质不是一个互动影游，而是一个以AI形
式做的、带有互动玩法的RPG游戏。它是字节下面的团队，
20人做了一年，确实取得了非常不错的成绩，有30多万套、
大概700万~800万元流水，这是公开数据。但我们要考虑它也
公开了每个月有十几万、几十万的Token成本，按一年来算成
本并不低；而且长线来做，以用户和NPC作为互动长线去烧
Token，它的商业可延续性其实要依赖后面的DLC、后面的更
新内容来不断拓展用户群、来回收。这又是行业的一个特
点，它跟现在主流的AI互动影游不太一样，这里面跟我们的
一些想象有很大的区分。
提问：对。当然，因为我们没有在产业链，我们可能对现在
市场上这些互动性的内容——我统称为内容——没有划分得
那么清楚。在我们的感知上，我们觉得可能是下一个阶段内
容的互动性在变强。最早做这个AI影游的，我们不确定该定
义为影视公司还是游戏公司，但后面我们看到很多影视公司
实际参与也比较多。所以从您的定义，比如AI到互动影游，
您自己觉得游戏公司做更好，还是影视公司做更好？到AI
化、互动加强之后，我们好像也觉得它不是一个完全游戏的
框架了，可能就是点选，然后再进一步去做，有点像演绎的
感觉。如果您评价参与方，影视、游戏还是交互性的公司，
您从看的这些团队里，哪些更具优势？或者延伸一点，如果
AI变得更强了，您觉得核心优势是什么？

专家：明白。您说它归游戏公司有优势还是影视公司有优
势，其实都可以做，点在于它这个东西卖给谁。比如说我的
发行渠道、我的受众是指定的用户，那就是游戏用户，那它
其实是一个游戏化的产品。影视公司当然也可以做游戏化产
品，比如完美世界下面的一个工作室，其实是完美影视主控
的团队，做了《媒体学习》系列，也是很成功的，并没有因
为它本质上没有太多游戏基因就不能做这件事。比如我们做
互动剧，现在各个平台都有引入或分成的政策出来，是因为
大家看到了一个后续的潜在机会或者窗口期。以互动剧的形
式来讲，它卖给的是平台的用户，比如短剧用户、影视用
户，那在这个市场前提或用户前提下，我设计的产品就应该
是一个以剧为主要内容的产品，这样影视公司、或者说现在
的短剧公司、已经在做很多AI的公司确实是有优势的。所以
评价一个公司有没有优势，其实根据它的发售平台和用户来
决定，而不是说做这个事一定谁有优势、谁没有优势。
提问：明白。
专家：我们一直在说制作流程是怎么样的、各个环节是怎么
样的。我看有一些跟我交流的朋友，会觉得整个制作过程拆
分成多少个步骤、哪些地方能省下一些成本。其实目前互动
影游最大的难点或最大的卡点其实是剧本。剧本的不可批量

化导致了它整个的不可批量性。以互动剧来讲，其实门槛对互动影游有一定降低，因为它不需要那么长的体量。比如现在一些引入政策是90分钟或120分钟左右，我们就可以把它收过来做评级，这样整体体量相对少很多，难度降低。但依旧不能完全由AI完成，比如拿一个IP或一个已经成熟的短剧剧本，直接把它变成一个互动剧的剧本，这个还是做不到的。所以它在批量化这个事情上，跟AI短剧比还是有很大的数量级差距。这也是目前各个平台（比如说字节）其实没有完全做商业化平台，而是在做互动内容的工具的原因——很多大平台说做这种工具类的东西，给你一定政策，帮你分发，而没有完全做一个真正的"红果"出来，这是现在的实际情况。

提问：理解。我先问这么多，看线上郑宇和阿震有没有什么？

提问：您好专家，我想再细问一下。因为刚刚听您讲，您觉得AI互动影游其实更多还是一个偏游戏化的产品，所以剧本很重要。目前市场上的想法可能是，有了AI之后，原来可能只能拍七八个、九个结局，现在可以把这个东西批量复制到很多很多个，增加可玩性。那听下来，这个东西虽然能这么做，但它的质量也不会很高，是这个意思吗？

专家：不是质量，是这样的：AI的加入其实增加了它的题材拓展性，也有更多可能和想象力。比如你说真人可能拍10个结局，我AI能马上做出100个，这个点不是因为质量不高，而是你需要有这样一个完整的剧本，这个东西不能用人工、也不能完全用AI去替代。比如制作环节，我可以有批量化、节约时间成本，这已经成立——真人拍加制作是一年到一年半，我现在半年能做出来一个700分钟体量的东西，这是成立的。但在剧本环节，还是这种内容产品的重中之重，这不冲突。真正说质量不高，是你做成的产品的分均成本呈现的质量。也就是说，AI互动影游真正对比的到底是什么？是短剧吗？是100块钱一分钟的短剧吗？应该不是。这其实就是你卖得出去卖不出去的问题。如果互动剧，平台收就是To B的商业模式，你可以100块钱，只要它收就可以；如果是To C或者买断制，它呈现的结果比如质量，现在玩家需要1080P以上，或者以后可能要2K、4K，那整个超作成本就非常高，或者3A 2.5的、未来3.0的，它呈现的成本并不是往下降，而是往上走的。所以这里面就有另一个问题：AI互动影游对标的是什么？我觉得应该往上对标，而不是往下对标。比如爱奇艺平台上了一个影视叫《灵魂摆渡·仙女之梦》，它的分均成本能达到1.5万~2.5万元一分钟，为什么这么高？因为它的表演是用真人扫脸或真人动捕的，不是完全用平面或照片去扫，而是真的去表演，然后再制作到AI剧当中，同时也做了很多习惯化的东西。这其实是AI互动影游未来可行的方向，因为它对标的应该是海外的、或者已经成立的3A级、2A级CG互动叙事游戏。那个成本比如3亿，我们现在3000万能做到那个程度，那也是成本的大幅下降，而不是说我应该做一个5万块、10万块的东西往市场一放，它就必须得买，这个事是不成立的。所以最终决定互动影游这个行业、决定你这个产

品能不能卖出去、行业有没有发展、能不能拓宽的，最终是你的用户接不接受这个事情，什么样的质量是能接受的。
这里又有一个新的变化，比如年初市场调研，Steam或海外用户对AI游戏的抵制率是大于60%的。但我们现在看国内，我们的互动影游群体到现在来讲，如果是这样的高质量，他是能够买单的，比如《星存笔记》的结果。它对于质量是能接受AI这件事情的，只要它质量好，所以这并不是一个往下卷的事情。这应该回答了你刚才的问题。

提问：好的，很清楚。那这边我想请教一下，AI互动影游它的具体受众跟传统的短剧其实完全不一样，它更多应该是游戏的受众，它要做的可能更像《底特律：变人》那种感觉。我想请问，您怎么看目前AI互动影游的市场规模和体量，以及后续的一些展望？
专家：目前很多公开数据说现在国内互动影游的市场大概是18亿~20亿元。从体量来讲，我们自己统计的，比如Steam上FMV这个标签现在有493款，其中AI类、带AI标签的现在有200多款，增长趋势非常快，尤其是2025年以后，但现在的商业化验证还是比较早期。未来我其实非常看好AI互动影游这个品类，原因在于它把题材的拓展性拉到了非常大，而且真人实拍是不能补拍的——你拍完杀青那天，这个产品的生死其实已经定了；但AI互动影游能够优化、迭代、增加内容，从产品上来讲，它和游戏、或者说传统游戏有非常相似的地方，这对它的市场广阔性其实是可以预期的，这是第一个。
第二个，AI互动剧这个事情，它现在比较明确的商业路径一定是ToC的，就是平台有政策，在窗口期比如6个月到12个月。在这个期间，有一些内容储备的团队，比如剧本有储备、编剧多的情况下，其实是可以有增量发展的，还有很大的增量发展空间。虽然不能达到AI真人短剧千亿的市场规模，但规模也是可以往上走的，因为它适应了平台在政策引导下的产出，一定有大量的资源和资金进入这个领域。从长期来讲，我觉得AI互动影游和AI互动剧其实是能够并行的。

这里又有一个变化：真人互动影游现在已经形成高成本和低成本两条路，有点像现在的真人短剧——精品剧比如200万、300万或者更多，而很便宜的真人短剧可能几万、十几万。现在真人互动影游也呈现这种，尤其2026年传统影视公司、电影公司资金进场之后，1000多万、2000多万或更高的真人互动影游在开，但中间比如500多万的项目在减少，而几十万的互动影游也在增加，它们都有各自的市场定位和用户需求。
AI互动影游也会产生这种情况，AI互动剧也会产生这种情况，整个市场的放量是增大的。
提问：专家我想问一下，从现在的技术角度，是不是可以理解为现阶段主要还是通过AI技术去替代一些原本的CGI之类的环节，达到降本增效？
专家：现在是题材拓展，就是以前拍不了的现在能拍，以前做不了的现在能做。从游戏游玩环节来看，它作用于飞机（飞行）之类的这一块，还是比如3D建模，这些都有。比如以前《完蛋》是都市题材，它成立是因为成本很低，拍了一

个都市恋爱的，大概200多万成本，给了大家一个想象力，因为《隐形守护者》是一个千万级的项目。目前AI进入互动游戏之后，可以说我可以拍盗墓的、可以拍科幻的、可以拍赛博朋克的，这些真人完全不能拍，这就把题材拓展得非常大。

提问：对，我能理解。原本可以分两块市场：一块是跟原本的真人影游去做对比，从真人影游对比看，确实降低了实拍成本，再加上拓展题材；真人影游整体市场相对小一点。那从传统游戏这一块构建的角度，比如最近新的也加入了一些新玩法，不像原来只要做选项就行，现阶段还是以CG的替代为主是吗？

专家：对，包括所谓的一些实时生成。其实不同团队就是跟很多一些对话，或者都是实时生成的，这其实是现在经常提的那种视觉模型，但这个更早期了，可能不在今天这个范围内。比如制作环节，因为影视公司或者一些很多小团队其实没有这个制作能力、游戏开发能力，通过AI其实降低了它的沟通成本和开发周期，这个环节也很重要。比如互动影游，刚才提纲当中有个问题问哪部分比较重要，其实我们理解的是剧本、制作（包括拍摄、演员、后期等）、产品制作、宣发这四个环节都重要，而且没有先后。如果说唯一说先后，我觉得剧本更重要。但如果有一个短板，那这个产品一定不太行。目前已经验证的、已经发的真人也好、AI也好，如果有一个短板，这个都不太成立。

提问：我理解为现阶段还是在替代真人影游这条路线，基于AI的这些玩法衍生开发其实还比较早期是吗？

专家：因为它是另一个东西。比如AI玩法，很多时候我做的是游戏，而不是互动游戏。

提问：按照这个逻辑，今年10月份的新品节有8000多款新品，其中有3000~4000款是AI开发的。2023年元旦上线的时候，前面的新品节是800款。我的意思是，把AI作为一个核心玩法，比如实时交互之类的，这个其实还是比较早期是吧？

