文件帖 2026-10-26 07:12

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 大摩闭门会：ESMO大会最新解读与前瞻，2026年第三季度业绩前瞻及政策点评20261023.pdf ---
会议总结
本次电话会议为摩根士丹利周五新经济板块热点前瞻在线直播，日期为10月23日星期五，由主持人Alexis与同事Jack（林博涵）、Vanessa（廖之全）共同讨论中国医疗板块近期进展。会议主题包括ESMO大会最新解读与前瞻、2026年第三季度业绩前瞻及政策点评，其中ESMO部分由Alexis主讲的创新药CRO/CDMO解读与Jack主讲的China Biotech板块分析两部分组成。以下为全文详细总结。
一、会议开场与合规声明
会议欢迎词，说明本会议仅面向摩根士丹利的机构客户及财务顾问，不对媒体开放，如来自媒体请退出会议并随后联系了解详情；
关于重要信息披露，请浏览摩根士丹利信息披露网页；
会议内容和问题可能会被录音；听众可随时在屏幕左方的提问消息框发送问题；
本次讨论中国医疗板块近期进展，主题包括三方面：一是从今天开始开幕、持续到下周初的ESMO大会，将提供覆盖公司相关的最新解读与会议前瞻；二是三季度业绩前瞻；
三是最新政策点评。
二、ESMO常规摘要回顾（10月19日已放出）
10月19日星期一放出的常规摘要中，石药有两个比较重要的摘要发布；
第一个是双抗PD-1/IL-15资产读出First-in-human数据。在后线HCC和CRC两个适应症里，少量病人中该资产单药实现了一个很不错的ORR数据：HCC后线最高达到40%，
CRC也达到20%，在后线来说是很好的数据，并且在既往接受过IO治疗的病人中ORR也非常不错；
初步安全性数据显示，包括三级以上TRAE的数据也很好，在HCC这几个病人群体里是30%左右，CRC只有13%。后续希望能看到更多安全性数据的breakdown，尤其是与IL-15相关的一些安全性数据，以及更长期的activity和有效性数据读出；
该资产石药目前已在中国进入1B期和2期临床，主要在CRC和HCC上有更多开发计划；美国FDA也已给予Fasttrack，后续全球开发规划也是关注重点；
石药另一个资产B7-H3 ADC也在乳腺癌有新的数据更新，在不同乳腺癌群体里拿到了不错的ORR数据和初步的DCR数据，安全性上三级以上TE也比较promising。考虑到整个B7-
H3 ADC赛道资产已相对较多，石药对该资产后续开发、尤其是全球开发，可能会在适应症选择和利用安全性优势上有一些差异化路径；

科伦已放出的常规摘要中，比较重要的是OptiTAB-01在精致（编者注：原文如此）三阴乳腺癌的中国三期临床finalOS分析。该trial之前已读出PFS，也读出了interim OS，当时interim OS的HR在0.53；这次finalOS的HR在0.60左右，调整过subsequent ABC
therapy之后的HR在0.55左右，即3L TNBC单药维持了之前的survival benefit，也是对该癌种确证性survival benefit的进一步证明；final OS的绝对收益和HR也符合此前与投资者交流下来的市场预期；
常规摘要里还包括STMT和K药的一些中国二期数据，如子宫内膜癌后线、以及一线UC里的数据，基本上不是最重要的数据读出，但对之后的一些globalreadout也算是一些更

多incrementalvalidation。此前针对更重要的肺癌一线CPMP position、尤其是全球position，团队也发布过一篇报告；
豪森在19号已公布几个track，包括其合作伙伴JSK。其中很重要的一个读出是JSK合作伙伴读出了B7-H3ADC第一次的globaldata。该资产在中国豪森已读出很多二期三期数据，非常亮眼；这次AmboPanTumor101的数据，很大程度上证明了它的global
data和Chinadata的consistency；
在1B期数据中，二线小细胞肺癌里，该资产6mg达到的ORR是32%，三期选择的8mg/kg
剂量达到61%；安全性方面，三级以上TRAE比例是42%（8mg剂量）。数据虽然比较早
期，但跟之前中国数据高度一致，这也是市场当前关注度比较高的点之一；
下周末和下周初，豪森整个中国三期数据在骨肉瘤也会有进一步读出。上个月全球医疗健康会议上，JSK管理层对B7-H3 ADC数据给出很高评价，包括其data translatability以及pipeline in an asset的potential，最近这些数据读出加强了该资产的global
position；
另外还有几个数据读出，包括EGFR/c-Met双抗ADC的First-in-human data：在EGFR突变非小细胞肺癌的ORR达到50%以上，其中30%左右病人之前接受过TMO，且所有病人都是
post-TKI；安全性图谱相对supportive。数据虽早期，但从初步数据看与同靶点双抗ADC比较可比、比较promising；
还有复星子公司复红翰林的美国bridging study数据，不管是在OS的HRversus阿替利珠单抗（原文"artisLi"），还是一些安全性图谱，都和之前临床数据比较统一，也
可支持该药之后在美国马上要申报小细胞肺癌的FDA filing；
复红翰林关注度比较多的4-3 PDL-1 ADC也有一个中国二期胃癌数据更新，该数据相对来说比较incremental，后续可能还是要关注肺癌以及更多durability数据读出；

三生这次读出了中国二期一线非小细胞肺癌加K药的数据，也是之前2025年SITC数据之后的更新（原文"2025年SITC"）。这次数据上看到了一些初始的durability，即12个月PFS rate的color，在10mg剂量下，鳞癌和非鳞癌两个cohort里ORR数据基本和之前比较统
一，是比较高的ORR；12个月PFSrate在非鳞癌里是56%，在鳞癌里是50%左右；
该数据基本上和之前看到的同一个class的数据、包括康方和三生的对应适应症数据比较可比。当然三生目前公布的是中国二期数据，后续全球数据相对要比较靠后一些，要等到其合作伙伴P公司（原文"per"）直接公布，应该就不会有更多中国单独的数据读出。
所以对三生来说，后续更多catalyst来自于整个PD-1/VEGF class的一些数据读出，包括K药后续数据读出。
三、LBA前瞻
接下来一页列出了未来几天可看到的LBA预览，团队也发布了相应报告，分析自己的预期观点以及近期与投资人交流下来对几个主要读出的市场预期；
想强调一下，Alexis覆盖的股票里大家关注度最高的仍是科伦博泰的Lung06和TROP2
005这两个数据读出，因为它确实关系到一个是前线肺癌大适应症数据的有效性，以及它的海外global first pivotal trial的读出；
此外恒瑞有3个LBA、共72个presentation涉及23个资产，石药还会有更低一套的数据读出

等。有一些公司也会在ESMO大会之后，host自己的managementbriefing去做数据解
读，也可以持续关注。
四、三季度业绩前瞻
接下来是行业业绩高峰期，Alexis对A股和个别港股做业绩preview；
药企方面，有3Q业绩的主要是恒瑞和石药两家公司，恒瑞会在下周报业绩；
团队认为三季度业绩会比二季度mini反腐阶段有一个比较好的复苏，尤其是创新药销
售上，三季度会比二季度转好；全年公司最新192亿的创新药销售目标，团队认为还
是有比较大的概率去达到的；
全年BD收入的确认节奏现在也认为会比较明确：JSK的deal预计会有2.5亿美金左右的首
付款记在今年，BMS的deal大概也会有两亿到2.5亿之间的首付款确认在今年，另外可
能还有一些各个里程碑付款会在今年内确认；
最近刚公布的与Novo的口服GLP-1 weekly dosing的deal（原文"weekly do信"），今年应
该会closedeal并收到首付款，但确认的节奏相对不一定有这么快。所以整个今年BD
收入也会有一个相应的增长；

恒瑞最近在非肿瘤板块、特别是自免管线有一些数据读出，都是一些中国的II期数据，还
是比较有竞争力的。团队最近也发布报告，分析了两个资产：一个是M124在UC的二期数
据读出，另一个是SHR-139/这个IL-23P19slashIL-3036R（原文如此）在银屑病
的数据读出。这两个资产都有一定特殊性，比如这个双抗自免资产，可以看到它可以潜在
实现一个超长效的dosing，以及它的PS90和PS100的数据相对也是on par或比较有竞争力
的；
MRRR-124近期数据读出，也可以看到它在UC适应症里的clinicalremission、
endoscopicimprovement都是不错的，恒瑞也会在年内启动全球二期临床。更多数
据分享、包括与全球竞争对手的横向cross trial数据对比，可以在报告里详细展示；
非药板块下周也是三季报集中时间。器械板块里迈瑞、联影和新产业，以及汇泰（原
文）这几家覆盖的公司都会在下周做三季报，团队对销售收入、利润的三季度情况以及
versus市场预期的上行和下行判断有一个初步preview，报告里会有更详细解读；
整个器械板块最近关注比较多的政策进展是临床检测定价的各省价格陆续发布。北京
已经有了几轮征询意见，江西以及其他一些省份也陆续开始出台IVD检测价格。整体来
看，目前出台的价格降价幅度是比较温和的，尤其在一些分子诊断以及其他临床价值比
较高的诊断上，降价幅度比之前想的要小；在一些比较commodities的诊断领域，降价幅度
相应来说可能还是有二三十甚至更多。整体来说，短期之内对行业的价格压力其实没有
大家之前担心的那么严重，所以最近一些对应股价表现，包括迈瑞、新产业，还有一些
下游实验室的股价表现，也是有一个比较不错的回爬；
后续会进一步关注更多地区陆陆续续公布的价格，以及最终是不是全国还是会把这个检测
价格尽量拉平，去判断接下来政策对整个行业的影响；
大设备方面，集采也在陆续推进，不过三季度整体来说会是行业的恢复，以及进一步的
市场份额国产化转移。比如联影，团队预计三季度整个销售收入还是会有一个20%
左右

的增长，这来源于首先中国这边有一定的恢复，其次海外也还是维持着一个高速进展。
五、政策点评
国内方面：上周出了一个更新的export control list，其中也涉及到创新药的一些东西。但政策也比较明确地表示，一些常规的BD交易，包括常规的一些外包研发和生产，其实不在中国exportcontrol的管辖范围内。这和之前十五五规划里明确提出的支持中国创新药企业和海外合作是一脉相承的政策，所以国内整个政策方向还是比较明确的；

海外方面：随着美国中期选举，也出现了不同的声音，包括昨天和前天关于Coins Act expansion（原文）也有对中国创新药一定的讨论。整体来看，目前还是一个起草阶段，并且对常规BD，美国财政部官员（原文"Us treasury official"）也提出了不希望把它归属到整个管辖范围内，当然对一些投资、一些其他方面可能会有更进一步的限制。团队Jack这边也在做更多分析，后续也会做更多关于Biotech这边影响的分享。
六、ChinaBiotech四季度催化剂
康方有两个重要事件：一是H3全球三期研究，预计四季度公布最终PFS和OStrend。
该研究比较依沃西联合化疗和替初（原文"给初"）的联合化疗，用于一线鳞状非小细胞肺癌。之前中国H6数据比较强，PFS是11.1个月versus6.9个月，HR在0.6，OS的HR在0.66左右。对于全球H3，预计PFS能够取得统计学显著性，但疗效优势相比中国研究可能会小幅收窄：一方面全球研究使用的替初对照组可能会更强，另一方面欧美患者因不良事件停药的风险可能更高，对OS的影响尤其值得关注。从美国临床专家反馈来看，两位专家认为OSHR达到0.7~0.75会比较有说服力，另一位则认为0.78~0.8也具有临床意义；但这次OS随访时间可能还比较短，所以主要是看趋势；
康方第二个催化剂是11月14日FDA对依沃西在第三代EGFR-TKI治疗后进展的肺癌适应症做出审批决定。之前全球Harmoni研究虽然达到了PFS终点，但首次预设OS分析中的HR为0.79，没有达到统计学显著性；后续更新的全球OS HR改善到了0.76左右。这里需要注意，三生管理层之前明确表示FDA要求PFS和OS均达到统计显著性，所以这次OS分析未达标，团队认为仍然是主要审批风险，但依然存在获批的可能性。随着随访时间延长，西方患者的OS数据有所改善，加上中国其他研究提供的生存获益证据，也可以进一步支持依沃西的疗效从中国患者推广到全球患者。如果最终获批，会是中国PD-1/VEGF双抗全球化的重要验证；
映恩生物：DB-1303预期年底公布HER2阳性、HER2表达、乳腺癌的全球三期数据，患者此前接受过内分泌治疗，但尚未接受转移性疾病阶段的化疗。该领域竞争已经比较激烈，第一三共的T-DXd在Destiny-B6研究中的中位PFS在13.2个月左右，同时恒瑞和正大天晴也在推进同一治疗场景的HER2 ADC。基本预期是DB-1303能够在PFS上优于化疗，但能否达到T-DXd的疗效水平，目前确定性还没有那么高。除了PFS，也会重点看疗效持续时间以及在安全性方面（原文"CFTT"，即间质性肺病）严重不良事件和停药比例，团队认为efficacy和safety都决定了DB-1303是否能在竞争中形成差异化；

康诺亚：主要关注CM-512在哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉以及特应性皮炎当中的进展。
CM-512是一款同时靶向TSLP和IL-13的双特异性抗体。之前美国一期研究中，中重度哮喘患者亚组在第7周的FEV1（第一秒用力呼吸容积）相比安慰剂提高了330ml；在鼻息肉
方面，中国二期研究显示，单次300mg给药后的改善可以持续到第24周，公司已经选择
每24周给药一次的方案进入三期研发。团队比较看好它在呼吸系统疾病中的长期给药潜力，如果两次给药之间仍旧能维持鼻息肉症状控制和肺功能改善，将是一个重要的竞争优
势；但在特应性皮炎方面会相对谨慎，因为同类药物之前没有能达到主要终点；海外项目（值得关注的参照）：一是莫德纳和默沙东的个体化mRNA癌症疫苗在肾癌术
后辅助治疗当中的三期研究。肾癌是肿瘤突变负荷相对比较低、但仍然对免疫治疗有反应的癌种，如果疫苗联合K药能进一步改善无病生存期，团队认为将支持这个技术向黑色素
瘤以外的癌肿扩展，对云顶新药的mRNA平台也是积极的参考；二是BMS的Cobenfy（原文"Co本法"）在阿兹海默相关精神性症状当中的ADAPT研究，2026年可能有开放标签
数据或者随机对照的期中分析，主要三期结果预计从2027年开始公布。对控制幻觉和
妄想症状的疗效相对乐观，但老年患者的胃肠道、泌尿系统副作用以及停药风险仍然是关
键；如果数据积极，会支持再鼎的KarXT在中国向精神分裂症以外的适应症扩展；
医保谈判：今年医保目录调整的现场谈判和竞价已经在9月份完成，预计11月14日会先公布整体结果，11月底前公布正式目录，并在2027年1月1日执行。覆盖的重点品种包括
信达的马氏度肽，云顶新药的维视频（原文）以及一加（原文），还有荣昌生物泰它
西普和维迪西妥单抗的适应症扩展。团队认为今年医保谈判是观察创新药支持政策是否真正落实到支付端的重要窗口。历史上医保谈判的平均降幅大约在50~60%左右，这次
主要关注总体平均降幅是否明显收窄；如果降幅相比历史水平更温和，将是对于创新药企业国内盈利前景的一个积极信号；
十五五规划：中期看，重点会从全球研发突破更多转向国内商业化落地。中国first-in-class创新药份额已经达到大概24%，接近工信部25%的目标，而且已有两款中国原创
药物在全球实现超过10亿美元的年销售额，但国内市场要进一步发展，支付能力仍然是关键。预计2025~2030年中国创新药支付的CAGR大概是21%，明显快于仿制药2%，创
新药占中国药品支出的比例有望从29%提升至53%。要实现这个增长，一方面需要通过成
熟药品节省医保支出，另一方面也需要减轻创新药的降价压力，并进一步扩大商业保险门诊报销和直接结算等支付渠道。所以整体来看，短期关注临床数据、FDA审批，中长期关注医保支付改革是否能真正改善国内销售盈利。
七、康方H3分析（Jack）

