# 文件帖 2026-10-29 07:14

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 五个维度观察权益资产超跌信号20261028.pdf ---
全文总结
本次分享来自东方财富（东吴）宏观资产配置团队，主题为"五个维度观察权益资产的超跌信号"，围绕近期表现偏弱的A股权益市场，从超跌幅度、宽基ETF、情绪面、政策面、日历效应五个维度进行分析，并给出股债与权益内部均衡配置的建议。
一、总体判断
从年中至今权益市场整体降温，回撤空间已接近历史可比区间，市场处于政策底向市场
底过渡的博弈窗口；
回顾来看，6月末观察到多类预警信号集中触发（周线背离、日线跌破年线、月线MACD死叉等）后，对权益市场整体维持谨慎乐观判断
。A股走势确实偏弱，且明显弱于
预期；
外部压力主要有三方面：一是海外长端利率高位运行，约束风险偏好；二是韩国股市杠杆参与度较高，拖累筹码出清——虽不能与2015年直接类比，但韩国股市与2015年的A股有一定相似度，都是杠杆参与程度比较高，韩国筹码出清偏慢会间接影响A股表现；三
是AI产业基本面出现一些AI叙事裂痕的因素，Meta出租冗余算力，以及最近某公司ARR增速放缓、信用利差走阔，一度成为整个AI叙事短期的主要矛盾；
创业板从6月末至今最大回撤已达43%，非常可观，已接近2015年、2022年首一轮下
跌至反弹、对前期牛市涨幅回吐的幅度。叠加ETF逆势净流入、两融与成交降温、政策底逐步确认，以及11月的日历效应，认为短期市场可能以低位震荡整固为主，确实缺乏产
业催化；但展望至年末，当前节点不必过度悲观；
如果后续科技板块有反弹修复，可以进一步切换到以银行为主的红利方向
。展望未来
半年的中长期维度，红利尤其是银行板块相对沪深300的超额应该比较明显
，因为整体
现在是类似2024年"924"之前的资产演绎定价。哑铃策略尤其是红利这一段，应该会表现相对更加稳健；
对于银行板块，当前4%左右的股息率相较2022年已明显收敛，但相较10年期国债利率仍有配置价值；
中债依旧认为是阻力比较小的方向，政策利率择机降息叠加宽松流动性，在股债跷跷板回摆的窗口，可以择机增配TL（30年国债期货）。
二、维度一：对比2015年与2022年，本轮超跌幅度

2015年6~9月，创业板在去杠杆背景下回撤最多达55%
；后续在低位震荡两周后反弹
52%，催化主要来自养老金入市新政、降准降息、清理场外配资、美联储加息开启试
点延后等因素；
2021年12月至2022年4月，创业板最多回撤不到40%，实际约39.5%
；随后在2022年5~6

月开启为期约两个半月的反弹，幅度达32%，催化主要来自政治局会议、复工复产和碳
酸锂价格企稳等产业层面的积极因素；
需要知道，当股指回撤50%时，需要反弹100%才能回到前高
，所以虽然这两轮反弹幅度
分别达50%和30%以上，但整体回溯来看修复情况是中等的，两轮反弹高点均落在前期回
撤点位的一半左右；
复盘2015年与2021年两个牛市，首一轮下跌分别回吐前期涨幅的64%和61%左右；当前
本轮创业板回吐比例已达64%左右（指涨幅回吐比例，非回撤幅度），整体进入历史可
比阶段的底部区间。展望一个季度，不必过度乐观，也不排除未来两周市场可能进一
步下探，但下探空间不会太大。
三、维度二：主要宽基ETF表现（代表大资金逆势托举态度）
10月至今主要宽基ETF和基金流入接近3000亿元，其中约40%流入沪深300ETF；创业
板和科创50相关ETF分别净流入接近500亿元，体现大资金对创业板和科创50的分配权
重在上升；
从总规模看，这一轮宽基ETF整体合计流入规模与7月下旬相当。后续如果市场出现连
续下挫，大资金可能仍会有逆势托举动作，中期来看对当前点位不必过于悲观。
四、维度三：情绪面多项指标回落至一年内低位
创业板与中证红利的绝对点位比值从6月末的0.86降至10月下旬的0.48，指向创业板
相对中证红利的溢价明显收敛。回溯来看，牛市起点该值一般落在0.3附近或略低于
0.3，现在已回落超过一半，认为权益内部风格有望进一步均衡；
股债性价比角度，沪深300股权风险溢价最新录得6.16%左右，指向权益配置价值在上
升，股债配置建议进一步均衡；
交易情绪方面，11月下旬两市成交金额触及1.43万亿元低位，较6月高点3.6万亿元
下降超过60%；
换手率方面，创业板、科创50换手率降至近一年低点，分别录得1.84%和0.89%；

杠杆水平方面，两融余额一度触及2.46万亿元，较高点回落近20%；两融平均担保比
例最新录得250%左右，接近去年4月对等关税冲击时的240%
，当然较"924"之前或2024
年2月接近30%左右的水平还是偏高的；
期权隐含波动率方面，中证1000、沪深300的期权引波已分别升至30%和20%以上，接
近今年3月流动性冲击的低点，但仍低于7月下旬第一轮情绪释放时的水平；
整体来看，情绪多项指标显然已处于相对低位区间。
五、维度四：政策面释放积极信号

金融街论坛释放积极信号：央行设立应对非银机构（大型）流动性支持工具，有助于
降低赎回抛售负循环的尾部风险；证监会提出巩固稳市机制，注册首批18只（中证）
A500ETF、扩大中长期资金入市等，指向政策面趋稳信号逐步显现。
六、维度五：日历效应与展望
复盘2018年至2025年，六个主要宽基指数11月表现均收涨，其中中证红利、中证
1000的上涨概率均为75%；创业板11月、12月平均涨幅分别是0.9%和1.2%；
当前美债利率阶段回落，有望稳定流动性预期；展望来看建议等待增量催化落地，当前美股、包括韩国股市都出现一定企稳预期；
对于国内配置，可以在股债之间、权益内部进行均衡配置，承接11月往后的跨年布
局，短期可以博弈科技板块的修复机会，但中期来看红利更能行稳致远；
相对看好银行方向的三点理由：一是股息率相对10年期国债利率有吸引力；二是今年
8月下旬的保险资产负债新规鼓励配置红利，这是中期的逻辑；三是政策层面在呵护
商业银行息差、维持商业银行资产质量稳定的方向落实。比如息差今年2月达1.41%，
较前一个季度环比回升0.1个百分点；此外房贷贴息、以及地产房贷相关政策从30年
延长到40年，一定程度上都间接利好银行，房贷贴息相当于让利给银行；
从风格角度看，从成长切换到红利，银行尤其是国有大行的稳健程度会更高。另外从
技术层面观察，银行的中期趋势与超长债类似，行情应该没有走完。所以之后如果成
长板块有反弹，可以做一些风格层面的再配置。
会议实录：
主讲人：
这里是东方财富（东吴）宏观经济早班车，我是东吴宏观的资产配置负责人李佩。今天我们来聊一聊近期表现偏弱的以A股为主的权益市场。我们最新的主题叫"五个维度观察权益资产的超跌信号"。其实我们知道，从年中至今权益市场整体降温，回撤空间我们认为当前已经接近历史可
比区间，市场处于政策底向市场底过渡的一个博弈窗口。回顾来看，6月末我们观测到多类
预警信号集中触发之后，周线背离、日线跌破年线、包括月线出现一些MACD死叉的信号之
后，我们对权益市场整体维持一个谨慎乐观的判断。那么A股走势确实也是偏弱的，而且是明
显弱于预期的。
外部压力主要有三方面。第一个是海外长端利率高位运行，约束风险偏好。第二个是
韩国股市杠杆参与度较高，拖累筹码出清。虽然像当前跟我们2015年不能直接类比，但我们
认为韩国股市跟我们的2015年是有一定相似度的，因为都是杠杆参与程度比较高，所以韩国

筹码出清偏慢，又会间接影响到A股的表现。第三个就是AI产业基本面出现一些对AI叙事裂痕
的因素，一个是Meta出租冗余算力，从7月初到最近某公司的ARR增速放缓，以及信用利差走阔，一度成为整个AI叙事短期的主要矛盾。
那么就创业板而言，从6月末至今，它的整个最大回撤已经达到43%，这是一个非常可
观的回撤。它已经接近2015年、2022年首一轮下跌到反弹、这个下跌对前期牛市涨幅回吐
的幅度。叠加ETF逆势净流入、两融与成交降温、政策底逐步确认，包括11月的日历效应来看，我们认为短期市场可能以低位震荡整固为主，确实缺乏产业的催化；但是如果展望至年末
的话，我们认为当前节点不必过度悲观。
如果后续科技板块有反弹修复，可以进一步切换到以银行为主的红利方向。因为展望到
未来半年这样一个中长期维度的判断，我们认为红利，尤其是银行板块，它相对沪深300的超
额应该是比较明显的。因为整体现在是类似2024年"924"之前的资产演绎定价，所以我们认为
哑铃策略，尤其是红利这一段，应该是会表现相对更加稳健的。对于银行板块，其实大家会
说股息率现在也不低了，相较2022年其实已经明显收敛了；那现在4%左右的股息率，其实它相
较10年期国债利率来说，还是有配置价值的。
那么中债也是我们认为阻力比较小的方向，政策利率择机降息叠加宽松流动性，那么在股债跷跷板回摆的窗口，可以择机增配TL，也就是30年国债期货。
首先我们来看第一个维度，就是对比2015年和2022年，本轮的超跌幅度。首先我们看
2015年6~9月，当时创业板是在去杠杆的背景下，回撤最多达到55%。那么后续在低位震荡
两周之后，反弹52%，反弹的催化主要来自养老金入市新政、降准降息、清理场外配资，以
及美联储加息开启试点延后等等因素。那么2021年12月至2022年4月的创业板，最多回撤
不到40%，实际约39.5%左右；随后在2022年5~6月，开启了为期两个半月左右的反弹，幅
度达到32%，催化主要来自政治局会议、复工复产和碳酸锂价格企稳等等产业层面的积极因
素。

但是我们要知道，当股指回撤50%的时候，我们需要反弹100%才能够回到前高。所以虽
然我们看反弹幅度，这两轮分别达到50%和30%以上，但整体回溯来看，会发现它那个高度相较之前的回撤，它的修复情况是中等的。具体来看，这两轮反弹的高点均落在前期回撤点位的一
半左右。那么复盘2015年和2021年两个牛市，我们会发现它首一轮下跌分别回吐前期涨幅
的64%和61%左右；那么当前我们看到本轮的创业板回吐比例已经达到64%左右了——这个指

的不是回撤幅度，是指之前涨幅的回吐比例。那么整体是进入历史可比阶段的底部区间，所
以展望一个季度，我们认为当前的位置不必过于乐观。当然这不排除未来两周之内，市场
可能还会有进一步下探的可能，但是我们认为下探的空间不会太大。
那么第二个维度，就是从主要宽基ETF的表现来看，这个代表了大资金逆势托举的态
度。我们看到10月至今的主要宽基ETF和基金流入是接近3000亿元左右，其中40%左右是流
入了沪深300ETF。同时，创业板和科创50相关ETF分别净流入接近500亿元左右，相当于
可以体现大资金对创业板和科创50，它的一个分配权重是在上升的
。其实从总规模来看，这
一轮宽基ETF整体的合计流入情况，规模是跟7月下旬相当了
。所以后续如果市场出现连续的
下挫，我们认为大资金可能仍然会有一些逆势托举的动作，所以中期来看，对于当前点位
不必过于悲观。
那第三个方面，就是从情绪面的多项指标来看，已经是回落至一年内的低位了。比如
说从创业板和中证红利的一个绝对点位的比值来看，它是从6月末的0.86降至了10月下旬的
0.48，指向创业板相对中证红利的溢价是明显收敛的
。我们知道其实回溯来看，这个牛市的
起点的话，这个值一般是落在0.3附近，或者说略低于0.3的水平，那现在已经回落超过一半了。那么我们认为权益内部风格是有望进一步均衡的。从股债性价比角度来看，沪深300股
权风险溢价最新录得6.16%左右，这个指向权益配置的价值是在上升的，所以股债的配置
建议进一步均衡。
那么交易情绪方面，我们看到11月下旬两市成交金额触及1.43万亿元的一个低位，那
么较6月高点3.6万亿元是下降超过60%。从换手率来看，创业板、科创50它的换手率也是
降至了近一年的低点，分别录得1.84%和0.89%。从杠杆水平来看，两融余额是一度触及
2.46万亿元，较高点回落近20%；两融的平均担保比例最新录得250%左右，接近去年4月对
等关税冲击时的240%
，当然也是较"924"之前，或者说2024年2月接近30%左右的水平还是偏高
的。从期权隐含波动率来看，中证1000、沪深300的期权引波已经分别升至30%和20%以
上，那么也是接近今年3月流动性冲击的一个低点，但是仍低于7月下旬第一轮情绪释放时
的水平。整体来看，我们认为情绪多项指标显然是已经处于相对低位的区间。

那么第四个，从政策面来看，金融街论坛释放积极信号。首先央行是设立应对非银机

构（大型）流动性支持工具，有助于降低赎回抛售负循环的一个尾部风险。那么证监会提
出巩固稳市机制，注册首批18只（中证）A500ETF、扩大中长期资金入市等等，指向政策
面趋稳信号是逐步显现。
那么第五个维度，就是从展望的角度，我们去复盘从2018年至2025年，六个主要宽基
指数11月的表现均是收涨的，而且中证红利、中证1000的权益上涨概率均为75%；那创业
板11月、12月的平均涨幅分别是0.9%和1.2%。当前来看，我们发现美债利率阶段回落，是
有望稳定流动性预期的。展望来看，建议等待增量催化落地。当前其实美股、包括韩国股
市，都是出现了一定的企稳预期。那么对于国内的配置而言，我们认为可以在股债之间、
权益内部进行一个均衡的配置，承接11月往后的跨年布局，短期可以博弈科技板块的修复
机会，但是中期来看，红利我们认为是更能行稳致远的。
红利这里稍微再展开一下，我为什么相对看好银行方向。第一个，刚才说了，它的股息
率相对10年期国债利率是有吸引力的。第二个，就是今年8月下旬的保险资产负债新规，它
其实是鼓励选择去配置红利的，这个其实也是一个中期的逻辑。那么第三个，就是我们认
为政策层面其实是在呵护商业银行息差的，就是在维持商业银行资产质量稳定的方向落实
的。比如说，我们看到息差今年2月达到1.41%，较前一个季度环比回升0.1个百分点。那么
我们看到包括房贷贴息，还有之前地产的一些房贷相关政策，从30年延长到40年，其实一
定程度上都是间接利好银行的；像房贷贴息这个政策，其实是相当于让利给银行的。另
外，从风格的角度，从成长切换到红利的话，银行尤其是这种国有大行，它的稳健程度应
该是会更高的。当然还有一点，就是我个人从技术层面的一个观察，我觉得它的中期趋势是
跟超长债类似的，就是它的这个行情应该是没有走完的。所以之后如果成长板块有反弹的
话，可以做一些风格层面的再配置。
好的，感谢各位投资者。以上就是我们有关最新的一个小专题——五个维度观察权益资
产超跌信号的主要观点汇报，谢谢。

--- 公募基金2026年三季报点评20261028.pdf ---
全文总结：
非货基金规模格局：易方达、华夏仍为两大头部管理人；南方基金增量最大，超600亿元；博时基金位次降幅较大。
ETF细分表现：权益ETF由华夏、易方达领先，多数管理人规模缩水；债券ETF前20名规模普遍上升，海富通继续领跑；商品ETF整体上升，华安领先。

主动权益基金：三季度规模大幅缩水20.48%，存量规模3.82万亿元；受前期科技成长回调影响，多数产品亏损，医药、黄金有色主题表现突出。
仓位与持仓：各类主动权益基金仓位全面下降，港股仓位结束连续减仓、环比回升3.46%；重仓股主板占比回升，小市值个股占比上升，TMT持仓占比明显下降、医药上升。
债券型基金：债市整体收涨，转债明显调整；短债、中长债规模均上升，指数债基创新高；纯债基金久期大幅提升，含权债基表现一般。
FOF基金：全市场规模环比下降4.64%，为2025年以来首次回落；新发数量创新高但规模下降；个人养老金基金Y份额全部获得正收益；各风险定位FOF三季度均为负收益。
行业主题基金：六大行业数量均上升，仅消费、医药规模增长；医药表现领先，中游制造与科技大幅调整；科技资金净流入领先，主要来自被动产品。
会议实录：
各位投资者下午好，接下来由我向大家汇报2026年三季度末各类型规模相对靠前的公募基金管理人的统计分布情况。
首先，从2026年三季度全市场非货基金规模相对靠前的公募基金管理人细分类型规模分布来看，可以看到规模领先的基金管理人在场内外以及主被动产品之间的布局差异：部分规模领先的公募基金管理人重点布局权益和债券ETF，而部分管理人的场内产品相对较少，主要业务集中在场外的主被动基金。
非货基金方面，从三季度规模变化来看，易方达以及华夏基金仍然是市场上两大头部管理人，位置相对保持不变，规模较二季度分别增加52亿元和54亿元。从增量来看，南方基金规模增量最大，超过600亿元。从位置变化来看，博时基金规模位次变化较大，相较二季度下降了3名。
ETF方面，首先对于权益ETF，华夏基金以及易方达基金权益ETF规模继续保持领先，规模分别增加近100亿元，合计200亿元。前20名管理人中多数规模有所缩水，其中嘉实基金和国泰基金规模缩水相对较多，位次变化整体不大。南方基金位置相较二季度上升了1名左右。

债券ETF方面，前20名管理人的规模相较二季度均有所上升，其中海富通基金债券ETF规模继续保持领先，三季度增加超过200亿元；易方达基金增加也超过200亿元，位次上升两名左右；招商基金位置下降两名。
商品ETF方面，整体规模有所上升，华安基金商品ETF规模继续保持领先，且增量最多，超过100亿元，广发基金位置下降两名。
主动权益基金方面，受上半年相对领涨的科技成长板块回调影响，整体上三季度主动权益基金规模有所缩水。其中易方达基金规模减少最多，2026年三季度减少了超过700亿元，但总体上规模仍保持第一水平，前20名管理人位置整体相对稳定。银华基金位次上升两名。
主动行业主题基金方面，排名相对靠前的管理人基金规模相较二季度整体也有所下降，其中某基金规模仍居第一位，但相对减少近500亿元；易方达基金减少近400亿元，位次下降一名；招商基金是前20名中少数规模增加的管理人，增量近20亿元，位次上升6名。
纯债基金方面，广发基金和招商基金的纯债基金规模仍然保持领先，其中广发基金增加超过300亿元，位次保持不变；南方基金规模增加也超过300亿元，位次上升4名左右；工银瑞信基金规模缩水较多，减少199亿元。

固收+基金方面，易方达基金和景顺长城基金规模存量继续保持领先。从规模增量来看，富国基金规模增量最大，超过300亿元；大成基金位次上升5名；某基金减少超过200亿元，位次下降1名。

场外被动基金方面，场外被动权益基金中，易方达基金和华夏基金的规模保持领先，但整体规模有所下降，其中华夏基金减少超过150亿元。前20名管理人整体来看多数规模也有所缩水，其中华泰柏瑞基金规模逆势增长，超过30亿元；万家基金位置上升3名，某基金位置下降3名。

被动固收基金方面，易方达基金的场外被动固收基金规模继续保持领先，该季度增加超过200亿元，汇添富基金增加超过150亿元。

被动商品基金方面，整体规模小幅上升，华安基金场外被动商品基金规模继续保持领先，相较上季度增加近20亿元。

以上是整体三季度各类基金规模靠前管理人的分布情况。接下来，由我的同事为大家分享三季度主动权益基金季报的整体情况。

各位投资者下午好，我是基金评价团队的分析师汪思杰，我来给大家介绍主动偏股基金在三季度披露完毕后的季报统计分析情况。我们从两个方面展开：第一是主动权益基金市场层面的回顾，第二是重仓股及仓位的分析。市场回顾主要从业绩概况、规模和新发市场三个角度切入；持仓分析则首先对股票仓位、港股仓位进行分析，并对重仓股的市值风格、行业分布以及重仓个股情况展开说明。