专家：如果作为核心玩法的话，对，因为它的操作成本其实不便宜。当算力成本低于CDN成本的时候，这事儿就可能会爆发成长。

提问：那从替代真人影游的角度看，它其实还是相对比较有局限性，比如在手机上没有那么轻量化。这一块后续会有更轻量化的一些方式吗？

专家：有，小程序游戏。现在AI类的小程序游戏，或者说"AI加轻互动"再加数值养成的这种游戏，在2025年已经有一波增长了，而且在海外取得了很好的出海成绩。这其实是用已经成熟的数值体系（游戏的数据体系），套用AI换皮，加上已经成熟的商业化模型，做成小程序游戏。这是一方面，但它可能跟今天讲的影游关系没那么大。第二，以现在的渠道，以前的卡点在国内发行的渠道其实是有个定位模糊的，而互动剧这个标签的确认，其实带来了审核的便利性。审核的便利性就是发行的便利性，包括影视平台、包括游戏平台在移动端的审核容易之后，上架或发行其实是容易的，这可以增

加。而且真人互动影游并不是发行平台的局限性，它可以有非常多的场景：比如《完蛋》的时候发了PC（包括国内海外的PC平台），然后移动端、小程序、电视、网吧、车载，它的场景反倒比游戏多。核心还是说，你在第一波、最早发行的时候，它有没有爆。你的产品形态其实一直没有限制你，发行渠道现在是放开的，而是它能不能被市场接受，你能不能找到那些用户人群。

这里有一个最好的例子，就是《双人天下》：线上线下移动端占它总体销售数量的85%。这说明它并不是以Steam为主，而是因为它是天美工作室做的，它的发行团队跟《王者荣耀》的发行团队是绑定的，覆盖了大量的移动平台，而且被验证了这个用户、或者说以前没有接触过任何互动剧和互动影游的用户，是能够接受这种新形式的。它也没有一线明星，是以女性为主的，但没有什么一线明星，用户也能接受这种游戏的形式。这已经验证了，渠道或者说产品形式其实不是它的卡点。

提问：还想问一下，比如它可能往后越来越偏中极（中级）那种形态，可能会类似《底特律》一样的状态。像那样的游戏，在手机、小程序上基本上是上不了的，那为什么在AI这种形式下，这类雏形已经逐步可以上了呢？是因为它的体量更小吗，还是制作方式起了一些变化？

专家：其实它并不是上不了。比如《上天下》（音），它的体量也很大，体量不是问题，技术开发也不是什么问题。你刚说《底特律》这种不能上移动端，但海外也有一些叙事类游戏是可以移动端玩的，这个移植并不是技术性的问题，而是它在PC上体验更好、面对的是PC用户，这些是可以分层的。我可以不做那么宏大的，可以做一个中等体量的，真人可能是500万体量，那我先做一个500万体量的AI，从内容丰富度上完全可以碾压真人。这完全可以上，比如我3D建模的，手机上体验不好，我的引擎可能不支持小程序，那我就做一个2D的。它可以有很多种，不一定是完全真人，美术形态并不一定是拟真人的，可以是动物、可以是什么，这些都

不是限制它的，而是有没有这样一个剧本。所以现在行业最大的问题——我个人理解的行业最大的问题，是团队积累和人才匮乏。

基本上，完完全全说"我就是一个互动影游或互动剧的编剧"，这个其实不存在。他可能做过，但也没有说做过十部以上，积累其实不够。有一些团队进来之后，尤其是真人，2024年之后进了一大波人，做一个尝试一下不行，可能花个两三百万，赔了之后团队就不做了，这种积累是没有的。踩了坑之后，新来的人同样再去踩一遍。而AI互动影游的点就在于，它可以用轻量化的方式，比如二三十万，去做一个小体量的尝试，让团队有数据积累、技术积累、产品方方面面的积累，包括人才、剧本、整个经验的积累，这是成立的，这也是AI互动影游的优势所在。这些其实都是在降本，而不是单纯说制作降本，它其实是一个综合的、整个团队在方方面面的降本，但呈现的形式比如一个产品的体量可能还是200

万，项目成本可能还是大方案，因为要做一个大家能接受、
能买单的产品。
提 问 ：我觉得这是产业发展早期大家都有的问题。那是不是
有可能理解为，未来比如那些短剧、AI短剧的热门IP，其实
可以同步做一个AI互动影游，然后比如在红果之类的同一平
台上线，这种有可能性吗？
专 家 ：I P 开 发 互 动 影 游 其 实 成 立 ， 但 关 键 还 是 剧 本 行 不 行 ，
这 可 以 通 过 验 证 来 判 断 。 比如本来这个AI短剧已经火了，它
本身有这块资产，也有剧本创作实力，从它的剧本去衍生做

AI互动影游，理论上是可以的。我举个简单例子，看 剧 的 用
户 和 互 动 用 户 应 该 是 两 拨 人 ，那要论的就是互动剧的用户能
不能接受这种形式。如果单纯我有资产，再把我现有的产品
去补齐互动选项，我觉得这事儿不太成立；但如果我已经有
资产IP和基础受众，再去开发一个互动剧，那看剧用户的交
叉度是非常高的。但 核 心 就 是 一 个 逻 辑 ： 你 卖 给 谁 ， 你 开 发
产 品 卖 给 谁 ， 这 个 先 想 清 楚 ， 即 市 场 先 行 、 方 向 先 行 ， 我 觉
得 这 是 立 项 的 关 键 ， 而 不 是 出 来 之 后 再 去 找 用 户 。 很多失败
就死在"我做出来先发出去，我也不管、也不知道要卖给
谁"，这其实是现在行业最普遍的现象。现在有很多数据唱
衰，比如说回本，90%赔钱，立 项 的 时 候 压 根 就 没 有 考 虑 我 的
对 标 产 品 是 什 么 。 在游戏开发领域、互联网产品领域——因
为我也做了十多年游戏——游戏立项首先要找游戏对标：我
要做一个SLG游戏，首先要找市面上前5的SLG，做它的市场调
研、找痛点，然后做迭代，如何降低买量成本、如何增加游
戏玩法、做各方面优化迭代，然后再开发新项目。这 是 一 个
非 常 成 熟 的 游 戏 方 法 论 ， 但 在 互 动 影 游 里 ， 现 在 能 这 么 做 的
团 队 不 多 。 而是说我觉得这个IP行，然后先开发出来，拉这
个投资、那个投资，弄一个1000多万的盘子，放出来之后回
来可能10万、20万，因为它没有做对标。互 动 影 游 门 槛 高 在
于 它 是 游 戏 和 影 视 双 向 交 叉 的 赛 道 ， 它 需 要 找 影 视 的 对 标 ，
也 需 要 找 游 戏 的 对 标 ， 因 为 它 背 后 对 标 的 其 实 是 你 的 潜 在 转
化 用 户 。
为 什 么 这 么 多 人 赔 钱 ？ 就 是 都 在 依 赖 一 个 成 功 路 径 。 比如
《完蛋》爆了，然后做了200多个真人恋爱互动的产品。这在
短剧当中是成立的——一个本子活了，我可以套拍10个、20

个，这是成立的；但在影游这边，面对游戏用户的时候，游
戏用户是不接受这种形式的，因为它没有更多的想法、没有
新奇，只是套了个壳，或者只往更差的方向、或更奇怪的方
向去走，觉得这样能让一些用户接受，其 实 用 户 是 不 接 受
的 ， 尤 其 是 游 戏 用 户 只 为 创 新 和 优 质 买 单 。
提 问 ：但按照这个逻辑，应该是AI互动剧会跑得比AI互动影
游更快一点，对吧？那您了解比如AI互动剧现在是怎么一个
情况？
专 家 ：现在我了解到跟大家其实差不多，就是各个平台有这
个政策，去收款，当然也有很多团队在做，或者找我们在
做。这 个 相 对 更 早 期 一 点 ， 还 没 有 一 个 完 整 的 商 业 验 证 。
提 问 ：您觉得AI互动影游跟AI互动剧之间的核心区别是什

么？是因为AI互动影游的交互或玩法更深、更重一点吗？
专家：其实还是刚才那个问题，要先想清楚是卖给谁，用户是完全不同的两拨人。游戏用户对内容或体量的要求很高，看刷短剧的用户不一样。这里面还有一个矛盾点：刷短剧真的要去点击吗？以我的经验，短剧就放在那里，然后听，或者不只是看一下，但我不会盯着那100多分钟，一直在那儿点点点。因为如果要选的话，按短剧的逻辑，一分半肯定得有反转，那个时候应该是个选项；如果90分钟体量的东西，起码得有60个选项，这60个选项其实是要操作60多次，还要看广告，这又是一个问题。而互动剧的商业模式是买断、IAA变现还是混合变现，其实也是没有被验证的，这些都要看市场结果。

提问：我觉得现阶段AI互动影游可能是从两个方向生长出来的东西：一个是从真人影游生长出的AI化路线，一个是从AI剧生长出的游戏化路线，也是慢慢走到并行的方向是吗？
专家：嗯。
提问：除了互动影游这条线以外，现在有没有观测到，比如把AI作为核心玩法，或者从玩法角度上去做改变的这种游戏类型？
专家：这种游戏类型还蛮多的，它可能不是互动影游，因为互动影游还是以选择剧情为核心玩法。今年年初有一个《金牌之王》（音），也是国产游戏，它在Steam上差评如潮，但销量很高。它没有公开数据，但从评论数以及在榜时间来看，Steam销量榜的在榜时间应该有四五十万套了。它的售价是18元，但有内购，能上榜是因为内购——一种竞拍，就是不对称的、多人在线的那种游戏形式，对一个物品进行竞拍，有点像爽剧竞拍那种感觉。它的很多美术、学程一看就是AI开发的，它其实降低了很大的开发成本。但能理解，这是你用AI去降本的，而不是把AI作为核心玩法的游戏类型，里面的交互是实时的，有一些变化。比如通过AI NPC，它也有交互，但你要想象：本来是不接受AI游戏的，为什么会接受它？因为它有一个特长已经足够去覆盖掉大家对AI的抵制，这是一个非常关键的方向。

提问：那您觉得它的这个特长跟AI有关系吗？
专家：没有，它其实是内容创意，最终还是一个内容创意行当。所以说，还是不能讲AI作为核心玩法。
提问：那其实也没有特别好的、近期跑出来的、把AI作为核心玩法的游戏是吗？
专家：很难，因为这种定价没那么高，比如Poke之类的会优一点。有一个游戏是今年刚冒出来的，就是文字AI这种。比如明末崇祯（崇祯拯救大明）那种策略型游戏，处于明末的危难时期，通过打字下达政令，给六部和地方发送指令。这是全AI的，本质上是把一个大模型接进去了，卖得也很好，因为大家对这个题材感兴趣，用这种AI玩法是千人千面的，而且直播效果、各方面反馈都很好。它本来是个付费游戏，改成免费游戏，允许大家自行接入本地的大模型，或者内购购买它的算力。这其实很早期，很早以前是有文字游戏的，