康方的Harmoni 3临床是一个全球一线鳞癌肺癌的三期研究，比较依沃西单抗加化疗对
比K药加化疗，现在预期在今年四季度会有最终的PFS和其中分析的OS数据；

这个临床主要要回答的是：依沃西在中国看到的这些疗效优势（不管是在Harmoni2、
Harmoni6还是Harmoni7），是不是能够转换到全球非亚洲患者身上。团队之前在报
告里对这个问题从三个维度来看：一是亚洲患者本身疗效从H6到H3会不会有一定减弱；
二是非亚洲患者对比亚洲患者在基数上会不会再进一步减弱；三是不同亚洲患者占比
对整体临床数据结果有多大的影响；
第一个问题（亚洲患者本身疗效）：有三个可能因素会影响H6数据转换到H3，对PFS影响相对不确定，但对OS会有一定可能影响。第一个因素是对照组：中国H6数据用的是替雷利珠单抗加化疗，H3是对比K药。过往数据来看，不管是从不同meta分析、systematic review还是临床数据对比，两个药在PFS上的对比其实比较inconclusive，对PFS影响相对较少；但对mediumOS的影响相对比较一致，替初多多少少都会有一定程度的
performance。所以在H3换对照组为K药的情况下，PFS上不一定会有明显转变，但OS上对照组会有一点的performance；
第二个因素是患者年龄：这不仅是中位年龄的问题，更大的影响是临床占有多少75岁以上的病患。研究上相对一致的是75岁以上整体疗效相对比较差，主要原因是75岁以上病患耐受性相对比较差，对药物本身的exposure比较差，疗效本身就会比较弱。对H6和H3的对比，H3本身比较多75岁以上病患，这本身不是问题，因为两个对照组的treatment arm都有75岁以上病患；但因为依沃西单抗本身可能带来更多安全性风险，有机会对75岁以
上病患带来更大的影响，这主要还是从安全性风险角度上有可能带来更大影响；
第三个因素是化疗方案的差异：H3是可以引用白蛋白紫杉醇的，虽说未必直接减弱疗效，但对于血小板下降以及一些可能跟gFN（原文"GF"）不良反应的风险overlap的
情况，风险就会稍微高一些，这可能叠加刚才提到75岁以上病患会有更大影响。所以整体这三个因素下来，团队觉得H6亚洲病患数据从H6转换到H3，PFS上不一定会有比较显
著的变化，但OS上有一定的风险可能会有改变；
第二个问题（非亚洲患者）：主要有两个点。一是不良反应情况，过去临床数据看到，非亚洲患者对一些V相关的血栓或流血的不良反应，对比亚洲人有更高的发病率
或不良反应率，相对增加了依沃西单抗arm可能需要承担的不良反应风险；二是海外跟国内临床对比看，同样不良反应率下，国内病患的停药终止率可能会比海外来得低，这
也可能取决于国内与海外医生对不良反应管理的不同方针。假设这种趋势维持到Harmoni3，如果海外有更高不良反应的情况，可能同时也会带来更多停药风险；因为依沃西单抗
本身是PD-1跟VEGF连在一起的双抗，如果因为一些VEGF相关的风险去停掉，其实也
会停掉PD-1的exposure，这就有机会相对影响到最终生存的performance。所以非亚
洲患者可能有更多机会影响的，更多在于不良反应的风险以及不良反应管理；
第三个问题（亚洲患者占比）：美国团队做过一个sensitive analysis。假设非亚洲患者HR比亚洲患者高0.05，亚洲患者比例从30%提高到50%，全体PFS或者OS的HR只可能

会改善大于0.01，对整体并不是一个特别显著的改善
，亚洲患者占比对改善全球结果帮
助有限；
总结：团队预期PFS还是会成功，H6到H3的转换影响相对比较低；但对OS趋势相对会
有更多风险，不管亚洲病患或非亚洲病患都可能有更多风险。本次看到PFS数据后，预计
会有一定的中期OS取向，或者一些中位OS rate的情况，去决定在这个时间点海外临床能够
给多好的一个OS起点，以及更长随访下能够达到什么样的结果。
八、ChinaBiotech板块四季度展望
整体建议选择性增持。现在市场气氛偏弱，但板块整体基本面还是维持一个持续改善
的环境，资金来源、商业化出海情况、盈利能力都在往前走，也让公司更有能力保留全球
创新的价值；
负面因素：市场压力，不管是宏观角度还是市场本身角度，在高利率、估值不算便宜
（虽最近下调会降下一些）、以及风险偏好偏弱的情况下
，团队对资金配置到Biotech
本身、对一个增长的sector还是比较偏谨慎的角度，这些因素会影响短期股价跟买入节
奏，但并不会改变整个板块基本面维持改善的方向；
公司层面和产业本身的改善有几个实质支撑：一是licensing已经成为股权融资以外
最重要的现金来源，实际上包含股权融资都是最重要现金来源。过去几个月研究统计，今
年开始授权首付款已经占整体Biotech funding资金来源consistently大概平均6～7成的程
度，大幅降低了Biotech公司在成长过程中对一级融资跟上市后增发的依赖；二是现金
runway中位数从2023年的2.6年延长到2025年的4.9年
，同时加上商业化收入增长，更
多公司预期在未来一两年会走向盈利，这也受到国内政策方向的支持。团队也会持续关
注医保药品价格、报销范围跟患者准入，去了解更进一步政策对销售以及公司盈利能力的
实际支持；
更充足的资金跟更强的盈利能力，也在提高各家公司的全球议价能力
。过去Biotech公
司本身是pre-revenue，资金来源可能比较紧张，公司可能需要在项目早期就把海外权益售
出去；逐渐整个产业往前走之后，大公司都有更多能力把临床往前推进一步，等疗效更

清楚、风险更低的时候再谈合作，就相对更有条件保留比较多的海外权益，将整个产业
推向更成熟的阶段；
选股逻辑（twobytwo表）：横轴是riskcapacity，包含现金、国内商业化收入、
license型资金、全球开发能力等，即公司能够持续承担多少研发方面的风险；纵轴是资
产稀缺性，即公司能够生产什么样的产品、什么样的创新能够有全球差异化。有能力承担
开发风险，再加上合作方难以替代的资产，就能够有更强条件把自己的创新转化成自己保
留下来的价值；
核心配置偏好信达和康诺亚，在右上角这个部分。信达有国内商业化规模支撑，通过
共同开发和利润分成增加海外的价值保留，IBI-34上也保留40%
，最近跟辉瑞的合作也
是推进了第二个信达做出Co-development、Co-commercialization的合作，去推向全球化
的蓝图；康诺亚也通过NewCo在首付款、里程碑和royalty增加股权与退市收益
。团队
看好这类公司持续开发合作跟变现的能力；

整体四季度沿着两条主线持续增持核心仓位：一是配置具备创新和风险承担能力的全
球化平台，二是用比较小仓位参与有明确催化的新兴创新
。市场气氛虽然比较弱，但板
块基本面的改善仍然支持团队继续增加这些方向的配置。
会议实录：
各位上午好，今天是10月23号星期五，欢迎来到摩根士丹利周五新经济板块热点前瞻在线直播，我是Alexis。请注意，本会议仅面向摩根士丹利的机构客户及财务顾问，本会议不对媒体开放。如果您来自媒体，敬请退出本次会议，随后与我们联系，以了解进一步的详情。关于重要的信息披露，请浏览摩根士丹利信息披露网页。请注意，本次会议内容和您的问题可能会被录音。
在本次直播中，我将会与我的同事Jack（林博涵）和Vanessa（廖之全）讨论中国医疗板块的一些近期进展，您随时可以在屏幕左方的提问消息框里向我们发送问题。那现在由我首先进行发言。
今天我们探讨的主题包括几个方面。首先，这周从今天开始，ESMO大会就正式开幕了，一直持续到下周初，我们会提供一些在我们覆盖的公司相关的最新解读与会议前瞻。另外，我们也会做一个三季度的业绩前瞻，以及最新的政策点评。那首先要由我这边开始。
首先，我们还是从ESMO解读开始吧。这周的周一即10月19号的时候，所有的regular abstract已经放出来了，接下来从今天到27号这段时间，所有的Late breaking abstract和presentation会陆续放出，接下来也会有一些重点的数据读出值得我们关注。右边的table列出

了在我这边覆盖的股票里边一些比较主要的LBA读出。其中关注度比较高的，比如说科伦，接下来还有三个他和他的合作伙伴默沙东的数据读出，大家关注度最高的应该是OptiTROP-Lung 06在一线PD-L1 negative非鳞癌、小细胞肺癌的具体数据读出。另外，默沙东这边的二线加的endometrial cancer的first global data，TROP2 005的数据读出，也是海外投资人普遍关注度比较高的。除此之外，恒瑞这次有三个LBA，分别涉及到他的HER2 ADC、HER3 ADC以及他的KRAS G12D三个资产；豪森接下来的B7-H3 ADC在骨肉瘤的中国三期数据，也会有一个LBA读出；石药另外还有两个和康宁杰瑞合作的资产的LBA读出，以及中生和维立志博分别都有一个LBA的读出。接下来我们会给大家陆续进行一个preview。
首先，我们可以先回顾一下11月19号星期一放出的常规abstract都有哪些内容。首先我们看到石药有两个比较重要的abstract released的。第一个是他的双抗PD-1/IL-15这个资产读出了first-in-human data。我们可以看到，在后线的HCC和CRC两个适应症里，在少量的病人中，这个资产单药实现了一个很不错的ORR数据，最高在HCC后线达到了40%，在CRC也达到了20%，
在后线来说已经是一个很不错的数据，并且在prior IO exposure的病人当中ORR也是非常不错的。我们看到这个初步的安全性数据，包括三级以上的TRAE数据也是很好的，在HCC这几个病人
群体里是30%左右，CRC只有13%。当然，后边我们也希望能看到更多的安全性数据的breakdown，尤其是跟IL-15相关的一些安全性数据，以及更长期的activity和有效性数据读出。
关于这个资产，石药目前在中国已经进入了1B期和2期临床，主要也是在CRC和HCC上有更多的开发计划，另外美国FDA这边也已经给了他一个Fast track，所以后续的全球开发规划也会是一个关注的重点。
另外，石药另外一个资产，它的B7-H3 ADC也在乳腺癌有了一个新的数据更新，我们也是看到了在不同的乳腺癌群体里，也拿到了一个不错的ORR数据和一个初步的DCR数据，安全性方面三级以上TE也是比较promising的。我们知道整个B7-H3 ADC的landscape现在相对来说资产已经比较多一些了，所以石药对于这个资产后续的开发，尤其是全球开发上，可能会在适应症的选择以及利用它的安全性优势上，会有一些differentiated的开发路径。这是石药目前已经读出的两个abstract。
接下来，我们看一下科伦已经放出的regular abstract，其中比较重要的已经放出来的可能

是OptiTAB-01，也就是在精致的三阴乳腺癌的中国三期临床的final OS analysis。这个trial其实之前已经读出了PFS，也已经读出了interim OS，当时的interim OS的hazard ratio是在0.53。这次final OS可以看到HR是在0.60左右，调整之后，就是调整过subsequent ABC therapy

之后的HR是在0.55左右。也就是说，可以看到3L TNBC单药其实是维持了之前的survival benefit的，也算是对这个癌种确证性的survival benefit的进一步证明。final OS的绝对收益和HR，也符合我们之前跟投资者交流下来的市场预期。
除此之外，在这个regular abstract里还包括STMT和K药的一些中国二期的数据，比如说在子宫内膜癌的后线，以及在一线的UC里的一些数据，基本上不是最重要的数据读出，但对之后的一些global readout也算是一些更多的incremental validation。我们之前其实针对更重要的在肺癌一线的CPMP position，尤其是在全球的position，也发布过一个报告，大家有兴趣的话也可以后续再去看一下。
接下来还有几个公司的读出。豪森在19号已经公布了几个track，包括他的合作伙伴JSK。其中我们觉得一个很重要的读出是JSK的partner读出了B7-H3 ADC的第一次global data。这个资产在中国豪森已经读出了很多二期三期的数据，也是非常亮眼的。这次Ambo Pan Tumor 101的数据，我们认为很大程度上证明了它的global data和China data的consistency。我们看到在1B期的数据，在二线的小细胞肺癌里，这个资产达到的ORR在6mg是32%，在三期选择的8mg/kg的剂量达到了61%。另外在安全性方面，三级以上TRAE的比例是42%，在8mg这个剂量。这些数据虽然比较早期，但是跟之前中国数据是高度一致的，这个也是市场现在关注度比较高的点之一。
接下来，在这个下周末和下周初，豪森整个中国的三期数据在骨肉瘤也会有进一步的读出。
之前在我们上个月的这个全球医疗健康会议上，JSK的管理层也是对这个B7-H3 ADC的数据给出了一个很高的评价，包括它的data translatability以及它的pipeline in an asset的potential。我们也是觉得最近的这些数据读出加强了该资产的global position。另外，好像还有另外几个数据读出，其中包括它的EGFR/c-Met双抗ADC的first-in-human data，我们也是看到在EGFR mutated非小细胞肺癌的ORR达到了50%以上，其中有30%左右的病人是之前接受过TMO的，以及所有病人都是post-TKI的，在安全性图谱上也是相对来说比较supportive的。所以虽然这个数据目前还是比较早期，但是从初步数据上来看，可能跟其他的一些同靶点的双抗ADC还是比较可比、比较promising的。这是豪森的一个情况。
另外还有一些数据读出，比如说复星子公司复红翰林读出了他的一个美国的bridging study的数据，也是看到不管是在OS的hazard ratio versus 阿替利珠单抗，还是一些安全性的图谱，都和之前的临床数据比较统一，也可以支持他的这个药之后在美国马上要申报小细胞肺癌的一个FDA filing。另外，大家关注度比较多的4-3 PDL-1 ADC也是有一个中国二期的胃癌数据更新，当然这个数据相对来说比较incremental，可能我们后续还是要关注更比如说在肺癌以及更多的durability的数据读出。

然后来到三生，三生这次读出了一个中国二期的一线非小细胞肺癌加K药的数据，这也是之前2025年SITC数据之后的一个更新。我们在这次数据上看到了一些初始的durability，就是12个月PFS rate的color。可以看到，在这个10mg的剂量下，在鳞癌和非鳞癌这两个cohort里边，ORR的数据基本上是可以和之前比较统一的，是一个比较高的ORR。12个月的PFS rate也基本上在非鳞癌里是56%，在鳞癌里边是50%左右。这个数据基本上也是和之前我们看到的同一个class的数据，包括康方和三生的对应适应症的数据是比较可比的。当然三生目前公布的是中国的二期数据，后续全球的数据相对来说要比较靠后一些，要等到他的合作伙伴P这边去直接公布，应该就不会有更多的中国单独的数据读出了。所以对于三生来说，可能后边更多的catalyst来自于整个PD-1/VEGF class的一些数据读出，包括K药后边的数据读出。后边我的同事Jack也会做更多的关于这个class的数据分享。
这就是这周已经公布的一些abstract的我们的一些点评。接下来这一页更多的列出了接下来的几天我们可以看到的LBA的一些预览，我们也是发布了相应的报告去跟大家分析我们自己的一个关于预期的观点，以及最近一段时间跟投资人交流下来对几个主要读出的一个市场预期的观点。其中，想强调一下，可能我这边覆盖的股票里边，大家关注度最高的还会是科伦博泰的Lung

06和TROP2 005这两个数据的读出。因为它确实关系到了一个是前线的肺癌这个大适应症数据的有效性，以及他的海外的global first pivotal trial的读出。另外包括恒瑞刚刚我们也提到有3个LBA，以及一共有72个presentation涉及到23个资产，石药还会有更低一套的数据读出等等。这里边有一些公司也会在ESMO大会之后，会有自己host的management briefing去做一个数据的解读，那大家也可以持续关注。这个是ESMO的部分，在我这边的覆盖。
接下来，下周也会是整个三季度季报的一个高峰期，我这边简单地做一下一些A股和个别港股的一个业绩的preview。首先在药企方面，港股A股不多，有3Q业绩的主要是恒瑞和石药两家公司，恒瑞会在下周报业绩。首先，我们对三季度的业绩还是认为会比二季度的这个mini反腐的阶段会有一个比较好的复苏，尤其是创新药的销售上，我们认为三季度会比二季度转好，并且全年最新的公司目标192亿的创新药销售，我们也是觉得还是有比较大的概率去达到的。
另外，除了三季度本身的话，全年我们对BD收入的确认节奏现在也认为会有一个比较明确的节奏。JSK的deal，我们预计会有2.5亿美金左右的首付款记在今年，然后BMS的deal大概
也会有两亿到2.5亿之间的首付款确认在今年
，另外可能还有一些各个里程碑付款会在今年内
确认。最近刚刚公布的与Novo的口服GLP-1 weekly dosing的deal，今年应该会close deal并且收到首付款，但是确认的节奏可能相应来说不一定有这么快。所以整个今年的BD收入也是会有一个相应的增长的。这是关于业绩本身我们的一个preview。