首先明确主动权益基金的定义口径：普通股票型、偏股混合型以及高仓位的灵活配置型加偏股混合基金，筛选三季度之前成立的存续产品，总共4579只。

整体业绩方面，今年三季度权益市场出现比较明显的反转，前期领涨的、受益于AI产业趋势的科技成长风格出现大幅回调。创业板在三季度下跌27.8%，小盘成长风格指数下跌20.6%；与之相对，三季度红利板块表现相对领先，银行和煤炭分别上涨16.8%和15.5%；电子、通信、建材分别下跌31.9%、30.2%和24.2%。从样本内的主动权益基金来看，三季度平均下跌12.87%，今年以来则抹去了前两个季度的涨幅，整体下跌8.54%，与国内主要宽基指数相比处于比较中游的水平。

从三季度业绩分布看，多数主动权益基金收益分布处于-40%~10%之间，数量占比超过75%的基金在三季度呈现亏损状态。从今年以来看，有3274只基金呈现亏损，数量占比也超过75%。从单只基金业绩来看，三季度表现突出的基金主要重仓CXO及创新药上游产业链，包括李嘉诚管理的招商前沿医疗保健和招商品质成长，以及张红管理的华泰柏瑞医疗健康等，这些产品三季度收益都超过30%。除重仓CXO的基金外，另一部分主要布局黄金有色矿业、并覆盖部分券商保险标的产品表现也不错，例如由许文波管理的东方新锐趋势领航，三季度上涨32%。

规模方面，三季度主动权益基金存量份额继续呈现赎回，叠加平均业绩下跌，整体规模大

幅缩水20.48%。截至三季度末，主动权益基金样本合计规模3.82万亿元，份额2.33万亿
份，份额环比下降3.92%
。从单只基金规模变动看，筛选截至三季度末规模超过50亿元的主动
权益基金，一方面长期业绩优异且注重风险控制的稳健派基金经理产品获得较多资金流入，规模
涨幅领先，包括由孔先正管理的诺安多策略（一只量化产品），以及杨光昌管理的易方达供
给改革（该产品在三季度下跌之前就提前减仓科技，整体三季度净值相对平稳）；另外还有某
基金经理管理的华商创新成长
，该基金经理还管理部分固收+产品，在固收+基金经理中表现比
较优异。此外，部分重仓有色及医药的基金也有较高规模涨幅，例如由吴国清管理的前海开源
金银珠宝，三季度规模涨幅接近20%；葛兰管理的中国医疗创新三季度也有超过15%的规模
涨幅，但由于其在2021年之前规模已经很大，目前尽管业绩表现相对较好，存量份额仍呈现赎
回状态，从份额来看，中国医疗创新三季度环比下降6%以上。
再看头部规模超过200亿元的主动权益基金，相较二季度末有18只规模超过200亿元，到三季
度之后，前期热门科技类基金规模大多随市场反转重新落到200亿元以下，目前只有5只基金规
模仍在200亿元以上。其中，严凯管理的东方人工智能主题和方建管理的银华集成电路，虽

然因业绩导致规模下降较多，但从份额来看仍呈现净流入状态。
新发市场方面，2026年三季度新发的主动权益基金数量和平均募集份额同步下降，季度内
新发104只产品，合计募集规模350亿元
；四季度以来截至昨天有8只主动权益基金发行，合计
募集规模10.47亿元。从单只募集规模较大的产品看，三季度募集规模最大的是由江山管理
的景顺长城成长先锋，发行时募集40亿份
；四季度以来截至昨天成立的一些基金募集规模相
对较小，募集份额较大的是张琪、裘天兰管理的易方达北交所优选，接近5亿份
。
第二部分是主动权益基金的仓位及重仓股持仓分析。从仓位来看，三季度各类主动权
益基金仓位呈现全面下降，其中普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、偏股混合型四类基金的股票仓位分别下降0.2%、0.13%、2.76%和5.12%。截至目前，四类基金权益仓位分别为
89.5%、86.6%、83.9%和62.19%
。下面两张表展示相较二季度末三季度以来股票仓位变动比较
大的基金，筛选标准是成立满四个季度报告期、最新规模超过50亿元的主动权益基金。其中徐
恒管理的华夏行业景气、梁少文管理的东方阿尔法科技智选
等基金股票仓位增加较多，相对
增加10%以上；与之相对，王贵重管理的嘉实科技创新、惠颖管理的诺安成长
等基金股票仓
位大幅减少，这两只偏股基金在整个三季度仓位下降接近30%、25%以上，降到合同约定的最低限制，降仓理由也是出于防控风险角度所做的权益仓位下调。
港股方面，针对可以投资港股的主动偏股基金，截至2026年三季度末，港股占股票市值的
比例接近19%，相较二季度末结束连续减仓状态，环比从底部上涨3.46%
。下面两张表展示
港股仓位变动比较多的产品，同样筛选成立满4个季报期、规模超过50亿元的产品。从港股仓位
加仓来看，由王文忠管理的嘉实科技创新港股仓位增加较多；另一方面，由杜厚良管理的中

欧信息科技港股仓位相较二季度末下降10%以上。
再看主动权益基金重仓股的上市板块及市值分布。从上市板块看
，三季度末主动权益基
金重仓股中属于主板股的占比终于呈现回升，截至三季度末占比47.78%，相较二季度末回升
4.33个百分点；相对的，双创占比从高位下降，创业板下降3.21个百分点，科创板下降1.2
个百分点。从市值分布看
，主动权益基金三季度重仓股中总市值区间处于3000亿元以下的个股
持仓占比有明显上升，上升8.35%，目前合计占比65.48%；进一步看，其中总市值区间处于
500亿元以下的小盘股持仓占比上升较多，上升6.73%，目前占比达到23.42%。
从重仓股行业看，三季度主动权益基金在TMT板块的重仓股持仓占比明显大幅下降，截至
三季度末，持仓占比从二季度末的62.31%下降到53.98%
；其他五个板块持仓占比则呈现上
升，其中医药板块持仓占比增加较多，环比增加3.89%，目前占比接近10%
。从重仓股行业持
仓市值看，截至三季度末，主动权益基金重仓股市值最高的行业仍是电子，其次是通信、医
药、机械。其中电子和通信在二季度末达到极高点后，三季度呈现比较大幅的持仓市值下
降，电子相较二季度末持仓市值大幅下降3628亿元。从占比看，截至三季度末，电子行业在
主动权益基金重仓股中的占比从二季度末的42.68%下降到三季度末的35.84%。
从重仓个股汇总统计看，截至三季度末，中际旭创仍是主动权益基金第一大重仓股，其次是新易盛和药明康德，其中药明康德较二季度末获得较多增持。此外，长鑫科技作为7月
刚上市的存储芯片龙头，刚上市就获得较大资金流入，目前在主动权益基金重仓股中的重仓市值
已经超过400亿元。从个股增仓和减仓来看，长鑫科技和药明康德较二季度末持仓市值增加较
多，均超过200亿元；从减仓来看，中际旭创和新易盛较二季度末重仓市值减少较多，市值
来看降低400亿元以上。
以上是我们对主动权益基金三季报的分析，接下来交给组内其他同事介绍。
各位投资者下午好，我这边介绍债基的情况。
首先是三季度债基市场主要指数的走势回顾。三季度债市整体收涨，截至9月30日，中债
总财富指数上涨0.95%；相对应地，可转债市场出现比较明显调整，中证转债三季度下跌
7%。
从规模来看，各类债券型基金在三季度规模基本都有所上涨，其中短债和中长债基金分别
提升至1.24万亿和6.1万亿，含权债基规模有小幅增长，目前规模大概3.74万亿；指数债基
规模继续增长并创新高，目前规模达到2.15万亿。
从发行情况看，仍然是含权债基数量最多，二级债基发行数量最高、发行规模最大，共69只基金成立，合计发行规模404亿元
。纯债基金和指数债基的发行情况相较二季度和一季度

都有比较明显的改善；中长债基金发行数量有5只，但发行规模还是比较可观的。
纯债基金的业绩表现和持仓情况方面，分别统计短债和中长债基金三季度收益率的平均数和中位数，短债基金为0.43%，中长债基金均值为0.68%，都处于近三年中等偏低的水平。从券种配置看，短债基金和中长债基金相较二季度都有小幅增配信用债。下面根据基金披露重仓券分别统计平均久期并观察久期分布变动：纯债基金平均久期相较上季度大幅提升至3.47年，从分布看，加仓了10年以上、7~10年的长债以及3~5年的中长债，减仓了1~3年的中短债。
短债基金杠杆率小幅降低，中长债基金杠杆率从110%下降到108%，评级变化不大。
下面介绍含权债基的业绩表现及持仓情况。三季度含权债基整体表现比较一般、平均呈亏损状态，一级债基、二级债基、偏债混合以及低仓位灵活配置的平均收益均为负，其中二级债基、偏债及低仓位灵活配置的平均收益在-1%~-2%之间，处于近3年低位。相应地在大类资产配置上，股票仓位和可转债仓位较二季度都有一定幅度下降，股票仓位下降0.51个百分点，可转债仓位下降0.19个百分点，目前股票仓位平均10.35%，可转债仓位4.48%。从纯债持仓看，含权债基三季度小幅加仓利率债。久期测算同样根据重仓券计算，含权债基重仓券平均久期也有比较明显的提升，目前达到5.77年，整体是中长期久期的风格；从分布看，明显加仓10年以上长债，减仓3年以内短债。杠杆率中位数由107%下降到105%。根据披露持仓统计信用评级分布，结果显示与二季度相比，含权债基三季度高等级信用债占比有所提升。
下面是含权债基增强端的情况，仍然用重仓股统计行业分布，电子、通信、有色、银行是比例最高的行业，其中电子占比25.8%，和二季度相比电子占比已大幅降低，但集中度仍比较高。这里根据持仓市值统计，前十大重仓股仍以科技成长板块为主，集中在通信设备、半导体等AI算力相关产业链，中际旭创、紫金矿业、新易盛为前三大重仓股；从排名看，紫金矿业、药明康德及源杰科技等个股排名上升。
下面根据披露的可转债持仓统计可转债行业分布。含权债基整体在银行、电力设备及新能源、化工、电子、机械上的配置比例比较高。和二季度相比，三季度对电子行业转债增配较多，对机械、银行、电力设备及新能源、电力及公用事业行业的转债减配较多。
最后一部分是可转债基金的情况。从业绩看，由于转债和股票市场都在三季度下跌，转债基金季度收益平均为-10.44%，为近三年来的最低水平，其中工银转债收益最高，获得8.64%的收益。从行业分布看，在银行、化工、电力及公用事业、电力设备及新能源、电子上的配置比例比较高；和上季度相比，银行增配较多，电子减配较多。从估值看，相较二季度，

转债基金持仓的可转债在三季度估值相对有小幅降低，市价中位数约128元，转股溢价率中位
数明显降低，从48%下降到42%左右。
以上就是债券型基金三季报的点评情况，下面由周子琪介绍一下行业主题基金的情况。
各位投资者下午好，接下来由我为大家介绍FOF基金在三季度的一个整体情况。三季度FOF基
金整体规模出现一定回落，新发基金平均发行规模有所下降。我们将从三个部分展开：首先对市
场进行整体回顾，然后回顾业绩表现，此外分析FOF基金重仓基金的情况。
首先，截至三季度末，个人养老金基金FOF产品总数量217只，Y份额合计规模超过180
亿元，相较二季度末数量增加两只，共有两只Y份额基金被新纳入名录，且成立1只对应养老目
标风险FOF、1只对应普通FOF。截至9月底，完整运行的173只Y份额个人养老金基金，2024年
以来平均收益18.98%，所有Y份额基金都获得了正收益。从市场整体看，三季度末全市场
公募FOF共670只，相较二季度末数量增加51只
，新发市场整体较为活跃；而管理规模相较上
一季度有所回落，合计管理规模3202.14亿元，环比下降4.64%
，存量规模整体下降，这与三
季度FOF业绩表现整体不佳可能存在一定关联。从历史情况看，2026年三季度是2025年以来首
次出现规模回落。

在当前FOF结构分布上，三季度出现4只另类FOF，均为三季度新发，是中证REITs全收益
指数基金，管理人分别是南方基金、易方达基金、华夏基金和中金基金，目前均由FOF基金
经理管理。分类型看，普通FOF的规模和数量均占优，数量达到430只，合计规模2570亿
元，规模占比超过80%。分不同风险类型看，低风险FOF数量居多，合计规模达到2396亿
元，高于中风险和高风险FOF，规模占比约75%，目前占据主导地位。
下面展示三季度末合计管理规模排名前10的FOF基金
，可以看到都是普通FOF产品，风险
类型整体以低风险为主，共8只，中风险和高风险FOF各有一支，锁定持有期相对集中在3个月和6
个月。目前规模在50亿元以上的产品共4只，管理规模最大的是富国鑫汇甄选3个月持有，
规模达到88.5亿元。管理规模靠前的产品中，可以看到有6只都是招商银行长盈计划的产
品，风险定位涵盖高中低，且都是2025年以来新成立的基金。
存量产品方面，二季度末共619只产品，其中12只三季度终止，607只存续至三季度末的基金合计存量规模2892亿元，环比下降14%，存量规模整体出现回落。分类型看，普通FOF规
模下降15%，降幅比较大
，养老目标风险FOF和养老目标日期FOF环比分别下降6%和11%。从不同
风险类型看，低风险和中风险FOF规模下降较多，环比分别下降14%和15%，高风险FOF也有
11%的下降。
接下来看各类FOF中增量规模排名前五的基金，靠前的基金基本集中在普通FOF。其中低

风险定位的南方稳健3个月持有规模增长接近20亿元
，也是招商银行长盈计划的产品；此外南
方全天候策略规模增量也超过10亿元，其他产品规模增长幅度都比较小。
新发市场方面，三季度新发FOF共63只，相比上一季度发行数量增加21只，新发数量达
到历史新高，但规模有所回落，合计新发规模312亿元，相较上一季度下降36%。从新发产
品类型看，整体集中在普通FOF，三季度普通FOF新发数量58只、新发规模298.5亿元，占据
主导地位；此外新发1只养老目标风险FOF和4只另类FOF。从风险定位看，除另类外，三季度新发
包括52只低风险、3只中风险和4只高风险，合计发行规模分别为280.6亿元、14.8亿元和
4.7亿元，低风险FOF整体新发规模占90%，仍占据主导地位。
从发行规模靠前的产品看，比较多的是中低风险定位的普通FOF，其中新发规模最大的是
汇添富多资产优选3个月持有，新发超过20亿元
。不过也能看到新发平均发行规模有明显下
降，二季度平均发行12亿元，三季度下降至5亿元，环比下降57%。
从目前市场格局看，2022年以来布局FOF的管理人数量基本比较稳定，三季度末共83家基金公司有所布局。从市占率看，管理规模靠前的基金公司合计市占率2020年以来整体逐渐小幅
下降，三季度也有一定下降，规模前十的基金公司合计市占率60%，相较上一季度下降1%。
和二季度末相比，管理规模靠前的管理人位次基本比较稳定，只有南方基金的位次有所上升
。

从具体管理人看，易方达和兴证全球分别位列第一和第二，易方达管理规模超过330亿元。
可以看到多数规模靠前的管理人在三季度基本都有产品新发，但除南方基金外，三季度整体规
模都还是有所回落。从前十大管理人在管产品的风险类型看，广发基金在中风险和低风险FOF
的规模布局比较均衡，而兴证全球基金在低风险和高风险都布局比较多
，其他管理人规模上
整体还是以低风险为主。此外，易方达基金、南方基金和华夏基金都在三季度布局了另类产
品。
接下来对FOF基金三季度业绩表现进行整体回顾。三季度A股权益市场整体下跌，主要A股宽基指数都收跌，恒生指数则有一定上涨，国债指数、信用债指数收正，黄金也有一定上涨。各
风险定位的FOF在2026年三季度均获得平均负收益，低风险、中风险和高风险FOF的平均收益
分别是-1.45%、-7.21%和-13.49%
。从三季度业绩表现比较好的产品看，业绩靠前的低风险产
品还是获得正收益，但高风险产品在三季度都获得负收益。从今年以来业绩表现看，由于前两个季度积累了整体收益，年内整体表现仍是高风险FOF优于中风险、优于低风险
，但相较上一
季度，各类收益率都出现比较明显的下降。
从今年以来不同风险定位的FOF和对标公募基金的表现看，三季度中风险定位FOF下跌
7.21%，相对优于平衡混合型基金；低风险FOF季度平均下跌1.45%，跑输固收+基金；高风

险ＦＯＦ下跌１３.４９％，也跑输主动权益型基金
。不过各风险定位FOF的平均最大回撤幅度都小于
其对标公募基金。从今年以来情况看，各风险定位FOF都没有跑赢其对标公募基金，但回撤控制相对更好一些。
接下来是ＦＯＦ基金三季度重仓基金的情况分析。在资产配置方面
，被动型、混合型、QDII
和另类投资基金的重仓规模占比都有上升，债券型、货币型和股票型基金的重仓规模占比则下
降。具体来看，三季度全部ＦＯＦ重仓持有债券型基金的规模最大，合计重仓规模１０５５亿元，
占比约５９％，相较上一季度下降２.５％；重仓规模排名第二的是被动型基金，合计占比
２２.６％，重仓规模占比有一定幅度回升
；此外，混合型和另类型基金重仓规模占比也分别有
0.59%和1.24%的回升。
分不同风险定位的FOF看，低风险ＦＯＦ持仓中大约６７％是债券型基金、２３％是被动型基金，
持仓类型相对比较集中；中风险ＦＯＦ持仓中大约４５％是债券型基金
，此外在被动型和混合型的
持有比例也比较高；高风险ＦＯＦ持仓中混合型产品占比约４１％、被动型２６％
，其他类型基金配
置相对均衡，整体呈现多元化特征。
从具体重仓基金个基情况看，首先看固收类基金，包括主动债券型、偏债混合型、低仓位灵活配置型和非指数的QDII债券型基金。三季度ＦＯＦ重仓规模前十的固收产品中，共有６只中
长期纯债、２只短期纯债和２只一级债基，重仓规模都超过１３亿元，其中广发景宁纯债、易

方达穗丰天地、鑫元恒信等基金重仓规模整体靠前。重仓规模前10的产品中，除广发理财中
短债之外，都主要由内部ＦＯＦ重仓使用。从重仓次数靠前的产品看
，包括9只中长期纯债、３
只一级债基和1只二级债基，其中广发纯债被重仓次数整体靠前，达到４３次，鑫元稳泰和广
发景宁纯债被重仓次数也在３０次以上。除易方达汇丰天利和富国投资级信用债之外，重仓次
数比较多的多由外部ＦＯＦ贡献。基于外部FOF的重仓数据，三季度东方天翼的外部重仓规模位
列第一，达到１３.４５亿元；鑫元稳泰和广发纯债的外部重仓次数并列第一，达到３１次。此
外，鹏华丰享、西部利得汇享这些基金的外部重仓规模和次数也比较靠前。和存量FOF在2026年二季度重仓的基金相比，三季度外部重仓增持规模和次数都比较靠前的有大成明稳增长、易
方达瑞通、华夏鼎鸿等，外部增持规模都在１.５亿元以上，其中大成明稳增长的外部增持规
模和次数都位列第一。
接下来看主动权益型基金，包括普通股票型、偏股混合型、非指数的QDII股票型和权益仓位较高的灵活配置型及QDII混合型基金。从三季度重仓规模靠前的产品看，包括易方达供给