那这种都是从文字游戏变成2D。可以理解为把一个跑团游戏AI化，用AI来做DM这种感觉。
提问：了解。那怎么看比如世界模型这类模型，会对后续的游戏开发或这些游戏类型有什么影响？
专家：世界模型可能是互动类游戏的一个未来想象力，但目前所有在说自己有互动模型、世界模型的团队，其实大家都没有看到完整的、或者比较内测版本的东西。原因在于成本不太能在现阶段去支撑。我在YouTube那边也做过AI互动影游

平台，跟他们线下交流的时候，他们也在做一个互动世界模型，但现在还非常早期，主要还是成本与质量的问题。
提问：展望未来，世界模型大概会怎么用？比如类似当做一个游戏引擎来用，还是类似CG一样作为素材生产的工具？
专家：应该是引擎，因为腾讯已经把Unity移植到它的世界模型里。腾讯和阿里同步在8月份发布了世界模型，它把Unity的开发融入到自己四边形的底座上，那它面临的就是开放世界的一个产品形态。
提问：刚刚我们讲了两条线，一条是AI互动影游，还有一条是后续探索的AI核心玩法。还有一个就是传统的这类比如SLG、小游戏，通过AI大幅缩短开发周期、提升换皮效率，这条路线您了解吗？现在是怎么一个情况？
专家：这种做出来的大部分是IAA付费的，就是广告变现的，因为它涉及国内版号等这些问题。有一部分做了出海，我们自己之前也做过一个很小的类似这样的游戏，最终都落变成买量逻辑、ROI逻辑，跟买断制完全不一样。
提问：那这类游戏，您觉得比如通过AI大幅降本增效，可以更快地滚素材、滚测试、滚Demo，同时不改变原来比较成功产品的核心数值或架构，这个角度您觉得有希望吗？
专家：现在整个游戏产业，我了解到大多数公司这种事已经落地了，而不是存在于理论上。比如美术上可能还是要用AI生成初步美术素材，然后进行人工修补，不让它完全AI化；

但在程序开发层面上，已经做了大量的管线迭代。以前从前端、后端、原画到UI再到前端、后端，这是一条完整管线；现在可能有一个技术中台，让大量AI来跑这个事情，或者让偏实习生来跑这个事情，然后有技术顾问来进行把关。游戏行业已经完全AI化了。
提问：那从这个领域看，您觉得降低开发成本大概有个主观的比率吗？从降本和增收的角度，您能给我们一点您的想法吗？
专家：因为我离开游戏也有几年了，但从交流上来讲，人工成本肯定是降低了，但最终决定产品能不能赚钱的是买量。这也是为什么这两年有大量团队在做独立游戏和单机游戏的原因，就是流量生意，买量这个事情最终都是ROI要归于一。无论是出海还是国内，所以有大量团队做三级游戏，或者往回做端游，这是核心。成本降不降，可能降很多，人工成本降很多。
提问：那降低的幅度，您有概念或体感吗？
专家：百分比可能不太能知道，但比如以前一个项目技术团

队有100人，现在可能50人就可以了。
提 问 ：但这块可能也不会影响投流成本，因为投流成本可能还是大头，而且还更贵。
专 家 ：嗯。

提 问 ：那我感觉回到真人影游，目前现阶段还是从成本上部分替代原本的真人影游，然后从收入上拓展更多题材的这个阶段是吗？
专 家 ：嗯。
提 问 ：那这边能请您盘点一下未来的一些AI剧或AI互动影游方面的产品吗？最近好像有很多公司已经宣布进入这个赛道了，也有一些产品，您更看好哪些？
提 问 ：陈总，作为最后一个问题，大家都比较关注这个事情。看后面的内容产品，您可能也划分一下，因为有些还是真人的，有些是纯AI的。您帮我们总结一下都有哪些值得关注的产品，然后从发行的角度，或者您最近聊的角度，哪些是不错的、好报（好卖）的，可以讲一下。
专 家 ：好的。真人的话，今年年底会有几个比较重磅的产品：一个是《隐藏侦探》，这家是《上天下》和《隐形守护者》这个制作团队，经过六年时间做的，是比较大体量的产品，它的试玩反馈有97%好评（有10%定率）。第二个是《重生二：我独自逆袭》，它其实是先做的游戏框架，然后真人作为美术素材来制作，它的玩法和体量远超现在这类真人互动剧情游戏，可能有二十几个小时的体验，而且是非线性的。第三个就是我刚说的AI加真人结合、进行题材拓展以及大IP的《天空追迹》。这三个其实是年底市场比较关注的。AI领域，我接触到、看到它的内容以及呈现效果比较好的，是一个叫《1999保密协议》的项目，是北京的、以前做电影

的一家公司，也做过真人互动影游，有这个积累之后来做的这样一个AI项目，也是不错的。整体来说大概就是我刚说的这4个。
提 问 ：这个时间节奏上，我不知道这种类型互动影游产品的前置、宣发节奏是怎么样的？目前这几个时间节点大概都在什么时间节点？而且它要上Steam，您也跟我们普及一下这种类型，因为它的形态还是游戏，可能有版号这些，包括宣发策略和节奏，您也跟我们分享一下。
专 家 ：首先，这4个刚说的项目都是上Steam的，如果上国内的话，是要取得国内互动剧的备案，或者是微短剧备案的。有几个项目，《天空追迹》和《隐藏侦探》都拿到了这个资质，也会全平台、国内国外一起首发。一般来讲，互动影游的宣发期其实是从开拍那天就可以算，比如我立项了、开机的时候就可以进行宣发。这几个项目的话，《天空追迹》是11月24日，《隐藏侦探》是12月2日，它们现在都已经进入宣发期，宣发期大概三个月，有的是半年。
提 问 ：所以现在是定时间的就这两个是吧？
专 家 ：对。《重生》是11月13日。AI的那个目前没有定档。
提 问 ：好的。我补充一个问题，之前有听说比如影视圈，甚至有些领导也在往这个方向布局、立项，这块您有听说过一

些吗？

专 家 ：有的。对于这块感兴趣的还有挺多导演去关注的，我自己可能不确定消息，比如《唐探》的导演，他其实比较关注这个赛道以及关注AI影视的，但这种是没有公开的。
提 问 ：感谢陈总，时间我们也聊得差不多了。后面如果有进一步想交流的信息，到时候再给您提前预约。感谢，那我们今天交流到此结束。
专 家 ：好的，谢谢，谢谢。
感谢大家参加本次会议，会议到此结束，祝大家生活愉快，再见。

--- AI影视行业深度：大模型C端最快规模化应用场景20261102.pdf ---
总 结
1、汇报背景与板块表现本次汇报主题为AI影视。今天传媒板块迎来一波大涨，以芒果超媒、上海电影为代表的影视行业龙头公司整体股价表现非常强势。本次报告在前期就已发布，今天市场的表现验证了报告中的一些观点，对于市场的选择，团队认为还是比较有前瞻性的。报告大概分为三个部分：第一，分享今年AI影视行业的一些变化，以及为什么说AI影视是大模型在C端规模化的应用场景；第二，在这波产业变化背景下的投资逻辑，中长线看哪些方向的标的比较具有投资机会；第三，一些标的的分享。
2、模型能力端的两波迭代从模型能力端看，这是今年整个AI影视行业非常重要的变化来源。2026年整个视频模型大概有两波比较大的迭代。第一波在今年的上半年，以可灵3.0和CDance2.0为代表。2月份可灵3.0发布，把生成的时长提升到15秒，支持原生5种语言，也可以参考一些视频提取外观和音色、逐镜头分镜。它的特点在于对指令遵循比较强：如果有比较好的镜头基础、镜头语言的编排基础，用这个模型能够比较好地生成符合自己想法的视频。C Dance 2.0也在2月份发布，参考一致性上可以实现九图、三个视频和三个音频的参考，单次生成时长也可以达到15秒，生成质量不输于可灵3.0。这两个模型的发布，使整个短漫剧行业迎来一波初期的发展。

第二波比较大的变化在今年的下半年。7月份字节发布CDance2.5，把单次生成的时长提升到30秒，实现了音画同步功能，也可以实现更多素材的参考——可以实现30个图加10个视频加10个音频的参考。生成时长和音画同步，使它在生成更长内容和更复杂视频上的能力有明显提升。所以从今年二季度开始，中长视频的AI内容开始逐渐有一些应用和体量；短漫剧则在今年三季度有一个加速，红果的流水、用户和时长在三季度有一波加速，这毫无疑问与模型能力的提升有很大帮助。
3、其他模型与出海场景与此同时，Minimax也发布了一个算力关注度比较高的模型H3。它的核心特点在于成本相比Hailuo2.5降低了挺多，而且是开源的，所以在一些对成本比较敏感的场景，以及一些个人DIY的场景下，有比较好的性能表现。前期它可能也正式推出了可灵4.0（注：原文表述

为"可能的4.0"），模型的生成效果业内认为跟C Dance 2.5接近。所以整个模型能力在今年下半年有明显提升，而且随着音画同步能力的体现，也解锁了出海的一些场景，可以直接对一些视频内容进行外文配音。

4、成本端：进入"元每秒"时代第二个模型的变化来自成本端。今年整个大模型视频模型的成本大幅下降，使得现在生成的价格进入了"元每秒"的时代。以720P分辨率为例，现在价格最高的是CDance3.5，大概1.5元一秒，而其他视频模型的生成价格都低于1元。这意味着如果不考虑抽卡（对生成的视频进行重新生成的概率）的成本，一分钟视频的价格大概在60元到100元之间；按正常短剧时长比如100分钟算，

整个生成成本会下降到小几万元。所以这个价格使得AI剧的价格相比过去短剧的价格有一个明显的下降。而且可以看到，同代模型的价格是在持续降低的——今年的价格，可能到了明年，同样的模型价格会进一步下降，这使得整个内容的供给有一个爆发性的增长，红果在三季度的用户和时长增长也是一个比较明显的体现。

5、AI重构影视内容生产方式AI重构了整个影视内容的生产方式，对影视行业的全流程都会带来影响。

剧本开发环节：过去可能是买剧本改编，现在可以通过AI的方式对剧本进行自动化改编。

筹备环节：过去真人剧会涉及孵化、选角、置景等成本，现在会逐渐变成数字资产，沉淀成企业的数字资产，可以对这个资产进行设置或者后期复用。

实拍环节：过去会涉及剧本、剧组、场地和设备，现在是直接通过模型进行生成。

后期环节：过去是通过剪辑、特效、配音，现在可以通过音画同步或者AI去进行配音和剪辑。

所以整个传统真人短剧的生产要素、制作周期、团队规模和迭代方式都出现了比较明显的变化，不管是价格还是组织方式。

6、产品形态与渗透速度呈现出来的产品形态包括：AI的仿真人剧、AI的漫剧、AI的中长剧和AI的电影。在过去一年时间里，AI漫剧实现了对真人剧绝大多数份额的取代。十一期间，整个短剧新上新的剧里有90%都是来自AI剧。短剧发展大概经历三年多时间，但AI剧大概就在一年时间里，基本上实现了对短剧赛道绝大多数市场份额的渗透，这是一个非常快的渗透。从二季度开始，随着上半年C Dance 2.0和可灵3.0模型能力的提升，开始逐渐看到一些AI中长剧；三季度看到一些AI院线大电影，二季度到三季度也出现了一些AI网络大电影。这些都是随着模型能力提升，逐渐往更长、更复杂的中长内容渗透。