另外，我们也想highlight一下恒瑞最近在非肿瘤板块，特别是自免管线的一些数据读出，都是一些中国的POE二期数据，还是比较有竞争力的。我们这边最近也是发布了一个报告，分析了两个资产，一个是M124在UC的一个二期数据读出，另外是SHR-139/这个IL-23 P19 slash IL-3036R这个数据在银屑病的一个数据读出。这两个资产都有一定的特殊性，比如说这个双抗的自免资产，我们可以看到它是可以潜在实现一个超长效的dosing，以及它的PS90和PS100的数据相对来说也是on par或者比较有竞争力的。另外，MRRR-124近期的一个数据读出，也是可以看到他在UC这个适应症里的clinical remission、endoscopic improvement都是不错的，恒瑞也是会在年内启动全球二期的一个临床。更多的一个数据的分享，包括和全球的一些竞争对手的一个横向的cross trial数据对比，我们也可以在报告里有一个详细的展示，这边今天就不过多地赘述了。这个是恒瑞我们一个preview。
另外，在非药的板块，下周也是一个三季报的集中的时间，这边我们也对主要的公司做了一个业绩的预览。比如说在器械板块里，迈瑞、联影和新产业，然后包括汇泰这几家我们覆盖的公司都会在下周去做三季报，我们也是对他比如说对他的销售收入以及利润的三季度的情况，以及versus市场预期的上行和下行的一个判断，有一个初步的preview，这个在报告里会有更详细的解读。
另外，在整个器械板块，最近一个大家关注比较多的政策进展，是这个临床检测定价的陆续的一个各省的一个价格的发布。我们看到北京已经有了几轮的征询意见，另外像江西以及其他的一些省份也陆续开始出台IVD检测的一个价格。整体来看的话，目前出台的价格其实降价幅度是比较温和的，尤其是在一些比如说分子诊断以及其他的一些相对临床价值比较高的诊断上，其实降价幅度是比之前想的要小的，那再有一些比较commodities的一些诊断领域，降价幅度可能相应来说还是有个二三十甚至更多的。所以整体来说，我们认为短期内会对行业的这个价格压力，其实没有大家之前担心的那么严重，所以相应来说，最近像一些对应的一些股价表现，包括迈瑞、新产业，还有一些下游的实验室的股价表现，也是有一个比较不错的回爬吧。后续我们也会进一步关注更多的地区陆陆续续公布出来的这个价格，以及最终是不是全国还是会把这个检测价格尽量拉平，去判断接下来政策对整个行业的一个影响。
另外，在大设备这方面，集采也是在陆续地推进，不过三季度整体来说，其实是会有一个行业的恢复，以及进一步的国市场份额国产化的一个转移。比如说我们看到联影，我们预计三季度的整个销售收入还是会有一个20%左右的一个增长
，这个来源于首先中国这边有一定的恢
复，其次海外这边也还是维持着一个高速的一个进展等等。这是其他一些非要的一个子板块下周

业绩的一个预览。

最后，我还是简单地点评一下一些政策上的一些变化，那这两天也是看到国内和海外都有一些政策上的一些新的新闻出来。首先先说一下国内这边，上周也是出了一个更新的export control list，其中也涉及到创新药的一些东西。但是我们看到其实政策也比较明确地表示了一些常规的BD交易，包括常规的一些外包研发和生产，其实是不在中国的export control的管辖的范围内的。这个也和之前十五五规划里明确提出的支持中国的创新药企业和海外合作是一脉相承的，成立一个政策，所以我们认为国内的整个政策的方向还是比较明确的。
那海外方面呢，最近也是随着美国的中期选举，也是出现了不同的声音，包括昨天和前天关于Coins Act的一个expansion，也是有对中国创新药有一定的讨论。那整体来看的话，我们觉得目前还是一个起草阶段，并且对常规的BD，美国财政部官员（Us treasury official）也是提出了不希望把它归属到整个的管辖范围内，当然对于一些投资、一些其他的方面可能会有更进一步的限制。这一块儿，我们团队Jack这边也是在做更多的分析，后边Jack也会做更多的关于Biotech这边影响的一个分享。整体，我这边的覆盖大概就是这些内容。
接下来我把时间给到Jack，分享一下Biotech这边也是最近事件比较丰富的一个板块。
谢谢Alexis。那我这边的话就后续由我跟Vanessa这边跟大家分享一下，就是China Biotech这个产业在ESMO这一次的一些我们关注的重点读出，以及四季度会还会有在ESMO之外的一些主要催化剂。可能对其中一些主要的催化剂做更多的一些解读，然后最后可能作为对China Biotech整个板块在四季度的一些展望跟看法去做一些分析。那我这里首先分享一下ESMO这边的几个重点读出跟我们的看法。
首先是康方他们会在这一次ESMO，就这个周末，公布依沃西单抗在胆道癌的这个数据。那我们对这个读出维持高重要性、有机会超预期的这个判断，同时这个项数据会直接回应PD-1 bad of class一直以来其中一个争议，就是早期的疾病进展延缓，能不能持续转化成更长的OS跟生存。其实这个问题在这个适应症还是有一些历史背景的，之前在IMbrave 141的这个临床，把独立的贝伐珠单抗加到这个阿替利珠单抗的PD-1单抗上，PFS是有改善，但却并没有转化成这个OS的获益。所以依沃西单抗在BTC能够转化成生存优化的这个结果就相对是有意义的，毕竟过去曾经失败过。那以数据上来讲的话，依沃西二期在胆道癌的中位生存期是16.8个月，对比IMbrave 151的这个病床差不多是13个月的历史数据，给了我们一个比较偏正面的起点。那我们现在知道的是三期OS成功已经公布了，所以我们在这周末的时候，主要会看会议程度以及生存储线曲线后面的差距是否能维持，去更多了解一下这个依沃西单抗，在达成这个中位OS优化的时候这个mechanism是什么样的情况。加上他已经有累积的这个OS 3级证据，包含Harmoni 2、Harmoni 6，以及现在这个Harmoni GI-1的三期OS证据，让我们看好它在肺癌以外的适应症的扩张，也有机会超出市场对这部分相关的预期。唯一有的顾虑可能就还是安全性，毕竟在二期的话，重度不良事件是高出bench的，所以会必须要将这个生存获益对比这个额外毒性来做衡量。
那第二个我们想分享的这个催化剂是信达的IBI-343，是一个CLDN18.2 ADC在后线胃癌的这个数据，那我们一切对这个数据也是维持非常高重要性，以及偏正、有机会正面惊喜的判断。这个view主要是有两个基础，我们倾向IBI-343有较好的肠胃道耐受性，以及从我们收到的投资者反馈，目前对这款药的预测以及估值的功能性相对比较有限。那作为背景，这次三期针对CLDN18.2高表达系数75%以上、三级三线以后的胃癌PFS已经公布成功了。那早期确认缓解率差不多32%，PFS 5.5个月，那安全性方面，重度恶心呕吐各是1.6%，对比另外一个，这个我们待会儿会讨论到的peer CMG-901，历史数据是6%。所以我们会偏好让IBI-343在肠胃耐受性上的这个优势。我们认为这个优势会有利于患者持续用药，那也对未来联合治疗下留下一些想象空间。那这一次，如果OS要显示出有竞争力的生存表现，那我们可以连同这个较好的耐受性跟三级以上的安全性连起来，推动投资者上调目前有限的这个资产贡献预期。
那第三个就是我们刚才提到的康诺亚，他们这一次跟AZ一起合作的这个CMG-901，AZ是AZD-09001，也是另外一个CLDN18.2，也是最近公布了海外临床三期成功。那这次会在ESMO公布这个细节的数据，我们对这个数据也是维持非常高重要性，对康诺亚偏正面的读出判断，但它的上行来源，主要是来自有机会去扩张这个使用的病患群组。因为我们现在主要的这个估值，主要是放

在三线以后，以及这个CLDN18.2表达75%以上的这个病患的群组。但它这个数据会给我们更多讯息去了解到它这个临床其实包含了二线的病患，以及在更低CLDN18.2表达25%到74%这些病患，在这一些病患群segment里面假设疗效相对比较优异的话，是有机会能够让这个管线能够达到更多市场扩展的机会，达到更多的这个off-label的这使用。
那我们第四个想分享的这个催化剂，是云顶的ZCD-113 ADC加免疫疗法在小细胞肺癌的这个数据。我们也是维持对云顶有非常高重要性、偏全面惊喜的催化剂。而且我们有一个看法，目前的数据是偏好SOC加这个阿替利珠单抗的这个双药方案，那核心逻辑是，我们目前看到这个疗效以及这个安全性是有蛮大的机会能够让这个double组合去替代这个铂类跟拓扑替康的化疗使用，有机会兼顾更持久的控制、更低的这个化疗负担。一些背景是，现在现有的这个免疫加化疗的历史，在这个一线小细胞肺癌的缓解率历史差不多是60%，那PFS只有5.2个月。那ZC双药在15名一线患者达到了这个80%的确认缓解率，那我们仍然在等着周末的这个presentation去看到具体的这个PFS。但是之前管理层已经有在二季报分享过，他们预期这个PFS是能够达到至少对比benchmark 50%以上的这个增长，所以他差不多预期在8个月左右的这个PFS。那这个连同于这个独立安全性，重度不良事件数超27%，对比传统方案的67%，会让我们看到，就是在双药这个连用

的double，就是ZC加上这个阿替利珠单抗的这个双药连用，能够带来同时疗效上的优势以及安全性上的优势，去支持他这两个药的联用，或者甚至说在更加多新的第三个药的这个尝试，就他们跟公司有在做跟这个engine全的power，另外一个D23 TC的这个一线连用。这个就留下了更多的这个联用空间。
第五个数据读出是云顶新药他们在interpath 001的这个cancer tumor vaccine，这mRNA cancer vaccine的这个读出。那主要看的是一个对于这个产业跟一个这个mRNA vaccine的技术的这个扩展，以及在什么样的肿瘤环境跟适应症会是最有效对这一类的这个技术。那它这个相对于云顶现在采取的一些适应症选择以及研发策略上有什么样的这个reclass。那我们基本上对于这个数据读出，其实今天早上已经有一些初步数据分享出来了，我们对于这整体的对云顶的request是维持比较高重要性、非常高重要性，以及有正面surprise的判断，因为它能够进一步支持这EVM 16的术后开发策略以及更广泛的患者选择。那这次研究基本上市场预期是携带的RF风险比超多0.6。那在二期临床的时候五年的数据差不多0.51，那这个早期的结果给我们比较偏正面的基础。那三期如果能够是低于0.6的个基础下，会对这一个class的这个创新管线能够带来比较好的这个预期。我们同时也会看就是九针打完后的这个后益能能否持续，以及低变异负荷的患者能够同样受益。这个可以让我们知道，就是这类的这个创新管线能否扩展到更多不同的这个肿瘤适应症，然后能够支持云顶新药以及他们这个EVM 16以及其他管线在更多适应症的这个开发。
那我这边最后一个在ESMO的分享是映恩，他们的DB-1303加那个普密特曼的这个联合数据，基本上就是他们的HER2 ADC加上这个beyond tag的PD-1/VEGF双抗的这个连用。那我们维持对这个临床读出维持高重要性，但对这个数据主要是维持一个in line的这个预期，并保留对这个宫颈癌跟这个头颈鳞癌早期活性的判断。那这个研究主要的意义是，它是去初步构建一个ADC加下一代这个双抗的这个发展机会，我们主要是会先看的是它的这个tolerability，这个整个不良反应的这个情况，是否能够在一线的这个病患中能够维持一个比较好的使用情况。然后根据看再去看他疗效方面，是否能够对比现有的这个标准疗法能够有更好的疗效优势。那目前看到的数据基本上还是只有主要是在ORR跟这个安全性上，两者都还是对比现有的这个基础疗法比较有优势。
那我们也是持续等这个可能周末的这个presentation上，会不会有更长期的这个follow-up的PFS或是DOR的这个数据，毕竟这个数据的cutoff是在今年的这个4月左右。
那我这边的话就先把这个话筒交给Vanessa，来分享一下这个第四季度会有的一些这个催化剂。
好的，感谢Jack。那接下来我们看一下中国biotech四季度值得关注的催化剂。首先是康方有两个重要事件，一个是H3的全球三期研究，预计四季度公布最终PFS和OS trend。那这个研究比较依沃西联合化疗和替初的联合化疗，用于一线鳞状非小细胞肺癌。之前中国H6的数据比较

强，PFS是11.1个月versus 6.9个月，HR在0.6，那OS的HR是在0.66左右。对于全球H3，我们预计PFS能够取得统计学显著性，但是疗效优势相比中国研究可能会小幅收窄，一方面全球研究使用

的替初的对照组可能会更强，另一方面，欧美患者因不良事件停药的风险可能更高，对OS的影响尤其值得关注。Jack之后也会就H3具体展开分析。那从美国临床专家的反馈来看，两位专家认为OS HR达到0.7~0.75会比较有说服力，另一位则认为0.78~0.8也具有临床意义。但这次OS随访时间可能还比较短，所以主要是看趋势。

那康方第二个催化剂是11月14日，FDA对依沃西在第三代EGFR-TKI治疗后进展的肺癌适应症做出审批决定。之前全球Harmoni研究虽然达到了PFS终点，但是首次预设OS分析中的HR为0.79，没有达到统计学显著性。那后续更新的全球OS HR是改善到了0.76左右。这里需要注意，三生管理层之前明确表示FDA要求PFS和OS均达到统计显著性，所以这次OS分析未达标，我们认为仍然是主要审批风险。但是我们认为依然存在获批的可能性。随着随访时间延长，西方患者的OS数据有所改善，加上中国其他研究提供的生存获益证据，也可以进一步支持依沃西的疗效能从中国患者推广到全球患者。那如果最终获批，这个会是中国PD-1/VEGF双抗全球化的重要验证。

再来看映恩生物，映恩的DB-1303预期年底公布HER2阳性、HER2表达的乳腺癌的全球三期数据，患者此前接受过内分泌治疗，但尚未接受转移性疾病阶段的化疗，它的target大概是这个。那这个领域的竞争已经比较激烈，第一三共的T-DXd在这个Destiny-B6的研究中，中位PFS是在13.2个月左右。那同时恒瑞和正大天晴也在推进同一治疗场景的HER2 ADC。我们的基本预期是DB-1303能够在PFS上优于化疗，但能否达到T-DXd的疗效水平，目前确定性还没有那么高。除了PFS，我们也会重点看疗效持续时间，以及在安全性方面（即间质性肺病）严重不良事件和停药比例。我们认为efficacy和刚刚讲到的safety都决定了是否DB-1303在竞争当中可以形成差异化。

那在康诺亚方面呢，我们主要关注CM-512在哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉以及特应性皮炎当中的进展。CM-512是一款同时靶向TSLP和IL-13的双特异性抗体。在之前美国一期研究当中，中重度哮喘患者亚组在第7周的FEV1（第一秒用力呼吸容积）相比安慰剂提高了330ml，在鼻息肉方面，中国二期研究显示，单次300mg给药后的改善可以持续到第24周。公司已经选择每24周给药一次的方案进入三期研发。我们比较看好他在呼吸系统疾病中的长期给药潜力，如果两次给药之间仍旧能维持鼻息肉症状控制和肺功能改善，我们认为这将是一个重要的竞争优势。但在特应性皮炎方面，我们会相对谨慎，因为同类药物之前没有能达到主要终点。

最后还有两个海外项目，虽然不是中国公司的直接临床数据，但是我们认为是非常值得关注的。首先是莫德纳和默沙东的个体化mRNA癌症疫苗，在肾癌术后辅助治疗当中的三期研究，肾癌是肿瘤突变负荷相对比较低，但是仍然对免疫治疗有反应。如果疫苗联合K药能进一步改善无病生存期，那我们认为将支持这个技术向黑色素瘤以外的癌肿扩展。那对于云顶新药的EVM 16平台也是积极的参考。另一个是BMS的Cobenfy，是在阿兹海默相关精神性症状当中的ADAPT研究，2026年可能有开放标签数据或者随机对照的期中分析，主要三期结果预计是从2027年开始公布。那对这个开来的，我们对控制幻觉和妄想症状的疗效相对乐观，但是老年患者的胃肠道、泌尿系统副作用以及停药风险仍然是关键。如果数据积极，它会支持再鼎的KarXT在中国向精神分裂症以外的适应症扩展。

那我接下来再讲一下另外一个医保谈判的catalyst。今年医保目录调整的现场谈判和竞价已经在9月份完成了，那预计11月14日会先公布整体结果，11月底前公布正式目录，并在2027年1月1日执行。我们覆盖的重点品种包括信达的马氏度肽，然后云顶新药的维视频以及一加，还有荣昌生物泰它西普和维迪西妥单抗的适应症扩展。我们认为今年医保谈判是观察创新药支持政策是否真正落实到支付端的一个重要窗口。那大家肯定也知道，历史上医保谈判的平均降幅大约在50~60%左右。那这次我们主要关注总体平均降幅是否明显收窄。如果降幅相比历史水平更温和，那将是对于创新药企业国内盈利前景的一个积极信号。

那再往中期看，十五五规划的重点，我们认为会从全球研发突破更多的转向国内商业化落地。第一个是我们知道中国的first-in-class创新药份额，其实已经达到大概24%了，接近工信部25%的目标，而且已有两款中国原创药物在全球实现超过10亿美元的年销售额。但国内市场要进一步发展，支付能力仍然是关键。我们的医药团队预计2025~2030年中国创新药支付的CAGR约大概21%，是明显快于仿制药的2%，那创新药占中国药品支出的比例有望从29%提升至53%。那要实现这个增长，一方面需要通过成熟药品节省医保支出，同时也需要减轻创新药的降价压力，并