改革、东亚联丰环球股票、易方达新常态、易方达信息行业精选
等。重仓规模靠前的易方达
旗下基金基本都由内部FOF重仓持有，而三季度重仓规模靠前的主动权益基金都是负收益，业
绩整体表现不佳。从重仓次数靠前的产品看，易方达供给改革和广发全球精选人民币被重仓
次数比较靠前，分别达到27次和24次
，整体被重仓次数靠前的基金都主要由外部FOF贡献重仓
次数。其中，诺安多策略、电信灵活配置、华安多策略、易方达科汇
这些基金在三季度获得
正收益。基于外部FOF的重仓数据，东亚联丰环球股票的外部重仓规模位列第一，超过6亿
元；广发全球精选人民币和易方达供给改革的外部重仓次数超过20次
。此外，华夏创新前
沿、国富全球科技人民币、汇安多策略、东方红京东大数据等基金的外部重仓规模和次数都比较
靠前。
从外部重仓偏好的基金类型看，三季度行业主题型产品相对集中于科技，且部分为QDII产品，风格上以价值和成长居多，量化基金也有一定布局。和存量FOF二季度重仓的基金相比，三季度国富亚洲机会的外部增持规模位列第一，达到1.97亿元；诺安多策略的外部增持次数
位列第一，达到16次；汇安多策略、中银香港环球股票、东方红京东大数据等基金的外部增持规模和次数也相对靠前。
接下来看被动型基金，包括被动股票型、被动债券型、QDII ETF、QDII指数和另类ETF。基于三季度重仓情况，除华安黄金ETF的重仓次数比较靠前之外，重仓规模和次数都靠前的基
金都是债券型基金，且都是债券ETF，涵盖地方政府债、Smart Beta信用债、政金债、国债等主体。和存量FOF在2026年二季度重仓的基金相比，三季度增持规模和增持次数都靠前的被动型
基金主题更丰富一些，包括中债新综合、黄金、沪港深黄金产业、港股通银行等。

以上是FOF基金在三季度整体表现的回顾，接下来请我的同事周子琪为大家介绍行业主题基金在三季度的整体情况。
各位投资者下午好，接下来由我为大家分享行业主题基金三季报的大概情况。
首先从数量和规模上看，六大行业的数量都有所上升，科技行业新增数量总共45只；从
规模上看，科技和中游制造受行情影响规模大幅度缩水，只有消费和医药行业的基金获得
规模增长。从新发基金看，科技的新发数量和规模继续位居第一，共47只产品、总规模142
亿元；科技行业的新发基金大多数为被动型基金，其中以算力主题ETF为主。整体来看，三季度新发基金平均募集规模不到2亿元，同比大幅降低，降幅42%。
从业绩表现看，六大类行业基金表现分化明显，医药基金表现领先，平均收益率超过13%；中游制造和科技基金收益大幅调整，跌幅都超过20%。从主被动表现差异看，6个行业
当中，只有金融地产行业的主动型基金跑赢了被动型基金。从ETF交易情况看，三季度科技
行业ETF区间日均成交额保持领先，交易最为活跃；消费行业ETF交易持续保持低迷。从资

金变动看，科技行业资金净流入保持领先，其中被动行业逆势吸金超过1000亿元，而主动
型科技基金有将近200亿元的净流出
；医药行业基金虽然业绩表现最好，但也有超过100亿元的
净流出。
接下来具体看规模和数量的变动。目前科技行业的基金数量和规模总量保持领先，共667
只、总规模超过1.1万亿元
。新发基金方面，前十大新发规模基金中大多数是科技主题，只有1
只是化工ETF，科技类里有7只是算力ETF。ETF方面总共10只，其中科技和中游制造各3只。
业绩表现上分化很明显，医药领涨，金融地产和消费小幅上涨，周期小幅下跌
。从主被
动表现看，金融地产的主动型基金小幅跑赢被动基金，而科技、制造、周期主动基金都大
幅跑输被动型基金。
分六个行业来看：
消费行业基金三季度季度收益率均值1.17%，跑输农林牧渔、消费者服务、商贸零售和食品
饮料这几个指数，但跑赢宽基指数，表现不错；主动型基金跑输被动型基金。表现比较好的主动
型基金包括华夏消费优选，收益率超过20%；被动产品中农业相关指数表现最好。
医药生物基金涨幅超过行业指数，也超过主流宽基指数，但主动基金仍没有跑赢被动基
金。从表现最好的产品看，招商前沿医疗保健和招商医药健康产业收益率超过40%
；被动型产
品中港股通医疗主题相关ETF收益率领先。

科技板块三季度大幅调整，其中只有传媒小幅上涨0.62%，电子、通信和计算机都大幅下
跌，科技行业基金下跌超过22%，但跑赢了电子和通信行业，主动基金也大幅跑输被动型基
金。从具体业绩表现看，重仓传媒相关的主动型基金表现相对比较好；被动基金中影视、港股通
互联网等非电子通信主题ETF表现领先。
中游制造基金表现很差，只跑赢电力设备与新能源行业，主动基金也大幅跑输被动基金。
表现较好的基金中，光大阳光制造和博时工业4.0收益领先
；被动产品中船舶、高铁、汽车相
关表现不错。
周期行业基金跑赢建材、基础化工和有色金属以及其他主要宽基指数，被动型基金相对更
抗跌。表现比较好的产品是重仓贵金属板块的主动基金，包括嘉实资源精选、前海开源金银珠
宝，涨幅都超过10%；被动产品中黄金产业股票指数相关产品涨幅领先。
金融地产相关产品三季度表现也不错，但没有跑赢银行、房地产和综合金融，只跑赢了非
银行金融；主动型基金更具弹性，跑赢了被动型基金。表现比较好的包括工银精选金融地产、
华泰柏瑞新金融地产和广发金融地产精选，收益率超过10%
；被动产品中地产相关ETF跑赢银
行相关ETF，但从指数看银行是跑赢地产的，这其实与行业指数和行业主题ETF跟踪指数的成分股
及权重不同有关。
第三，看整体交易情况和资金变动。与行情下跌相反，科技行业获得大量资金分配，其
中主要靠被动型资金吸金；医药行业虽然表现最好，但仍获得比较大幅度的净流出。从成

交活跃度看，科技成交活跃度依旧保持领先
。从六大行业ETF交易情况看，成交比较活跃的主
题包括科创半导体材料设备、半导体材料设备、科创板芯片和香港券商等相关细分主题。从资
金流动看，细分主题中半导体、机器人相关主题产品净流入规模较大，港股通科技、煤炭、港
股通非银等细分主题净流出规模相对较大。
最后分析主动管理型行业主题基金的持仓变动情况
。我们统计了六大行业基金的重仓股
情况，其中橙色底色是获得持仓增加，蓝色是持仓数量减少。可以看到，消费行业减持比较明
显的包括贵州茅台、比音勒芬、伊利股份等
，猪周期相关个股包括牧原、温氏等都获得比较
明显的增持。科技和中游制造方面，AI相关个股包括新易盛、中际旭创都获得减持，获得增
持
幅度最大的是三季度新上市的存储个股长鑫科技。周期行业中
，黄金相关个股获得比较大幅
度的增持。
以上就是行业主题基金三季报的情况，今天的基金三季报分享到此结束，感谢各位投资者的
收听，谢谢大家。

--- 为何持续下跌？20261028.pdf ---
全文总结
本次为西部证券策略首席曹柳龙就市场最新走势做的汇报，主题为为何持续下跌。针对昨
日市场出现较明显调整、尤其尾盘调整特别明显、甚至出现恐慌迹象的现象，汇报了最新观点。
主要内容分为以下要点：
一、总体观点
团队一直以来的判断是：美债高利率已经导致美国市场两个月内连续5次股债汇三杀
，
所以一直判断外部可能会有系统性风险。
对市场的判断：当前一定要做好防冲击的准备，配置一些低位的地产和消费，甚至配
置一些黄金作为底仓去防御——注意是黄金，不是黄金股。
上周一，吴清总（证监会主席）直接表示要全面应对超预期多重输入性风险挑战，这
意味着监管高层其实判断外部存在系统性风险。上周周小川也明确表示，要应对AI投
资失败可能导致的金融动荡，做提前的应对措施。这基本已形成一致预期：外部可能存在一些系统性风险。
在近期路演中，团队一直提示：在这种系统性风险前提下，即便市场调整，也不要过多
去（博弈）反弹；趁着市场反弹，进一步切换到防冲击的防守型板块当中
，因为外部
风险没有充分释放。
二、三个外部风险
第一个风险：法债危机，可以类比亚洲金融风暴。最近几十年，美联储在降息周期过
程中突然加息只有两次：一次是今年9月份，一次是97年4月份
。97年4月美联储在降息
周期中突然加息，导致97年7月亚洲金融风暴；现在美联储在今年9月降息周期中突然
加息，有可能导致法债甚至出现系统性风险。

为什么？因为当前法国和97年的泰国（亚洲）有三个相同点：一是外在压力巨大；二
是货币政策缺乏独立性；三是美联储加息、收紧金融条件，导致债务风险爆发。
这个外部风险什么时候暴雷不知道，有可能半年内、有可能一年内，也有可能不暴雷，
但这个风险是"达摩克利斯之剑"，悬挂在全球风险资产头顶，随时可能爆。
第二个风险：美国AI投资可能失败的风险。团队一直强调，AI特别看好，它很有可能
是人类的未来，但这并不保证美国当前的AI投资一定能够成功。为什么?因为美国
AI投资现在最大的bug就是它找不到盈利路径、找不到终局的盈利模式。
前期投了万
亿级别的资本开支，最后怎么把这些投资回收，是老大难的问题。
美国AI要盈利有两条路径：

第一条，高价卖API，通过API垄断高价赚取超额利润，去覆盖前期投入。
但现在中国廉价模型、高性价比模型把API价格打下来了，这就意味着美
国很难通过纯粹售卖高价API去回收前期投资，这个预期也崩了。
第二条，AI和传统工业体系、传统供应链结合起来，带来人类生产效率提
升，在这个过程中赚取生态的钱。但由于国家安全的考量，很难想象美国
的AI去改造中国的供应链然后赚钱——因为全球制造业供应链主要在中国，
所以美国在这方面赚生态的钱，一它本身能力就不足，二它很难跑到中国赚
全球供应链制造生态的钱。
这也就意味着：如果一个项目前期投资很高，但终局赚钱的路子看不清，那么
至少目前来看，这个项目存在庞氏特征。而庞氏特征的项目，要么是资本开支
持续扩张，要么是持续估值扩张，否则可能会遭遇流动性冲击。
而现在的问题就是，美国AI投资失败潜在的流动性风险可能在11月初美国中期
选举前后，也就是还有两周时间，这个风险可能会爆发。因为中期选举大概率
特朗普会失去众议院，意味着特朗普权限会被削弱，会导致两个后果：一是美
国AI资本开支可能会放缓；二是战争会拖延，美债利率会持续高位。而资本开
支放缓和美债利率持续高位压制估值，对于当前美国AI的"内卷/庞氏"特征，就
会触发它的流动性风险。
第三个风险：美债高利率，是"达摩克利斯之剑"。为什么美债利率高？美债利率高
意味着美债价格低。为什么美债价格低？一方面美债供给增加，一方面AI债券的供给
也增加；债券供给增加，但由于美军搞不定伊朗，全球资金对于美债、对于美元的信
任度降低，美债需求在回落，导致美债价格回落、美债利率抬升。
这就是美债高利率
背后的原因：供给扩张的情况下，美债的信任度、需求在回落。
在这个背景下：如果未来AI资本开支扩张，AI债的发行规模就扩张，债的供给
会进一步增长，而需求在边际回落，也就是说美债利率可能要失控——虽然美
股AI不一定有系统性风险，但美债会有系统性风险。
另一个情况：如果AI资本开支回落，AI企业债的发行需求也相应回落，美债
（企业债和国债）供给会降低，美债需求也在边际回落，那美债利率不一定失
控；但如果AI资本开支放缓，那么美股AI也会失控、美股AI也会暴跌。

也就意味着：只要美军搞不定伊朗，或者说全球油价和VLCC船运价格这两个指
标没有明显回落，那么无论AI资本开支是扩张还是放缓，美债或美股至少有一个会发生系统性风险，而这个系统性风险的时间也是在11月份。所以团队一直强调11月份会有一个外部的系统性风险。

三、内部的不确定性：交易特征

内部也有一些不确定性，主要是交易特征导致的不确定性。团队了解下来的情况是：7月份市场下跌时，游资基本已经撤得差不多了；而9月22号到这一波下跌，可能是险资
和养老金（年金）这一波减仓导致的。
今天公募基金三季报数据已经出来，团队做了测算：当前公募基金对TMT的持仓看起来
是有所回落，但依然维持在高位；如果把市值变化刨除掉，公募基金对TMT板块其实
还在逆势加仓。
这意味着，如果11月份外部系统性风险暴露（团队猜测这种可能性不能排除），那么
11月份公募基金（被迫/集中）减仓还可能带来调整压力。
所以现在怎么办？短期一定要防冲击——短期即便反弹，也要换仓；无论有没有反弹，都要换仓到低位的地产和消费防冲击。

四、长期判断：牛市的本质与条件函数

长期判断的标准是：本轮A股牛市的核心驱动力是人民币升值驱动财富回流，这是A股
牛市的本质。现在人民币已经升值突破6.7，这意味着只要人民币升值趋势没有彻底
反转之前，A股中长期牛市的趋势也不会逆转。
但要给出一个条件函数：
如果假设年内产生"大礼包"、大规模财政刺激政策有可能年内落地，那么明年其实就是消费牛市。
如果大规模财政大礼包没有落地，那就会进入震荡市。
但中长期非常看好A股。
很多人会觉得团队有点分裂：为什么短期讲系统性风险，中长期又特别看好A股？原
因在于：
之前报告和电话会议中反复强调，中国2018年前后人均GDP突破1万美元，突破这个门槛以后，中国会进入工业化成熟期。对比来看，美国1943年进入工业化成熟期，日本1970年进入工业化成熟期。
看数据：美国1943年进入工业化成熟期以后，美股1945年到1965年经历了20年
（长期）牛市；日本1970年进入工业化成熟期以后，日本股市1970到1990年也
经历了20年（长期）牛市。

为什么美国和日本股市进入工业化成熟期后会迎来20年牛市？因为工业化成熟期以后，这个国家会出现两个变化：一是工业体系会获得非常强劲的对外出口、赚取国民财富的能力；二是这些国家不需要再用大量财富投入实体、投资建设工业体系（因为已经工业化了）。
于是一方面能赚取大量财富，另一方面财富不必再投入实体，这些财富就会形

成堆积，流入股市、流入消费，带来10年、20年的消费核心资产牛市——这是
长牛慢牛，它的前提就是中国进入工业化成熟期。
但这里就有一个疑问：照理说2018年前后中国正式进入工业化成熟期，那么理
论上应该从2019年开始到2039年，中国会迎来10年甚至20年的核心资产牛市。
但为什么2019、2020、2021三年核心资产牛市以后，2022年开始，核心资产牛
市就直接变成了"老登资产"（核心资产）熊市，一些核心资产跌跌不休，走了5
年熊市？
为什么？因为中美对抗。中美对抗的前沿是制造业。中美对抗过程中，美国想要帮助中国实现"去工业化"，美国喊出的一个口号是"再工业化"；也就是说，中美对抗下，中国为了保住制造业、保住制造业出口，主动极致压低国内要素价格，去保出口、保护制造业。
这种路径就是（不动）地产泡沫，以及（尤其是）制造业——新能源的内卷式资本开支扩张，进一步压低要素价格。而压低要素价格（工人工资就是一个要素价格），居民部门现金流量表受到挤压；以及房价下跌，居民部门资产负债表也受到挤压。居民部门资产负债表和现金流量表都受到挤压，就意味着我们压低要素价格保出口，但代价是牺牲内需消费。
但现在地缘形势变更，中美确立建设性战略稳定关系、中美缓和，中国没有必要继续极致压低要素价格；同时中欧开始有贸易摩擦，而中欧摩擦和中美摩擦是不一样的——中美摩擦之前是美国要对我国制造业下手，但中欧摩擦，欧洲其实只希望中国高抬贵手、主动提升要素价格。
所以现在一系列政策（时间关系不赘述，之前报告和电话会议有详细反复强调），其实都是指向：一是维稳房价、修复居民部门资产负债表；二是主动提升要素价格；三是主动约束制造业出口竞争优势、睦邻友好。
现在出了很多政策，尤其是地产政策：比如6月份（某次）会议是5年来首次承认
居民部门资产负债表有问题、要修复居民部门资产负债表；7月底的政治局会议，把维稳房价、提升到"维稳房地产市场"、提升到"筑牢安全屏障"的高度；8
月28日地产系列（政策）形成，9月底的（政策）甚至一直在发力。
但对投资者来说，我们路演下来，大家对这些政策的评价很朴素，就三个字——"还不够"。因为市场认为，无论是财政贴息还是收储保障房，目前都是地方政府去出钱，但地方政府没钱，所以这些政策效果、力度相对比较有限。
所以市场期待的是"（财政）大礼包"：中央财政再发个10万亿左右的特别国债，然后用这些特别国债去收储保障房，或者（做）财政贴息，那房价大概就能企稳回升。
但为什么这种大规模的政策"大礼包"还没有落地？团队认为，因为监管可能觉得外部有系统性风险，可能要等到这种系统性风险充分释放以后，比如11月底12月初，那个时候（财政）大礼包可能才会落地。
五、结论
短期：外部系统性风险的不确定性，叠加国内公募对TMT持仓依然相对拥挤，所以短期即便市场反弹，也要做好防冲击的准备。
中期：判断财政大礼包有可能在今年底之前落地；一旦财政大礼包落地，就会回到

2019~2021年的繁荣、回到中国的繁荣、回到消费核心资产（牛市）。所以明年的判
断，其实就是要么消费牛市，要么（震荡）。
中长期：对整个国家、对整个A股非常积极乐观。短期会有系统性风险，在这种系统
性风险冲击下，我们的消费（板块）、所谓的"老登资产"会最后实现涅槃重生。这既
是风险，也是巨大的机会。
会议实录
各位投资朋友早上好，西部策略首席曹柳龙，简单讲一讲我们对市场最新的一个看法。
昨天出现了较为明显的调整，尤其是尾盘的时候调整特别明显，甚至出现了一些可以说恐慌
的迹象。针对这个现象，我们到底应该怎么看呢？
先讲一下我们的观点。我们一直以来的判断就是，美债高利率已经导致美国市场两个月
内连续5次股债汇三杀，所以我们一直判断外部可能会有系统性风险。
我们对市场的判断就
是：当前一定要做好防冲击的准备，去配置一些低位的像地产和消费，甚至配置一些黄金
作为一个底仓去防御——黄金不是黄金股。
众所周知，上周一吴清总就直接说，要全面应对超预期多重输入性风险挑战，这是原
话，也就意味着监管高层其实判断外部存在系统性风险。那么上周周小川也明确表示，要
应对AI投资失败可能导致的金融动荡，做一些提前的应对措施。这也就意味着，基本上已

经形成了这样的一致预期，那就是外部可能会存在一些系统性的风险。
在最近路演的过程中，其实我也一直在提示：在系统性风险的前提下，即便市场调整，
我们也不要做这种过多的（博弈）反弹的板块；我们趁着市场的反弹，如果出现反弹的
话，就趁着市场的反弹去进一步切换到防冲击的这些防守型板块当中，因为外部的风险没
有充分释放。
外部有哪些风险呢？我们在上周周报，包括昨天的电话会议当中，其实一直在强调有三个外
部风险。因为昨天的电话会议我已经详细讲过了，这里面我就简单说一下。
第一个风险，就是法债危机，这是可以类比亚洲金融风暴的。因为最近几十年，美联
储在降息周期过程当中突然加息只有两次，一次是今年9月份，另一次其实就是97年4月
份。97年4月份降息周期过程中，美联储突然加息，这就导致97年7月份亚洲金融风暴；而现
在美联储在降息周期过程中，今年9月份突然加息，那有可能导致法债出现系统性风险。
为什么？因为当前的法国和97年的泰国（亚洲）有三个相同点：第一个相同点就是外
在压力巨大；第二个相同点就是货币政策缺乏独立性；第三个相同点就是美联储加息、收
紧金融条件，这就导致债务风险的爆发。所以这是一个外部的风险。