7、互动短剧与商业化方式未来比较值得关注的方向是互动短剧。过去互动短剧受制于制作成本和单个项目市场容量的限制，整体市场规模相对有限。伴随着制作成本的下降，互动短剧有望成为一个全新的内容形态，有机会带来一些从0到1的市场投资机会。不同内容形态的商业化方式也不太一

样：AI漫剧和AI仿真人剧的商业模式延续了过去的真人短剧，主要以广告变现、平台分账为主；中长剧和电影也延续了过去中长剧和电影的变现方式，主要通过平台分账，以及院线分成、线上流媒体分账等模式；互动短剧的商业模式会更加特殊，未来可能包括一次性买断、情节解锁、虚拟商品等，会带来一些全新的娱乐方式。

8、渠道端：AI剧超车与窗口期伴随着模型能力提升和供给放量，在渠道端也看到了AI剧对真人短剧流量的超车，同时也看到腾讯和快手这种渠道在短剧这块的发力。今年十一期间，每天字节的短剧消耗超过3亿元，业内预计到春节整个单日字节的消耗可能会到4亿元，也就是说四季度仍然会是一个红利的窗口期。再叠加腾讯和快手的入局，团队认为四季度仍然是AI短剧快速增长的窗口，一直到明年上半年。由于AI剧在短剧里的渗透速度非常快，这个增长窗口期可能比较快速，就是今年到明年上半年这么一个窗口期。

现在随着供给放量，AI剧爆款上榜的数量和热度都实现了双升。团队统计，2026年上半年红果累计上榜的AI剧漫剧超过1800部，峰值热度累计超过800亿。最近也出现了一些比较出圈的AI剧内容，内容精品化的速度非常快。未来腾讯的市场份额有机会提升：现在腾讯的市场份额大概在10%~20%，未来有机会提升到30%左右，再加上快手可能也会分一部分市场份额。整体来看，随着腾讯入局，对行业也会带来一些新的渠道红利，因为腾讯和快手现在的返点会比红果和字节的返点更高一些。

9、中长剧与电影的最新进展从今年三季度开始，陆续看到了一些出圈的中剧和长剧。比如今年三季度，芒果上线的AI长剧《后西游记》，是首部同步登陆卫视黄金档和芒果TV的纯AI内容，单集40分钟，是纯AI制作的内容，整体市场影响力比较大。还有十一期间比较出圈的黄仁勋演唱会视频，最近也出现了很多类似的视频，舆论和点击都非常不错。现在整个中长剧的内容在视频平台里面的占比比较低，比如2026年6~8月份上线的AI中剧是25部，但同期中剧总量占比只有17%，这个比例远远低于现在短剧里AI剧的占比。团队认为，因为长剧的制作门槛，以及对编排、情节的要求会更高，它的渗透会略慢于短剧；往后看，整个AI中长剧和AI电影的渗透会逐渐加速。

10、小结：AI影视是C端最早实现商业闭环的场景总结来看，AI影视已经成为现在C端AI应用里最早实现商业闭环的场景。不仅因为有清晰的变现方式——短剧完全延续了过去的真人短剧变现路径，中长剧和电影也是根植于过去的平台和变现方式；而且它的成本现在快速下降之后，每个环节都有机会挣到钱。未来随着内容升级，会进一步打开一些新的内容形态和变现方式，例如互动短剧或者一些付费应用场景。

纵观整个AI应用的各个方向，比如软件、物理AI、C端的个人助理，AI影视现在是最能够看到一个清晰商业闭环的应用场景，所以这个方向比较值得关注。

11、投资逻辑：两点判断投资逻辑总结起来两点：第一，具

有IP优势和稳定量产能力的头部短剧公司有望获益；第二，对于中长剧的AI内容来讲，精品的长剧制作公司和视频平台有望获益。

12、AI影视产业链全景 产业链主要的参与方包括IP方、工具模型方、出品方、平台方、用户和广告投放方。上游的技术供给包括视频模型、一些工具和云的服务商；中游 包括各种各样的内容生产，中剧、长剧、短剧等；下游 包括分发和变现，包括传统渠道和新的红果渠道。 随着AI影视的渗透和放量：上游 生产成本快速下降、定价往下走，但调量（销量/调用量）在快速增长，弥补了价格下降带来的缺口，所以上游这一块增长也非常快；中游 整个制作门槛快速下降，导致了

内容制作的平权，尤其在短剧环节，但长期来看制作门槛会逐步提升，会呈现出优质内容供不应求的趋势，而在早期阶段，IP的价值会得到比较明显的放大，因为在内容放量过程中，优质IP的稀缺程度会进一步凸显；下游 对于短剧出现的这种新渠道，A股这块短剧的渠道公司其实并不多，当然也有一些出海的标的，但更多的机会可能体现在一些传统的中长视频和一些互联网平台上。

13、短剧环节：价值向IP和平台两端集中 在短剧这个环节，整个短剧的产业价值正在逐渐快速地向IP和平台两端集中。相比过去短剧的变化是，AI对短剧行业渗透之后，制作门槛进一步下降、制作成本进一步降低。在这种情况下，只有拥有比较头部IP的公司，未来的变现效率和出圈也会更加容易。 所以IP的价值是一个比较显著的放大，这块包括一些网文IP、一些经典的形象IP等等，都有机会受益于这一轮制作技术带来的制作平权。 渠道这块，现在的主要渠道仍然集中在一些互联网头部平台，但在出海这块可能会有一些机会，因为海外的内容生态和国内有一定差异，海外对优质内容和付费的意愿会更强一些。整体来讲，渠道在红利阶段受益的确定性比较明显。

14、制作环节：从0到1的量产型公司 在短剧的制作环节，单点生成不再成为主要瓶颈，未来主要看能够稳定量产的制作公司。这比较类似此前在抖音上的直播电商，早期会有一个快速放量的阶段。在这个阶段，能够规模化进行流量运营、内容生产、以及流程管理的公司，有机会在整个制作环节获得更大的市场份额。 因为三季度到四季度仍然是整个短剧行

业的红利期，明年初的春节可能会有一个相对更高的高点出现，在这个窗口期，更加考验公司的多Agent串联整个制作产线的能力；同时，经过大量制作之后，可能沉淀出一些资产进行复用，提升效率或利润率，比如角色、场景、风格等，都有机会沉淀成标准化数字资产，商业模式等这块也能够做一些创新。所以对于中间的制作环节，会出现一些从0到1的公司，它们具有稳定量产能力、具有多Agent协同能力，效率会比其他的内容公司更强一些。

15、中长视频：精品化生意与平台机会 中长视频仍然是精品化的生意。AI出现之后虽然一定程度上降低了整个行业的制作成本和门槛，但这个行业竞争格局中上下游的关系短期并

不会出现变化，包括商业模式和合作关系，看起来会延续过去真人中长视频的方式。但因为新形态出现之后，优先拥抱这些新内容的制作公司以及渠道，可能会在这个阶段受益。所以过去团队一直强调类似芒果这种平台的中长期投资机会，因为对芒果来讲主要成本来自内容成本，未来整个制作成本的下降带来内容增长和成本下降，会对整个平台中长期的盈利能力有比较明显的助力。AI网络电影在今年率先跑通了分账，各大视频平台现在对网络电影都有一些补贴。院线电影在今年三季度、最近刚刚有像博纳的三星堆这种AI电影的试水，虽然票房现在看起来相对一般，但这个发展趋势比较值得重视，因为随着制作成本的下降和模型生成效果的提升，对整个内容的供给和上座率等都会有一些边际上的提升作用。

16、出海方向出海也是一个值得关注的投资方向。因为短剧在国内整个模式的运用、生产和变现方式是最成熟的，这套模式出海之后有机会有一波出海红利。就像短剧一样，2023到2024年是国内发展的红利期，2024到2025年是海外发展的红利期。所以AI剧在今年下半年到明年全年，可能都是海外比较高增长的一个方向。在昆仑万维的三季报里也看到了，三季度公司实现了比较超预期的收入增长。

17、投资建议与标的分类投资建议总结：整体来看，AI影视行业现在已经实现了比较好的商业闭环；随着整个制作成本门槛的下降，价值逐渐向IP和渠道两端集中；中间的制作环节，具有规模化量产能力的公司有望获益于这一轮早期发展的红利。分类上包括内容形式和产能模式：内容形式包括短剧、漫剧、中长剧、电影和动画；产能模式包括自有渠道，以及自制和投资等不同方式。其中，类似芒果、昆仑这种自己具有平台和制作能力，以及像中文在线、上海电影这种具有优质IP的公司，是比较有代表性的投资方向；此外还包括这两年逐渐新跑出来的、类似永吉、华视等公司。传统的一些内容制作公司，像博纳、华策、慈文、光线等，在优质头部精品内容这块具有一些先手，有望率先把握这一轮制作红利的机会。此外还包括港股的阅文，以及A股的德彩、东方材料、奥飞娱乐、欢瑞世纪、华智数媒等，都是值得关注的方向和标的。

会议实录：

主讲人：各位投资人，大家晚上好，我是东吴传媒互联网联系首席（九阳）。非常感谢大家来参加我们今天晚上的这一场汇报。我们今天晚上汇报的主题是关于AI影视。今天我们也看到传媒板块迎来了一波大涨，以芒果超媒、上海电影为代表的影视行业龙头公司，整体股价取得了非常强势的表现。我们这个报告也是在前期就发布了，今天市场的表现也验证了我们报告里的一些观点，对于市场最近的一些选择，我们觉得还是比较有前瞻性的。那我们今天借这个机会，把我们最近发布的这个报告的核心观点给各位领导汇报一下。大概分享时间在20到30分钟，后面可能简单留一些提问的机会，可以进行互动和讨论。

我们这个报告大概分为三个部分：第一部分是分享一下今年AI影视行业的一些变化，以及为什么我们说AI影视是大模型在C端这一块规模化的应用场景。也正是因为有了这么一个定位，使得大家在寻找一些AI应用场景的时候，对于影视的关注度就会变得尤其高，因为现在在应用这个方向里面，真正跑通的方向其实不多，或者说真正规模化、产业链上各个环节都能够享受到技术红利的方向其实不多。第二部分，我们其实是分享了一下在这波产业变化背景下的投资逻辑——我们应该往哪方面去找，真正从中长线来看，哪些方向的标的是比较具有投资机会的。第三部分就是我们的一些标的的分享。

首先我们来看一下AI影视行业今年的变化。首先从模型的能力端，这可能是今年整个AI影视行业非常重要的变化来源。2026年整个视频模型大概有两波比较大的迭代。第一波迭代是在今年的上半年，以可灵3.0和CDance2.0为代表。2月份的时候可灵3.0发布，把生成的时长提升到15秒，也支持原生的5种语言，它也可以去参考一些视频，提取外观和音色，逐镜头分镜。可灵这个模型的特点在于它对于指令遵循是比较强的：如果你有一个比较好的镜头基础、镜头语言的编排基础，用可灵这个模型能够比较好地生成符合你想法的一些视频。CDance2.0也在2月份发布，它在参考一致性上可以实现九图、三个视频和三个音频的参考，单次生成时长也可以达到15秒左右。CDance2.0整个生成的质量其实也不输于可灵3.0。在今年上半年，这两个模型的发布也使得整个短漫剧的行业迎来了一波初期的发展。