进一步扩大商业保险门诊报销和直接结算等支付渠道。所以整体来看，短期我们关注临床数据然后FDA审批，中长期关注医保支付改革是否能真正改善国内销售盈利。
那接下来我把话筒交还给Jack来，重点讲一下我们对于康方H3的分析。
听得到吗？现在可以，不好意思，刚刚耳机可能有点问题。我这边分享一下，康方的Harmoni 3跟上面的Harmoni 3的临床，像Vanessa刚才也分享，这是一个全球一线鳞癌肺癌的非小细胞鳞癌的三期，那相对比这个依沃西单抗加化疗对比K药加化疗，那现在的预期是这个在四季度，就今年下半年剩下四季度会有最终的PFS跟期中分析的OS的数据。那就像Vanessa刚才分享，这个临床它主要要回答的就是PD-1 bad class现在还存留最重要的一个争议，就是依沃西在中国看到的这些疗效优势，不管是在Harmoni 2、Harmoni 6，还是刚才提到的这个Harmoni 7，它这些优势是不是能够转换到这个全球非亚洲患者的身上。那我们在之前的报告上，其实对这个

问题以三个维度来看：第一就是亚洲患者本身这个疗效从H6到H3会不会有一定的减弱；那第二就是非亚洲患者对比亚洲患者的基数上会不会再更进一步的减弱；那第三就是不同的亚洲患者的占比对整体临床的数据结果有多大的影响。
那我先这三个主要的点，就很快分析一下我们研究的结果。那首先看这个第一个问题，亚洲患者本身的疗效，其实我们看到有三个可能的因素，会对我们在Harmoni 6看到这个数据转换到Harmoni 3有一定程度上的影响的风险。这样说，那这个风险其实对PFS相对还是比较不确定，或者说没有那么高确定性，但是对OS会有一定的可能的影响，这个相对是有比较多数据去支持的。那第一个就是很明显就是对照组，你在中国这还没有的数据是用这个替雷利珠单抗加化疗，那Harmoni 3是对比K药。那以过去过往的数据来讲，就是不管是从不同的meta analysis、systematic review或者说一些临床数据对比的话，整体其实两个药在PFS上面的对比其实是比较inconclusive，就有一些临床有一些研究可能说其中一个药比较好，另外一个没那么好，所以对于PFS上面影响相对比较少。但是对于中位OS上面的影响的话是相对比较一致，就是普药多多少少都会有一定程度上的这个performance，对替雷利珠单抗。所以这样对比的话，就是我们预期在Harmoni 3换，现在从那个对照组换成K药的情况下的话，PFS上面不一定会有一定程度的这个转变，但是可能在这个OS上面的话，那会这个对照组会有一定的这个performance，对于这个Harmoni 6的这个数据来说。
那第二个的话就是患者年龄，那其实这个不单单只是就是以一个中位年龄的这个角度来看，那这个其实更大的影响是，这个临床占有多少75岁以上这个病患的年龄。因为虽然说整体的年龄的这个performance有比较多的这个变化或差异性，不同的这个review literature review有不同的这个结果，但对于75岁以上整体疗效相对比较差的这个点，是在研究上还是相对比较一致。最主要的原因就是75岁以上的这个病患，对于耐受性相对都是比较差。那耐受性呢，对于这个药物本身的这个exposure比较差，疗效本身就会比较弱。那对于这个Harmoni 6跟Harmoni 3整体的这个对比的话，首先是Harmoni 3本身比较多75岁以上的这个病患，这个本身不是一个问题。因为这个两个对照组，跟这个treatment arm都是有这个75岁以上的病患。但是，因为我们知道这个依沃西单抗本身可能有带来更多的这个安全性风险，那这个就有机会可能会跟这个75岁以上的病患带来更多的这个影响。那这个就主要还是以一个安全性风险的角度上去做，有可能对在75岁以上病患带来更大的这个影响。
那最后一个其实是相对比较少的，但就对于这个化疗方案的这个差异，那H3是可以引用白蛋白紫杉醇的，那但虽然说它未必直接减弱疗效，但对于血小板下降，以及一些这个可能会跟gFN不良反应的风险overlap的情况，风险就会稍微高一些。那这可能就会叠加，加上我们刚才提到

的说就是可能在这个75岁以上这个病患上会有更大的这个影响。所以整体这三个因素来讲，我们会觉得这H6亚洲病患从H6的数据从H6转换到H3，会有可能在PFS上不一定会有比较显著的变化，但OS上是有一定的这个风险，会可能会有变化这个表现的这个情况。
那第二个就是非亚洲患者，在于我们刚才已经提到，亚洲患者可能会有转变的这个情况下，非亚洲患者又有什么其他的这个风险因素，可能会让海外的非亚洲患者跟亚洲患者有变化。那我们这边看到其实是主要有两个点。一个还是在不良反应的这个情况下，就其实过去的临床数据看到，其实非亚洲患者对于这个一些V相关的这个血栓或者流血的这个不良反应，其实会比对比亚

洲人有更高的这个发病发病率或者不良反应率。这是第一个，那这个就相对增加了这个依沃西单抗arm的这个可能需要承担的这个不良反应的风险。那第二个的话，就是我们其实在过去的一些一线鳞癌的这个胰腺鳞癌跟非鳞癌其实都有的这个临床数据，海外跟国内这个临床对比来看，我们是有看到有可能是有一定的这个pattern，是国内对于这个不良反应的management，可能会相对比较是，同样的这个不良反应率，在国内这个病患的停药终止率可能会比海外来的低。那这也可能取决于国内跟海外这个医生对于不良反应的management的不同的方针的考虑。但假设这个trend就是维持到Harmoni 3的话，那有可能就是同样的这个不良反应，甚至是就可能有更高的不良反应，其实刚才提到说可能从白人患者，可能从这个变换这个化疗方案，或者从75岁以上的这个病患加入，假设有更高这个不良反应的情况在海外，可能同时也会带来更多这个停药的这个风险。那因为依沃西单抗本身它这个是PD-1跟VEGF的效果，它是一个双抗是连在一起的。所以你假设因为这个一些这个VEGF相关的风险去停掉，其实你也会停掉这个PD-1的exposure，那这就有可能相对会影响到这个最终生存的这个performance。所以我们就是看非亚洲患者可能更多的这个有机会去影响的，更多是在于一个不良反应的这个风险上，以及不良反应的这个management。那最后一个就其实到这个治疗，对这个亚洲患者占比的这个情况，那其实我们在这个PPT的右边可以看到，就那个我们美国团队那时候我们是有做了一个这个sensitive analysis，那去对，首先是对于这不同的亚洲患者的这个变化的影响，那另外一个就是对于亚洲患者在这个Harmoni 3的占比。那其实我们看到其实亚洲患者占比对改善全球结果的其实帮助有限，就右边的analysis，我们看到我们有假设，非亚洲患者HR比亚洲患者高0.05，那这个假设下，那亚洲患者的比例从30%提高到50%，全体PFS或者OS的HR只可能会改善大于0.01。对整体并不是一个特别显著的改善。那总结来说，就是我们预期PFS还是会成功，那相对对于这个H6到H3的转换的影响会相对比较低。那但是对于这个OS的趋势的话，就相对会有更多的这个风险。我们刚刚提到的各种，不管是亚洲病患或是非亚洲病患，这些会有更可能会有更多的风险。那我们也是这一次看到这个PFS数据，预计看到会有一定的这个中期OS的取向吧，或者是可能有一些这个中位OS rate这的情况去决定，就是我们在在这个时间点的海外临床能够给多好的一个这个OS的起点，那在更长的随访下能够达到什么样的这个结果。

那我现在在最后几分钟很快地过一下，我们可能现在对于整个Biotech板块在四季度的一些展望。那其实就大家可能也知道，我们整体来讲，我们还是选择我们会建议选择性增持。因为现在市场气氛是偏弱，但板块整体看基本面还是维持一个持续改善的这个环境，就资金来源、商业化出海情况、盈利能力都在往前走，也让公司更有能力保留这个全球创新的价值。那我们先说一下就是负面因素，可能大家可能都可以看到，就是目前市场的压力，不管是这个宏观角度，或者说这个市场本身角度，在高利率、估值不算便宜，虽然说最近可能下调会降下一些，那以及风险偏好的这个偏弱。我们对这个资金配置到Biotech本身，对一个增长的这个sector还是比较偏谨慎的这个角度，那这一些因素会影响短期的这个股价跟买入的节奏，但我们觉得这并不会改变整个板块基本面维持改善的方向。
像刚才提到的，那其实公司层面跟整个产业本身的改善有几个实质的支撑。首先就是licensing已经成为股权融资以外最重要的一个现金来源，其实包含股权融资都是最重要现金来源。我们过去几个月的研究统计，基本上现在今年开始，这个授权首付款已经占整体这个Biotech funding资金来源持续为consistently，大概平均一个6~7成的这个程度。那这个大幅地降低了Biotech公司在成长的一些公司，对一级融资跟上市后增发的这个依赖。那其次就是现金runway中位数从2023年的2.6年延长到2025年的4.9年。那同时加上商业化收入增长，更多公司我们预期在未来一两年会走向盈利的这个情况，那这个也是受到国内政策方向的支持，以及之后的我们也会持续关注这个刚才Vanessa提到医保药价格报销范围跟患者准入去了解到更进一步政策对销售以及公司盈利能力的这个实际支持。
那同时更充足的资金跟更强的盈利能力，也在提高这个各家公司的全球议价能力。因为可能过去这Biotech公司本身也是这个pre-revenue，那肯定也没有太多这个收入，过去资金可能是比较紧张的情况，那公司肯定需要在比较项目早期就把海外权益售出去。那逐渐地将整个产业之后，大公司都有更多能力把临床多往前推进一步，等疗效更清楚、风险更低的时候，再谈合作，就相对更有条件去保留比较多的这个海外的权益，那将整个产业推向更成熟的这个情况。

那我们这个，我们现在这个PPT右边看到的这个table，two by two table就是以这个逻辑来选股。那横轴是一个risk capacity，就包含现金、国内商业化收入、licensing资金、全球开发能力等等，就公司能够持续去承担多少这个研发这方面的这个风险。那纵轴是这个资产稀缺性，也就是公司能够生产什么样的这个产品，什么样的创新能够有全球差异化。那有能力承担开发风险，再加上合作方难以替代的这个资产，就能够有更强的条件把创新，把自己的创新转化成自己保留下来的价值。那核心配置里，我们是偏好信达跟康诺亚在右上角这个部分。那信达有国内商业化规模支撑，透过共同开发和利润分成，增加海外的价值保留，IBI-34上也保留40%。那今年

跟辉瑞的合作也是推进了第二个这个信达去做出了这个Co-development、Co-commercialization的这个合作，去推向他们全球化的这个蓝图。那康诺亚也透过NewCo在首付款、里程碑跟royalty增加股权跟退市收益。那我们看好的是这类公司持续开发合作跟变现的能力。
整体来讲，就是我们四季度我们会沿着两条主线持续增持核心仓位，配置具备创新和风险承担能力的全球化平台，然后在比较小仓位参与有明确催化的新兴创新。市场气氛虽然是比较弱，但我们觉得板块基本面的改善仍然支持我们继续增加这些方向的配置。那我们这边对那个China Biotech这个分享到这边结束，先交还给Alexis，谢谢。
好的，谢谢Jack、Vanessa，也谢谢各位听众参与，那我们今天的分享就到此结束，后续如果大家有任何问题，也欢迎随时向我们团队咨询。好的，大家可以挂断了，祝大家周末愉快。

--- 钨行业专家交流20261023.pdf ---
全文总结
本次会议为钨行业专家交流电话会议，由专家魏总围绕钨行业的供需格局、指标管控、价格走势、库存、进口、配额及中长期展望等问题进行分享，并与投资者进行了问答交流。以下为全文详细总结。
一、供给端：指标管控收紧，矿山产量下降
今年出现了整体指标的扭转，可调控区间变小。整体上，今年对指标的管控对实际产
量的影响是肉眼可见的；
影响主要来自国家对不带票钨矿的打击，以及对非法开采的打击。矿山产量受安全督查、环保督查等约束条件影响，以及不带票打击的影响，整体产量环比、同比都是下降的；
从钨的产品看，由于3月份之后价格开始回落，大家的产量方面也受到了一定影响，尤
其在9月份时，冶炼厂（原文"第机场"）面临倒挂的局面，生产的积极性更低，出现了减产和大量的停产；
但硬质合金（原文"HDV"）产量减少的情况，要比钨矿这边好一些；
虽然钨矿产量在减少，但进口量有所增加。不管是指标缩减，还是环保督查各方面影响，让矿这方面减少了大概1万吨左右的量，但进口方面今年可能增加；
废料（原文"配料"）也出现了增量：从去年上涨之后，废料这块出现了"体重增割"的情况，大家把边边角角里面的钨都给收集出来了。因为很多投机的贸易商很少有渠道去拿到钨矿（矿渣没有那么多），他们去拿废料更加容易；
供给端的数据来源：钨矿产量是确定的，其数量应该基本没什么问题；物型矿（应为
钨精矿）的定种量是海关总署公布的数据；废料的量能了解到废料处理厂家的处理
量，所以数目也基本没什么问题。所以从供给端来讲，这个数应该相对准确。
二、需求端：整体有所萎缩
需求方面，各家统计从去年开始都不一样，但今年不管是上半年还是到三季度，整个需求情况坦率讲是有所萎缩的；
涉及一个钨原料消费的公式：能掌握到钨铁的产量、硬质合金（原文"HT"）的产量、再生

碳化钨的产量，通过这个可以正着去算、去推导需求，看要多大的需求去对应。公式
乘的是系数，即通过加工之后得到的东西传导到终端去。结果是几项加在一起大概15.5万吨（原文"15万五千五千九百吨"），但小于我们刚才估的值（原文表述矛盾），证
明从产量上来推的话，产量出现了一定库存的堆积，即没消耗掉；

终端需求主要应用方向：
汽车是传统大头：传统燃油车一体化成型时需要切削，发动机也需要切削，依赖程
度很大；但现在新能源汽车来了，冲击比较大，因为电动机对切削的依赖相对少一点；轻量化之后（原文"改房，包括这个一华"）也有影响；
采矿、能源：涉及球齿、盾构机等。这个方面由于钨价大涨之后，大家考虑成
本，会"借"着用——比如东西坏了，修一修再用；像那些光伏钨丝（原文"光伏物资"），有的厂家甚至说"我回收给你、给你修整修整，你再拿去用"，就出现了这些情况；
国防军工：去年放量比较明显，不管针对乌台（原文）采购写的采购。用在国防方
面，去年4月份、其实一开年就订单，近两年4月份就开始爆发。去年是十四五收官，大家为了完成五年计划的任务，就把量给补上，所以一下子爆发了一些订单；今年就没有那么多释放，到五六月份的时候军工下了一些单子。据了解，军工订单今年可能针对那些过期的炮弹、导弹等方面会释放一点量，过期之后就得补上新的；
新兴领域消费有增量：PCP端帧（原文）、六氟化物（原文"六氟发物"）等，但总
体量占比比较小。对价格，涨价时它可以起到决定作用，但跌价时它的量不足以支撑价格；
关于机床产量：硬质合金这一块、刀具这一块，还是钨行业的大头。去年整体产销情
况都还不错；但到了今年，从一开年累计总体就是下滑状态。当然从9月份的情况
看，终于出现了一些回暖，至于是否是一个拐点还有待观察。毕竟已经连续八个月持
续累计同比下滑，后面有可能有修复预期；
从整体重心看，除了2021年设备更新引起的剧烈波动之外，整体重心还是往上走的，
只是节奏上阶段性回落之后再抬升。不过也要关注，今年由于地缘政治引起的原油价
格暴涨，对整体需求影响还是蛮大的，要引起注意；
关于PCB（原文"PC"）段：整体市场消费也做了一下预估，对市场的影响是千分级的规模。所以当时涨价时，这个东西确实能接受一些高的报价，市场不管价格是谁炒出来的，
但当市场有高成交出来的时候，价格就上去了。现在我们也去调研走访了一些下游（原文"三人"）企业，它们的开工率还是蛮不错的，订单也还行；但因为用量少，对价格
还会有些支撑，确实起不到太明显的作用。钨化工（原文"东化"）整个全球量8000~1万吨，中国主要代表性两家（工团和中心，原文），整体量也是千吨级规模。相关企业说这
个行业相对稳定，不会有太大的波动，从分速上也可以看到这一点；

今年情况是一二季度偏弱，然后三季度有所回暖，但回暖速度低于预期。
三、库存：处于混沌期，价格形成负反馈
针对大企业库存情况做了一个表，这个表比较有意思，因为它跟价格之间的关系比较直