这个外部风险什么时候暴雷不知道，有可能半年内，有可能一年内它会暴雷，也有可
能不暴雷，但这个风险它是"达摩克利斯之剑"，它是悬挂在全球风险资产头顶的，随时可
能会爆。
那这是第一个外部风险。第二个外部风险，就是美国AI投资可能失败的风险。我们一直强调，AI我们特别看好，它一定是人类的未来，很有可能会是人类的未来，但
它并不保证美国当前的AI投资一定能够成功。为什么呢?因为我们觉得，美国AI投资现在
最大的bug就是它找不到盈利路径、它找不到终局的盈利模式。
前期投了万亿级别的资本开
支，那最后怎么把这些投资给回收，这是个老大难的问题。
为什么呢?因为美国AI要盈利有两条路径：第一条路径是高价卖API，通过API垄断高
价去赚取超额利润，去覆盖前期的投入。但现在中国廉价模型、高性价比模型把API价格打
下来了以后，那就意味着美国很难通过纯粹售卖高价的API去回收前期的投资，这个预期也
崩了。
那回收投资的第二条路径是什么呢？就是AI和传统工业体系、传统供应链结合起来，
带来人类生产效率的提升，然后在这个过程中去赚取生态的钱。但由于国家安全的考量，
我们很难想象美国的AI去改造中国的供应链然后去赚钱
——因为全球制造业供应链主要在中

国。所以美国在这方面赚生态的钱，一它本身能力就不足，二它很难跑到中国赚全球供应
链制造与生态的这个钱。
这也就意味着，如果一个项目前期投资很高，但终局赚钱的路子看不清，那至少目前
来看，这个项目是存在庞氏特征的。存在庞氏特征的项目，它要么是资本开支持续扩张，
要么是持续估值扩张，否则可能会遭流动性冲击。
而现在的问题就是，美国AI投资失败潜在的流动性风险可能在11月初美国中期选举前
后，也就是说还有两周的时间，这个风险可能会爆发。因为中期选举大概率特朗普会失去
众议院，也就意味着特朗普的权限会被削弱，这会导致两个后果：第一个后果是美国AI资
本开支可能会放缓；第二个后果是战争会拖延，那么美债利率会持续高位。而资本开支的
放缓、美债利率持续高位压制估值，对于当前美国AI的"内卷（庞氏）"特征，其实就会触
发它的流动性风险。
那第三个其实就是美债高利率，美债高利率是个"达摩克利斯之剑"。为什么美债利率

高？美债利率高意味着美债价格低。那为什么美债价格低呢？一方面美债供给增加，一方
面AI债券的供给也增加；债券供给增加，但是由于美军搞不定伊朗、全球资金对于美债、
对于美元的信任度降低，那美债的需求在回落，导致美债价格回落、美债利率抬升。这就
是美债高利率背后的原因，就是供给扩张的情况下，美债的信任度、需求在回落。
那么在这个背景下，如果未来AI资本开支扩张，那么AI债的发行规模就扩张，债的供
给会进一步增长，但需求在边际回落，也就是说美债利率可能要失控——虽然美股AI不一
定有系统性风险，但美债会有系统性风险。
另外一个情况，如果AI资本开支回落，那么AI企业债的发行需求也相应会回落，企业
债和国债、美债的供给会降低，美债需求也在边际回落，那也就是说美债利率可能不一定
失控；但是如果AI资本开支放缓，那么美股AI也会失控、美股AI也会暴跌。
也就意味着，只要美军搞不定伊朗，或者说全球油价和VLCC船运价格这两个指标没有
明显回落，那么无论AI资本开支是扩张还是放缓，美债或美股至少有一个会发生系统性风
险，而这个系统性风险的时间也是在11月份。所以我们一直强调，11月份会有一个外部的
系统性风险。
那内部呢，内部其实也有一些不确定性，这个不确定性其实就是交易特征上导致的不
确定性。我们了解下来，基本上7月份市场下跌的时候，游资基本上已经撤得差不多了；那
么9月22号到这一波下跌呢，我们打听下来，可能是险资和养老金（年金）这一波减仓导致
的。

那么今天公募基金三季报数据已经出来了，我们也做了一个测算：当前公募基金对于
TMT的持仓看起来是有所回落的，但依然维持在高位；但如果我们把市值变化刨除掉的话，
那公募基金对TMT板块其实还在逆势加仓。
那这也就意味着，如果11月份刚才我们讲的外部系统性风险暴露，那也就意味着有可
能11月份——我们假设、我们猜测，有可能11月份这种可能性不能排除——公募基金（集
中）减仓还会导致调整的压力。
所以现在怎么办？我们一直强调短期和长期。
短期我们一定要防冲击。所以短期即便反弹，我们也要去换仓；其实我们是觉得，无
论有没有反弹，我们都要换仓到低位的地产和消费防冲击。
那么长期怎么看呢？长期我们判断有个标准，就是本轮A股牛市，它的核心驱动力是人

民币升值驱动财富回流，这是A股牛市的本质。而刚才我们看到，人民币已经升值突破6.7
了，那也就意味着，只要人民币升值的趋势没有彻底反转之前，A股中长期牛市的趋势也不
会逆转。
但是我们要给出一个条件选项、条件函数，那就是：如果我们假设年内产生大礼包、
大规模刺激政策有可能年内落地，那如果年内产生大礼包落地的话，那么明年其实就是消
费牛市；如果大规模财政大礼包没有落地的话，那就会进入震荡市。但中长期我们是很看
好A股的。
其实很多人会觉得，我们有点分裂：为什么短期我们在讲系统性风险，但中长期又特别看好
A股？这里面简单讲一下。
之前我们在报告和电话会议当中，其实也是反复强调了，为什么我们中长期坚信A股会
很强。因为中国2018年前后人均GDP突破1万美元，突破这个1万美元以后，中国会进入工
业化成熟期。那么类似的（特征），美国是1943年进入工业化成熟期，日本是1970年
（197几年）进入工业化成熟期。那么我们看数据：1943年美国进入工业化成熟期以后，
美股1945年到1965年20年（长期）牛市；1970年日本进入工业化成熟期以后，日本股市
1970到1990年20年（长期）牛市。
那为什么美国和日本股市进入工业化成熟期以后，它的股市会迎来20年（长期）牛市
呢？因为工业化成熟期以后，这个国家会出现两个变化：第一个变化是它的工业体系会获
得非常强劲的对外出口、赚取国民财富的能力；第二个变化是，工业成熟期以后，这些国
家不需要再用大量的财富投入实体、去投资建设工业体系（因为已经工业化了）。

所以一方面，工业化成熟期以后，这个国家能够赚取大量的财富；另一方面，工业化
成熟期后，这些财富没有必要再注入实体来投资，所以这些财富就会形成堆积，堆积的财
富流入股市、流入消费，就带来10年、20年的消费核心资产牛市——这是核心资产牛市，
这是长牛慢牛，它的一个前提就是中国进入工业化成熟期。
但这里面我们就有个疑问：照理说2018年前后，中国正式进入工业化成熟期了，那理
论上应该从2019年开始到2039年，中国会迎来10年甚至20年的核心资产牛市。但为什么
2019、2020、2021年三年核心资产牛市以后，2022年开始，核心资产牛市就直接变成
了"老登资产"熊市，一些"老登资产"却跌跌不休，走了5年熊市？

为什么？因为中美对抗。中美对抗的一个前沿是制造业。中美对抗的过程中，美国想
要帮助中国实现"去工业化"，美国喊出的一个口号是"再工业化"；也就是说，中美对抗
下，中国为了保住制造业、为了保住制造业的出口，我们主动极致压低国内要素价格，去
保出口、保护我们的制造业。那这种路径，其实就是（不动）地产泡沫，以及（尤其是）
制造业——新能源的内卷式资本开支扩张，进一步压低要素价格。
那我们压低要素价格，要素价格、工人工资其实就是一个要素价格。所以压制要素价
格，居民部门它的现金流量表受到挤压；以及房价下跌，那么居民部门的资产负债表也受
到挤压。居民部门资产负债表和现金流量表都受到挤压，也就意味着，我们压低要素价格
保出口，但它的代价是牺牲内需消费。
但现在地缘形势变更，这个形势变更，就是中美确立建设性战略稳定关系、中美缓
和，中国没有必要继续极致压低要素价格。然后中欧开始有贸易摩擦，那欧洲中欧贸易摩
擦和中美摩擦是不一样的：中美摩擦之前是美国要对我们的制造业下手，但中欧摩擦的
话，欧洲其实只希望中国高抬贵手，主动提升要素价格。
所以我们现在一系列政策（当然这里面时间关系，我就不做赘述，我们之前的报告和
电话会议里面其实是有详细的反复强调），那么现在一系列政策其实都是指向：一是维稳
房价、修复居民部门资产负债表；二是主动提升我们的要素价格；三是主动约束我们制造
业出口竞争优势、睦邻友好。
那现在出了很多政策，尤其是地产的政策，比如说6月份（会议）是5年来首次承认居
民部门资产负债表有问题、要修复居民部门资产负债表；7月底的政治局会议，把维稳房价
提升到"维稳房地产市场"、提升到"筑牢安全屏障"的高度；8月28日地产系列形成，9月底
（的政策）甚至一直在发力。

但是对于投资者来说，我们路演下来，其实大家对这些政策的评价就很朴素，就三个
字——"还不够"。因为市场要期待，因为市场认为，无论是财政贴息还是收储保障房，这
些政策目前都是地方政府去出钱，但地方政府没钱，所以这些政策效果、力度相对来说比
较有限。
所以市场期待的是"大礼包"：中央财政再发个10万亿左右的特别国债，然后用这些特
别国债去收储保障房，或者（做）财政贴息，那房价大概就能够企稳回升。

但为什么这种大规模的政策"大礼包"还没有落地呢？我们认为，就是因为监管可能觉
得外部有系统性风险，可能要等到这种系统性风险充分释放以后，比如11月底12月初，那
个时候（大礼包）可能才会落地。
所以我们觉得，短期这种外部的系统性风险、这种不确定性，叠加国内公募对TMT持仓
依然相对拥挤，所以我们认为短期即便市场反弹，我们也要做好防冲击的准备。
那么中期来看，我们判断财政大礼包有可能在今年底之前落地，而一旦财政大礼包落
地，那么我们就会回到2019~2021年（那样的）繁荣，回到中国的繁荣，回到消费核心资
产（牛市）。所以明年的一个判断，其实就是要么消费牛市，要么（震荡），但中长期我们
对于整个国家、对于整个A股，是非常积极乐观的。
短期会有系统性风险，在这种系统性风险的冲击下，那整个我们的消费（板块）、我
们所谓的"老登资产"会最后实现涅槃重生。这既是风险，也是巨大的机会。
这就是我这边汇报的主要内容，谢谢各位领导。

--- 大摩闭门会：宁德时代、汽车、原材料行业更新 261028.pdf ---
全文总结
本次大摩闭门会由原材料行业分析师张雷（Rachel）主持，围绕三个主题展开：原材料行业路演反馈、宁德时代投资价值分析（"下一个隆基还是黄金坑"）、汽车行业海外路演反馈。
一、原材料行业路演反馈
海外路演整体偏中性，没有国内路演那么悲观；
铜：海外开始出现看空铜的短期行为，主要是对冲基金短期降估值操作，中长期大家仍然看好，因为基本面非常好、没有新增供应、需求坚挺。短期看空主要基于宏观因素：一是觉得AI叙事没有以前好，二是担心美国关税在1月1日出现"没有关税"之类的结果。AI叙事方面，二线AI公司融资成本已超过回报率，约占整个AI投资的20%，所以投资者先把AI这个大故事砍掉一点。AI实际占整个铜的需求仅1%点几到2%，原先故事说得比较满，降一降对海外铜股票（估值对比中国紫金、洛钼仍偏高）会有降估值行为；
煤炭：全面看好，海外看好海外动力煤。原因是欧洲即将进入冬季，在中东战争持续情况下，从能源安全角度需要在冬季取暖前囤煤；印度需求非常好但供应都是国企，出现错配，印度已基本没有库存，需要补库。国内调研看，政府一直说要赶快复产，但安全检查非常严格，一旦出事故要面临刑事责任，所以矿业领导复产意愿不强，已复产的量也非常有限，且已复产的不会把原来的隐藏工作面（超产或非法部分）重新复产。从2027年对应2025年角度，肯定会有至少10%或约2亿吨的下降。焦煤供应还是很紧张，蒙古进口焦煤目前大概每天800辆车，对应之前约1500台，接近一半的量，不够。中国需要加大进口澳洲、美国以及印尼的煤炭来弥补国内供应不足；
铝/电解铝：大家一致性看空，但电解铝环节2027年可能没有市场想的那么悲观。调研看，印尼新增供应可能有多个项目推迟：一是电的问题，二是ODI（境外投资）审批问

题。五六月份看空电解铝的逻辑是——镍在中东战争后因主要成本硫磺上涨而集体亏损、减产，腾出的电可以给电解铝，把2027、2028年投产的项目提前到今年。但实际看，镍停产本身有成本，镍企业希望电解铝企业通过高一点的电价来分担，而电解铝企业反馈电价太高、按今天电价不赚钱，不接受，所以镍确实停了，但电解铝企业还是没电，还得等自备电，仍需要约两年。二是ODI问题，7月837号文出台后，原来海外资金再投资不需审批，现在需要审批，一些项目要重新走流程，且审批过程复杂，除交很多材料外还要找第三方评估项目对行业的影响，需要时间；

氧化铝：国内严重过剩、大家比较看空，但海外价格已涨到395美金，因为中东复产带来氧化铝需求快速提升。海外氧化铝标的从之前一致性做空、跌到3倍PB，到现在开始有人考虑做多；

锂：仍是一致性看空标的。目前需求不错、周度库存降幅还在继续，但近一两周库存消化数据从周度看已在缩小，逐渐进入淡季。4月1日开始的EV出口补贴退坡、以及1月1日电池出口补贴取消，会造成提前抢跑出口行为，所以未来几个月需求有一定支撑，但市场不太关注，仍聚焦明年——明年供应至少20%~25%增长，需求约15%，整体微过剩。价格短期底部约8万，10万已被穿透；再往下是上一个周期底部约6万。每一层10万有成本支撑，如津巴布韦成本就是10万，跌到当前位置，津巴布韦可能只运高品位矿。8万是一个成本支撑点；如果市场情绪太差（如国内调研时大家交易衰退预期），可能继续往下探，但整体接近成本支撑位，情绪差可能带来穿透，但穿透相对短期。

二、宁德时代：下一个隆基还是黄金坑

宁德时代一直是大摩首选，看好今年需求，对明年需求也保持乐观。三季度业绩后股价回调较多，主因是公司产品结构发生变化，以及多计提客户返利等；

三季度盈利影响拆解：一是计提库存损失；二是增加的税费（部分可以传导，商用车和储能定价模式与乘用车不同，类似市场化定价）；三是理价（碳酸锂价格）下跌对税传导起到很好作用，商用车储能成本仍下跌；

影响最大的两块：一是产品结构发生很大变化，估算约20亿；二是多计提客户返利10个亿。主要是海外出口占比减少到20%~22%，上半年是31%。海外利润是国内的50%甚至100%，故影响单位盈利算下来约0.8分/Wh，加上锂库存减少影响，即便扣掉税，也能算到将近1毛钱/Wh的水平；

核心分歧点：产品结构变化是否是真实的结构性变化，还是真的降价（竞争或补贴全产业链，因为车企日子更难过）。市场存在分歧，要等下一季度看产品结构能否回升。如果回不来，可能产品结构就此变化，或此前所有产品真的降价，按此利润率往后推，则相对是较悲观的情况；

盈利预测：考虑税后，今年调到900亿、明年1000亿，明年增速约25%（公司增速口径20%~30%）。若为结构性降价，明年可能继续降价，做到7分钱/Wh盈利，对应约900亿盈利，与今年差不多，相当于明年没有增长；关键看四季度产品结构能否回来，回不来

则对明年预期偏悲观；
明年25%量增速的支撑：商用车很好，油车油价高、运价有压力，卡车司机经济性受损，换电动车经济性提升，油车报废换卡车两年即可回本（两年payback），类似网约车
市场逻辑，跑得多赚得多。中国定价便宜、油价100美金，加上柴油价差，海外柴油价
格是历史新高。商用车电动化在加速，海外长期也在加速；海外基建情况制约商用车电
动化，但海外乘用车也在起来，基建在优化。明年商用车有30%~40%增速；

电动重卡渗透率国内可达45%甚至50%（今年35%），轻卡今年15%、明年可能30%；
宁德时代在重卡换电方面，明年有可能做到3000座换电站，覆盖整个运输网络，有利
于长距离中长途电动化；
国内乘用车：宁德时代今年13%增速、比行业多增近20%，明年维持今年水平不增长；
海外储能：维持40%左右增速，调研看明年海外仍是爆发（欧洲、南美、南非、澳大利亚、美国、中东）。国内储能是较mix的情况，套利电压差在缩小，今年新能源装机配储非常少，几乎都来自独立储能项目；即便明年放缓，拉两到三年到五年维度仍会向好，因为新能源将来进入市场化交易系统，现货套利空间很大；
欧洲电动化：4年30年渗透率要到50%，明年有25%增速；
海外新兴市场（除美国外的海外、除欧美的全球电动化）：今年约180%增速，对宁德
时代约150%增速，明年仍有40%~50%增速；
综合维持25%的量增速。明年增加节税有一部分传导，商用车和储能传导，乘用车传导
不了（压力大），海外也传导不了；
盈利预测（basecase）：明年单位盈利约8分5/Wh（大瓦），度电盈利约85；后年
消费税9月还会进一步影响，2028年单位盈利维持约8分1/Wh，后年仍有20%增速、明
年15%增速；
bearcase：不会变成下一个隆基——宁德时代有很厚的利润、很强的资产负债表，
理论上可以让所有公司出清，那时市场格局就不一样了；
担忧：是否是下一个拼多多，或互联网企业那样不想释放利润。三季度看确实有（计提更多），消费税计提两个月而非一个月，这一假设留给市场判断；
能源行业：中石油不错，即便70美金/桶，DPS仍稳定，因为它有很多buffer（天然气油
价跌了利好进口天然气成本），自由现金流较厚，即便油价跌到70，大概率仍会稳定DPS，想买高息、穿越周期，中石油是不错的选择。
三、汽车行业海外路演反馈
海外投资人：对中国汽车仍没有特别乐观，但过去几周交流下来也不到那么悲观，但
不代表已准备买入。全球资金对中国汽车板块配置已降到很低水平，不少投资人承认
中国汽车可能已被过度看空，不论从出口竞争力、智能化技术还是估值都有值得重新审视的地方；

汽车板块目前面临的不只是基本面问题，更是资金流向问题。随着欧洲贸易政策不确定性缓解，部分对冲基金开始回补汽车空头，但更倾向于理解为仓位驱动的技术性反弹，而非新一轮基本面修复或牛市开始。仓位可带来反弹，但要持续上涨，整体汽车板块仍需真正的增量资金；

海外投资人关注焦点从出口增长转向出口盈利质量。路演讨论最多的是比亚迪、吉利，其次是蔚小理、领跑、福耀和赛（等零部件公司）；估值讨论不只是比亚迪和其他整车之间的比较，还包含比亚迪和宁德时代之间的比较，背后反映的是中国电动车产业链利润未来几年留在哪个环节；

出口仍是当前中国汽车盈利最重要的支撑。三季度预测比亚迪和吉利海外销量占比分别达40%~45%，四季度会更高。投资人越来越关心的不是出口多少辆车，而是每辆车出口到底能挣多少钱，包括海外定价、国内价格竞争、汇率、欧洲本地化生产需求、潜在出口退税调整，最终都影响利润兑现；

欧洲潜在配额安排及中国出口退税政策变化，实际影响可能没有市场最初担心的那么严重，长期反而可能强化龙头企业规模优势；但短期注意，部分出口增长会包含提前备货，因此四季度明年一季度整体的奖装（抢装）并不代表终端需求同步改善。进入2027年，关键不是出口量能增长多少，而是海外业务能否真正带来利润率的提升及单时利润率的变化；