第二个比较大的变化是在今年的下半年。7月份的时候，字节发布了CDance2.5，把它的单次生成时长提升到了30秒，而且实现了音画同步功能，也可以实现更多的素材参考，它可以实现30个图加10个视频加10个音频的参考。生成时长和音画同步，使得它再去生成更长的内容和更复杂的视频时，能力有一个比较明显的提升。所以我们可以看到，从今年的二季度开始，中长视频的AI内容开始逐渐有一些应用和体量；短漫剧是在今年三季度有一个加速，所以我们看到红果的流水、红果的用户和时长在三季度有一波加速，这毫无疑问与模型能力的提升有比较大的帮助。

与此同时，Minimax也发布了一个算力关注度比较高的模型H3。此前我们也多次分享过，它的核心特点在于成本还是相比Hailuo2.5降低了很多，而且它是开源的，所以在一些对成本比较敏感的场景，以及一些可能个人的DIY场景下，它有一个比较好的性能表现。前期它可能也正式推出了可灵4.0，模型的生成效果业内认为跟C Dance 2.5是接近的。所以整个模型的能力在今年下半年有一个比较明显的提升，而且随着音画同步能力的体现，也解锁了出海的一些场景，就可以直接对一些视频内容进行外文的配音，这也是一个能力的提升。

第二个模型的变化来自成本端。在今年，整个大模型视频模型的成本大幅下降，使得现在生成的价格进入了"元每秒"的

时代。我们看下面这个表，以720P的分辨率为代表，现在价格最高的是CDance3.5，大概是一块五亿一秒（1.5元一秒）的价格，而其他的视频模型的生成价格都低于一元。这意味着如果不考虑抽卡的成本，也就是对于生成的视频进行重新生成的概率的话，那么一分钟的视频，它的价格大概是会在60元到100元之间。按照正常短剧的时间，比如100分钟的话，那么它整个价格会下降到小几万，这是生成的成本。

所以这个价格使得AI剧的价格相比过去短剧的价格有一个明显的下降。而且能够看到，同代模型的价格是在持续降低的，也就是说今年的价格，可能到了明年，同样的模型它的价格可能会进一步下降，所以这使得整个内容的供给有一个爆发性的增长。在今年的三季度，红果的用户和时长的增长也是一个比较明显的体现。

我们认为AI重构了整个影视内容的生产方式，它对于整个影视行业的全流程都会带来影响。比如在剧本的开发环节，过去可能是买剧本改编，现在可以通过AI的方式对剧本进行自动化的改编；在筹备环节，过去在真人剧的筹备会涉及到孵化、选角、置景等成本，现在会逐渐变成数字资产，沉淀成企业的数字资产，可以对这个资产进行设置或者后期的复用；在实拍环节，过去会涉及到剧本、剧组、场地和设备，现在是直接通过模型进行生成；在后期环节，过去是通过剪辑、特效、配音，现在可以通过音画同步或者AI去进行配音和剪辑。所以整个传统真人短剧的生产要素、制作周期、团队规模和迭代的方式都出现了比较明显的变化，不管是价格还是它的组织方式。

呈现出来的产品形态包括以下几种：AI的仿真人剧、AI的漫剧、AI的中长剧和AI的电影。在过去一年的时间里，AI漫剧就实现了对真人剧绝大多数份额的取代。在十一期间，整个短剧新上新的剧里面，有90%的剧都是来自于AI剧。短剧的发展大概经历了三年多的时间，但AI剧的发展大概就在一年的时间里，就基本上实现了对短剧这个赛道绝大多数市场份额的渗透，所以这是一个非常快的渗透。从二季度开始，就是在今年上半年，随着C Dance 2.0和可灵3.0模型能力的提升，在二季度我们开始逐渐看到了一些AI的中长剧；在三季度看到了一些AI的院线大电影；在二季度到三季度也出现了一些AI的网络大电影。这些都是随着模型能力提升，逐渐往一些更长、更复杂的中长内容去进行渗透。

未来我们觉得比较值得关注的方向是互动短剧，因为过去互动短剧受制于制作成本和单个项目的市场容量的限制，所以整体市场规模是相对比较有限的。伴随着制作成本的下降，互动短剧我们认为有望成为一个全新的内容形态，有机会带来一些从0到1的市场投资机会。这些不同的内容形态，它们的商业化方式也不太一样：像AI漫剧和AI仿真人剧，它们的商业模式延续了过去的真人短剧，主要是以广告变现、平台分账为主；像中长剧和电影，它们也延续了过去中长剧和电影的变现方式，主要是通过平台分账，还有院线的分成，以及一些线上流媒体的分账模式；互动短剧的商业模式会更加

特殊一些，它未来可能会包括一次性买断、情节解锁、虚拟商品等，会带来一些全新的娱乐方式。
伴随着模型能力的提升和供给的放量，在渠道端也看到了AI剧对于真人短剧流量的超车，同时也看到了像腾讯和快手这种渠道在短剧这一块的发力。我们可以看到在今年十一期间，每天的字节的短剧消耗是超过3个亿，业内预计可能到春节整个单日字节的消耗可能会到4个亿，也就是说在四季度仍然会是一个红利的窗口期。再叠加腾讯和快手的入局，我们认为四季度仍然是AI短剧快速增长的一个窗口，一直到明年的上半年。由于考虑到其实整体AI剧在短剧里面的渗透速度还是非常快的，我们认为这个增长窗口期可能就是比较快速的，就是在今年到明年的上半年这么一个窗口期。
现在随着整个供给的放量，AI剧爆款的上榜数量和热度都实现了双升。我们统计，在2026年上半年，红果累计上榜的AI剧漫剧超过了1800部，峰值热度累计超过800亿。最近也出现了一些比较出圈的AI剧内容，所以我们认为整个制作内容的精品化速度也是非常快的。未来，我们认为腾讯的市场份额有机会提升，因为现在腾讯的市场份额大概在10%~20%，未来有机会提升到30%左右，再加上快手可能也会分一部分市场份额。整体来看，随着腾讯的入局，对行业也会带来一些新的渠道红利，因为腾讯和快手现在的返点会比红果和字节的返点更高一些。
在今年的三季度开始，我们陆续看到了一些出圈的中剧和长剧。比如在今年的三季度，芒果上线的AI长剧《后西游记》，它是首部同步登陆卫视黄金档和芒果TV的纯AI内容，单集40分钟，是纯AI制作的内容，整个市场的影响力还是比较大的。还有包括在十一期间比较出圈的黄仁勋演唱会的视频，最近也出现了很多类似的视频，整个舆论和点击其实还是非常不错的。现在整个中长剧的内容在视频平台里面的占比应该比较低，比如在2026年的6~8月份，上线的AI中剧是25部，但同期中剧的总量占比是17%，这个比例远远低于现在短剧里面AI剧的占比。所以我们认为，因为长剧的整个制作门槛和对编排、情节等的要求会更高一些，它的渗透会略慢于短剧。所以往后去看，整个AI的中长剧和AI的电影，它们的渗透会逐渐加速。
我简单总结一下。其实从我们刚才的分享里能看到，AI影视已经成为现在C端AI应用里面最早实现商业闭环的场景。不仅有清晰的变现方式，因为它完全延续了像短剧过去真人短剧的变现路径；像现在的中长剧和电影，也是根植于过去的平台和变现方式的基础上；而且它的成本现在快速下降之后，在每个环节都有机会能够挣到钱。未来随着内容的升级，会进一步打开一些新的内容形态和变现方式，例如像互动短剧或者一些付费的应用场景。所以我们认为，在当前纵观整个AI应用的各个方向，比如软件、物理AI、C端的个人助理，AI影视是现在最能够看到一个清晰商业闭环的应用场景，所以我们认为这个方向还是比较值得关注的。
OK，那第二个方面我们来看一下我们的投资逻辑。总结起来

我们认为两点：第一点，我们认为具有IP优势和稳定量产能力的头部短剧公司有望获益；第二点，我们认为对于一些中长剧的AI内容来讲，精品的长剧制作公司和视频平台有望获益。

首先我们来看一下整个AI影视产业链的全景。这里面主要的参与方包括IP方、工具模型方、出品方、平台方、用户和广告投放方。上游的技术供给就包括视频模型和一些工具、云的服务商；中游就包括各种各样的内容生产，中剧、长剧、短剧等；下游就包括分发和变现，包括传统的渠道和新的红果这种渠道。随着整个在AI影视这块的渗透和放量，我们看到：上游方面，生产成本快速下降，定价在往下走，但是销量在快速增长，弥补了价格下降所带来的缺口，所以整体上游这一块的增长也非常快。中游方面，整个制作的门槛快速下降，导致了内容制作的平权，尤其是在短剧这个环节，但长期来看，整个制作的门槛会逐步提升，会呈现出优质内容供不应求的一种趋势。但是在早期阶段，我们能看到IP的价值会得到一个比较明显的放大，因为在内容放量的过程中，优质IP的稀缺程度会进一步凸显。下游方面，我们认为对于短剧出现的这种新渠道——A股这块短剧的渠道公司其实并不多，当然也有一些出海的标的——但更多的机会可能体现在一些传统的中长视频和一些互联网平台上。

我们分开来看。在短剧这个环节，我们认为整个短剧的产业价值正在逐渐快速地向IP和平台两端集中。相比过去短剧的一个变化是，AI对于短剧行业渗透之后，整个制作的门槛进一步下降，制作的成本进一步降低。在这种情况下，只有拥有比较头部IP的公司，未来的整个变现效率和出圈也会更加容易出圈。所以我们觉得IP的价值是一个比较显著的放大，这块就包括一些网文IP、一些经典的形象IP等等，我们认为都有机会受益于这一轮技术带来的制作平权。

渠道这一块，现在的主要渠道仍然集中在我们刚刚讲到的一些互联网头部平台这边，但是在出海这块可能会有一些机会，因为海外的内容生态和国内内容生态还是有一定的差异，海外对于付费、对优质内容和付费的意愿会更强一些。我们此前研究短剧的时候也进行过相应的分享。整体来讲，我们觉得渠道在这个红利的阶段受益的确定性是比较明显的。

在短剧的制作环节，我们认为单点的生成不再成为主要的瓶颈，未来主要是看能够稳定量产的这些制作公司。我们认为其实也比较类似于此前在抖音上的直播电商，在早期会有一个快速放量的阶段。那么在这个阶段，能够去规模化地进行流量运营、内容生产，还有包括流程管理的公司，他们有机会在整个制作环节获得更大的市场份额。因为在这个阶段，我们刚才其实强调了，在三季度到四季度，我们认为还是整个短剧行业的红利期，可能在明年年初的春节会有一个相对更高的高点出现。在这个窗口期，我们认为它更加考验的是公司多Agent去串联整个制作产线的能力，包括可能经过大量