观地看出来，呈现"钨中钨减"（应为"驼峰驼减"，指先增后减）、塌崩的状态，说明
相关性比较大；
但本身这个表对价格没有预测作用，列出这个表是为了后面还是要关注库存情况。比如
假设后面库存在经过两三个季度之后，库存到底是什么样——因为现在是库存的混沌
期，它一下就上来，后面库存是能消化得了，还是消化不了、一直在维持高位甚至创
新高，这两个对钨价的最终结局我觉得是天壤之别；
如果经过两三个季度的消化，库存有往下走的态势，像前面一样出现重新走低，那么
价格就有希望走高；但如果库存逐级走高、或者在高位徘徊一直降不下来，那对价格
肯定有一定的抑制作用；
可以做一个预判：三季度的价格出来了，价格已经定性，9月份已经走完了，可以看到
这个价格其实是开始在跌的，但下跌曲线的斜率开始变缓，由之前非常陡峭变成相对
平缓。这意味着三季度的库存其实没有降下来，这一点也跟很多大企业交流时得到了印证。很多大企业领导就说："为什么经历那么长时间，这个库存没有降下来？"这是原
话。所以库存没降，这是一个事实；
当前价格局面形成了一种负反馈：虽然需求没差到那么差的程度，但下游就是不买，能用库存坚持就坚持、能拖就拖。这就导致库存堆积没有得到缓解。但可以预判：大的斜率已经变化，下跌的斜率已经变缓，那么库存上升的斜率一般也会变得比较稳。库
存会不会下来、或者走平，值得做一个大胆假设，但要小心求证、观察信息度具体的情
况；
硬质合金（原文"HT"）市场的成长情况也值得关注，因为它影响到冶炼厂的开工。9
月份时，整个价格再次出现了一定的倒挂亏损，但一有倒挂苗头，很多企业就开始停
产或减产。也就是说现在很多企业不太接受像以前一样长期倒挂还挣点加工费，因为
大家经历过挣钱的阶段，心理预期提高了；这也跟当前行情有关——做一单亏一单，亏了更多，积累库存也没什么意思。所以停产之后就导致矿的价格因为没人买矿一下就下
来了，现在是因为矿挺价横在那儿，后面没人买矿、矿价下来，倒挂局面有所缓解。要
等下一轮报价出现，估计矿还是会追到前面（原文"追到一金前面"）。
四、钨铁与APT（原文"北极""805铁"）的关系

APT（原文"北极"）与钨铁（原文"805铁"）有相关性，冶炼方式大差不差，从成本方
面也差不多，但APT肯定更精细一些，钨铁支个炉子就能炼；
从历史上看，大多数时候钨铁价格会在APT之上，但两者价差不能过大。过大的时候也
有，但过大的时候行情往往不会太好；
现在也是价差过大，所以行情不好。什么时候才能有相对大一点的行情？首先要这个

价差缩小下来，然后价格能有一个平缓的、重心向上的波动才可以；
到去年9月份时，APT价格突然跑到钨铁上面去（以前都是钨铁在上面），是因为投机
盘进来之后，他们考虑流动性就去买基差，把这个价格持续推高。到了今年就回归正
常了，还是钨铁在上面。但由于价差过大，现在还是需要一个修正的过程；
目前最近几天的反弹属于超跌反弹：跌多了之后会形成一个（反弹），大家也都亏钱
了，回拉的时候没拉到套牢的区间，在没有对手盘的情况下就能拉；但越靠近集中套
牢的区域，抛压会越大；
简单看一下APT和钨铁开工率：APT开工率现在属于低位，后面什么时候复工，现在还没有一个太准确的时间节点。
五、海外市场与各环节价格
国外市场从钨精矿方面看：五六月份时国内市场出现一波反弹，但国外没有跟。没有
跟的原因，当时我们觉得价格可能还没有跌到位（从国外角度讲）；现在价格是特别到
位了，但国外现在也没有一个明确的反应。不过值得关注，因为国内要比涨的话，国
内外分支，对于涨价的确定性会更好一点——就像之前一样，涨价的时候不仅国外涨，国内一起是同步的；
钨矿经历了暑假，但是没有往下（走）；废料这块也一样；
APT创了新高（原文"评级"，应为新高）之后，在这一波就没拉过去，60万这个位置
其实套牢盘比较重，因为在这个位置横盘的阶段，大家就想往回拽，但死活没拽上去。这点大家要注意，也就预示着这波反弹到60（万）可能是个事（压力位）；
钨铁也是它的一个走势；
看下游的情况，上游是没松心机、在新堤上猛着（即原料挺价），下游由于技术不
好、创了新低，在横着。其实对于后面的价值链，对需求影响的价值，硬质合金这一块反馈更加剧烈，因为它没反弹多少就下来了，而且下来的幅度很快很深，现在有点

趋缓。因为反馈到它这个层面会更快一点，它会有滞后性。后面也要关注——反弹之后
它还会不会新低，如果新低，就证明下游需求可能还不能接受；如果不再偏低，可能
还是接受不了（原文表述），即是否创新低是观察下游接受度的关键；
每天会了解市场成交并做量化：废料的GSY指标目前出现了拐头，应该反弹还会持续；
废料的MACD类是金叉，由于跌得过多，现在处在一个反弹阶段；非钨的MACD金叉、
MACD柱状（原文"尿素"）也是放大的。这一块现在过了25这个关键点，按今天来说50
应该也能冲过去，就等于说冲破了压力位，预计这波反弹能够持续，上一波到压力位
走不动了，这一波应该能通过；
MACD量能还是在放大的状态，这也是一个低位，即超跌之后的金叉出现。但要注意这
个价格金叉是在上一次金叉的下方，也就是说没形成所谓的背离，价格也是新低了。

所以这一波市场可以理解为股票里面的技术性反弹；
反弹的逻辑就是前面说的心态问题。可以预见的是，后面因为大家手里都有一些库
存、有一些货，拉到一个位置上它会变成一个抛压，价格可能还会回落，不会说这样
一杆子就顶上去、形成超过一波的反弹，应该是一个短波，然后再下来，再进行一个
横盘；
整体对价格的判断：短期这个反弹会持续，但不会形成大规模大幅度的上涨。从长周
期看，尤其明年芝加哥（原文，应为上期所或新交所，疑指境外衍生品）上了这个品
种之后，也给整个钨市场带来一些新的变化，尤其是交易模式的一些变化，所以这个
市场还是值得期待，有一些新的机会，但是需要时间，需要时间把库存慢慢进行消
化。
六、问答交流
1.关于中长期价格中枢与市场化程度
中期（两到三年）很难判断，因为变化比较多，团队更倾向于做短期预判；
短期判断：以APT为例，倾向于价格在40（万）到60（万）这样一个中枢去做震荡，
然后等待库存进行一定消化之后，有可能在60这个高点往上还能走一走；从更长周期
讲，它可能还是会维持在一个相对宽幅的区间里面，通过长期震荡来筑底；
关于钨是否会像稀土一样被国家完全控制：从战略金属角度，存在这种可能性，不能
排除；但在没有出现像中国稀土集团一样类似的中国钨业集团这样一个机构出现之
前，还是更市场化的。而且目前了解到，不管是针对上期所的一些说法，还是希望能够
出现这样一个金融衍生品。从这个角度讲，被完全管制化的概率可能不会像稀土那样
那么高。

2.关于硬质合金产量下滑与需求预期
今年上半年中国硬质合金产量出现了3个多点的下滑，这也是疫情以来首次出现下
滑。今年下滑肯定跟价格本身的变化离不开：去年大家都在跟（行情），不管是军工带
动、产业或其他新兴产业带动，都让大家产生一种错觉——需求是不是特别好；但从硬
质合金经销商反馈的情况看，他们并没有感觉需求很好，包括一些传统行业，甚至产生
了一些误判——价格涨不上去但就是蹭蹭地涨，所以有些是被动跟随的；
价格大跌之后，这一部分会很难做，或者说那些根本没跟上、被甩下车的就更没办法
过，因为有一个库存（问题）——前面没上车，后面再想上车就比较难。所以硬质合金
产量或开工率的下降，其实跟价格本身有很大的关联；
需求方面，今年需求差应该是存在的（从机床销量情况也可以看到），但有没有差到这
个程度？我们认为没有差到如此地步。所反映出来的核心是生产量下降、开工率降得

比较低，其实是一个相互作用——因为大家之前的一些操作导致了亏损，形成负反馈，大家更加（谨慎），然后相互作用的这么一个问题。

3.关于钨精矿进口

钨金矿（应为钨精矿）进口已连续两年出现同比大幅增加。此前大家的分析是中国钨产量占世界的80%，大部分钨资源也集中在中国。这些海外供给从哪里来？

进口量突然性增加，其实是一种所谓的供需错配。以前比如缅甸等地，出现突然的进口增量，之前并不是没有，只是今年管控力度加大之后，像缅甸那边"只报批不报污"在过去是比较普遍的情况，但今年管控密度非常大，这一部分也得报出来，所以在数字上就能明显看到比较显著的增量；

未来国外增量还会不会有更大级别、或在今年基础上翻倍？团队觉得2028年之前比较困难。但短期内这个进口比较多的趋势没有结束，因为国内还是拥有无法比拟的冶炼优势，资源还是得进到国内来进行消化。

4.关于配额

市场上有两种说法：一种认为去年、今年配额大幅下降，是因为这些矿本来就生产不出来，配额下降只是把泡沫挤掉，对实际生产影响不大，往后新矿投产也能正常拿配额；另一种认为配额下降确确实实对矿产生产有影响；

专家观点：配额下降确确实实对生产、对矿山产量产生了影响，尤其是一些小的、私营的矿山。以前它们可以通过卖配额来进行操作，现在不能操作了，没有量就会被砍掉。所以配额对产量肯定还是有实实在在的影响，不然国家不会用这个去进行调控。

5.关于全行业库存分布与补库催化

库存分布：现在矿山库存比较大；贸易商手里库存不算（大），但还是堆积了一部分库存（原文"本末"，应为"本末"，即终端）；但越到后端这一块，库存其实消化到一个相对的位置。不过他们现在依然是由于前期持续下跌而持相对悲观的态度，能拖就拖，像华为、瑞和飞技等（原文），自称自己还能用，所以暂时还没有听到他们集中采购的声音，目的就是"我能撑一撑就先撑着"；

但大体量（贸易商）从前期开会到具体方案落实，最近一段时间确确实实在买，而且用了一种所谓的策略、谋略，想着去引导市场、逼下游来进场；

下游什么时候能够接受？取决于上游挺价的时间和决心。如果价格连续往上推升（当然也不是推升到很夸张的地步），上周涨跟这周涨，下游的心态是不一样的：上周刚涨的时候，下游有点不屑，觉得涨不上去；但这周每天还在往上推，下一周问的就比较多了。到当这个阶段也落实到一些成交，能否推升更多的成交，就取决于后面这个推

升能否持续——只要大工稳定度（应为"报价稳定度"），后面可能还是会有些需求进
来。
6.关于30万是否为有效支撑
如果去设想一种悲观情景：既然30万这个价格不是由市场交易出来的，那么后面进一
步跌破30万、30万被证伪支撑的概率大吗？
专家认为这种概率短期不大。因为大家已经上了这条船，大企业包括了解到的情况，决心可能还是比较大的。这一次如果不把下游逼进来，可能这个任务也完成不了。尤其
钨市场某种意义上是一个垄断市场，难听点讲就是这几家寡头就决定了价格。去年的
一个大涨，也是他们每一轮长单都在往上推，最后把价格推上去。所以个人认为短期
之内又折返回来、把这个价格再次跌破的概率不是很大；
当然这是站在非常悲观的角度去想。除非是竞争基地（应为"竞争格局"或"供给端"）
出现很大的问题，才可能有这种情况，但个人觉得概率比较低。
7.关于供需平衡与明年需求增速
整体认为还是维持一种平衡的状态，但由于中间有库存存在，是有一个（缓冲/态
度）的；
明年需求增速预期：新兴方面对整个市场影响比例比较小；整体需求会不会有大变化，还是要看用量比较大的领域，比如汽车，以及涉及采矿、修路等与国家财政政策
相关联的方向。如果要拆这个数，可以根据汽车销量、财政政策的倾斜力度和发力力

度去测算，也包括机床的产销量去测算；
增长方面，我们觉得应该还有增长，但幅度整体需求增长大概2%~3%左右。
会议实录：
整体指标出现了扭转，所以今年可调控的区间就变小了。整体上来说，今年对指标的管控对实际产量的影响，是我们肉眼可见的。那么它的影响，主要是国家对这个不带票的钨矿
的打击，或者非法开采这一块的一个打击。那就导致矿山的产量，不管是通过一些安全督查、环保督查等等一些约束条件，还是对不带票的打击，整体产量环比、同比都是下降的。从
钨的产品来说，由于3月份之后价格就开始回落，也导致大家的产量方面受到了一定的影
响，尤其到了9月份的时候，冶炼厂面临倒挂的局面，所以大家的生产的积极性就更低了，
出现了减产和大量的停产。当然我们发现，硬质合金（原文"HDV"）产量减少的情况，要比
钨矿这边好一些。
那么这个问题就是，虽然钨矿产量在减少，但进口量有所增加，也就是说，刚才不管是指标的缩减，还是环保督查各方面的这个影响，虽然说让我们的矿这方面减少了大概1万吨左
右的量，但是进口方面，今年可能能预见的就是增加。另外就是废料（原文"配料"）的增

量，从去年上涨之后，废料这块也出现了一个"体重增割"的情况，就是大家把边边角角里面的钨都给收集出来了。因为很多投机的贸易商，他们很少有渠道去拿到钨矿，因为矿渣没有那么多，那么他们去拿废料更加容易。这是我们拍的一个供给端的情况。钨矿的产量是确定的，这个数应该基本上没什么问题。然后钨精矿的定种量，是海关总署公布的数据。废料的量，
我们能了解到废料处理的一些厂家的处理量，所以这个数目基本上也没什么问题。所以从
供给端来讲，这个数应该是相对准确的。
需求方面，各家拍的数字从去年开始都不一样，但是我们今年不管是上半年还是到了三季度，整个需求情况坦率讲是有所萎缩的
，这个萎缩我们一会儿再分几个方面去说。这里涉
及到一个钨原料消费的公式，就是说，我们能掌握到钨铁的产量、硬质合金（原文"HT"）的
产量、再生碳化钨的产量，通过这个，我们可以正着去算、去推导一下这个需求，它要有
多大的需求去对应。这个公式其实它乘的是系数，就是通过这个加工之后，得到的这些东西传导到终端去，这个是预计的消费。那么几项加在一起大概是15.5万吨（原文"15万五千五千
九百吨"），但是它小于我们刚才估的那个值（原文表述矛盾），那就证明，现在从产量上
去推的话，产量出现了一定库存的堆积，就是没消耗掉。
那我们终端需求方面，基本上应用在这几个方向上，是属属于大头。刚才我们看这个表的时候，其实就是把它细分到产业链的各个行业环节当中去。那这几个产品对应着的，就是表里面的几大行业。那汽车，应该来说是一个大头。传统燃油车，总地来讲，当年一体化成型的

时候需要切削，发动机也需要切削，依赖程度很大，但是现在新能源汽车来了，对于这个
冲击是比较大的，因为电动机对切削的依赖就相对少一点
。轻量化（原文"改房，包括这个一
华"），长期追求轻量化之后，也有影响。然后就是采矿、能源，涉及到球齿、盾构机之类的这些东西。那么这个方面，由于物价大涨之后，大家也考虑到成本，会"借"着用
——比如说这
个东西坏了，那我修一修是不是；像那些光伏钨丝（原文"光伏物资"），有的厂家甚至说"我回收给你，给你修整修整，你再拿去用"，就出现了这么一些情况。
然后国防军工方面，去年是放量比较明显的，不管是针对乌台的采购，用在国防方面。
在去年4月份，其实一开年就订单，近两年4月份就开始爆发了
。那去年是一个什么情况？它
是十四五的收官，大家为了完成这个五年计划的任务，就把这个量给要补上，所以说一下
子爆发了一些订单。那今年的话，就没有那么多的释放
，就是到了五六月份的时候，军工下
了一些单子。那么据我们了解，军工的订单今年可能就是针对那些过期的炮弹、导弹这方
面，可能会释放一点量，过期之后就得补上新的了。然后剩下的这里面就包含我们新兴领域
的一些消费，它们是有增量的，PCP端帧、六氟化物（原文"六氟发物"）等，但是这个总体的