国内新能源车订单初步触底，但三季度财报在过去几天也侦破了（暴露出）更大的利润风险。上周渠道订单反馈看，国内新能源车订单终于出现一定程度反弹，比亚迪、领跑环比明显增长，吉利银河小幅增长；但值得注意，这轮反弹更多是从前期低位恢复，而非真正需求全面复苏，今年也没有所谓的金九银十，大多数品牌月度订单仍低于9月份水平，同比也比较分化；

经销商反馈，安全事故的确引发部分消费者观望，尤其高端品牌订单恢复相对滞后。

国内需求可能正在寻找底部，但目前看不到明确持续复苏信号；

出口仍是行业增长重点，9月同比增长55%~60%，其中部分也反映提前备货。三季度财报开始反映大家所担心的盈利增长，包含昨天军盛、科博达、瑞可达等零部件公司相关盈利指标明显下滑，反映整车价格竞争及成本压力正往供应链传导。2027年汽车产业链盈利预测仍面临下修风险，短期订单触底可带来估值修复，但明年再看估值还是有争议；

投资策略：相对看好比亚迪和吉利，主要看海外规模优势和相对较强的盈利韧性；零部件部分看好美时，主要是长期增长逻辑，短期业绩承压但长期竞争优势没有根本改变，近

期调整之后仍值得重新关注。时间窗口上，今年年底可能比现在更适合寻找中长期布
局机会，届时补贴政策不确定性更加清晰，2027年年底经过新一轮下修后可能也更靠谱
一点；
除电车外，投资人对整体自动驾驶、Robotaxi、人形机器人仍保持很高兴趣，说明海
外投资人并没有否定中国汽车产业的基础竞争力，只是对经济收入优势如何转化成利
润的过程审视更细、要求更高。
四、问答环节补充
关于下调后A股PE是否过于悲观：下调后明年1000亿盈利、增长约12%~15%，目前估
值相对来说看起来非常便宜。考虑到产品结构回冲效果——二季度国内海外销售占比仅
22%，且都是高毛利产品；储能并网量（系统集成并网）占比应会提高，四季度甚至
明年会提高，明年电网产品增速非常可观，所以假设一部分会回冲，但更倾向于等四季度季报看到真实回冲情况；
三季度另一个问题：国内卖的磷酸铁锂电芯多了（领跑、吉利等卖了很多），这块不赚
钱，跟二线电池公司也就贵一两分钱左右，不像以前赚100块/度电时二线只赚20块、相差近80块/度电。产品结构影响很大，故把部分回冲假设纳入明年1000亿盈利预期，基
于此判断估值非常便宜；
股东回报：明年5个点、加上回购2个多点，整体股东回报7~8个点，也非常便宜。但
仍最好等四季度产品结构真实证明是产品结构影响而非降价影响；如果是降价影响，
明年1000亿盈利预测就有些乐观，明年可能继续下调价格；
客户返利科目：记在COGS（成本）里面；资产负债表里对应预计负债一项，增加了60
个亿（每季度都要提）。三季度反映在P&L里，约增加10个亿左右的客户返利在COGS里
面；
出口退税：反冲在COGS里面，出口退税的减少量反向回冲成本；
消费税：记在SG&A里面（即COGS下面那一栏），三季度消费税计提11个亿，量挺大——
一个月的消费税约7个亿不到、约6亿，五六个亿，但今年11个亿明显计提有点多。

会议实录：
主持人（摩根士丹利张雷Rachel）：
各位上午好，今天是10月28号，欢迎来到摩根士丹利每周三的周期论剑的在线直播。我是张雷，汽车和原材料行业的分析师。今天我们讨论三个主题：一是我最近过去这两周在海外以及在国内的路演，我会聊一下原材料行业路演的反馈；二是我们能源化工和电池行业的首席李洪良会聊一下他最近刚出的宁德时代报告，即宁德时代的投资分析是下一个隆基还是一个黄金坑；最后我们汽车行业的首席肖博廷也会聊一下最近汽车行业在海外路演的反馈。
开始之前，我例行需要读个免责声明：请注意，本次会议仅面向摩根士丹利的机构客户以及

财务顾问，会议不对媒体开放，如果您来自媒体，请退出会议。另外提示一下大家，在整个会议的过程中，您可以随时在屏幕上发送您的问题，我们可以节约一点最后的等待时间。
好，那我先聊一下我们最近这两周在海外以及在国内路演的反馈。在海外路演的情况下，我觉得大家其实整体还是偏中性，没有国内路演那么悲观。海外现在有不同的地方，就是也开始在看空铜了，这是一个短期的行为。从中长期大家肯定都是看好的，因为确实基本面非常好，也没有任何的新增供应，需求还是坚挺的。大家短期看空的操作主要是基于宏观：一是觉得AI的叙事没有以前那么好，二是觉得美国关税会不会在1月1号的时候出一个"没有关税"之类的这样的结果。短期他们就是觉得要先降一降这些海外铜股票的估值，所以会有一些对冲基金做空的行为。从一两个月前还是一个全面看多的品种，到现在开始有不少对冲基金想要做空这些股票，比如Freeport或者BHP等等，所以这个还是有比较大的差异的。
从AI叙事这块其实很难去反驳，因为二线AI公司他们的融资成本目前已经超过了回报率，二线AI公司大概占整个AI投资的20%。对铜来说，先把AI整个大的故事砍掉一点，这是我觉得投资者现在在做的事情，所以是一个短期的降估值行为。从中长期叙事角度来说，AI实际占整个铜的需求也就是大概1%点几到2%，也不是一个非常大的需求，但原先这个故事说得比较满，如果要往下降一降，对股票（尤其是海外铜股票，对比中国紫金、洛钼这种，其实还在一个非常高的估值）确实会有一些降估值的行为。
煤炭应该是全面都看好的，海外看好的是海外动力煤。这是因为欧洲快要进入冬季了，在中东战争持续的情况下，他们从能源安全角度需要在冬季取暖之前先囤一些煤。从印度角度来说，印度需求非常好，但供应都是国企，所以供应和需求出现错配。虽然印度其实自己有煤炭资源，但目前印度属于基本没有库存的状态，需要补库。从中国角度来说，近期我们组的调研结果是，煤炭虽然政府一直说要赶快复产，但因为现在的安全检查还是非常严格，如果任何煤炭出事故，其实会面临刑事责任。所以从矿业的领导和主管来说，他没有特别强的意愿去加大产量——他会复产，但复的量会非常有限；已经复产的这些，也不会把原来的隐藏工作面（超产部分或非法部分）再重新复产，这都不可能。所以从2027年对应2025年的角度来说，肯定会有至少10%或者约2亿吨的下降，就是以前超产的非法的产量。现在复产的量都不会特别高：一是复产的不会回来，二是已复产的非法的产量也不会回来；另外已复产的这些矿，也不会把产能利用率打得很高。所以总体来说，我们觉得供应还是一个很紧张的状态，尤其是焦煤，我们对煤价还是一个相对比较乐观的看法。蒙古进口的焦

煤，目前还是在大概每天800辆车左右的情况，对应之前约1500台，其实还是接近一半的
量，所以不够。整体来看，中国需要加大进口澳洲以及美国的煤炭，还有印尼的煤炭，来
弥补国内供应的不足。
铝属于一个大家都一致性看空（的品种），但电解铝这个环节，我觉得2027年可能没
有市场想的那么悲观。一是我们调研下来，印尼的供应可能会有不少新增项目在推迟：一
个是因为电，一个是因为国内的ODI管控。从电的角度来说，五六月份的时候大家开始看空，我
们也写了报告开始看空，当时的主要逻辑是——镍在中东战争之后，因为它的主要成本是硫
磺，所以镍都集体开始亏损，镍也开始减产，那么它们就有现成的电空余出来可以给电解
铝，可以把电解铝的项目提前，比如2027、2028年要投产的项目提前到今年开始投产。但
在实际操作层面，镍的停产是有成本的，停产不是免费的。镍的企业希望电解铝企业来帮着
分担，希望通过一个高一点的电价让电解铝企业分担，因为可以提早拿到电。而电解铝企
业给我们的反馈是，这个电费太高了，按照今天的电价他们就不挣钱了，所以电解铝企业
就不接受。最后的结果就是镍确实停了，但电解铝企业还是没电，还是在等自己的自备
电，那就还是回到需要两年的时间。所以最后的结果就是，其实还是有很多项目没有在6月
份时大家预期的那么快出来。
第二就是ODI的问题。7月份以来837号文出台之后，ODI审批——原来海外资金如果再
投资是不需要审批的，现在需要审批，所以有一些项目需要重新走流程。而且审批的过程
其实还是比较复杂的：第一，除了自己要交很多材料之外，还要找一个第三方来给你做评
估，第三方要评估你这个项目出来之后会对行业有什么影响，所以这些都需要时间。这个
是从7月份开始的，所以到目前为止，其实大家都还在走流程的过程中。这两个因素导致印
尼有好几个项目比较确定会推迟，这样明年的供应可能就没有大家想象的那么多。但是中
东又提前复产了，EG上周开始跟所有人说他们在12月就能复产，比他原先指引的一季度复
产领先，所以有利有弊——中东的回来比我们想象的要快，而印尼的新产能投产有各种各
样的推迟，所以可能没有大家想象的那么多。总体我觉得2027年可能没有市场现在在股票
里反映的那么糟糕。当然2028年还是过剩，推迟只是推迟几个月，不是说取消。股票已经

深度调整过了，也反映了明年过剩的预期，但实际情况可能在2027年比大家预期的要好。
所以从公司盈利角度来说，尤其是这些高股息率的股票，可能没有大家想象的那么差。有观
点认为股息虽然现在看起来高但不可持续，其实我觉得盈利还是很可以持续的。
另外，海外现在开始看好氧化铝——氧化铝在中国是严重过剩、大家比较看空的标的，但海外价格已经涨到395美金了，因为中东的复产带来氧化铝需求快速提升，所以海外氧化铝
的价格现在就在一个比较高的位置。氧化铝标的从之前的一致性做空、跌到3倍PB（像AA
这种），到现在开始有人考虑做多了。
锂还是一致性看空的标的。目前来看，虽然现在需求不错，每周的库存降幅也还在继
续，但这一两周已经看到库存的消化数据从周度来看在缩小，也就是说我们逐渐开始进入
淡季。但因为4月1号开始的EV出口补贴退坡，应该会造成提前抢跑出口的行为，包括1月1
号的电池出口补贴取消，所以从现在到未来几个月应该会看到一些抢跑行为，需求还是有
一定支撑的。但市场现在不太关注，市场现在还是关注明年——明年供应至少是20%~25%的
增长（全球），需求大家觉得可能是15%左右，所以整体会是一个微过剩的状态。价格已经
跌到现在的这个位置，我觉得短期底部应该是8万，10万已经被穿透了，跌到8万的话应该
是一个短期的底部；如果再继续突破，下面就是上一个周期告诉我们的底部约6万。每一层10
万是有成本支撑的，有一些供应比如津巴布韦成本就是10万，所以如果你跌到当前位置，
津巴布韦可能就会把一些低品位的矿不运过来了，只运高品位的过来。下一个台阶就是8
万，最后一个台阶是6万。所以我觉得8万这块是一个支撑点，有一些产能是在这个位置的
成本支撑。如果真的市场情绪太差，比如上周我们在国内调研路演的时候，大家都是在交易衰
退预期，那我觉得是有可能会继续往下探一探，但整体来看，我们接近了一个成本支撑位。
现在目前的情绪确实比较差，所以可能带来它穿透——商品这个成本支撑不一定真的是一
个完整的支撑，但穿透的话也都相对会比较短期
。我就先说到这儿，把时间交给李洪良来聊
一下宁德时代最近的报告。
李洪良（Jack，能源化工电池分析师）：
大家早上好，不好意思刚才没有声音了。我是能源化工电池分析师洪良（Jack）。我们今天想
聊一下宁德时代，报了业绩、三季度业绩之后，股价也回调了很多。之前宁德时代一直是
我们的首选，我们非常看好今年的需求，其实对明年的需求也保持乐观。但我们没有发现

的是公司产品结构发生了很多变化，当然也有可能是其他原因，我们没有调查到这么一种
情况。我们结合三季度盈利，谈一下对这支股票未来怎么看。

三季度盈利，其实我们了解到的情况，是一些计提，就是一笔库存损失，这个我们之
前也是核算过的，差不多；还有增加的税，税的品种这块三季度影响不大，我们也了解到将
来这些税有一部分是可以传导的，特别是在商用车和储能这一块，因为它们的定价模式和
乘用车不一样，它们类似于市场化定价的模式。而且里价（碳酸锂价格）也跌了很多，所
以里价下跌对税的传导起到非常好的作用。最终下来，商用车储能成本还是下跌的，即便
考虑税的话；特别是明年海外储能这块，我们觉得还是不错的。我们最近跟很多经销商聊，
他们一致认为明年海外储能还是一个爆发。
所以整体下来，税影响不是很大，将来有一部分也可以传导。影响最大的就是两块：第
一是产品结构发生很大的变化，第二是他多计提了客户返利10个亿，产品结构变化大概有
可能是20亿左右。我们匡算下来，主要是海外出口的占比减少了，到20%~22%左右，上半年
是31%。我们知道海外的利润是国内的50%甚至100%，比国内高，所以这块影响他的单位盈
利，至少我们算下来是0.8分左右。再加上刚才说的锂库存减少带来的影响，其实还可以算
到将近1毛钱那么一个水平，即便你把交的税扣掉的话，还可以算到1毛钱每瓦时的水平。
但现在核心争论点是，这个产品结构到底是不是产品结构变化，还是说真的要降——
已经降价了，就是竞争也好，或者一定要补贴整个产业链（因为车企日子更难过了）。大
家认为这个市场还是存在一些分歧，直到等他下一个季度看看整个产品结构是否能回升过
来。如果回升过来，比如产品结构确实是这样（公司讲的）；如果回升不回来，那大家认为他有可能产品结构也就这样了，不会发生任何变化了；或者是他之前所有的产品现在真的
都降价了，就按照这么一个利润率往后面推。如果是这样的情况，我认为相对是比较悲观
的情况。
那可能现在我们预测明年一千亿的盈利，考虑到税之后，今年调到900亿，明年1000
亿，考虑到各种税有一部分传导，明年增速25%左右，公司税也是20%~30%，我们选25%。
如果说这不是产品结构变化，就是真的结构性降价了的话，那明年可能还会继续降价，有
可能明年做到7分钱每瓦时的盈利，这样对应也就是能做个900亿左右的盈利，情况跟今年

差不多，也就是明年没有增长。所以就是看四季度它的产品结构是否能够回来，如果回不
来的话，可能大家对明年的预期还是要偏悲观。
为什么我们说明年还有25%的增速（量这块），是因为我们看到商用车确实很好。商用
车的整个经济性，特别是现在整个油车油价这么高的情况下，运价也有压力，整个卡车司
机其实是经济性受损的。换成电动车之后，他们经济性会提升
。现在整体我们算下来的电动
化payback，就是你把现在的油车报废换成卡车，省下来的钱两年之后就能买辆新车，就是两年
的payback、两年的回报周期，所以我认为现在整个经济性是非常好的，类似于之前的网约

车市场，跑得多赚得也多。因为中国定价便宜，油价现在100美金，加上柴油价格在国内再
加30美金，海外要加60美金的价差。海外的柴油价格现在是历史新高，原油价格不是历史
新高，但海外柴油是历史新高。所以整个商用车电动化，我们认为还是在加速，海外长期
也是在加速。海外基建情况当然也是制约商用车电动化的一个因素，但我们看到海外乘用车也
在起来，所以我认为基建建设在海外也是在不断优化、不断向好。所以商用车我们还是非
常看好，明年我们有30%~40%的增速。
国内电动重卡渗透率我们肯定到45%甚至到50%（今年35%），轻卡今年15%、明年可能
会到30%，它跟重卡我们认为是一样的渗透轨迹。然后宁德时代在重卡换电这一块，明年有
可能做到3000座换电站，覆盖整个运输网络，基本上覆盖中国
，所以这也是有利于长距离、
中长途电动化的，这一块我们还是保持乐观。海外、国内乘用车这块，我们跟汽车组的预期
是一致的。明年国内乘用车零售这块，宁德时代在这块的份额，我们今年是13%的增速，比
行业多增了将近20%；明年我们认为维持今年一样的水平，不增长。明年海外储能，刚刚我
们讲的，维持40%左右增速，因为我们调研下来，大家觉得明年海外还是一个大爆发——欧洲、南美、南非、澳大利亚，美国也非常好，还有中东。
国内储能，我们这边看下来是一个比较mix的情况，就是大家的套利电压差在缩小。今
年新能源装机配储非常少，现在今年的新能源装机、储能装机几乎都来自于独立储能项目。
但我们认为即便是明年放缓（国内需求），拉两到三年到五年的维度还是会向好的，因为
我们认为这些新能源将来一定会配储，因为它们进入了一个市场化交易系统，将来的现货
套利将是非常大的一个套利空间，所以未来这块储能我们还是非常看好的。欧洲的电动化

还会进一步加速，欧洲这边我认为是比较清晰的，就是2030年渗透率要到50%，所以这边
我们认为明年还是有25%的增速。海外的这个新兴市场——除美国之外的海外、除欧美中之
外的全球电动化，今年是180%的增速，对宁德时代而言这块应该是150%左右的增速，明年
我们认为还是有40%~50%的增速。综合下来，应该还是维持25%的量增速。考虑到明年增加节税有一部分传导，我们说商用车和储能可以传导，因为定价模式不
一样，又因为里价跌了，所以相对来说非常容易传导。现在我们预期就是乘用车市场传导
不了，因为压力比较大，包括海外我们也认为传导不了。这么考虑下来，明年我们预测单位
盈利是8分5每瓦时，度电盈利是85左右。后年消费税9月还会进一步影响一下，所以我们
2028年的单位盈利还是维持在8分1左右，多点是81。这样的话，后年还有20%增速，明年
15%增速。这是我们的base case。

如果讨论bearcase，那这支股票会不会像我们题目一样变成一个隆基了呢？我认为
是不会的，因为最起码宁德时代有这么厚的利润、这么强的资产负债表，理论上讲他可以
让所有公司都出清，他肯定也是会受一些影响的，但那个时候市场格局就不一样了，他也
不是说现在隆基的格局。但我们是担心，他是不是下一个拼多多，或者下一个互联网企业
这种不想报利润、不想放利润的。从三季度来看，确实我认为是有一些的，因为他三季度计
提更多了，消费税计提两个月而不是一个月（因为消费税只是影响了一个月）。所以这一
块我们把假设留给市场，因为毕竟大家也经历过互联网的一些情况。这个假设就看大家自
己判断吧。
再聊一下能源行业。能源行业整体看来，我们认为中石油还是不错的，因为它在70美
金、每年（油价）情况下，DPS还是稳定的。因为它里面有很多buffer，天然气油价跌了
利好进口天然气成本，所以它本身有很多缓冲效果，而且它的自由现金流还是比较厚。所
以即便油价跌到70，我认为这家公司大概率还是会稳定DPS。所以能源行业，如果大家还
是想买些高息、穿越周期的话，我觉得中石油还是一个不错的选择
。我的介绍就到这里，把
时间交还给Rachel。
主持人：
好的，谢谢Jack。下面请TIM来聊一下最近他们路演的反馈。
肖博廷（TIM，汽车行业首席）：
好，谢谢Rachel。不好意思，因为我人在外面，所以可能声音不是特别清楚。主要就是结合我们

最近在欧洲路演以及过去一周跟海外的人交流，分享几个观察。
首先，我觉得海外投资人对于中国汽车当然还是没有特别乐观，但过去几周交流下来
也不到那么悲观，但不代表他们已经准备好买入。我觉得这一次欧洲路演比较明显的感受
是，全球资金对于中国汽车板块的配置已经降到了一个（很低）的水平。不少投资人也承
认，中国汽车可能已经被过度看空，不论是从出口竞争力、智能化技术，还是目前的估
值，都有值得重新审视的地方。所以我们认为，汽车板块目前面临的不只是基本面问题，
更是资金流向的问题。最近随着欧洲贸易政策的不确定性有所缓解，我们也看到这部分对
冲基金开始回补汽车的空头，但我们更倾向于把这个理解为仓位驱动的技术性反弹，而不
是新一轮基本面的修复或牛市的开始。换句话说，我们感觉仓位可以带来反弹，但要持续
上涨，整体汽车板块还是需要有真正的增量资金。
第二点，海外投资人关注的焦点逐渐从出口增长转向出口盈利质量。这次路演讨论最
多的主要还是比亚迪、吉利，其次是蔚小理、领跑、福耀和赛（等零部件公司）。比较有
意思的是，我觉得这一系列估值的讨论，其实不是比亚迪和其他整车企业之间的比较，反