的制作之后，它可能会沉淀出一些资产可以进行复用，提升

它的效率或者利润率。比如说像角色、场景、风格等等，其实都有机会沉淀成标准化的数字资产，还有包括商业模式等等，这块也能够去做一些创新。所以我们认为，对于中间的制作环节，会出现一些从0到1的公司，他们具有稳定的量产能力，具有多Agent协同的能力，使得他们的效率会比其他的内容公司更强一些。

到中长视频，我们认为仍然是精品化的生意。AI出现之后，虽然一定程度上降低了整个行业的制作成本和门槛，但是这个行业的竞争格局中上下游的关系，我们认为短期并不会出现变化，包括他们的商业模式和合作关系。我们觉得看起来会延续过去的真人中长视频的方式。但是因为新的形态出现之后，优先拥抱这些新的内容的制作公司以及渠道，可能会在这个阶段受益。所以我们其实在过去一直强调类似芒果这种平台的中长期投资机会。因为对于芒果来讲，主要的成本是来自于内容成本，而未来整个制作成本的下降，带来的内容增长和成本的下降，会对整个平台中长期的盈利能力有一个比较明显的助力。像AI网络电影，在今年率先跑通了分账，而且我们看到各大视频平台现在对网络电影都有一些补贴。院线电影的话，在今年三季度、最近刚刚有像博纳的三星堆这种AI电影的试水，虽然票房现在看起来相对比较一般，但是我们觉得这个发展的趋势是比较值得重视的。因为随着和AI网络电影、中长剧一样的逻辑，随着未来整个制作成本的下降和模型生成效果的提升，那么对于整个内容的供给，比如一些上座率等等，都会有一些边际上的提升作用。

出海我们觉得也是一个值得关注的投资方向。因为短剧在国内，整个模式和IP的运用、生产模式和变现方式是最成熟的，这套我们觉得出海之后，其实是有机会能够有一波出海的红利的。就像短剧一样的，在2023年到2024年是国内发展的红利期，2024年到2025年是海外发展的红利期。所以我们认为AI剧在今年下半年到明年全年，可能都是海外比较高增长的一个方向。其实我们在昆仑万维的三季报里面也看到了，三季度公司也是实现了比较超预期的收入增长。

最后我们总结一下我们的投资建议。整体上来看，AI影视行业现在已经实现了比较好的商业闭环，随着整个制作成本的门槛下降，我们认为价值逐渐向IP和渠道两端去集中。中间的制作环节，我们认为具有规模化量产能力的公司，有望获益于这一轮早期发展的红利。我们做了一个分类，这里包括内容形式和产能模式：像内容形式这一块，包括短剧、漫剧、中长剧、电影和动画；产能模式这块包括自有渠道，以及包括自制和投资等不同的方式。在这里面，我们认为像类似于芒果、昆仑这种自己具有平台和制作能力，以及像中文在线、上海电影这种具有优质IP的公司，我们觉得是比较有代表性的投资方向；此外还包括像这两年逐渐新跑出来的、类似于永吉、华视等公司。像传统的一些内容制作公司，像博纳、华策、慈文、光线等，我们认为他们在优质头部的精品内容这一块具有一些先手，有望率先把握这一轮制作红利的机会。此外还有包括港股的阅文，以及A股的德彩、东方材料、奥飞娱乐、欢瑞世纪、华智数媒等，我们觉得都是值

得关注的方向和标的。

以上就是我们今天想要分享的全部内容。主持人，我们稍微留一点点时间，看看现场投资人有没有一些问题可以做一下探讨。
（会议助理提示：如要提问，电话端参会者请先按话机上的星号键，再按数字1；网络端参会者可以在直播间互动区域内文字提问，或点击旁边的举手按钮申请语音提问。）
如果暂时大家没有问题，那我们今天的分享就到此结束。如果大家后续对这些标的或者产业有感兴趣的，也欢迎和东吴传媒互联网团队取得联系。非常感谢各位投资人晚上的参与，那我们今天的分享就到此结束。

--- AI剧：AIGC的表达型内容，持续景气上行20261102.pdf ---
总结
1、今日传媒板块大涨的逻辑今天传媒板块大涨，个人认为仍属于筹码结构的逻辑。一是传媒机构持仓较少，所以上涨时比较容易涨；二是市场本能地"找了硬件找软件"，软件这块包括AI，也包括其他概念，"什么火就是什么比较好"。从二级市场投资策略角度看，短期这个方向肯定是一个景气上行的方向，但这种景气上行要放在大概三五年的时间窗口去理解，不能因为今年景气上行就盲目买入。景气上行真正确立分两种情况：一是产业链确实比较火，二是上市公司或二级市场形成了板块效应。当下火是火，但二级市场真正的标的不多。
2、二级市场是"旧地图"不能简单说影视公司都是相关标的，也不是说这个板块找错了。含义是：二级市场是一张学术或理论上的"地图"，它指向的是互联网、移动互联网时期形成的子行业或方向，并不代表当下整个AI产业的新地图样貌。相当于我们手上是一张旧地图，在旧地图上覆盖新地图后，挑出来的标的不一定是以前影视的那些标的。
3、报告结论：AI技术本质是AIGC最近外发的一篇报告题目是"短剧越看越上瘾，但是为什么不赚钱"。这轮AI技术本质上是大的技术变革，其技术路径是AIGC。AIGC包含三种内容：第一种是表达性内容，第二种是生产性内容（比如路演用的PPT），第三种是决策性内容（比如帮你决定钱怎么花的那些代理、Agent，是一堆代码或Agent组成的决策链路）。

真正的AI应用在定性上只占1/3；从定量和标的数量看，AI剧方向能找出的标的可能还占不到1/3，因为生产性内容和决策性内容出来的标的应该会更多。
4、短剧为什么不赚钱：类似2006年的页游短剧现在的状态类似于2006年、也就是20年前的页游，当时页游还处于比较早期的状态，粗制滥造、大家觉得很low。当时端游的制作公司做页游都没成功，是因为端游公司团队都是三五百人的制作团队，而页游三五十人就能做，就像现在短剧三五个人就能做。传统大团队、成建制的研发、编剧、工作室或项目组，并不适配当下短剧的运作方式和它看起来粗制滥造、比较凌乱、比较早期的状态。历史都是这个样子，所有创新都是从边缘、不规则、不成气候的边边角角开始展现出来的。

5、参考页游的历史经验参考当年页游的经验：第一，页游一定能跑出来几家上市公司，比如腾讯的游戏就是从页游开始的，三七、游族、恺英这些上市公司也是当年页游跑出来的龙头公司，所以短剧这块类似页游，也一定能跑出来几家上市公司。第二，页游走到后面一是走向精品化，甚至有H5这样的模式创新；二是端游制作公司和跑出来的页游新公司，在2010年之后联手转型去做手游。所以AI剧的内容形态一定会有形态创新：一方面走向精品化，另一方面有模式创新，还会有大的内容形态创新。短剧很好但为什么不赚钱？因为它处在早期阶段，后面还有很多形态创新、业务模式创新、付费方式创新等。

6、产业链六个环节与当前唯一赚钱的环节从整个产业链拆下来看，当下产业链大概有6个环节。这些环节中唯一比较确定能赚钱、且赚得相对盆满钵满的，是投流的公司——最近短剧投流"杀疯了"。但有个好消息：现在下游介入短剧或各种剧的平台越来越多，比如绿泡泡（微信）。平台多了之后，就像当年优爱腾猫一起抢精品剧，才能让整个制作环节和发行环节像中游制造业一样量价齐升。入局剧的发行平台或运营平台越来越多是好事，会把整个圈子、整个池子养大。

7、结论三部分：三类标的

第一部分：当下产业链中唯一比较确定赚钱的是投流公司，好消息是平台入局方越来越多。

第二部分：IP制作跟平台相对来讲赚钱难一点，但也不能一棍子打死说不赚钱。

第三部分：这里面会跑出来新标的——除了制作公司、发行公司、买量公司、分发平台，还有一些工具类、制作类的mass agent和垂类模型。

所以标的大概分三大类：第一种是当下赚得盆满钵满的；第二种是不太赚钱的；第三种是等着上市的新公司、平台型公司、工具类公司。比如游戏制作公司IP games（音）也挺好。

8、需求端与叙事角度建议有兴趣和经验的投资者研究消费需求，当下消费需求会有一些比较深刻的变化：一是存量博弈，二是结构性变化会比较明显，三是如果通胀开始，可选消费会受影响，一定会有一些结构性的持续变化；另外当下年轻人的需求也不知怎么分析。从叙事角度看，大家永远喜新厌旧，这是人性。新的内容形态只要能够满足人性需求当中说不清楚的某一个集体需求，基本就可能起来。除了供需两侧需求端的变化，还有一个变化是：以往你认为比较固化的消费路径，其实已经发生深刻变化。但定量上有多少已经转移过来，现在下不了结论。另外，有需求和能赚到钱是两码事，这是商业行为，是经济学的供需。

9、四个研究问题研究沿四个问题展开：第一，内容产业的消费有它自己的特征——内容产业永远百花齐放，内容产业永远供给决定需求；第二，商业上算这个账；第三，AI是个变量；第四，我们怎么敲标的，以及哪些标的会受益。

１０、产品形态与分发产品形态方面，短剧或各种剧叫ＡＩ剧就可以，它有自身特征，比较像游戏或页游，不像影视——它是一个互联网产品，不太像作品。以后会不会出现一些作品？有可能会出现，这是未来的演进方向：精品化以及走向新的内容形态。当下谁组织、谁把这个盘子拿起来，比如红果很优秀，但入局方也在增加。分发在ＡＩ时代会更加重要，内容制作是标配。比如同一篇报告，在万德讲一场、在别的地方再讲一场，两场内容不一样——分发平台不同，会导致实际分发的内容有差异，内容本身基于分发渠道会有一些微调，这在ＡＩ剧里非常明显。最后一个问题是赚谁的钱、赚的是什么钱，这里面比页游时代要复杂得多。

１１、短视频消费是否见顶有没有一种可能：全球短视频消费可能在巅峰位置运行？这是研究上可以去研究的问题。供给可以扩张，但消费跟变现其实是带着镣铐跳舞，因为消费者的可支配收入就那么多，大家要去争夺——首先抢用户的时间，抢用户的钱包，还要抢广告预算（现在广告主都很谨慎、很看效果），最后还有一些其他预算怎么去抢。所以一个经典的互联网产品，它自己绝对不是作品；作品的意思是服从于作者本身的表达欲望，而互联网产品就是在争夺当中如何让自己占优。短剧就像页游一样，它是一个互联网产品，根本不适合作品。