量相对来说占比比较小。对价格，它可以起到一个作用——涨价的时候它有一个决定作
用，但是跌价的时候，它的量不足以支撑价格，就是这么一个问题。
这是目前机床产量的一个情况。我们粗略去看，因为硬质合金这一块、刀具这一块，还是我们钨行业的大头。去年整体的产销情况都还是不错的，但是到了今年，从一开年，累
计总体就是下滑的状态。当然从9月份的情况看，终于出现了一些回暖，那么至于说是不是
一个拐点，这个还有待于观察，但是毕竟来说，已经连续八个月了，持续这个累计同比的下
滑，那么后面是有可能有这种修复的预期的。然后我们从整体的重心来看，其实除了2021年
这个设备更新引起的剧烈波动之外，整体重心还是往上走的
，只是说节奏上，阶段性的回落
之后再抬升的这么一个状态。不过呢，这个里面也要关注，就是说今年由于地缘政治引起的原
油价格的暴涨，这方面其实对整体需求的影响我觉得还是蛮大的
，所以说这方面要引起注
意。
关于PCB（原文"PC"）这一段，整体的市场消费这一块，我们也做了一下预估。当然这方
面，就是对于市场的影响，也是千分级的这个规模。所以说，当时涨价的时候，它确实这个东
西能接受一些高的报价，市场不管这个价格是谁炒出来的，但是当市场有这个高成交出来的
时候，那么价格就上去了。现在我们也去调研走访了一些下游（原文"三人"）的企业，它们的
开工率还是蛮不错的，订单也还行。当然就是因为用量少，还会有价格的支撑，确实起不到
太明显的作用。钨化工（原文"东化"）整个全球的量8000~1万吨
，然后中国主要代表性的两
家（工团和中心，原文），整体的量也是千吨级的规模。相关企业说，这个行业相对稳定，
不会说有太大的波动，那么我们各位可以从分速上也可以看到这一点。另外一个，就是今年的
情况是一二季度偏弱，然后三季度有所回暖，但回暖的速度低于预期
。这是大企业它们库存
的一个情况。
那针对这个呢，我们做了一个表，这个表比较有意思，因为它跟价格之间的关系就比较直观地看出来，那么呈现这么一个"驼峰驼减"、塌崩的这么一个状态，说明是一个相关性比
较大的。但是呢，本身这个表对于价格没有预测作用，它没有预测的作用
。所以说我们列出
这个表呢，就是说后面还是要去关注这个库存的情况。你比如说，前面这里，就是假设后面
库存在经过两三个季度之后，那库存到底是什么样？因为现在是库存的混沌期，它一下就
上来，那后面的库存是能消化得了呢，还是说消化不了、一直在维持高位或者说创新高的

状态，那这两个对于钨价的最终结局，我觉得是天壤之别的。比如说经过两三个季度的消
化，它库存有往下走的态势，就像前面一样，出现重新走低的状态，那么价格就有希望走
高。但是如果库存逐级地走高，或者说在高位徘徊一直降不下来，那对价格肯定是有一定
的抑制作用的。
当然了，我们现在可以做一个预判，就是说三季度的价格出来了，价格已经定性了，9月
份已经走完了，我们可以看到这个价格，它其实是开始在跌的，但是下跌的曲线的斜率开
始变缓，由之前非常的陡峭变成相对平缓。那这意味着什么呢？意味着三季度的库存，其实
我们认为是没有降下来的，这一点也跟很多大企业去交流的时候得到了印证。很多大企业的
领导就跟我们说："为什么经历那么长时间，这个库存没有降下来？"这是原话。所以说库
存没降，这是一个事实。因为当前的这个价格，就形成了一种负反馈：就是说，虽然需求没
差到那么差的一个程度，但是下游呢，就是不买，能用库存能坚持就坚持，能拖就拖。这
么一个情况，就导致库存的堆积没有得到一个缓解。但是我们可以预判什么呢？就是这个大
的斜率已经变化，下跌的斜率已经变缓，那么库存上升的斜率一般也会变得比较稳。库存
会不会下来，或者说走平，这个值得去做那么一个大胆的假设，但是要小心地去求证，去观察
信息度具体的一个情况。
市场走到目前这个状态，硬质合金（原文"HT"）市场的成长情况也值得我们去关注，因
为它影响到冶炼厂的一个开工。在9月份的时候，整个价格再次出现了一定的倒挂亏损，但
是一有这个倒挂的苗头，很多的这个企业就开始停产或者说减产。也就是说，现在很多企业
他们不太接受像以前一样长期倒挂还挣点加工费
，因为大家经历了挣钱这个阶段，心里的预
期提高了；但这也跟当前行情有关系，做一单亏一单，亏了更多，你积累库存也没什么意

思。所以说停产之后，就导致这个矿的价格，结果没人买矿了，一下子就下来了
。现在是因
为矿挺价嘛，横在这儿，后面没人买矿、矿价下来，然后这个倒挂的局面有所缓解了一下
。那
要等下一轮报价出现，估计矿还是会追到前面。
由于硬质合金（原文"H7"）和钨铁（原文"805铁"）这两个其实是有相关性的，就是说
它们的冶炼方式其实大差不差，就是从成本方面。但是就是APT肯定更精细一些，钨铁支个炉

子就能炼。那从历史上来看，其实大多数的时候，在之前，这个钨铁它的价格会在APT之
上，但是看看两者的这个价差，又不能够过大
。过大的时候有，但是过大的时候，它这个行
情往往不会太好。现在也是价差过大，所以行情不好
。那什么时候才能有相对大一点的行情？
首先这个价差得缩小下来，然后价格能有一个平缓的、重心向上的波动才可以
。其实到了
去年9月份的时候，APT的价格突然跑到钨铁上面去了
——以前都是钨铁在上面，到了去年9月
份APT价格突然上了，是因为这个投机盘进来之后，因为他们考虑这个流动性，就去买基
差，把这个价格给持续推高了。到了今年之后就回归正常了，还是钨铁在上面
。但是由于
价差过大，现在还是需要一个修正的过程。那目前最近几天的这个反弹属于超跌反弹，这
个无非从，大家做股票都明白，就是跌多了之后会形成一个（反弹），那么也就是说大家都
亏钱了，然后往回拉的时候，没拉到那个套牢的那个区间的时候，那大家就可能还会（吸
收/惜售），就等于说没有对手盘的这个情况之下，他就能拉。但是等越靠近这个集中套牢
的这个区域，这个抛压会越大。
这是APT（原文"北极"）和钨铁开工率的一个情况，简单看一下就可以。那么APT的开工率
现在属于低位，后面什么时候复工，现在还没有一个太准确的时间节点。
国外市场从钨精矿方面来看，由于在五六月份的时候，我们这个市场出现了一波反弹，但
是国外没有跟。没有跟的原因，当时我们也觉得这个价格可能还没有跌到位
，就是从国外的
角度来讲。那现在是特别到位了，但是国外现在也没有一个明确的反应，但是我们值得关
注，因为国内要涨的话，国内外分支，对于涨价的确定性会更好一点
，就像之前一样，涨价
的时候不仅国外涨，国内一起它是同步的。这是钨矿的一个情况，也是经历了暑假，但是没有往下（走）。然后那个废料这块也是一样的。然后APT是创了新高之后，在这波就没拉过
去，也就是60万这个位置其实套牢盘蛮重的
，因为在这个位置横的这个阶段，大家就想往回
拽，但是就死活没拽上去。这点大家要注意，也就是预示着这波反弹的话，到60可能是个事
（压力位）。钨铁的话，这边也是它的一个走势。
这是反弹的一个情况。其实我们看下游的情况，都是上游是没松心机，就在这个新堤上猛着，那就是原料挺价，但是下游由于技术不好，是创了新低，在横着
。其实对于后面的这
个价值链、这个需求的影响的价值，包括硬质合金这一块反馈更加剧烈，因为它没反弹、没

增多少就下来了，而且下来的幅度很快很深，那现在有点趋缓
。比如说后面这个，因为反馈

到它这个层面会更快一点，它会有一个滞后性。后面这个也要关注，就是说反弹之后，它还
会不会创新低？如果创新低，就证明这个下游需求可能还不能接受；如果不再偏低，可能
还是接受不了（原文）。也就是说，是否创新低是观察下游接受度的关键。
那我们每天会了解市场的一个成交，成交呢，我们把这个成交的情况进行量化。这是废料的
GSY指标的一个情况，那目前出现了拐头，应该反弹还会持续。废料的MACD类是金叉，由于
跌得过多了，那么现在就是处在一个反弹的阶段。非钨的MACD金叉，MACD柱状（原文"尿
素"）也是放大的。这一块现在过了25这个关键点，其实按今天来说，50应该也能冲过去，
就等于说冲破了压力位，预计这波反弹能够持续，上一波到压力位走不动了，这一波应该
通过了。MACD量能还是在放大的一个状态，这也是一个低位，就是超跌之后的一个金叉出
现，但是我们注意这个价格金叉是在上一次金叉的下方，也就是说没形成所谓的背离，这个
价格也是新低了。所以这一波的市场，我们就可以理解为股票里面的技术性反弹。那么反
弹的逻辑，就是刚才跟大家说的那个心态的问题。那可以预见的是，后面因为大家手里都
有一些库存、有一些货，拉到一个位置上，它会变成一个抛压，应该价格可能还会回落，
不会说这样一杆子就顶上去、形成超过一波的反弹了，应该是一个短波，然后再下来，那
么再进行一个横盘。
那整体上我们对价格的一个判断，就是短期这个反弹会持续，但是不会形成大规模、大幅度的上涨。从长周期来看，我们觉得尤其明年这个（衍生品）上了之后，也给整个钨市场
带来了一些新的变化，尤其是交易模式的一些变化，所以还是值得期待这个市场有一些新
的机会。但是呢，需要时间，需要时间把库存慢慢地进行一个消化
。好，那我的分享就是这
些，下面我们可以进行一下交流。
好的，谢谢魏总详细的分享。刚刚魏总也讲到了从短期来看这个价格的预期，我想再追加
请教一下，从长期来说，比如说看未来一到两年或者两到三年，您觉得什么样的一个中枢
价格算是比较合理的一个预估？然后如果从更长时间来看，钨这个品种的定价，它是会越
来越市场化呢，还是会更像稀土一样，由国家给到一个统一的价格水平，然后最终可能维
稳在这个价格水平？为什么？
首先从价格的角度来说，中长期的话，我们其实更倾向于去做一些短期的预判。中期的，比如说两到三年的，我们感觉很难去判断，因为中期的话一些变化就比较多一些。那我
们首先说短期吧，短期的话我们倾向于这个价格，以APT为例，到60这样一个中枢去做震

荡，然后等待库存进行一定的消化之后，有可能在60这个高点往上还能走一走。但是从更
长的周期来讲，我们觉得它可能还是会维持一个相对宽幅的区间里面，长期的震荡来筑
底。
但是说刚才您提到的，就是钨是否会像稀土一样，被国家完全地控制化？我个人是这
么认为，从战略金属的这个角度，存在这样的可能性，我们不能排除这个可能性，但是在
没有出现像中国稀土集团一样类似的、就中国钨业集团这样一个机构出现之前，我们觉得
它还是更市场化的。而且就我们目前了解到的一个情况，不管是针对上期所的一些说法，还是希望它能够出现这样一个金融衍生品。那么从这样一个角度来讲，我觉得被完全管制化的
概率可能不会像稀土那样那么高。
明白，魏总。然后第二个呢，我想对需求侧的问题请教一下。今年10月份我去参加中国
钨协的会，其中有一个报告讲到，今年上半年中国的硬质合金产量是出现了3个多点的下
滑，这也是疫情以来首次出现下滑。那这样的下滑，它是跟今年这种大幅变化的价格有
关，还是今年真的确实需求不行？一直往后面去看的话，咱们对需求是可以做一个怎样的
预期？
今年的这个下滑，肯定跟这个价格本身的变化是离不开的
。也因为去年大家都在跟这个
（行情），不管是军工的一个带动，或者说产业、或者说其他的新兴产业的一个带动，都让大家
产生一种错觉——这个需求是不是特别好。但是从硬质合金经销商那边反馈到的一个情况，他们并没有感觉需求很好，包括一些传统的行业，他们甚至说产生了一些误判——就是价格涨
不上去，但是价格就是蹭蹭地涨，所以说有一些是被动跟随的
。那这种（变化）之后，就带
来了一个效应：就是说价格大跌之后，那么这一部分它会很难做，亦或者说那些根本就没有
跟（上）、被甩下车的，那他就更没办法过，因为（有一个库存问题），你前面没上车，你
后面再想上车就比较难。所以说硬质合金的一个产量或者开工率，它的一个下降，其实跟
价格本身是有很大的关联的。
那就是说需求方面，我们觉得今年的需求差，应该是存在的
，从那个机床的销量情况，
刚才我们看的，它也是存在的，但是有没有差到这个程度呢？应该来说，我们觉得没有差到
如此的地步。但是所反映出来的核心，这个生产量下降、开工率降得比较低，其实是一个
相互作用——就是因为大家之前的一些操作，导致了一个亏损，形成负反馈，大家更加（谨
慎），然后相互的这么一个作用。
明白魏总。然后第三个我还想请教一下供给侧，因为我们看到钨金矿的进口，其实已经

连续两年都在出现同比的大幅增加。那从之前大家的分析来说，中国的钨产量占世界的
80%，然后大部分的钨资源也都集中在中国。那这些海外的供给都是从哪里来的？然后如果

看明年的话，这种进口量大幅增加的趋势是否还会继续持续下去？然后对于矿端的供给还
能够形成源源不断的补充？
好，明白。我们认为，这个进口的量的突然性增加，它其实也是一种所谓的供需错配。
其实这个在之前，你比如说风量比较大的一些，比如说像缅甸方面，或者说其他的一些国家，那
出现的这些突然出现的这个进口的增量，你说之前你没有吗？我们也不是这么认为，只是说
今年的调控力度加大之后，对于一些他们之前"就是你像缅甸那边只报批、不报污"，在之
前是一个比较普遍的情况，但是今年管控密度非常大，那这一部分也得报出来。所以说，
就在数字上就能明显地看到它有一个比较显著的增量。但是我们觉得，未来你看国外的这个
增量，还有没有更大级别，或者说在今年的一个基础之上再翻倍，这个走高的情况，我们
觉得2028年之前也比较困难。但是暂时就是说这个进口比较多的这么一个趋势，有没有结
束呢？认为短期也没有结束。因为我们国内还是拥有这个无法比拟的冶炼的优势，还是得
进到国内来进行消化。
明白。然后还想对配额的情况跟您请教一下。因为其实对于目前的配额讨论，市场上
有两种说法，一种是说像今年以及去年配额的大幅下降，是因为这些矿本来也生产不出
来，那配额其实就是它下降，只是把泡沫给挤掉，对实际的生产影响是不大的，然后往后
看一些新的矿投产，它也能够正常拿配额。但另外一种说法呢，是说这个配额的下降是确
确实实对矿产的生产有影响。那魏总您这边看，配额的下降是否真的是对产业有影响？以
及如果往后我们对钨的供给侧做分析，应该很关注配额的指标吗？
我们觉得这个配额下降，确确实实对生产、就是说矿山的产量产生了影响，尤其是一
些小的矿山，私营的这种矿山。以前他们可以通过卖这个配额来进行这个操作，那现在的
话，这个是不能操作，然后你没有量，那么就会被砍掉。所以我们就觉得，配额对产量肯定
还是有实实在在的影响，不然国家不会用这个去进行一个调控。
明白。然后我还想请教一下关于库存的问题，就是如果我们看现在全行业的库存，从
矿山到贸易商到冶炼厂再到下游，整个产业链的库存分布大概是什么样的？然后因为现在

可能库存整体还在一个比较高的位置，那市场寄希望的是说，你现在有开始补库，然后能
够把价格给推动上去，我们就需要等更长时间，先要等这个库存去化之后，然后看到什么
样的催化，市场下游才愿意开始补库，然后才能看到价格的上移。
这个呢，首先从库存的分布上面，现在矿山库存比较大，但是贸易商手里库存不算是
（大），还是堆积了一部分库存，本末（应为"终端"）依然存在着这个库存。但是到越到
后端这一块，那么库存其实消化到一个相对的位置。但是他们现在依然是由于价格前期持
续的跌，是一个相对悲观的态度，能拖就拖，像华为、瑞和飞技（原文）这些，自己还能
用，所以还暂时还没有听到他们集中采购的这个声音，其目的就是"我能撑一撑，我就先撑
着"。但是现在从大体的角度，贸易商活动，他们不管是从前期开会，还是到这个具体方案
的落实，最近一段时间是确确实实在买，而且也在用一种所谓的策略、一种谋略，想着去
引导这个市场、去逼下游来进场。
至于说什么时候下游能够接受呢？那其实个人觉得，就取决于这个上游挺价的时间和
决心。如果说价格连续地在往上推升，当然也不是说推升到很夸张的地步——就是说，上
周涨跟这周涨，其实下游的心态是不一样的：上周刚涨的时候，下游是有点不屑的，觉得
提升不上去；但是这周每天还在往上推，那下一周呢，问的就比较多了。到当这个阶段，也
落实到一些成交。能否推升更多的成交呢？那就取决于后面这个推升能否持续。当然不是说
连续夸张地大涨——你只要（报价）稳定度（好），后面可能还是会有些需求进来。
明白魏总。那这一轮钨价在30万触底反弹，其实更多的是一种人为的价格（行为），
那如果我们去设想一种悲观的情景假设的话，您觉得既然30万这个价格不是由市场交易出
来的，那往后面看，再进一步跌破30万，或者30万这个价格，它又被证伪了，它不是一个
有效支撑，这种概率大吗？
这种概率，目前来讲，短期来讲不是不大，我个人认为不大。就是大家已经上了这条
船，就是说这大企业，包括我们了解到的情况，这个决心可能还是比较大的。所以说这一
次如果说不把下游逼进来，那可能这个任务也完成不了。尤其钨市场，它是一个——说难
听点就是垄断了这几家，这个寡头就决定了这个价格。某种意义上讲，其实去年的一个大
涨，也是他们每一轮长单都在往上推，最后把这个价格推上去。所以说我个人认为，在短期之