而也包含像刚才我同事Jack提到的，是比亚迪和宁德时代之间的一个比较。我个人感觉背
后反映的是一个更深层次的问题——中国电动车产业链的利润在未来几年究竟会留在哪个
环节。
另外，出口仍然是当前中国汽车盈利最重要的支撑。按照我们三季度的预测，比如像
比亚迪跟吉利，海外的销量占比都分别达到了四成到四成五，后续四季度会更高。其实
Rachel一开始也提到了，就是会有一些抢装。投资人现在越来越关心的是出口多少辆车，
而不是——因为毕竟无论多快的增速，增速始终会放缓——而是每辆出口的车到底能够挣
多少钱。包括海外的定价、国内价格竞争、汇率、欧洲本地化生产的需求，以及潜在出口
退税的调整，最终都影响到利润的兑现。所以我认为欧洲潜在的配额安排以及中国出口退
税的政策变化，实际影响可能没有像市场最初担心的那么严重，长期反而可能会强化龙头
企业的规模优势。但短期需要注意，部分出口增长的确会包含提前备货，所以我们可能看
到四季度、明年一季度整体的抢装，并不代表终端需求会同步改善。
进入到2027年，我们的判断是，关键不是出口量能够增长多少，而是海外业务是否真

正能够带来利润率的提升，以及单时利润率的变化。最后，国内新能源车订单我们看到初
步触底，但三季度的财报在过去几天也侦破了更大的利润风险。从最新上周渠道订单的反
馈来看，国内新能源车订单终于出现一定程度的反弹，包含像比亚迪、包含像零跑，环比
都有一个比较明显的增长，吉利银河也有一个小幅增长。但比较值得注意的是，这一轮反
弹更多是从前期的低位恢复，而不是真正需求的全面复苏，所以今年也没有所谓的金九银
十，大多数品牌月度订单仍低于9月份的水平，同比也比较分化。另外，经销商也反馈，进
行安全事故的确引发了部分消费者的观望，尤其高端品牌订单恢复相对比较滞后。所以我
认为国内需求可能正在寻找底部，但目前看不到明确的持续复苏信号。
相比之下，出口仍是行业增长的重点，9月同比增长55%~60%，其中部分也反映了刚才
所提到的提前备货。三季度财报也开始反映大家所担心的盈利增长，包含像昨天军盛、科
博达、瑞可达等零部件公司，相关盈利指标明显下滑，反映整车价格竞争以及成本压力正
在往供应链传导。所以这可能也是部分我们在路演的时候说，我们认为目前看到2027年汽
车产业链的盈利预测仍然面临下修的风险。但短期订单触底可以带来一些估值修复，但确
实明年再去看估值的时候，我觉得这个还是有争议的。
最后投资策略上怎么看呢？策略方面，我们相对是比较看好比亚迪和吉利，主要还是
看他们海外规模优势和一些相对比较强的盈利韧性。零部件部分，我们看好美时，主要是
长期的增长逻辑，虽然短期业绩承压，但长期竞争优势没有根本改变，所以近期调整之后
我们觉得仍值得重新关注。从时间窗口来看，我们觉得今年年底可能比现在更适合寻找中
长期布局的机会，届时补贴政策的不确定性会更加清晰，然后2027年年底经过新一轮下修
之后，可能也会更靠谱一点。当然，除了电车之外，我们觉得投资人现在对于整体自动驾
驶、Robotaxi（萝果taxi）、人形机器人仍然保持一个很高的兴趣。这说明海外投资人并
没有否定中国汽车产业的基础竞争力，只是对于经济收入优势如何转化成利润的这个过
程，可能审视得更加细一点，也提出了更高的要求
。所以这些可能是我们过去两周在海外路
演的一些反馈。好，那我把时间交回给Rachel，谢谢。
主持人：
好，谢谢TIM。现在我们可以开始问答环节，如果您有问题，可以在屏幕上发送您的问题。目前
线上有两个问Jack的关于宁德的问题：一个是关于A股的更新下调之后的PE是否过于悲观，鉴于

即使基准下修之后，宁德时代仍有一个双位数的预期增长；还有一个就是宁德时代三季度具体的这个10亿客户返利放在哪个科目，DPM好像还是在OPM level。Jack是mute（静音状态）。

李洪良（Jack）：

我们下调之后的盈利预期，明年1000亿盈利，增长15%左右、12%~15%左右，这个水平的话，其实现在估值还是相对来说看起来非常便宜。当然，我认为目前来看，因为我们考虑到一些产品结构的回冲效果。因为今年二季度（三季度）的时候，刚才讲的它的产品结构情况是国内海外的销售占比只占22%了，而且这块都是高毛利的一些产品。我们为什么回冲一些呢？是因为我们也看到他们在储能这一块，并网量、就是系统集成并网这个量占比应该提高，四季度甚至明年会提高。明年我们掉下来这块还是非常可观的，这个增速比今年来看的话，这个电网的产品增速是非常可观的。所以我们假设了一部分会回冲，但我们更倾向于等到四季度，它这个季报真正看到的一个回冲情况。

然后三季度还有一个问题，就是它国内卖的磷酸铁锂电芯卖多了，领跑、吉利这些都卖了很多磷酸铁锂的电芯，它在这一块也是不赚钱的，其实它这一块跟二线电池公司也就是贵个一两分钱左右，我们了解下来。没有像它现在这样之前，比方说它赚100块每度电的时候，二线的只赚20块，相差了将近80块每度电。所以产品结构他们公司给的口径就是产品结构影响很大，那我们部分回冲。这一块的话，明年考虑到各种税，有一部分税要传导，特别是商用车和储能这一块，所以给了1000亿盈利的预期。基于这个假设，我们觉得这个估值还是非常便宜的。

然后利润、就是业务这块，当然现在明年5个点也有的，加上现在的回购两个多点，所以现在整个股东回报7~8个点，我们认为也是非常便宜的。但是现在的这种情况，我们觉得最好等到四季度，然后它产品结构真实证明了——它这个是产品结构的影响，而不是说降价带来的影响。如果降价带来的影响的话，那么它明年这个1000亿盈利，我认为我们还是有些乐观的，那么明年也可以假设继续下调它的价格。所以我认为现在，我们跟很多投资人聊，大家目前也是这么一个情况，要等到下一财年季报来看，这家公司到底是一个什么情况。

然后客户返利这一块，它记在COGS里面的，记在成本里面。然后在资产负债表里面，你可以看到预计负债这一项，这一项是增加了60个亿。就是说增加60，但是每个季度都要

提的。所以整体而言，三季度反映在P&L里面，我们了解到是增加了10个亿左右的客户返
利在COGS里面。然后出口退税也是反冲在COGS里面，出口退税的减少量是反向回冲它的成
本。然后消费税它是记在SG&A里面，也就是它税费增加的那一栏，在COGS下面那一栏，是
放在SG&A这里面的。你可以看到这个三季度它这一块消费税计提了11个亿，这块量挺大
的，我们说一个月的消费税有可能是7个亿左右、不到7个亿，就是6个亿、五六个亿，但是
它今年11个亿明显也是计提得有点多。
主持人：
好的，谢谢Jack。目前线上问题都回答完了，如果各位有后面follow up的问题，可以直接联系
我们各个分析师。每周三的11点我们都有周期的在线直播，期待下周与您再会，谢谢大家，我们
今日会议就到这儿结束，谢谢，再见。

--- 如何看待乘用车内需修复节奏较慢20261027.pdf ---
全文总结
本次为广发证券汽车组陈飞彤的晨会汇报，主题为如何看待乘用车内需修复节奏较慢。汇报以三个核心问题的形式展开：
一、9~10月乘用车内需修复不及预期，原因如何拆解？
9月乘用车内需表现弱于正常季节性8~10个点左右。
衡量方法是：9月实际交强险环比
增速为7.3个点，而历史上正常年份或政策推出年份，9月季节性环比增速均值应在16~18个
点左右。以正常季节性环比增速为"锚"，今年9月环比增长跑输季节性8~10个点。
跑输原因拆解为两个：
原因一：首购需求大幅下滑。同步跟踪指标是新增驾驶人数据（公安部每季度公
布）：2025年全年有1900万新增拿到驾照的人，今年上半年只有800万，年化计
算全年只有1600万，即今年新增考驾照的人少了300万。从历史首购转化率看，
2020年以来，每年新增拿到驾照的人数乘以75%~80%，对应当年的首购需求（含
二手车）。今年首购需求显著下滑，背后主要是内生经济性问题。
交叉验证：分价格区间。20万以下是首购为主，20万以上是换购为主。今年20
万以下跑输行业整体，20万以上跑赢行业整体，与首购需求贡献主要下滑的观点
相互印证。
换购需求今年仍在增长：无论中国汽车流通协会的二手车交易量，还是20万以上
价格区间销量跑赢行业整体，都可证明今年是首购下滑、换购有韧性的行业表现。
原因二：油价上涨后持续压制燃油车需求。燃油车需求受压制的同时，消费者加
速转向纯电；但受比亚迪闪充传播比较成功的影响，消费者更倾向于买800V高压
纯电，而这部分又受制于比亚迪供给相对不足，相当于燃油车大幅下降的损失，
纯电这边无法及时补上，导致净损失相对更大。
数据：今年9月燃油车同比下滑高达45%。高油价对燃油车需求的抑制超过之前
预期。
5~15万价格区间展开（消费者对成本和价格非常敏感）：该区间占乘用车盘子

约一年1000万辆，今年全年预计下滑30%，贡献300万的下滑。全年乘用车内需
从2300万下滑到1800多万，即行业整体下滑400多万，5~15万价格区间就贡献
了其中的300多万。

5~15万内部分动力类型数据：今年3月份之后，燃油车占比快速从之前的60%多
降到只有30%；同时，纯电在今年3月份油价上涨之后，快速超过去年的最高点
40%，现已突破到50%~55%的区间。也就是说，5~15万这部分价格最敏感的用
户，在高油价影响下加速转向充电。但比亚迪15万以下车型今年搭载二代刀片电池闪充的节奏相对较慢，二代刀片电池产能也有所约束，导致该区间想买快充纯电的需求没有得到完全释放，带来非常大的净损失，全年下滑300万左右。

二、部分省市推出首次购车补贴后，拉动效果如何？

9月内蒙古和青海的交强险同比增速：一个正增长17.1%，一个下滑4.2%，都大幅跑
赢行业。主要因为这两个省市9月都有首次购买新车的补贴。

青海：首购的车，5~10万补贴3000元，10万到20万补贴4000元，20万以上补贴
5000元。

内蒙古：在呼和浩特购买新车，6~15万补贴3000元，15~20万补贴6000元，20
万以上补贴1万元。

结论：在有首购需求刺激政策的省份，需求修复比较显著，一定程度上验证了今年下
滑的主要是首购需求；首购需求一旦有增量政策，行业整体需求的修复就会明显加
快。

三、乘用车内需后续销量节奏如何展望？

对2027年的节奏判断：核心交易窗口大概率在二季度。

因为二季度能看到乘用车内需
同比接连转正（前提是假设明年内需同比持平；若最终下滑小几个点，也不影响该结
论）。

明年4月1日实施出口退税之后，车企在二季度将验证出口的单车盈利是否不下滑。

明年乘用车整车的机会，目前的初步结论是看好明年二季度的一个机会。

会议实录

各位朋友，大家早上好，我是广发汽车组的陈飞彤。今天早上主要给大家汇报一下如何看
待乘用车内需修复节奏较慢。我整体分成以下三个问题的形式进行汇报：第一，乘用车内需
9~10月修复不及预期，如何拆解背后原因？第二，部分省市在八九月份推出了首次购车补
贴，拉动效果几何？第三，乘用车内需的后续销量节奏，我们如何去进行展望？

首先来看第一个问题。9月份乘用车的内需表现弱于正常季节性8~10个点左右。这个衡
量是拿9月份实际的交强险环比增速7.3个点，相比历史上正常年份或者政策推出年份9月份的季节性环比增速均值——应该在16~18个点左右。以正常季节性的环比增速作为"锚"，可以看到今年9月份的环比增长跑输季节性8~10个点左右。
跑输的原因，我们可以整体分成以下两个原因去进行拆解。
第一，今年以来可以看到首购需求的大幅下滑。同步的跟踪指标是新增驾驶人的数据，这个数据是公安部每个季度公布。我们可以看到的，2025年全年有1900万新增拿到驾照的
人，今年上半年只有800万，也就是年化去计算，全年只有1600万，也就意味着今年新增
考驾照的人少了300万。
从历史上首购的转化率看，2020年以来，每年新增拿到驾照的人乘以75%~80%，对应的
是当年的首购需求，当然这里的首购需求也包含了二手车。
通过这个指标，我们可以看到
今年的首购需求出现了非常显著的下滑，背后主要就是内生经济性的问题。
这个观点也可以通过分价格区间的销量去相互验证。从分价格数据看，今年以来20万以下是跑输行业整体的，20万以上的价格区间是跑赢行业整体的。我们也都知道，20万以下是
首购为主，20万以上是换购为主
，所以分价格区间的表现数据，也可以和首购需求今年贡献主
要下滑的观点进行交叉验证。
从换购需求看，今年以来还是在增长的。不管是中国汽车流通协会的二手车交易量，还是刚才提到的20万以上的价格区间销量表现跑赢行业整体，都可以证明今年是首购下滑、换购有韧性的一个行业表现。
以上是内需不及预期的第一个原因——首购需求在持续下滑。
第二个原因，主要是油价上涨之后，对燃油车需求的持续压制。
在燃油车需求有压制
的同时，消费者在加速转向纯电。但是今年受比亚迪闪充这个传播比较成功的影响，消费者
更倾向于去买800V的高压纯电，而这部分又受制于比亚迪的供给相对不足，所以相当于是
燃油车大幅下降的一个损失，纯电这边没法及时去补上，导致这个净损失相对而言更大一
点。
我们从具体数据去看的话，今年9月份的燃油车同比下滑高达45%，这个高油价对燃油车
的需求抑制，应该说是超过之前的预期的。
从这个快速转向纯电的角度，我再结合一些具体的数据去进行展开汇报。我们可以看到
5~15万这个价格区间，本身消费者是非常对成本和价格敏感的，5~15万这个区间占乘用车
的盘子大概是一年1000万。这个一年1000万的盘子，今年全年预计要下滑30%，贡献300万

的下滑。全年乘用车的内需大概是从2300万下滑到1800多万，也就是说行业整体下滑400
多万，5~15万这个价格区间就贡献了其中的300多万的下滑。
那这个区间里面，消费者现在是一个什么样的需求表现呢？我们可以通过5~15万里面分动力

类型的数据很明显地看到：5～15万里面的消费者，在今年3月份之后，燃油车的一个占比快
速地从此前的60%多，降到现在的只有30%。同时，纯电在今年3月份油价上涨之后，快速
超过了去年的最高点40%，现在已经突破到了50%～55%的区间。
也就是说，5～15万这部分价格最敏感的用户，在高油价的影响之下，加速转向了充
电。但是我们也都知道，比亚迪在15万以下的车型，今年搭载二代刀片电池闪充的节奏相
对比较慢，同时二代刀片电池的产能也有一些约束，所以就导致这个区间里面想买快充纯
电的需求，其实是没有得到完全释放的，带来了一个非常大的净损失，就全年下滑300万左
右。
以上是从内需不及预期的第二个原因——燃油车受高油价压制、纯电这边又受到产能约束的角度去进行的分析。
接下来我们看第二个核心问题：部分省市推出首次购车补贴之后，拉动效果怎么样？
从数据端去看，今年9月份内蒙古和青海的交强险同比增速，一个是正增长17.1%，一
个是下滑4.2%，但都是远远大幅跑赢行业。主要就是因为这两个省市在9月份都有首次购
买新车的补贴。比如说青海这边，你买首购的车，按照5～10万补贴3000元，10万到20万
补贴4000元，20万以上补贴5000元；内蒙古这边，是在呼和浩特购买的新车，6～15万补贴
3000元，15～20万补贴6000元，20万以上补贴1万元。
所以我们可以看到，在有首购需求刺激政策的省份，需求修复比较显著，这也能够一定
程度上验证我们刚才提到的今年下滑的主要是首购的需求。首购需求这边一旦有一些增量的
政策，行业整体的需求修复就会很明显的加快，这个可以以刚才提到的内蒙古和青海的数据
进行验证。
最后是第三个问题：乘用车内需的后续销量节奏如何展望？
现在对2027年的一个节奏判断，就是核心的交易窗口大概率是在二季度。因为二季度
能够看到乘用车内需同比的接连转正。当然，这个前提是假设明年的内需同比持平；当然，如
果是最终下滑小几个点的话，不影响刚才提到的结论。就是明年核心是二季度的内需增速为正。之后，再考虑到明年4月1号实施出口退税，那明年车企在二季度将证明出口的单车盈
利是否不会下滑。所以明年乘用车整车的机会，这边目前初步的结论是看好明年二季度的
一个机会。

以上是我们对乘用车内需短期修复较慢的拆分以及后续的展望。相关的数据，欢迎大家联系我们团队这边进行交流。以上就是今天的汇报，谢谢大家。

--- 天猫双11尾款阶段表现专家交流20261027.pdf ---
全文总结
一、全年目标与大盘增速节奏
平台全年支付口径GMV目标大约落在4.5~5.5万亿。今年Q1、Q2加起来其实不足5%，Q3目前9月份较差、是负的，7月和8月还说得过去；下单口径增速13.21，按照支付口径大约只有2.1。前三个季度（原文"前四个季度"）中Q3还有一定拖累，压力给到Q4，Q4必须做到5.5甚至6左右。因此大促如果完成业绩，对于大促之后的退坡期、或者对于双12而言，怎么去维护中小商户、中长尾白牌商户，是一个比较有讨论性的问题。另外可以提一下AI入口，这块业绩翻倍，确实给老淘天带来一定增量；淘天已经在做自营业务，但今年承压的态势依然存在，尤其很多商户今年去改良自己的商品，在广告消耗、资产与运营损耗方向上有压力。我们认为明年商户的毛利率和阿里CM2会好一些，因为今年前几个季度通过新营销计划给商户报了较高返点，平台整体CM2也不是特别优秀；对商户来讲，目前经营环境尚可。
二、现货第一阶段大盘表现
现货第一阶段（10月15日到24日）整体平台4659.7亿，同比增长约9.2%。该阶段目标定在40.4（应为4040亿左右的下调后目标，对应调整后的8%），目标达成率大概在87.1左右。
三、主要品类完成情况
美妆：全周期目标780亿，目标增速约14%；截止21号增速13.8%，截止24号增速回落至约13.4%。今年美妆在淘天前9月同比增速是9.2%，大促期间强化补贴带来系数提升，完成率比较高，在完成范围内。其中护肤板块262.81亿、同比增速12.9%，主要是抗老、修护类产品明显，中后期会有次抛套装、面膜出现；彩妆含香水、美妆工具42.5亿、同比增速23.2%，弹性较大的有彩棠、花知晓、毛戈平；美容仪器27.2亿、同比增速9.6，因客单价较高、在力点带动下用户积极性不是特别高。护肤目标12、彩妆目标16，目前彩妆已超过20、护肤能落在12这一档，护肤符合预期、彩妆比目标增速高一些；国货是重点扶持方向，国货护肤目标22、平价彩妆目标17，这两块是增长点。国货现在是带着彩妆（17.1增速、90.9亿），后市会反过来由彩妆带护肤。
服饰箱包：全周期目标2330亿，目标增速5%，目前落在3.97%的同比增速，未完成。主要在于今年高端箱包、奢品这块是-9的负增长；但平价女装和平价箱包多数接近两位数增长；内衣或其他品类有一定承压。季节性用品大概-17到-19，目前还没到换季阶段；内衣增速大约4~6。
运动户外：全周期770亿，目标增速12%，截止24号周期是14.27，21号阶段也接近15。预售期阶段国货品牌主要以价格力或平价打法，尤其像李宁、安踏、骆驼等，都突破了两位数以上增速；反而一些高端运动头部品牌增速不是特别高，包含像凯乐石、始祖鸟，但它们的坑位比较滞后，应该是一个前后风口期的转换。我们认为国货品牌从泉州系下来破两位数应该可以；中后风期外资品牌尤其高端运动户外，体量是明显的。目前阶段，平价户外装备和大众入门跑鞋都落在15~20的增速范围，而高端户外装备、高端跑鞋坑位偏厚，是一种前后资源位的状态。
大家电：目标790亿，目标增速8%，目前落在9~11的同比增速，已完成，比增速来讲略好一些。厨电小家电和洗地机增速都是两位数，但大家电这边像冰箱、电视、空调是缓增的小个位数。后续会有一些大家电和清洁电器的坑位出现。
3C数码（含手机）：全周期945亿，目标增速9%，目前数码增速12.25。新款手机以及现在的中端手机增速都是两位数，但溢价款手机以及平价手机增速并不高。