１２、音乐、游戏、电影的对标参考音乐不多说，音乐比较特殊，音乐在互联网、移动互联网时代其实是"失去的３０年"——音乐以前是主流，互联网移动互联网时代之后才变成非主流，可以让现在的一些内容参考。相关对标也略有偏颇，因为奈飞和Spotify都是全球化运营，奈飞和爱奇艺只能在国内市场；而且两者比较还涉及内容形态——音乐、在线文学跟视频内容、影视和游戏，用户的ARPU值在量级上有差异，十几块钱、100来块钱、300多块钱、600多块钱，这是不同内容形态的ARPU值。在所有内容形态当中，在互联网、移动互联网时代进化得最好的是游戏——从主机游戏到端游、到页游、到手游，它是跟着互联网30年一起进化的。游戏如何开拓用户数、把用户ＡＲＰＵ值推高，涉及各种创新，包括业务形态创新和付费方式创新，比如按时长收费、按道具收费、按皮肤收费，现在还有大佬氪金的收费。游戏非常适合短剧横向对标。电影不多说，电影其实有点被替代，或者说它有点老，尊重客观规律。

１３、短剧的六种参与方式与制作毛利率同一部短剧的内容，大概有6种参与方式。目前看买量投流的公司实际上赚得最多——当下最容易赚钱、或唯一赚到钱的看起来好像就是它。发行公司也有，但发行公司也在摸索：单独发行短剧可能不一定行，可能得发行加买量在一起，所以现有上市公司是不是要考虑买一个买量投流的公司，这是有必要的，或者只是时间先后，是顺理成章的事情。第二，制作本身其实赚不了大钱：精品剧时代尤其是2017、2018年的巅峰，电视剧大制作的巅峰就是2017、2018年——2017年有一部大制作剧，2018年有《海上牧云记》，都是电影级别的大制作，但现在

才过了十年，就再也没有这种预算去支撑这种大制作了。那个时代制作的毛利率大概有50，电影如果好的话可能还更高；正常的内容制作，毛利率应该是50，但到后面可能就变成30，30应该是个中枢，相当于做内容制作至少要有30的毛利率；但到短剧这里就不是了，短剧的毛利率可能比30低得多得多。

14、IP版权持有方：AI时代IP作用大打折扣内容版权持有方是大家最喜欢买标的的地方，但这里我有不同观点：我认为在AI时代，IP的作用没有以前那么大，甚至远远要小。如果说IP是一个金矿，以前经典剧或传统制作的时代运行得很慢、像固态的结构一样，现在都不是液态了，都变成气态了，所以这种IP金矿还有没有用？我觉得作用远远打折了。

因为IP不管做啥内容形态都要去抢占那个山头——同一个IP，可以做游戏、音乐、图片、电影、剧、漫剧、真人短剧、互动影游，但不管做啥，都要在那个方向中跟别人争夺用户的时长和钱包等各种预算。所以这个地方虽然是大家最爱买的，但我一直认为有问题。

15、内容平台、工具服务与新标的内容平台方面，如果现在把红果或绿泡泡拆出来，能不能赚钱不好说，因为算的是一个生态的总账。工具服务方面，会出大量的Agent、MaaS（模型即服务）和垂类模型的新标的，能不能上市看概率，看运行情况，2027、2028年陆续上市，比如可林（音）；最后还有一些相关标的。总之：对于制作公司来讲，项目能不能赚钱和公司能不能赚钱是两码事；IP价值在AI时代大打折扣；工具类公司、制作类公司在中国上市可以允许不大赚钱，就像当年各种互联网平台型公司一样。这里面会出很多新的上市公司，2027、2028年陆续上市。

16、后续走向与内容形态后续走向是内容形态一定会更加丰富：包括预制作品持续大故事的剧更新，还包括形态更高级，比如加入一些互动性。我个人挺喜欢互动影游的，虽然我不玩游戏、偶尔看看剧，但觉得互动影游挺有意思，会比较高级一点。AI会带来制作效率的提高；另外，由于试错成本降低，可以增加很多高级性的功能。平台方面现在是好消息，更多平台扎堆进来；IP和品牌公司或制作公司，我觉得能跑出来几家。最后，如果像AppleGlass或AppleRing这类新终端出来之后，应该会有一些内容形态的创新。

17、短中期定调与买标的思路如果AI剧是景气上行，它一定是一个5年期的判断，因为只有5年才能说哪一年是景气上行。

短期：看它怎么走向精品，以及这个过程中平台的政策、平台本身的变化（发行平台、分发平台的变化、格局的变化、政策的变化）带来的业务模式和付费模式创新的推进进度。

中期：看内容形态的升级（比如当年页游怎么变成手游）、业务模式的深度创新和变现方式的创新，这涉及用户数涨到一定程度之后要推高ARPU值。

再往前走：是一些技术带来的新计算平台和大的创新。

18、买标的的结论在AI剧这块标的本来就少，你很难去挑。

如果是上市公司（而非等着上市的公司），你要去买它在AI时代的生态位，比它在互联网、移动互联网时代的生态位要好，但比较难。
19、最终结论梳理第一，AI剧属于表达型内容，只是AIGC的1/3。第二，它类似于页游的早期，后续会有内容形态升级、业务模式创新、付费方式创新。第三，好消息是现在平台越来越多；现在赚钱的是投流环节，其他环节不太赚钱；但会跑出来一批新的工具型公司。第四，如果要在上市公司中找标的，要么找投流的业务和制作工具，要么找一个原生制片厂的公司——谁号称自己是原生制片厂，你去看一看他到底自己怎么做，上市公司身上是有的。

会议实录：
主讲人：那我们开始。大家晚上好，我是焦军。今天传媒大涨，正好我们结束了三季报，而且七八九、七八九十月份我们团队一直在外发一些深度报告，形成了一个比较好的体系。上周正好安克（音）要上市，我用这个体系大致过了一下，效果很好，本来就想做一下系列汇报。今天传媒板块爆炸，那就正好按这个体系讲一讲一些比较关键的地方。今天讲的是AI剧，因为现在你去正常一家制作公司问它，这是短剧、漫剧、真人剧、动漫剧还是互动剧？什么剧？大家已经不分了，你就叫AI剧就可以了。但按一些惯性，大家可能习惯称短剧或漫剧，无所谓，其实就是AI内容。
今天就先过一下AI内容本身。过之前，先说一下传媒这个板块。首先板块今天大涨，我个人觉得它仍旧属于筹码结构的逻辑。什么意思呢？主要是传媒机构持仓比较少，所以涨的时候可能就比较容易涨，这是第一个。第二个就是大家本能地会认为"找了硬件找软件"，软件这块包括AI，也包括可能一些其他的，这里面的概念虽然界定不清晰，但什么火那就是什么比较好。有这么一种思想。
其实如果按照我们二级市场投资策略的角度来讲，短期这个方向肯定是一个景气上行的方向，这没得说。但这种景气上行，你是要置身在大概三五年的这样一个时间窗口。不能说今年它景气上行，OK，我就买这个标的。景气上行这种界

定、产业阶段以及映射到投资阶段的界定，其实是一个中期。中期的意思相当于说景气上行真正确立，它其实分两种：第一种是产业链确实比较火，第二种是你上市公司或者二级市场这边形成了一个板块效应。所以当下火是火，但二级市场这边其实真正的标的不多，或者真正的标的，你不能说影视公司都是相关的标的，尤其不能说。
这也不是说这个板块找错了，它的意思相当于说，我们二级市场上是一个学术或理论，或者是一个划地的界定，你可以理解为是一张地图。这张地图其实指向的是互联网、移动互联网时期形成的一些子行业或方向，它并不代表当下整个AI产业内新地图的样貌。所以实际上来讲，当下的情况就属于：我们二级市场上是一张旧地图，然后你在旧地图当中覆盖上或者附上那张新地图，你挑出来的标的不一定是以前影视的一些标的。所以状况就是这么个状况，今天整个板块大

涨，它更多的还是一个筹码结构的逻辑。
那我们回到"剧"这个地方怎么看。我们最近外发了一篇报告，题目就是"短剧越看越上瘾，但是为什么不赚钱"。我先把结论说一下：判断是判断，研究是研究。判断刚才已经说了，研究上来讲是这个样子。首先，这次AI的技术，本质上是一个大的技术变革，它的技术路径叫AIGC。这个C实际上包含三种：第一种是表达性内容，AI剧就是表达性内容；第二种是生产性内容，比如我今天路演用的PPT，这就是生产性内容；第三种是决策性内容，比如像MaaS那些想帮你决定钱包里的钱怎么花的那些，这种代理也好、Agent也好，那些属于决策性内容，就是一堆代码或者Agent等组成的一个决策的链路。 所以所谓的真实的AI应用，其实在AI这个方向，它只占定性当中的1/3。定量从标的角度来讲，因为另外1/3是生产性内容，AIGC生成的内容是生产型内容，另外1/3是决策型内容，这是定性的1/3。定量的角度来讲，有可能在"剧"这个方向实际能找出来的标的，可能占不了1/3，因为生产性内容和决策性内容出来的标的应该会更多一些。这是首先，就是这个边界、这个概念或者分类的划分。
第二，短剧为什么不赚钱？因为它现在类似于2006年的页游。 20年前页游当时在2006年其实还处在比较早期的状态，页游的早期也是粗制滥造，也是大家觉得很low。当时端游的制作公司做页游都没成功，为什么不成功？因为端游公司的团队都是三五百人的制作团队，页游三五十人就能做，好像现在短剧三五个人就能做。 所以正常的这种大团队、成建制的制作、研发、编剧、工作室或项目组，其实并不适配当下短剧这种运行方式和它看起来好像粗制滥造、比较凌乱、比较早期的状态。历史都是这个样子的，所有创新都是从边缘、不规则、不成气候的一些边边角角开始展现出来。 所以短剧，我们判断它处在类似于20年前页游早期的这样一个状态。
参考当年页游的经验：首先，页游这边一定能跑出来几家上市公司，因为当年腾讯的游戏就是从页游开始的，然后三七、游族、恺英这些上市公司，也是当年页游跑出来的龙头公司。所以短剧这块类似于页游，它一定能跑出来几家上市公司，这是第一个，历史回溯对比。第二，参考当年的页游，页游走到后面，第一是走向精品化，甚至有H5这种模业务、这种模式创新；第二是端游制作公司跟跑出来的页游这批新公司，在2010年之后联手一起转型去做手游。 所以短剧的内容形态、AI剧的内容形态，它一定会有一些形态的创新：一方面走向精品化，另一方面有一些模式的创新，另外一定会有大的内容形态的创新。所以短剧很好，为什么不赚钱？因为它处在早期这样一个阶段，后面还有很多形态创新、业务模式创新、付费方式创新等。 这是第二点。
第三点，我们从整个产业链拆下来看，当下产业链当中大概有6个环节。这6个环节当中，唯一或者说比较确定能赚钱、赚得相对来讲盆满钵满的标的，是那个投流的公司——最近短剧投流杀疯了。这是第一个。但还有个好消息：现在下游