内，又折返回来、把这个价格再次跌破（30万），这个概率不是很大。当然，您刚刚说了，是站在一个非常悲观的角度去想一种悲观的情况，那么也有——我们要讲好的、要讲不好的，这个我非常赞成。那除非是竞争格局（原文"竞争基地"）出现了很大的问题，才会有可能有这种情况，但是我个人觉得概率比较低吧。

明白，魏总。那我们看看线上的投资人有没有问题，请会议助理播报一下提问方式。

（会议助理播报提问方式）大家好，如需提问电话端的参会者，请先按话机上的星号键，再按数字1；网络端的参会者，您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，谢谢。

好的，那我就最后一个问题收场。那么，我不知道魏总有没有拍今年和明年的整个供需平衡？从这个供需平衡的结果上面来看，今年跟明年整体是偏过剩的，还是偏紧张的？

我们认为整体还是维持一种平衡的状态，但是由于中间有库存存在，是一个（缓冲/态度的）问题。

明白。然后我这边有一个投资者的文字提问，他想请教一下明年的需求的增速预期大概是什么样的，大概是怎么算的？

关于需求方面，其实我们认为整体上，新兴方面带来的一些帮助，它其实对于整个市场影响的比例比较小，刚才我们已经说了。那么整体需求会不会有大的变化呢？其实还是要看那些用量比较大的，比如我们刚才提到的汽车，比如说一些涉及到采矿、或者修路，这个国家的一些财政政策相关联的方向。所以说，如果让我们去拆这个数，我们就可以去根据汽车销量，根据财政政策的倾斜力度、发力的力度，去测算，也包括我们刚才提到的机床的产销量，这样去进行测算。那至于说增长的话，我们觉得应该还有增长，但是幅度的话，整体需求大概增长2%~3%左右。

好的，明白，谢谢魏总。那今天交流到此结束。

--- 藻油专家交流20261025.pdf ---

全文总结

本次会议为中信建投证券大消费团队组织的藻油专家电话会议，由大消费组长兼食品饮料首席（原文"世银手祥记"）主持，组内高尚老师共同主持，并邀请藻油行业专家进行交流。会议背景是：秘鲁东北部第二鱼季确定取消，鱼油缺口进一步拉大，藻油的替代逻辑被市场进一步关注；同时部分头部公司的万吨藻油项目在10月份投产，市场关注海外三文鱼等饲料厂需求刚性下能否带来相关公司的利润弹性。会上专家就藻油的客户结构、供需、价格、扩产、成本、竞争格局等问题进行了详细解答，并回答了投资者提问。以下为全文详细总结。

一、会议背景与主办方观点

中信建投大消费团队在四季度的消费观点上，一方面比较看重红利类机会，比如乳制品、白酒；另一方面也看重以食品原料为代表的一些小盘成长股的投资机会，其中包含与藻

油相关的金达威，与叶黄素、辣椒红相关的晨光生物，以及阿洛酮糖相关的保龄宝等公司；
选择此时组织藻油电话会议，主要是因为最新跟踪到秘鲁东北部第二鱼季确定取消，鱼油缺口进一步拉大，藻油的替代逻辑进一步被市场关注；再加上一些头部公司的万吨
藻油项目10月份投产，大家也在关注海外三文鱼等饲料厂需求刚性下，有希望带来一些公司的利润弹性。
二、需求端：饲料级藻油的主要客户与需求来源
藻油需求量最大的是养殖领域，且国外市场需求量远远大于国内市场；
全世界最大的客户是饲料端的前三大厂商，比如泰高、爱乐（原文"艾乐"）、拜欧玛（原文"拜欧"）这3家。由于捕捞量下降，它们的鱼油缺口其实非常大，目前每家藻油
的订单都排到今年年底，都是交不出来；
藻油的用途还包括：在三文鱼以及一些特种养殖（比如石斑鱼等比较贵的鱼）中才会
用得起鱼油，像草鱼这类便宜的鱼养不起、用不起；宠物饲料里也会加一些鱼油；还有一些做脂肪系列产品的工厂也会用一部分鱼油。凡是要加鱼油的地方，都可能被藻油替代掉一部分，但具体替代量有多大，专家表示目前没有数据；
鱼油里同时含有DHA和EPA，但目前从发酵里得到EPA难度比较大，大概只有帝斯曼可
以稳定供应，还有法国一家公司（专家表示一时想不起名字）
。国内其他公司现在做
EPA这块收益还是稍微低一点，目前也在攻关，但可能还需要一段时间。假如EPA价格也降下来，EPA跟DHA就是绝配，就可以取代更多的鱼油市场；

关于帝斯曼：其藻油既可以供DHA，也含有EPA；国内目前都是只含DHA的，国内现在还没有生产出很好高含量的EPA，即使做，价格也还挺贵，现在还没办法卖到饲料端——
比如卖奶粉或许可以卖，但在饲料端因为价格比较低，所以卖不了；
DHA在今年才开始有需求：去年也没听说DHA藻油用在饲料端，因为藻油从去年到今年价格其实是一个下降的过程。比如今年一二月份，50%含量的DHA藻油大概在七八十块钱，现在大概50块出头，可能五十二三块、50出头。这个价格，客户认为跟涨上天的
鱼油比起来，用起来还是挺合算的，所以现在藻油订单就是飞涨。
三、降本原因与扩产周期
降本原因主要是技术提取率的提升；
关于扩产：有些工厂产能没办法放得很大，是因为有些比较核心的部件可能是进口的，而且是非标产品，从下单、定制到运回来，即使空运回来，可能也要半年才能回来，
所以有时间差，需要提早做准备才能买到设备，然后还要安装、调试，时间拉得比较长。
也就是说，想扩产不是想扩立马就能扩，需要时间；
现在因为鱼油减量，大家认为起码在明年上半年，鱼油缺口还是非常大的。
四、报价与签单方式
签单方式：客户可能会告诉你"明年一共给你多少量"，但不会一年签一个价格，顶多签一两个月，固定这个价格，后面就一单一签——可以给你签量，但不给你签价格。比
如"我一年供你3000吨"，但不会告诉你说一年签3000吨都是五十一二块，而是在要发货的
时候、或者前一两个月的单子，才给你定这个价格；

客户结构：目前是两条腿走路，前三大厂商应该占了挺大比例。前三家中还有一家现在
还没有用，比较保守；但有两家应该开始在用，而且用量还是蛮大的
。另外还有一些
比较小的厂商，主要在挪威、丹麦，以及南美智利一带，这些较小的三文鱼养殖场现在
也开始在追藻油；
产能跟不上需求：因为去年跟今年比，工厂都没想到今年藻油会放量这么大——去年
可能才卖几百吨，现在可以放到1万吨，产能扩张倍数太大，可能几十倍
，所以工厂一
下也适应不过来。
五、价格走势
鱼油价格：在九十月份又涨了一波上去。做鱼油做了几十年的人，都从来没碰过这么高
的价格。鱼油分很多种含量，比如DHA有20含量、30含量、50含量，含量越高越贵，因为
越高含量都经过精炼，是给食品、保健品、医用用的，但量就小了；

用量最大的是饲料端，可能就是二十几含量的。二十几含量的现在好像也是3万多、4
万多，反正就是涨到天了；
鱼油涨太高会带来一个直接后果：本来用鱼油的，可能会把鱼油量减下来，另外去找替
代品。这也是导致藻油现在这么火爆的一个很直接的原因；
藻油价格：50出头这个价格其实已经稳定了好几个月，大概三四个月，一直稳定在这
个位置，合同签订价格基本上都没有变，相对还是比较稳定的。这个价格利润还算可
以、还算不错；
关于后续是否涨价：提升应该也有可能，但即使提升也不可能涨得很高
，因为毕竟国内
还是很多家在做藻油，只是每家产能不太一样。
六、产品规格与国内厂商竞争
国内交付的藻油DHA含量，最常规的是大于等于50%，此外还有55%、60%三种含量。使
用起来是一样的，差异在于工艺：每个工厂会追求得力（收率）最高的含量，比如追求50的话，可能50做出来得力最高；有的菌株55得力也高，就会卖55%；
国内了解下来扩产的厂家不多，包括金达威、新和成（原文"金河城"）、嘉必优（原
文"加BU"）、保龄宝，以及厦门还有汇盛生物；
各家的差异与竞争力：
进入饲料端最早的应该是汇盛，它在饲料端运营了很长时间，之前大概是3000吨左
右产能，现在想扩到6000吨，但具体什么时候扩完不清楚；
金达威进入饲料端其实是今年才开始的；
汇盛存在一个问题：工厂在厦门，厦门这么高的温度其实不适合发酵。大型发酵工厂其实都在内蒙古、东北等地，一个是原料，一个是能源；
现在虽然供不应求，但不保以后不会供不应求，最终可能就要拼成本，正常产量越大的成本会越低。所以往后看，汇盛的优势可能就不会非常明显；
新和成（在东北绥化）估计以后优势会比较明显，只是它扩产的步子迈得不够快；金达威可能迈的步子稍微快一些，会抢占先机；
新和成大部分是出口，在国内卖得比较少；
七、扩产周期与产能节奏

扩产周期大约6个月。因为机器是国外加工（原文"鬼佬给你加工的机器"），也不可能一下子做很多台，是一台一台加工；
目前月产应该能超过1000吨；

明年：内蒙古土建施工到11月下旬就做不了，因为温度很低，冻起来就没法施工，所以土建可能得在11月完成，然后可以安装机器。过完年、到3月份之后，如果进口机器到了，就可以装上去，大概3月份产能又会放大一部分，明年一年可能就会冲到2万左右，即到三四月份可能就放到2万吨。再往后新机器来、温度升高之后，土建可以继续做，可能到年底就会到3万吨。
八、技术差异
技术上关键其实是菌株能不能高产——高产的话，发酵出来效率就更高、含量可能更高。但每家现在也没有做过横向对比，因为还没有拼到价格拼不动为止，所以现在其实还看不出哪家成本低；
这个产品今年才开始，从四五月份才开始用到饲料端，大家在市场上交流的时间其实并不够长，不像维生素已经做了20多年，每家对谁都是心知肚明，现在还不是非常透明。
九、客户选品标准
海外客户考察中国供应商时，会看公司规模、是否还做别的产品、市场影响力。它们肯定更愿意选择上市公司，因为上市公司一般更透明、规模更大、各方面保障更好；非上市公司可能更不透明，从工厂参观等方面比较，大公司和小公司肯定还是有差别；
产品本身没有很本质的差别：比如颜色上每家可能稍微有一些区别，在一些别的指标比如重金属、二氧化三氧化二砷这些东西上，每家都不会有太大差别，基本上都是可以用的；
具体细化指标上，只要别出太大问题，大家都大差不差，就是比放流含量、就是DHA含量；
后续时间长的话，还是要拼成本，大家最终都会走到这一步。
十、海外友商情况
帝斯曼应该是以卖比较高端的油为主，专家表示其毛油不太清楚在卖，感觉他们家都是卖比较贵的油，平时卖高端多一些；
举例：在宠物展上问客户能不能买我们的藻油，客户说用的都是帝斯曼的，而且价钱比这个要贵很多。有些宠物客户用的很多东西都是人用的东西，追求他认为的高品质；
另外，有客户买毛油后自己去做精炼再出口，做成给人用的保健品，这个量也不小。
人用的鱼油保健品里会加一些藻油进去。
十一、需求展望与价格锚定

关于需求端后续变化：鱼油并不是今年才开始涨，但今年是历史上涨幅最高的。前些年比如2023年或者更早，也出现过鱼油减产、余油减少这样的波动，但没有像今年涨这么高，之前也没有藻油替代这个说法，是今年涨到这么高之后才有办法替代；

作为销售，不会看得非常远，从以前做维生素的经验来讲，看得太远后面可能会有变数、根本没办法判断。一般认为看半年已经看挺远了，下半年得过完年之后再接着看，看
太远可能会被打脸；
海外客户会先看功能、验证，程序合适就会下单。现在对上的缺口太大了；
三文鱼一定要加鱼油，不加鱼油三文鱼就很难吃，所以这个东西跟刚需一样。所以现
在三文鱼基本上是藻油最大的客户。
十二、海外需求与国内养殖情况
国外这三大三文鱼厂在国内都有工厂：爱乐在青岛（好像还没开始用），拜欧玛在无锡，跟通威合资，叫通威拜欧玛，泰高在珠海（泰高跟大洋网等都在用）；
但它们国内的量跟国外确实没法比，量比较少。国内大部分其实不是三文鱼，而是虹
鳟（原文"红鳟"），据拜欧网采购讲，好像只有宁波有养大西洋鲑（真正的三文鱼），云南、新疆、青海养的可能都是虹鳟，但虹鳟也一样需要鱼油。国内虹鳟的体量跟国外比确实小挺多，所以主要还是国外的需求；
销售路径：跟着海外三大厂商肯定是直接做；另外还有一些比较小的。国内有一些客户专门从国外进口鱼粉、进口鱼油，他们跟海外养殖三文鱼的企业关系也很紧密，很多出
口订单其实也是通过他们做出去的。比如某公司就有这样的客户，一个月好几百吨的量，其实挺可怕的、挺大量的；
关于养殖的季节性因素，专家表示不是非常了解。
十三、投资者问答补充
关于明年订单能否被需求支撑：现在这个产能肯定是可以的。按一年1万吨来讲，基
本上都是蛮符合的，应该说是超负荷；明年如果扩到2万吨，觉得在2万吨这个位置应
该是可以的。因为刚开始做，有些客户还不是非常了解，可能还有一些没开户、没开拓到
的客户，那应该也是可以用的。明年上半年起码应该是没什么问题，但下半年得下半年
再说，因为不知道别人到下半年会扩成什么样，得慢慢走一步看一步；
汇盛与友商在客户上的差别：新和成应该是出口的，在国内做得很少（比如有经销商
做新和成的东西，但新和成在国内卖得很少）。汇盛的客户群体更多一些，因为它在石家庄做的时间比我们长、明显长得多；

海外用户一般不会只绑定一家供应商，肯定起码要有两家，因为绑定一家，万一出事情
就拿不到货了，所以一般会有两家到三家供应商。它既跟汇盛拿，肯定也跟我们拿。
现在又是供不应求，所以价格大概都差不多、大差不差，不会太大差别；
嘉必优（原文"加B"）：因为AI相关的事情之后，它们在市场比较低调，那个事情对它
的影响好像还是蛮大的；
保龄宝：现在市场真正销售的货应该不是非常多，产能也没有那么大。它们现在其实也在扩产，从经销商处了解到它们也在扩产，只是动作可能没有那么快，但肯定都在
扩。其实应该每家都在扩，所以就要看时间，得过一段时间市场上货多了之后，才能

感觉到市场到底是什么情况；
价格比较透明，大家基本上都一样。有一家降价的话，别人也会跟着；有人涨的话也
可能跟着涨。现在供不应求，也不需要像以前那样，反正就这个价维持着，或许也有可能
会提一点；
金达威的产品规划：明年藻油应该是主推的项目，最主要的项目。像阿洛酮糖这个东
西，有可能也不会上了，因为价格也是卷死的；
行业"内卷"的普遍规律：但凡中国人做的东西，最终结果都离不开卷
，就像维生素一
样。以前维生素多好，现在都快哭出来了。现在所有维生素里面，就剩维生素D3和B1
还是赚钱的，别的所有都在亏钱。原因就是量太大，每个人都在扩，而且"我做这个维生
素，我去做别人的品种，别人做别的品种，他来做你的品种，大家互相杀杀杀，赚不到
钱"。迪斯曼从2003年买的罗氏维生素项目，2023年就想把这个维生素卖掉，赚了20
年钱之后发现这个生意很难做。现在在卖的也很难、很不好卖，别人都不太愿意借款；
行业人员与客户开拓差异：维生素做了很多年之后，所有人都认识；但藻油因为做的
时间比较短，今年才来做，各家管销售的人之间基本没什么交流，基本上是各做各的，了解比较少；
成本差异：专家表示自己不是搞技术的，没办法提供具体数据。但从大方向看，在内蒙
古电明显比厦门便宜（靠着电厂、大堂发电），蒸汽比厦门便宜多了——厦门工厂也
要用蒸汽，但厦门蒸汽可能是内蒙古的好几倍价格，电也是内蒙古便宜；原料用的是
玉米糖浆，内蒙古是产地、离得近，运营上也便宜多了。所以内蒙古在原料上的优势
应该是比较明显的。