车 品 ：今年目标100亿，目标增速16%。
保 健 品 ：在食品饮料里边有健康食品是26.4的增速；保健品目标17，到21号时26.92，这几天回落几个点但影响不大，算超额完成。
玩 具 和 宠 物 ：玩具目标增速15.02，玩具自己的目标只有5%；宠物在21号是66.06的增速，24号是61.9的增速，都是超额完成，宠物这边只定了19个增速。
四 、 折 扣 与 补 贴 策 略
今年全周期预算144.5亿，是阿里承担的部分，落实到31日的单日就是17~18的提幅，而去年的提幅接近50%。所 以 今 年 阿 里 承 担 的 补 贴 ， 对 标 去 年 从 补 贴 增 长 方 面 还 是 有 回 落 的 ；但从
商家比例来看，今年跟平台共同由商家承担的是458亿、提幅大约30~31，更 多 转 嫁 到 了 商 户 承 担 部 分 较 多 一 些 ，但商户的货型或许对商户毛利有一定优化。今年补贴策略上，去年的天降红包、百亿补贴以及一些频道券都减少了，整体策略是减 少 无 差 别 的 天 降 红 包 、 减 少 薅 羊 毛 人
群 ， 把 资 源 更 多 放 到 8 8 V I P 和 高 转 化 率 人 群
。今年立减对标去年几乎持平，但做了一些跨店满
减的频道券，更多方便在很多子频道去卖广告，并通过与商户分摊跨店券（跨店券与国补没关系）形成对冲或平衡，这也是今年的增量点。递减是尝试让用户购买回归理性，满减则是在不同类目或不同专场之间撬动用户感性或刺激的状态。截止24号左右，32亿的全周期阿里预算已经花完22.5亿，说明这个阶段大部分还是通过内容场去放量，内 容 场 大 概 有 六 成 左 右 的 比 例 ，包含
点播和打播。
百 亿 补 贴 ：今年双11是33亿预算，去年是35亿，这33亿中平台承担35%的部分，目前全周期预算是94亿。截 止 1 0 月 1 5 号 到 2 4 号 ， 在 3 0 多 亿 的 体 量 中 只 消 耗 了 1 0 . 7 个 亿 ，说明还没到百补
消耗比较大的时间段，10月底或11月的平销期消耗会大一些；如果这个阶段看到某个品牌白补消耗比例过高，可能是主动合作、分配比重较大。百补的供给侧比较复杂：有品牌旗舰店直供，也

有品牌老SKU、定制款、简装款或与临期相关的（属于平台旗舰店自己的行为）；百补是一批经营，更多以经销商发到平台层，再从平台里分配；美妆里面这个比例不是大头；还有通过跨境保税、海外渠道拿到的产品；白牌在百补中比例非常低。
国 补 营 销 ：美妆的国补其实算作"国补营销"，它和带电类目上面给钱的那个不是一件事。
今年618是16亿预算，双11是15亿预算，都是立减里的其中一部分预算。618是5月26号开启，双11是10月20号开启，分别为期26天和24天；虽然双11预算少，但基本都能维持到双11每日0.62亿、618每日0.61亿。其 中 一 部 分 预 算 是 阿 里 平 台 出 资 的
，因为国补的用户涵盖88VIP、中高净
值及一些特殊属性用户，更多是维护用户从过去带店转型、家庭转型等不同品类的强化。今年双11的国补重 点 聚 焦 在 美 妆 和 保 健 品 两 个 赛 道
，美妆优先选择冲刺胶原、抗老、修护、高端功效
护肤；所以从品牌池来看会有差异，有些品牌可能入驻不了或不符合品类赛道，就拿不到国补坑位。国补营销分为几种坑位：猫超的6%~8%、搜索的12%~14%，以及拥有国补坑位的20%左右；猫超是平台从佣金13~14里面付出一部分替商户补，但订单量有限、以复购老品为主；搜索12~14配合城市优惠券、配合阿里出资，商户出资可以少一些，但搜索只在大促中峰期维持前峰期和后峰期的折扣力度，很多品牌不太愿意拿新品或高利润款在这个板块去成交。今年双11的城市优惠券对标618有退坡，更多会落实到该城市的交易地点、收货地址才能核销。在国补坑位里的国补营销，商户承担部分或付出的折扣比例可能更高，但跑量比较强；如果最终是减20的力度，商户付出的成本可能较高，但 好 处 是 节 省 了 大 概 3 ~ 4 0 的 投 广 费 用 ， 核 心 用 户 由 平 台 承 担 。大环境方
面，618当时每周是464亿，双11目标是780亿，虽然国补补贴力度一样，但618平均撬动比例是

13.5，双11只能撬动7~8，所以双１１国补是有提幅的，但撬动的比例或许没有６１８明显。未来
国补营销会变成大促的一个常用手段，实施期限在预售期之后，用户从预售转现货售卖的过程中可能会有一些券额；目前城市线也在优化，从过去的全城市聚焦到一二线城市，且南方地区较多，更多和交易地点有关联。今年国补营销除了中央国补，转型到阿里国补的增量部分只落地在时尚赛道和健康赛道。
美妆国补使用较多的品牌排序（按金额）
：珀莱雅、欧莱雅（这两个从补阿里的GMV比例
较多）、薇诺娜、珂富美（可复美）、Olay、欧莱雅（原文另有"运来油"）、雅诗兰黛；后面是国货这边的自然堂、百雀羚、丸美、资生堂、SK-II、海蓝之谜、娇韵诗，后边还有一些其他腰部品牌。
五、８８ＶＩＰ与用户结构
88VIP本次销售额占比在40%以上，去年同期是33~35%，今年是40%。去年这个时间的８８ＶＩＰ大概是５３００万到５４００万，到今年Ｑ３已经达到６４００万，大促之后大概率能够突破６７００万。这
部分用户整体贡献了淘天平台超过40%以上的业绩，所以平台重点扶持88VIP。其对标的是退货率

低、追求质量好、愿景好。因此会有一批新品、一批质量好的产品，或有一批产品去换赛道，做出符合用户诉求的复合商品，所以大概率每个品类比如Top 300以后、或Top 100以后（考虑到品类集中度），都会有走入Top集中化，头部品牌今年拿到的资源会更多，但也面临竞争压力。
六、直播与场域结构
截止21号，李佳琦全品类１４４.３１亿、负增速５.５３
。很多品牌减少了和佳琦的跑量款，库
存款更多分流到电播、垂类达人和腰部达人，但很多品牌和佳琦的坑位数量是增加的，所以从背书、打新品角度是强化的，从清理库存角度退货率和坑位费也比较鲜明。美妆板块佳琦84.45亿、负增长（原文12.06）、24号到25号之间回正，即预售阶段很多头部品牌和超头的美妆板块放量款明显收缩，放到电播这块；全品类增速好一些，主要是佳琦的很多专场已经超过600款甚至到700款SKU，通过量化去弥补效应，而美妆这块在前周期目前有点压力。佳琦占比方面，去年佳琦全品类在预售期占比5.98，目前只有5.17，全品类佳琦的业绩和淘系大盘业绩都在收缩；去年美妆占比32.88，今年美妆占比25.39，也有收缩。其他达人今年占比13.72、去年12.64，其他达人大概卖了45.6亿、同比增速23.6。电播加货架整体２０２.５亿、同比增速１７.２，主要电播
增速是６０~７０的状态，货架基本是个位数增长。今年从三八节之后、年终开始，很多品牌关注电播的效率，电播考核take rate，季度考核下来可以给不同商户返点十几个点的返佣和返现，
这是一个利好。今年阿里电播是全渠道电商ＲＯＩ最高的，上限可以突破１.７，下限基本在
1:３.６~１:５左右还是比较稳的
，更多代表找老客户、用户资产的回购情况。抖音或其他平台的
点播还是比阿里要好一些，但对店铺资质或要求也有一定门槛，比如品牌用户资产越好、会员复购率越高，可能和电播的ROI或转化率形成有一定后置性。
七、核心品牌表现（１５号到２１/２４号，支付口径）
国货方面：珀莱雅今年和佳琦合作17款、去年15款，目前加2个坑位，淘系大盘13.95亿、同比增速10.83；17款中有5款是纯老款，新品或迭代款是重点方向，合作类别比较丰富（套装、精华、眼霜、防晒、面膜基本全覆盖）；后市品类日开始可能重点打套组产品，北风期可能做精华和其他面膜产品跑量；去年和今年佳琦的业绩占比实际差不多、都接近20%，佳琦帮助珀莱雅带动增速大概在20%~23%左右。薇诺娜今年合作佳琦11款、去年10款，目前加1个坑位，目前6.59亿、同比增速8.22，后续还可以逐渐提幅，主要因为11款里有4款新品，其中像首日的311屏障修护水、精粹水首日都是几千万业绩；老单品在佳琦直播间可能小负几十的负增长，但不影响在佳琦直播间持平；后市品牌会主推防晒、修护霜，最后几天主推修护单品；品牌方和佳琦的比

例比较稳定，去年占51、今年占45。韩 束 今年合作佳琦3款、去年5款（减2），目前大盘5.92亿、同比增速2.6，佳琦直播间是负几十的负增长，主要是红蛮腰在佳琦直播间负几十，红粉饼缓增，新品红蛮腰水乳礼盒首日卖了几百万。可 复 美 目前5.45亿、同比增速11.4，今年合作佳

琦8款、去年5款（加3），提升明显，佳琦直播间增速目前在16%到20%之间；老款如焦點面霜、舒缓面膜是负增长，老款柔肤水和锥次抛是几十的正增速，新款首日就破千万的包括超头棒、水油、提亮精华、胶原棒、泡精华液等。自 然 堂 5.36亿、正增速3.5。彩 棠 （珀莱雅旗下）0.42亿、同比增速16.7，佳琦虽然是负两位数增长，但不影响品牌是正增速，佳琦负增长主要来自去年合作佳琦6款、今年只合作3款；中后峰期是彩棠主要发力点，会在直播间发布一些教程，主推气垫和彩妆套组。花 知 晓 1.19亿、同比增速12.4，后面几天增速又持续升高。完 美 （ 完 美 日 记 ） 2.93亿、同比增速7.84，今年合作佳琦两款权益款。毛 戈 平 今年和去年合作佳琦都是5款，2.4亿、同比增速29.3，佳琦直播间目前是缓增；增长点是新品（气垫、彩妆套组、妆前隔离霜和十药面膜），过去的老单品像黑白羽衣气垫、一种花花系列还有接近两成增速；负增长和缓增的有小金扇粉饼、中心皮肤、鱼子酱面膜涂抹。一 叶 （ 一 叶 子 ） 0.37亿、同比增速9.6。上 海 家 化 ：佰草集今年合作佳琦3款权益款，目前加2个坑位，0.941亿、成本增速13.5，佳琦直播间增速接近27~28；今年中式护肤的差异化卖点比较成功，仙草霜、面膜和仙草精华油都是第一天百万级业绩，虽然太极波补水是负几十，但不影响获盘优势；六神0.26亿、同比增速9.3；玉泽3.3亿、同比增速15.4。润 百 颜 1.88亿、同比增速2.2；B M 肌 活 0.36亿、同比增速约7%；润 本 （母婴赛道）0.57亿、同比增速21.6，母婴在中后风段对宝妈人群还有提速空间。林 清 轩 0.19亿、同比增速23.5，但在抖音比例较大。福 瑞 达 旗 下 瑷 尔 博 士 今年和去年都合作佳琦两款，目前1.61亿、同比增速13.6，佳琦直播间是负几十的负增长，主要是面膜和小琥货业绩不高、与去年款式不同，但整体大盘不错。一 联 （ 怡 丽 丝 尔 ? 按 原 文 ） 0.1212亿、同比增速16.3。奥 伦 纳
素 接近1.2亿、同比增速30.7。科 兰 黎 0.176亿、同比增速22.7；达 尔 夫 0.127亿、同比增速15.6。完 美 日 记 0.16亿、同比增速8.8。伊 菲 丹 （ " 下 一 分 " 按 原 文 ）
今年合作佳琦两款、一
款，2.1亿、同比增速20.1，佳琦业绩翻倍主要是第二代超级面膜业绩翻倍；佩 尔 和 乔 530万、同比增速29。逐 本 约0.28亿、同比增速64.1，首日几乎翻倍，核心副产品是香氛洗衣液和洗衣凝珠，在直播间业绩翻倍，但站家在抖音有一个头部达人单日卖了5000万业绩，阿里这边并不是最大的体量。紫 金 （ " 紫 金 " 按 原 文 ）
去年和今年都合作佳琦三款，3.22亿、增速12.1，主要是
新品迭代产品的蓬蓬、次抛和衍生的带动，过去的救人大魔王微负。
外 资 品 牌 ：兰 蔻 13.05亿、同比增速12.9；欧 莱 雅 10.95亿、负增速4.1；修 丽 可 10.28亿、正增速18.2；海 蓝 之 谜 10.25亿、正增速10.5；H R 赫 莲 娜 9.4亿、同比增速17.7；S K - I I 8.98亿、同比增速8.1；肌 肤 之 钥 8.13亿、同比增速9.2；娇 兰 5.09亿、同比增速6.8；娇 韵 诗 （ " 法
国 救 援 医 师 " 按 原 文 ） 9.7（应为口径）7.92亿、同比增速16.3；科 颜 氏 5.93亿、同比增速6.1；优 时 颜 5.87亿、负增速9；O l a y 5.49亿、负增速4.8；希 思 黎 5.37亿、正增速1.1；珂 富 美
（ 可 复 美 ） 前文已列；理 肤 泉 5.43亿、同比增速12.8；雅 诗 兰 黛 11.57亿、同比增速13.1。

关 于 外 资 品 库 策 略 ：雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、SK-II在百亿补贴、低大坑位的渗透比较强，但整体品牌投放是保守的，这也来自外资品牌更倾向于寻求一些坑位去清理库存，但在清理库存的过程中投放是持平的；而国货则寻找更多新客，更激进地合作头部达人、同坑位费的数量，但在跑量款方面比较在意于库存款的折扣调整。理解上，国 货 品 牌 更 在 于 用 户 沉 淀 、 品 牌
资 产 健 康 的 总 体 和 G M V 总 体 的 平 衡 性
；外资品牌则或多或少受舆论影响，比如最近半个月欧莱
雅出现滑石粉的负面，从港澳广告盘到大陆会有一些非正面话题、小热搜，所以可能主品牌是负

增长，一些子品牌或分品牌也受到一定流量压力，更多会清理库存。
会议实录：
专家：今年年终的Q3，我们主要发力的就是把外贸转国内、线下转线上，在工厂产业带这块弥补了一些供给，但中长尾商户毛利率较低、成本抗压能力不足，流失的话属于比较核心的痛点。所以未来平台不管是从CM2还是从GMV来讲，还是比较依靠头部这种有质量的商户。有两个原因：一是现在平台重点扶持88VIP这部分用户，这次大促之后大概率能够突破6700万，Q3财报
之后是6400万
，大促有这样的带动性，而且这部分用户大概整体贡献了淘天平台超过40%以上的业绩。所以它对标的是退货率低、追求质量好、愿景好，因此会有一批新品、一批质量好的产品，或者有一批产品去换赛道，做出符合用户诉求的复合商品。所以大概率这个赛道里，从每个品类比如Top 300以后、或Top 100以后，考虑到品类的集中度问题，可能都会有走入Top集中化，头部的这些品牌今年拿到的资源会更多，但也面临竞争的压力。
问：现在全年的目标大概是多少的增长？
专家：大盘全年的目标，支付口径的GMV大约落在4.5~5.5万亿。我们看了一下今年Q1、Q2的状态，加起来其实是不足5%的；Q3目前9月份较差、是一个负的，7月和8月还说得过去。目前下单口径13.21，按照支付口径大约只有2.1。
问：这个3.2跟2.1都是Q3的增速对吧？
专家：对，Q3的。
专家：所以这样去看，前面这几个季度中Q3还有一定拖累，压力其实给到Q4，Q4必须要做到5.5甚至6左右。所以大促如果说完成业绩，对于大促之后的退坡期，或者说对于双12，我们怎么去维护中小商户、或者中长尾白牌商户，也是一个比较有讨论性的问题。还有就是唯独可以提一下的，像AI入口这块业绩翻倍，确实给老淘天带来一定的增量；淘天已经在做自营业务，但目前今年承压的态度还是存在的，尤其很多商户今年去改良自己的商品，所以在广告消耗方

向、在资产或运营的损耗方向上，是存在压力的。我们认为明年商户的毛利率、还有阿里的
CM2会好一些，因为今年在前几个季度通过新营销计划，不同季度都给商户报了较高的返点，所以平台整体的CM2也不是特别优秀；对于商户来讲，目前的经营环境还尚可。
问：前面有提到截止到21号整体增速的情况，那现货第一阶段全盘大概是什么样的数
据？前面只提到了截止21号。
专家：现货第一个阶段的大盘，我只有大盘的和类目的增速，目前还切不到品牌。15号到24号这个阶段，整体平台4659.7亿，目前大概是9.2的同比增长。这个阶段的目标定在
40.4，目标达成率大概在87.1左右。
那这个40.4对应过来是我们下调之后的目标，对应对应
8%。
问：今年从现在看到截止24号，我想知道两个方向：第一个是哪一些品类的增速还维
持高增速；第二个是哪一些品类从规划完成度来讲超过百分之百、超预期？
专家：我给您对标一下。先说几个重点。第一，美妆：全周期目标780亿，目标增速大概14%，截止21号是13.8的增速，但截止24号这个增速有一定回落，大约在13.4左右，但还好。
今年美妆在淘天前9月的同比增速是9.2，目前大促期间强化补贴，有系数的提升，目前完成率还是蛮高的，在完成的范围内。
第二，服饰箱包：全周期目标是2330亿，目标增速5%，目前落在3.97的同比增速，这个是未完成的，主要在于今年高端箱包、奢品这块目前是-9的负增长；但平价女装和平价箱包多数大概都是接近两位数增长；还有一些内衣或其他品类有一定承压。服饰这边我重点看了一下，

季节性用品大概是-17到-19，现在还没到换季阶段，内衣增速大约是4~6。
第三，运动户外：全周期770亿，目标增速12%，截止24号这个周期是14.27，21号那个阶段也是接近15的增速。这个赛道在预售期阶段，国货品牌主要以价格力或者说平价打法，尤其像李宁、安踏、骆驼等，都突破了两位数以上的增速；反而一些高端运动的头部品牌增速不是特别高，包含像凯乐石、始祖鸟，但它们的坑位比较滞后，应该是一个前后风口期的转换。我们认为刚才聊到的国货品牌，从泉州系下来破两位数应该可以；对于中后风期这些外资品牌，尤其一些高端运动户外，体量是明显的。所以理解成现在这个阶段，平价户外装备和大众入门的跑鞋都落在15~20的增速范围，而高端户外装备、高端跑鞋坑位偏厚，其实是一个前后资源位的状态。
还有科技板块的大家电：目标790亿，目标增速8%，目前大家电落在9~11的同比增速，也完成了，比增速来讲略好一些。大家电目前看到厨电小家电和洗地机增速都是两位数的，但大台电这边像冰箱、电视、空调是缓增的小个位数。后续会有一些大家电和清洁电器的坑位出现。