介入短剧或各种剧的平台越来越多，这是个好消息，比如绿泡泡。因为平台多了之后，就像当年优爱腾猫一起抢精品剧，才能让整个制作环节和发行环节像中游制造业一样量价齐升。所以好消息是介入剧的发行平台或运营平台的入局方越来越多，这是个好事，会把整个圈子、整个池子养大。这是结论当中的第一部分。
结论当中的第二部分是：IP制作跟平台相对来讲赚钱难一点，也不能一棍子打死说不赚钱。第三个是这里面会跑出来新标的。新标的在哪里？除了制作公司、发行公司、买量公司、分发平台，还有一些工具类、制作类的massagent和垂类模型。所以有三种标的：第一种是当下赚得盆满钵满的；第二种是不太赚钱的；第三种是等着上市的一些新公司、平台型公司、工具类公司，比如游戏制作公司IP games（音）

也挺好。所以标的大概分三大类，这是结论，先把结论说在这里。
我过一下这个报告。首先，我觉得有一个研究大家可以做，有兴趣和经验的可以好好做一个研究，就是消费需求，消费需求在当下这个时间点其实会有一些比较深刻的变化。首先就是存量博弈，这是第一个；第二个是结构性变化会比较明显；第三个是如果通胀开始，可选消费会受影响，这里面一定会有一些结构性的持续的变化；另外，当下年轻人的需求也不知道怎么去分析。总之，我觉得供需两块的需求其实挺有意思的，需求这块有点研究不动，有空的时候我再研究研究，没空就算了。事儿挺多的，但你可以研究一下，尤其是看消费的人，我觉得这个需求这块儿变化挺神奇的。这是第一个。第二个，从叙事的角度来讲，为什么大家爱看？因为大家永远都喜新厌旧，这是人性。喜新厌旧的话，新的内容形态基本上就属于：只要能够满足人性需求当中说不清楚的某一个集体的需求，那基本上可能会起来。所以这背后，除了刚才说的供需两侧需求端的变化之外，还有一个变化在于：有可能过往你认为比较固化的一些消费路径，其实已经发生深刻的变化了。这个我不多说，但我已经观察到了，只不过我不敢下结论，或者现在下不了结论，说定量上有多少已经转移过来了。第二个，有需求和能赚到钱是两码事，这是商业行为，是经济学的供需。
我们沿着四个问题：第一，内容产业的消费有它自己的特征——内容产业永远百花齐放，内容产业永远供给决定需求；

第二，商业上算这个账；第三，AI是个变量；第四，我们怎么敲标的，以及哪些标的会受益。
刚才说了需求，然后产品这块。短剧或者各种剧，你就叫AI剧就可以了，这个产品形态有它自身的特征，它比较像游戏或页游，它不像影视，它是一个互联网产品，不大像是作品。你说以后会不会出现一些作品？有可能会出现，所以这是未来的一个演进方向：精品化，以及走向一种新的内容形态。第三，当下谁组织、谁把这个盘子拿起来呢？比如红果，它很优秀，但入局方也在增加。另外，这里面到底整个组织结构当中谁赚钱？再一个，分发在AI时代会更加重要，

我个人觉得内容制作是标配。
分发，举个例子，比如今天晚上我讲这个电话会议，我在万德讲一场，在另外一个地方待会儿也会讲一场，但两场讲的内容是不一样的，你能懂我的意思吧？就是我同样一篇报告，在万德讲和在别的地方讲是不一样的。所以分发平台不同，会导致你实际上分发的内容还是有差异的，这个地方大家可以体会一下。总之，内容本身基于分发的渠道会有一些微调，这个在AI剧里面非常明显。最后一个，赚谁的钱？赚的钱是什么钱？这里面就更加复杂，比页游时代会复杂得多。
这个不多说了。但我在想，什么时候这个地方见顶？有没有一种可能——当然这是研究上可以去研究的——有没有一种可能就是全球的短视频消费可能在巅峰这个位置在运行？我只是说有没有可能，这个地方可以研究一下。我最近在想这

个问题了。然后，供给可以扩张，消费跟变现其实是带着镣铐跳舞，因为消费者的可支配收入就那么多，大家要去争夺。说穿了就是你要争气，你不争气的话是争夺不了的。首先你要抢用户的时间，要抢用户的钱包；你要在广告的大盘子里——反正现在广告主也都很谨慎、很看效果——你怎么抢这个广告预算；最后还有一些其他的预算你怎么去抢。所以一个经典的互联网产品，它自己绝对不是个作品，作品的意思是服从于作者本身的表达欲望，而互联网产品很简单，就是在争夺当中我怎么样能自己占优。所以短剧就像页游一样，它是一个互联网产品，它根本就不适合作品。这是这个地方。
音乐这块不多说，因为音乐比较特殊，音乐在所有的内容形态当中，在互联网、移动互联网时代其实是一个失去的30年——音乐以前是主流，互联网、移动互联网时代之后才变成非主流的。它其实可以让现在的一些内容去参考。反正音乐我们很熟，我写了好几篇报告，大家有问题找我。这个不多说，这里面把爱奇艺和奈飞放在一起其实是有点偏颇、有失偏颇的，因为奈飞和Spotify都是全球化运营，奈飞和爱奇艺只能在国内市场，它俩倒是可以比较，但比较又涉及内容形态——音乐、在线文学跟视频内容，就是影视和游戏，用户的ARPU值在量级上有差异：十几块钱、100来块钱、300多块钱、600多块钱，这是不同内容形态的ARPU值。
这里面，所有内容形态当中，在互联网、移动互联网时代进化得最好的是游戏——从主机游戏到端游、到页游、到手游，它是跟着互联网30年一起进化的。所以从这个角度来

讲，游戏是怎么开拓出它的用户数，以及把用户数的ARPU值给推高的，这里面涉及各种创新，包括业务形态的创新和付费方式的创新，比如按时长收费、按道具收费、按皮肤收费，现在还有什么大佬氪金的收费。总之，游戏非常适合短剧去参考，这种横向的扩张、横向的对标。电影这边不多说，电影其实是有点被替代，或者说它有点老，尊重客观规律吧。
同一个短剧的内容，大概参与方式有6种。刚才说目前看，买

量去投流的公司实际上是赚得最当下、最容易赚钱、或者唯一赚到钱的，看起来好像就是它。发行公司有没有？有的，但发行公司也在摸索，就是你单独发行短剧可能不一定行，可能得发行加买量在一起。所以现有的上市公司是不是要考虑买一个买量投流的公司？这个是有必要的，或者是时间先后的问题，是顺理成章的事情。这是第一个。

第二个，制作本身其实赚不了大钱。因为在精品剧时代，尤其是2017、2018年的巅峰——周末我还仔细复了一下盘，确实电视剧大制作的巅峰就是2017、2018年，2017年有一部大制作剧，2018年有《海上牧云记》，两部都是大制作，真的是电影级别——但到现在才过了十年，你会发现再也没有这种预算去支撑这种大制作了。那个时代的制作，它的毛利率大概有50，电影的话如果好的话可能还更高。总之，正常的内容制作，毛利率应该是50。但到后面可能就变成了30，30应该是个中枢，相当于你做内容制作，至少是要有30的毛利率。但到短剧这点就不是了，短剧的毛利率可能比30低得多得多。

然后，内容版权持有方这个地方，是大家最喜欢买标的的地方，我有一点点不同的观点，大家可以参考，但我不一定对。我认为在这个AI时代，IP的作用没有以前那么大，甚至远远要小。如果说IP是一个金矿，以前那个时代、经典剧的时代，或者说传统制作的时代，它很慢，它像固态的这样一些运行的这种结构一样；现在都不是液态了，都变成气态了，所以这种金矿、AI剧的这种金矿还有没有用？我觉得作用远远打折了。因为你IP做啥内容形态，都是要去抢占那个山头：同样一个IP，你可以做游戏、可以做音乐、可以做图片、可以做电影、可以做剧、可以做漫剧、可以做真人短剧、互动影游，对吧？但不管做啥，你都在那个方向当中，要跟别人去争夺用户的时长和钱包等各种预算。所以，这个地方是大家最爱买的一个地方，但我一直认为这个地方有问题。

内容平台这个地方，其实我认为现在如果你把红果或者绿泡泡拆出来，能不能赚钱这个事情不好说，因为它算的是一个生态的总账。工具服务，刚才说了这个地方会出大量的Agent、MaaS和垂类模型的一些新标的，能不能上市看概率，看这个运行，2027、2028年陆续上市，比如可林（音）。最后一个就是一些相关标的。这个就不多说了，其实这些都是算一些账。

总之，首先对于制作公司来讲，项目能不能赚钱和公司能不能赚钱是两码事，这是第一个；第二个，IP价值我刚才说了，我认为在AI时代大打折扣；第三个，那些工具类的公司、制作公司，在中国上市其实可以允许你不大赚钱，就像当年的各种互联网平台性公司一样。我觉得这里面会出很多新的上市公司，2027、2028年陆续上市。

后续的一个走向，就是内容的形态一定会更加丰富。这个丰富包括什么呢？包括预制作品持续大故事的剧更新，还有就是形态更高级，比如加入一些互动性。我个人其实挺喜欢互

动影游的，虽然我不玩游戏、偶尔会看看一些剧，但我觉得互动影游挺有意思的，总之它会比较高级一点。所以这里面，首先AI会带来制作效率的提高；另外，因为试错的成本降低了之后，可以增加很多高级性的功能。

平台这个地方，现在是个好消息，就是更多的平台扎堆扎进来。然后IP和品牌公司或制作公司，我觉得能跑出来几家。

最后，如果像AppleGlass或者AppleRing（就那个戒指）这些新终端出来之后，应该会有一些内容形态的创新。

所以这里面，首先我刚才说的，咱们短剧、AI剧如果它是景气上行，它一定是一个5年期的判断，因为只有5年才能说哪一年是景气上行。短期肯定看它怎么样走向精品，以及在这个过程当中平台的一些政策、平台本身的一些变化——发行平台、分发平台的变化，格局的变化、政策的变化——带来的业务模式和付费模式创新进度的推进。中期看的是内容形态的升级，比如当年的页游怎么样变成手游，以及业务模式的深度创新和变现方式的创新，这里面涉及用户数涨到一定程度之后，你要推高的是ARPU值。再往前面走，就是一些技术带来的新的计算平台和大的创新。这是短中期我们去定的东西。

最后稍微说一下，我们在买标的的时候，在"剧"这一块本来标的就少，你很难去挑一个什么标的。总之，如果是上市公司——不是那种等着上市的——你要去买它在AI时代的生态位，比它在互联网、移动互联网时代的生态位要好的，但比较低，这是这个地方。

这个就不多说了，因为"剧"这个地方本来标的就少，所以你很难按照这个逻辑，这个逻辑是一个AI三层研究框架的逻辑。那我就讲这么多。

我再捋一下结论：首先，AI剧属于表达型内容，它只是AIGC的1/3；其次，它类似于页游的早期，后续会内容形态升级、业务模式创新、付费方式的创新；好消息是现在平台越来越多；现在赚钱的是投流的一些环节，其他环节不大赚钱，但会跑出来一批新的工具型的公司。现在如果我们在上市公司当中要找标的，你要么找刚才说到的投流业务和这些制作工具，你要么去找一个原生制片厂的公司——谁号称自己是原生制片厂，你去看一看他到底自己怎么做的，上市公司身上是有的。行，那我就说这么多。