3C数码（含手机）：全周期945亿，目标增速9%，目前数码增速12.25。新款的手机以及现在的中端手机增速都是两位数，但尤其溢价款手机还有一些平价手机增速并不高。车品今年目标是100亿，目标增速16%。
问：保健品今年怎么样？
专家：保健品在食品饮料里边有一个健康食品，是26.4的增速，完成度大概是……保健品目标是17，到21号的时候是26.92，这几天回落了几个点，但影响不大，算超额完成。
问：玩具和宠物呢？
专家：玩具是15.02的目标增速，玩具这边自己的目标只有5%；宠物在21号是66.06的增速，24号是61.9的增速，都是超额完成，宠物这边只定了19个增速。
问：今年的折扣，第一个点是官方直降，但不管是小红书还是大家体验上，其实还是要凑单，关于凑单怎么凑便宜这个事儿，现阶段对天猫来讲是不是已经变成了一个话题度？第二个点是关于折扣下一步，现在以美妆为例，李佳琦其实已经不是最便宜的了，可能有一些店铺直减，甚至百亿补贴都比李佳琦便宜，平台支持的这种折扣现在是什么情况？
专家：我们分为几块。第一块，不同平台今年开启的时间，这个周期有很多内卷的状态，还有阿里整体的补贴比例、普通坑位或是平台商业化的调整。今年全周期目标全周期的预算是144.5亿，这个是阿里承担的部分，落实到31日的单日就是17~18的提幅，而去年的提幅接近50%。所以今年阿里承担的补贴，对标去年从补贴增长方面还是有回落的；但从商家的比例来看，今年商家跟平台共同承担的是458亿，提幅大约30~31，更多转嫁到商户承担部分较多一些，但商户的货型或许对商户毛利有一定优化。
还有一个就是今年补贴的状态，从去年的天降红包、百亿补贴、以及一些频道券现在都减少了，整体策略是减少无差别的天降红包、减少薅羊毛的人群，更多把资源放到88VIP和高转化率人群。今年立减这块比去年几乎是持平的，但做了一些跨店满减的频道券，更多方便我们在很多子频道去卖广告，然后和商户分摊这种跨店券；跨店券和国补没关系，但用户逛频道时对整体平台的力量来讲或许是一个对冲或平衡的状态，这也是今年的增量点。递减这件事情，是尝试让用户购买回归理性，而满减则是在不同类目或不同专场之间撬动用户感性或刺激的状态。今

年截止到24号左右，32亿的全周期阿里预算已经花完22.5亿，这也说明这个阶段大部分其实还是通过内容场去放量的，内容场大概有六成左右的比例，包含点播和打播。

还有品牌的做法，刚才也提到几个点，百亿补贴、秒杀，还有很多低价坑位，我们也在小红书或值得买这种平台被很多用户种草或谈论。今年像美妆的国货品牌，大量减少了百亿补贴和秒杀或这种坑位，他们更在于品牌资产，本身的投流费、不同场域的货型以及对于自己品牌有一定压力，所以如果这个时候还去用低价放量，毛利率可能扛不住。外资品牌我们也看到，尤其像雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、SK-II在百亿补贴、低大坑位的渗透比较强，但整体的品牌投放是保守的，这也来自外资品牌更寻求一些坑位去清理库存，但在清理库存过程中投放是持平的；而国货则寻找更多新客，更激进地合作头部达人、同坑位费的数量，但在跑量款方面比较在意于库存款折扣的调整。所以理解成就是国货品牌更在于用户沉淀、品牌资产健康的总数和GMV总数的平衡性；而外资品牌或多或少举个例子，比如最近半个月欧莱雅这边出现了滑石粉的事情，舆论从港澳广告盘到大陆会有一些非正面的话题、小热搜，所以它可能主品牌是负增长，一些子品牌或分品牌也受到一定流量压力，更多会清理库存，不会把这种舆论搞到其他销售层面的情况。而国货在本次大促中从舆论环境来讲还是比较正向的，但很多国货在第一阶段，不管是佳琦的直播间还是其他腰部达人，出现了一些货型的差异，这取决于比如面膜、面霜、次抛这些赛道，它的折扣力度或选择的渠道，更多适合退货率、坑位费，以及后面场域的承接，是不同的价值。比如腰部达人和电播，目前一个是坑位费较低、撬动新品能力强，一个是ROI较高、撬动新品比较弱，而佳琦是撬动新品能力强、ROI较低，但首日或前几日有带动增长的确定性。 所以很多品牌不管是从利润款、走量款、新款，还是从后续其他板块去承接，都有一定自己货盘的调整。

问：关于国补，我们发现有品牌有国补、有些品牌没有，而且并不是某一个品牌的某几个品，而是整个品牌都有，其他一些品牌没有，想问这个国补现在大概是什么情况，由谁来承担？

专家：先说今年双十一国补的情况。这个国补，美妆的国补其实算作一个"国补营销"，它和带电类目上面给我们那个钱的不是一件事。

今年618是16亿的预算，双11是15亿的预算，都是立减里边的其中一部分预算。618是5月26号开启的，双11是10月20号开启，分别为期26天和24天；虽然双11预算少，但基本和618都可以维持到双11每日0.62亿、618每日0.61亿。所以这个国补一部分预算是阿里平台出资的，因为国补本身的用户也涵盖88VIP，或者涵盖中高净值、涵盖一些特殊属性的用户，我们有自己信息化的大屏，所以这里更多也是维护用户从过去带店转型、家庭转型等不同品类的强化。

今年双11的国补，我们会重点聚焦在美妆和保健品两个赛道，像美妆的冲刺胶原、抗老、修护、高端功效护肤是优先选择的。所以从我们选择的品牌池可能或许有差异，有一些品牌可能入驻不了，或者不符合这种品类赛道，可能拿不到国补的坑位。我们优先选择一个是有品牌标的的，像珀莱雅这种。国补的话，其实618的时候我们也沟通过，分为几种坑位：猫超的6%~8%，搜索的12%~14%，以及拥有国补坑位的20%左右，这三者有不同。像猫超是我们平台佣金13~14里面付出一部分替商户去补，但更多订单量是有限的，以复购、老品为主；而搜

索是12~14配合城市优惠券、配合阿里出资，商户出资可以少一些，但搜索只是从大促的
中峰期维持前峰期和后峰期的折扣力度
，很多品牌也不是特别愿意拿一些新品或者说高利润款
在这个板块去成交。还有一个情况，今年双11的城市优惠券对标618是有退坡的，更多会落实到该城市的交易地点、收货地址，才能去核销这个券。还可以提一下，如果在国补坑位里的国补营销，在商户承担部分或商户付出的折扣比例可能更高一些，但跑的量是比较强的，也就是平台付出国补的坑位、商户付出正品，共同付出一些折扣；但如果最终是减20的力度，商户付出的成本可能较高一些，但好处是节省了大概3~40的投广费用，核心用户由平台承担。还有一个点，落实到消费环境方面，618当时每周是464亿，而双11我们的目标是780亿，虽然国补的补贴力度一样，但大概率618的撬动比例是13.5，双11我们只能撬动7~8，所以这次国补双11是有提幅的，但撬动的比例或许没有618更明显。
问：这个国补营销未来会变成大促的常用手段，还是暂时性的？
专家：它会变成大促的一个常用手段，实施的期限就是在预售期之后，用户从预售转现货售卖的过程中，可能会有一些券额补完，或者说预售金没有买到符合自己款式，国补会配合品牌在新的坑位当中持续做经营。目前城市线也在做一定的优化，从过去的全城市现在已经聚焦到一二线城市，且南方地区较多，所以更多也是和交易地点有关联。今年年中的运动户外，还有一些其他智能产品，国补营销已经除了中央国补，转型到阿里的国补增量部分，只落地在时尚赛道和健康赛道，这也就是我们说的流量和背书，或者正品可能在这两个赛道商家的合作意愿和配合程度更强一些。
问：现阶段美妆里面用国补多的，能帮我排个序吗？
专家：因为现在对全周期还不好去预判11月份的情况，我大概罗列一下。按金额来看，珀莱雅，然后欧莱雅（这两个从补阿里的GMV比例较多），然后是薇诺娜，然后是珂富美（可
复美），然后是Olay，然后是雅诗兰黛；后边是国货这边的自然堂、百雀羚、丸美、资生
堂、SK-II，海蓝之谜、娇韵诗。大概就是这样的，后边还有一些腰部品牌或其他。
问：关于88VIP，您刚才说整体这次88VIP的销售额占比在40%以上，那同比去年大概
提了多少？
专家：去年是33~35，今年是40%。我印象中去年这个时间的88VIP大概是5300万到5400
万，到今年Q3已经达到6400万。
今年大促结束应该会超过1000万，甚至四五百万的净增量。

问：关于百补，您刚才提到百补整体规模在缩，但我们从C端可观察到，有一些国内外
的头部品牌，大概一两个大单品整体百补力度非常大，而且在搜索上很靠前，折扣也很明
显、比佳琦的大很多。想问他们的策略是什么样？之前可能是一部分参加得多，现在集中
于一两个品吗？
专家：不是国补营销吗？我先说国补。比如464亿的618国补里边，16亿里边的国补营销里有7~8个亿会落在美妆品类，所以国补撬动了美妆大约在62~63个亿，所以刚才给您比例是撬动了618的美妆平均线13~13.5。所以我们看到一些国货品牌，比如我们当时提到的1×5，或者两成甚至以上，提幅是非常明显的，尤其在中间这样一个周期，可能有些都是两到三成。双十一我们的目标是780亿，目前国补的预算15个亿，目前至少有7个亿到国补。
问：我问的是百亿补贴。

专家：百亿补贴，今年双11是33个亿的预算，去年是35个亿，但这33个亿是平台承担
35%的部分，目前全周期的预算是94个亿。
给您一个具体的值，截止到10月15号到10月24
号，百亿补贴在全周期30多个亿的体量当中，只消耗了10.7个亿，也就是其实还没有到百补消耗比较大的时间段，这应该是10月底或11月的平销期消耗会大一些。那这个阶段如果说看到某个品牌的白补消耗比例过高，可能是主动合作、或者说分配的比重较大。
问：百亿补贴这块的折扣货源在哪，整个折扣是平台跟品牌怎么分的？
专家：百补的供给侧其实比较复杂，它其实是有品牌旗舰店直供的。百补在阿里的链路当中，它天然是一个坑位，但是比如品牌的一些老SKU，或者我们叫定制款、简装款，或者说和临期或许有一些关系，这个其实是平台旗舰店自己的行为。还有呢，百补里边因为它是一批经营，更多会以经销商发到我们平台层，然后再从平台里边去分配，但这个比例在美妆里面不是叫大头。还有一定的百补里边，我们是通过比如跨境保税，比如中免那边，还有一些其他的海外渠道，你能不能拿到一些产品。然后美妆这个赛道的白牌，是有一些1688和产业带的商户，产品在百亿补贴当中这个比例是非常低的。
问：美妆板块整体的行业增速，还有整个美妆细分品的板块增速情况，能不能再讲一
下？
专家：美妆目前有两个值，一个是落地到24号的，大概是13.4的增速；还有一个有具体数据的，落地到10月21号的是332.59亿，目前增速13.88。按照品类来讲，护肤板块是262.81，同比增速12.9
，主要的体量是抗老、修护类产品比较明显，中中后期可能会有一些次
抛套装、面膜出现；彩妆板块包含香水、美妆工具是42.5亿，同比增速23.2
，弹性比较大的

像彩棠、花知晓、毛戈平，现在虽然有一些品牌有些许回落，但也算是这个赛道增速较快的；美容仪器是27.2亿，同比增速只有9.6
，美容仪器目前客单价在几个赛道里较高，在力点的带动
之下，用户积极性不是特别高。
问：大概13%左右的增速算符合我们预期吗？
专家：目前彩妆是比目标增速高一些的，护肤这边符合预期。
问：护肤和彩妆分别的目标是？
专家：12和16。彩妆目前超过20了，护肤还是能落在12这个档的。重点我们会扶持国货的护肤和平价彩妆，国货护肤目标是22，平价彩妆目标是17，这两块是增长点。
问：我可以理解为后半段现货期国货要继续发力，对吗？
专家：对，后半段国货还是以护肤板块发力，而且国货现在是带着彩妆，现在有17.1的增速、90.9亿，但彩妆实际上现在还是带着护肤去，后边会反过来。
问：整体销售结构，包括超头、中腰部达人、货架场和自播的情况？
专家：我先跟去年的比例做一个对标。今年的佳琦这边全品类是144.31亿，负增速5.53，截止到21号。很多品牌减少了和佳琦的跑量款，库存款更多会分流到电播、垂类和腰部达人，但很多品牌和佳琦的坑位数量是增加的，所以从业态上，从背书、打新品的角度是强化的，但从清理库存的角度，退货率和坑位费也是比较鲜明。美妆板块佳琦这边是84.45亿，同
比负增长12.06
，这个数据在24号到25号之间是回正的，也就是从预售阶段很多头部品牌和超头的美妆板块放量款明显收缩，而且放到电播这块，这和全品类有一定关系。但全品类增速好一些，主要是佳琦很多专场已经超过600款甚至到700款的SKU，通过量化去弥补这样一个效应，而美妆这块在前周期目前有点压力。

佳琦的占比，去年全优品在预售期是5.98，目前只有5.17
，全品类佳琦的业绩和淘系大
盘的业绩在收缩；去年美妆的占比是32.88，今年美妆的占比是25.39
，也是有收缩。其他达
人今年占比13.72、去年12.64，其他达人大概卖了45.6亿、同比增速23.6。电播加货架整体是
202.5亿，同比增速17.2，主要电播的增速是60~70的状态
，货架基本是个位的增长。
今年其实从三八节之后、从年终开始，很多品牌关注于电播的效率，一个是电播考核take
rate，季度考核下来可以给不同商户返点十几个点的返佣和返现，这是一个利好；还有一个是今
年阿里的电播是全渠道电商ROI最高的，上限可以突破1.7，下限基本在1:3.
6~1:5左右，
还是比较稳的，更多代表了我们找老客户、用户资产的回购情况，还有一些其他增的功能。抖

音这边或者其他平台的点播还是比阿里要好一些，但对于店铺的资质或要求也可能有一定的门
槛，比如品牌的用户资产越好、会员的复购率越高，可能和电播的ROI或转化率形成有一定的后
置性。
问：请您分享一下截止24号的一些核心品牌的表现，以及超预期的情况。
专家：外资品牌我快速过一下，重点说国货，目前口径是支付口径。
珀莱雅：今年和佳琦合作17款，去年15款，目前是加2个坑位，淘系大盘13.95亿、同比增
速10.83。17款当中有5款是纯老款，新品或者迭代款是今年珀莱雅和佳琦合作的重点方向。今年
珀莱雅和佳琦合作款类别比较丰富，像套装、精华、眼霜、防晒、面膜基本全覆盖。后面几天像
品类日开始之后，可能会重点打一些套组产品，在北风期珀莱雅可能会做一些精华和其他面膜产
品去跑量。去年跟今年佳琦的业绩占比实际上差不多，都接近20%，而佳琦帮助珀莱雅带动增速
大概在20%~23%左右。
外资平台我快速说一下：兰蔻13.05亿、12.9；雅诗兰黛11.57亿、同比增速13.
1；欧
莱雅10.95亿、负增速4.1；修丽可10.28亿、正增速18.2；海蓝之谜10.2
5亿、正增速
10.5；HR赫莲娜9.4亿、同比增速17.7；SK-II8.98亿、同比增速8.1；肌
肤之钥8.13
亿、同比增速9.2；娇韵诗7.92亿、同比增速16.3。
薇诺娜：今年和佳琦是11款，去年10款，目前是加1个坑位，目前6.59亿、同比增速8.22。
我们认为后续还可以逐渐提幅，主要原因是今年11款里有4款新品，而新品里有超爆款，像首日
的311屏障修护水、精粹水，首日都是几千万的业绩。虽然老单品在佳琦直播间可能有一个小负
几十的负增长，但不影响在佳琦直播间持平的状态。在后边几天，品牌这边会主推防晒、修护
霜，最后几天可能会主推一些修护的单品。整体品牌方和佳琦的比例还是比较稳定的，去年占
51，今年占45，没有什么太大变化。
韩束：今年合作佳琦3款，去年5款，减2，目前大盘5.92亿、同比增速2.6，佳琦直播间是
负几十的负增长，主要今年红蛮腰在佳琦直播间负几十，红粉饼缓增；新品红蛮腰水乳礼盒首日
卖了几百万。科颜氏5.93亿、同比增速6.1；优时颜5.87亿、负增速9；Olay5
.49亿、负
增速4.8；希思黎5.37亿、正增速1.1；自然堂5.36亿、正增速3.5。
可复美：目前5.45亿、正增速11.4。今年合作佳琦8款，去年5款，加3，明显提升，在佳琦
直播间目前的增速在16%到20%之间。过去的老款像焦点面霜、舒缓面膜都是负增长，但老款的柔
肤水和锥次抛都是几十的正增速，还有一些新款首日就破千万的，像超头棒、水油、提亮精华、
胶原棒、泡精华液，都是首日过千万业绩的。理肤泉5.43亿、同比增速12.8；娇兰5.0
9亿、
同比增速6.8。

下面还有一个牌子，紫 金 （按 原 文） ：去年跟今年合作佳琦都是三款，目前3.22亿、增速12.1，主要是新品迭代产品的蓬蓬、次抛和衍生带动业绩，过去的救人大魔王有微负状态。上海 家 化 旗 下 的 一 叶 子 0 . 3 7 亿 、 同 比 增 速 9 . 6 ； 珀 莱 雅 旗 下 的 彩 棠 0 . 4 2 亿 、 同 比 增 速 1 6 . 7 ，
佳琦虽然是负两位数增长，但不影响品牌是正增速，佳琦的负增长主要来自去年合作佳琦6款、今年只合作3款。中后峰期是彩棠的主要发力点，会在直播间发布一些教程，主推是气垫还有彩妆套组。花 知 晓 1 . 1 9 亿 、 同 比 增 速 1 2 . 4
，这个周期是截止到21号，后面几天增速又持续升高。
完 美 日 记 2 . 9 3 亿 、 同 比 增 速 7 . 8 4 ，今年合作佳琦两款权益款。
还有奥 伦 纳 素 接 近 1 . 2 亿 、 同 比 增 速 3 0 . 7 ；完 美 日 记 0 . 1 6 亿 、 同 比 增 速 8 . 8 ；科 兰 黎
0 . 1 7 6 亿 、 同 比 增 速 2 2 . 7 ； 达 尔 夫 0 . 1 2 7 亿 、 同 比 增 速 1 5 . 6
。还有其他板块，像林 清 轩 0 . 1 9
亿 、 同 比 增 速 2 3 . 5 ，但林清轩在抖音的比例较大。福 瑞 达 旗 下 的 瑷 尔 博 士
，今年合作佳琦两
款，去年也是两款，目前1.61亿、同比增速13.6，瑷尔博士首日的增速是些许放缓的，在佳琦直播间虽然是负几十的负增长，主要是以面膜和小琥货的业绩不高、和去年的款式不同，但整体大盘来讲还是不错的。怡 丽 丝 尔 0 . 1 2 1 2 亿 、 同 比 增 速 1 6 . 3 。
问 ： 我 确 认 一 下 时 间 口 径 ， 这 些 增 长 都 是 1 5 号 到 2 4 号 的 对 吧 ？
专 家 ： 品牌的是15号到21号、24号那个数据，刚才只有大盘现在来不及更新。
主 持 人 ： 我看整体交流比较充分了，时间也差不多一个小时了，要不我们今天就先交流到这里，非常感谢大家的分享。如果后续需要双11最新的数据跟踪，也欢迎联系我们团队。