会议实录：
各位投资者，大家下午好，我是中信建投证券大消费组长兼食品饮料首席（原文"世银手祥
记"）。欢迎大家收听我们中信建投今天下午组织的藻油专家电话会议。我们之所以在这个节点
组织这样的电话会议，主要是因为我们整个中信建投的食品饮料团队在四季度整个消费的观
点上，一方面比较看重一些红利，像乳制品、白酒这样的机会；另外一方面，我们也看重
以食品原料为代表的一些小盘成长股的投资机会
。这里面其实包含了最近跟藻油相关的、类
似于金达威，包含了跟叶黄素、辣椒红相关的晨光生物，也包含像阿洛酮糖相关的保龄宝等等这
样的一些公司。
所以藻油最新的跟踪情况，是因为秘鲁东北部第二鱼季确定取消，鱼油缺口进一步拉
大，所以藻油目前的替代逻辑也进一步被市场关注
；再加上我们也看到，现在有一些头部公
司的万吨藻油项目在10月份投产，所以大家也在关注海外三文鱼等饲料厂需求刚性下，有希望
带来一些公司的利润弹性。那今天跟我一起主持会议的，还有我们组的高尚老师，要不然先由
高尚老师来主持一下这样的专家会，然后我们再看投资者的问答，谢谢。
好的，谢谢季总，也谢谢各位投资人参会。专家您好，请问能听到吧？——我能听到，没问

题。好，因为看到藻油市场现在确实供不应求，主要想先跟您请教一下，咱们行业里面目前饲料级的藻油出货，主要的客户类型，以及需求的一些方向。主要是哪些饲料厂需求比较强，请您给我们介绍介绍。

其实现在需求量最大的就是养殖了，而且国外市场的需求量远远大于国内市场。全世界前三大，应该说它的量是最大的，比如说一个是泰高（原文"太高"），然后一个是叫爱乐（原文"艾乐"），还有一个叫做拜欧玛（原文"拜欧"），大概就是这3家。然后它们现在这个鱼油的缺口，应该是因为现在捕捞量下降之后，缺口其实非常大。现在每家藻油的订单其实都排到今年年底，都是交不出来。

然后藻油还有一个用途，就是在三文鱼里面，还有一个特种养殖，比如说石斑鱼这种比较贵的鱼里面，才可能用得起鱼油。像便宜的鱼，比如养个草鱼，它肯定用不起这个鱼油。那还有就是在宠物饲料里面，它也会加一些鱼油。反正你只要加鱼油的地方，它就可能被这个藻油替代掉一部分。然后还有一些做脂肪系列产品的工厂，它可能也会用一部分鱼油，那也会被藻油替代一部分。但具体这个替代量有多大，我现在确实没有这个数据，因为鱼油里面是同时含有DHA和EPA，而现在从发酵里面得到EPA难度比较大，大概只有帝斯曼可以稳定供应，还有一个是法国一家公司，我一下子想不起来了名字。国内别的公司现在做EPA这块可能还是收益稍微低一点，这个东西现在在国内也在攻关，但这可能还是需要一段时间。假如说这个EPA如果价格也降下来的话，那EPA跟DHA就绝配了，那你就可以取代更多的鱼油市场，应该是这样子的。

明白。因为我搜一下，是帝斯曼它们自己的藻油是既可以供DHA，也含有EPA。就您刚刚说，就是国内这边现在都是只含DHA的对吧？——国内现在没有生产出很好高含量的EPA，而且即使做，可能价格还挺贵的，现在还没办法卖到饲料端。比如说你卖奶粉或许可能可以卖，但在饲料端因为它这个价格比较低，所以卖不了。就像DHA其实在今年也是今年才开始有需求的，你去年也没听说DHA藻油用在饲料端，因为藻油从去年到今年，它价格其实还是一个下降的过程。比如说今年一二月份的时候，这种50%含量的DHA藻油，大概也还在七八十块钱，那现在大概50块出头，可能五十二三块、五十出头。这个价格，客户认为跟鱼油现在涨上天之后比，用起来还是挺合算的，所以说现在藻油订单就是飞涨，应该这么说。

明白。这块先跟您请教一下，这个降本的原因主要是什么，是技术上提取率的提升是吧？——对。因为它其实是这样，它这个东西为什么现在别的有些工厂产能没办法放得很大，因为它有些比较核心的部件可能是进口的，而且它不是标准产品，是非标产品，你从下单到定制到运回来，即使空运回来，可能半年才能回来。所以它就有个时间差，你需要很早提早做准备，才能买到这个设备，然后还要安装、还要调试，所以这个时间就拉得比较长。也就是说，你想扩产不是想扩立马就能扩，它也是需要时间的。然后现在因为鱼油这个减量，大家认为起码在明年上半年，鱼油这个缺口还是非常大的。

明白。我再详细问一下，前面咱也说目前观察到一些行业的订单都到年底才交付、还没法交付，包括您刚刚说明年上半年缺口还比较大。现在我们看到的这个报价方式、或者说签协议的方式，大概是哪种呢？是有类似于年度框架协议，还是短期一个月、或者哪种？——它可能会跟你说，我明年可能一共给你多少量，但我不会给你签这个。比如说我不可能给你一年签一个价格，我肯定是正常，顶多可能签一两个月，那我可能固定是这个价格，那后面就一单一签。我可以给你签量，但是我不给你签价格。就是说，我一年供你3000吨，但我不会告诉你一年签3000吨都是五十一二块，我可能会在要发货的时候、或者说前一两个月的单子，我给你定这个价格。

就是因为这个市场现在需求量比较强是吧。——对。像签这种价格，是跟贸易商比较多，还是直接供给前面的三大、海外的三文鱼厂商比较多？——海外这个，我们现在其实是两条腿走路。前三大应该占的挺大比例，对吧，但是前三大其实还有一家现在还没有用，就是这家可能比较保守，但有两家应该是开始在用，而且用的量还是蛮大的。然后另外还有一些比较小的，因为它上面主要是在挪威、丹麦，然后还有南美智利那一带，那边还有一些比较小的三文鱼养殖场，它们现在也开始在追藻油，所以现在就变成你这个量一下放这么大。你现在工厂怎么地都满足不了，因为你知道去年跟今年比，你工厂都没想到今年藻油会放成这么大量——你放了1万吨，你去年可能才卖几百吨，所以这个产能扩张可能就几十倍，所以工厂其实一下也适应不过来，都没想到它会变这么大的用量。

明白。然后从报价来看的话，就是后续可能还会有上涨的可能吗？因为现在这个鱼油的价格走势大概怎么样的呀？包括现在藻油目前订单的价格走势大概是什么样的？——光是鱼油，现在应该是在九十月份又涨了一波上去。但是我们现在不是做鱼油的，我们是做藻油的，就是做鱼油、做几十年鱼油的，都从来没碰过这么高的价格。但是鱼油它其实分很多种含量，比如说DHA有20含量、有30含量、50含量，每个含量都不一样，越高含量它就越贵，因为越高含量的其实都精炼过，就是给食品用、给保健品用，还有医用的，但它的量就小了。那你最大量用的其实还是在饲料端，可能就是用二十几的，二十几的现在应该好像也是3万多、4万多，反正就是涨到天了。他们都觉得这块用不起了，那涨太高价格就会导致一个什么情况？就导致我本来用鱼油的，我可能就会把鱼油的量给减下来，另外就是会找替代。

那这个也是因为他要找替代，所以才导致藻油现在这么火爆，这是一个很直接的原因。

明白。您刚刚说就是现在涨到4万多一吨是吧，人民币？——对对对。理解理解。我们现在国内交付的藻油这个DHA的含量，现在主要的产品类型上面是含量多少规格的呀？——那

不就是大于等于50%，这是最常规的，然后还有比如说55的，还有做到60的，它其实有三
种含量。但是其实使用起来是一样的。因为你50跟55差，它为什么会这样，就是每个工艺不一
样，你假如说你要追求50的话，比如说对这个工厂，它可能觉得50做出来它的得力是最高
的；你要做55的话，你可能收益会下降，做60可能收益也会下降
。所以我更愿意卖50，就是
我这个得力是最高的；我卖55的，我可能这个菌株做得比较好，我55的得力也比较高，那我肯定
会卖55的，大概就是这么一个情况。
明白。我再请教一下，就是因为咱们国内现在了解下来的话，其实扩产的厂家也不多，包
括金达威、新和成（原文"金河城"）、嘉必优（原文"加BU"）、保龄宝这些厂家，然后据
您了解，现在大家都在扩，包括厦门还有一个汇盛生物
。就是现在这些不同的厂家，交付的
价格或者各家成本端来看的话，谁更有竞争力？或者说大家的差异点主要是在哪些方面上？
——我觉得是这样，进入这个行业最早的、进入饲料端最早的，我觉得应该是汇盛，它在饲
料端其实运营了很长时间。明白。那比如说像金达威，它其实进入饲料端，其实就是今年开始
的；那汇盛在饲料端其实是运营了很长时间了，而且它之前大概是3000吨左右产，现在它可
能想扩到6000吨，具体什么时候扩完，那我就不是非常清楚。但是汇盛有个问题，就是因
为它的工厂是在厦门，厦门这个地方这么高的温度其实是不适合发酵的
。你看，这个大型

的发酵工厂其实都是在内蒙古，比如在东北，对吧？一个是原料，一个是能源。再往后，
因为你现在是供不应求，但你不保不齐以后它可能就不会供不应求了，那最终它可能就会要
拼成本。那正常，你应该是产量越大的，成本会比较低。所以我觉得再往后，汇盛它可能优势
就不会非常明显。我觉得新和成估计它应该也会优势比较明显，它是在东北、在绥化，只
是它扩产的步子迈得不够快；但金达威它可能迈的步子稍微快一些，那这样就会抢占这个
先机。明白。您说谁是在那个东北绥化的？——新和成。它有很多发票都在那边，而且它现
在大部分是出口，在国内其实卖得比较少。理解理解。
好的，现在看下来的话，我们这个扩产的周期，因为你刚才一开始也讲了，就是买设
备到这个投产需要时间嘛，这个扩产周期一般在一个什么时间上？6个月、一年，大概是个
什么时间？——6个月。因为他这个机器是国外加工的，它也不可能一下子就做很多台，它也是
一台一台给你加工。那比如说到现在，其实一年应该能够月产超过1000吨
。但是到明年，你可
能到，因为在内蒙，它这个土建施工到11月份下旬它就做不了，因为那个温度很低，冻起
来就没法施工，所以它土建比如得在11月就得完成，然后就可以安装这个机器。那你过完年、

可能到3月份之后，如果进口机器到了之后，它就可以装上去，那可能到3月份这个产能又会
放大一部分，可能就更大。可能明年一年就会冲到2万左右，就是说到三四月份的时候，可
能就放到2万吨；然后再往后再新的机器来、温度升高之后，土建可以继续做的话，那可能
到年底就会到3万吨了。明白，大概也就这个样子。
好的，像新和成、然后包括汇盛、包括金达威这些，大家工艺上面成本端会有一些区
别吗？现在大家比较下来的话，除了能源之外，比如说如果都在东北或者西北，还会有一
些技术上面的差异吗？——技术上，我觉得关键其实是在你这个菌株，它这个菌株能不能高
产。你高产的话，你到时候发酵出来这个效率就更高，这个含量可能会更高。但每家现在我们
也没去做过横向对比，反正现在你还没有拼到说价格拼不动为止，所以你现在其实还是看
不出来哪家成本低。比如说你可能出去跟对方的业务交流，他有些时候会跟客户讲，我这个价
格怎么地、到什么时候还能做，对吧。但因为今年这个产品其实是今年才开始的，从四五月
份才开始用到饲料端，大家在这个市场上交流的时间其实并不够长
，不像维生素，维生素你
可能已经做了20多年了，所以每家对谁都是心知肚明。藻油现在其实还并不是非常透明，因为
它在市场上时间还不够长。
明白，就是整个行业其实在国内也才刚刚起步的阶段，这个品种在饲料端的应用，其实
就是今年才开始起步。明白，很清楚。然后咱们下游的这些客户，包括这个国际的三大鱼
场，他们在选我们的产品的时候，主要看哪些方面？比如说看哪些指标，包括他们在报价
上面大概是个什么形式？——他其实就是，国外客户考察中国供应商，他其实还要看你公

司的规模、你公司是不是还做别的产品，然后你在市场的市场影响力怎么样
。他肯定会更
愿意选择上市公司，因为上市公司一般更透明，规模上也会更大一些，各方面保障会更好一
些。如果是非上市公司，他可能就更不透明
，你从工厂参观各方面来比较，大的公司跟小的公
司肯定还是有一些差别。然后比如说产品上，这个产品其实没有说很本质的差别
，比如说它颜
色上，每家产品颜色可能会稍微有一些区别；然后其实在一些别的指标，像什么重金属、二氧化
三氧化二砷这种东西，其实每家都不会有太大差别，基本上都是可以用的。明白。就是具体
的细化指标上面，只要别出太大问题，那大家都大差不差是吧？
——反正就是比放流含量、
就是DHA含量。——理解理解。那可能后续还是要拼一拼成本，如果时间长了的话，还要看
大家互相的，最终最终都是会走到这一步。——对。

好的，再追问您一下，就是现在咱们看下来，如果后面鱼油这个价格进一步上涨的话，
会不会有可能对现在这些藻油公司、对这些藻油客户的价格还会有提升？
现在这个情况来看
的话，大概是什么样的呢？——我觉得提升应该也有可能，但是这个即使提升，可能也不可
能涨得很高，我感觉是这样子，不太容易涨太高
，因为毕竟国内还是很多家在做藻油，只是
说每家的产能不太一样。
明白。因为现在这个定价，比如说咱们现在卖的这个价格是根据什么来定的？比如说
今年前段时间前面这个价格不是还在降低吗，后面这里是不是就锚定了那个鱼油的价格再
定价？那后面鱼油涨的话，是不是这边也有可能也会跟着涨？——他现在这个在50出头，
这个价格其实已经稳定了好几个月了，可能有三四个月了，一直稳定在这个位置，基本上
合同签订价格都没有变，相对还是比较稳定。因为就是说，他现在这个价格应该利润也还算
可以，我只能这么说，还算不错。
好的。目前看下来，因为订单签得还比较短，比如说您观察，除了国内之外，不知道有没
有了解一些国际的友商的一些情况？一些海外的这些藻油的供应商，他们有没有相关的动
作？这块有没有一些交流？像帝斯曼他们？——帝斯曼它们应该是以卖比较高端的油为
主。它毛油我没太清楚它在卖，感觉它们家都是卖比较贵的油
。那也有看它有卖，反正我平
时看它们卖高端多一些。因为它们比如说，我们起码说去开宠物展的时候，我们也问客户说，你
们能不能买我们的这个藻油，他说我们用的都是帝斯曼的，都是那种，而且价钱比这个要贵很
多。明白。有些客户，他比较就是有些宠物的客户，他其实用的很多东西都是人用的东
西，他就追求这个东西要卖他认为叫高品质吧。明白。
好的。还有我们的客户，比如说，他买了我们的毛油，他其实要自己去做精炼，再出口，做
成这个人用的保健品，好像这个量也不小。就是人用的这个鱼油保健品，他会在鱼油保健里
加一些藻油进去，这个量也不小。大概这样子。

好。因为现在就是咱们签的订单都是比较短的，一两个月的，然后秘鲁这个捕捞季也
取消了，所以那个鱼油的缺口应该还比较大，所以您感觉到明年上半年整体的供给、需求都
会比较强是吧？那后续如果需求端往下，会有哪些节点或者因素，可能让您担心后面这个
需求端可能会有一些新的变化？——我是这么认为，就是这个东西，因为它这个鱼油并不是
今年才有这种涨这么大的涨幅，对吧，但是今年是历史上涨最高的
。但其实在前些年，比如
说2023年的时候，或者再前面，它其实也出现过这种波动，就是鱼油少了，但是没有像今年涨

这么高。所以之前也没有藻油替代这个说法，就是今年涨到这么高之后才有办法替代。但
是因为像我们做销售来讲，其实我们不会看得非常远，因为从以前做维生素的经验来讲，你看
太远，其实到后面可能会有一些变数，你根本没办法判断。就是说，我们认为看半年已经
看挺远了，下半年得过完年之后再接着再来看，没有办法看太远，看太远你可能会被打
脸。
明白。现在的话相当于大家主要就是抢一些海外的客户，就是多对这些海外的客户，
然后包括做一些验证，包括这些环节？——对，它肯定一般国外客户看都会来看功能，他
不看功能他不会给你做生意的，一般都是这样，就是有个程序。看完合适，然后一般就会下单。因为现在它对上的这个缺口太大了。而且三文鱼是一定要加鱼油，不加鱼油，三文鱼
就很难吃。所以它就是跟刚需一样。所以现在三文鱼基本上是藻油最大的客户，我觉得。
明白。
这个想请您再给我们科普介绍介绍，因为之前大家研究这个行业的时候，其实也聊了
一些国内的像这个袋鼠鱼这些东西，之前好像大家感觉对这个需求不是那么强，然后现在
看下来的话，应该主要是海外的这些三文鱼、这些虹鳟鱼的厂家嘛。能不能请您再给我们
介绍一下，就是为什么他们对这个鱼油需求这么强？然后包括如果不用这个藻油的话，大
概有什么替代方案？——我告诉你，这个国外这三大三文鱼厂，他在国内都有工厂。那个
爱乐在青岛，爱乐好像还没开始在用；然后那个拜欧玛是在无锡，它是跟通威合资的，叫通
威拜欧玛；然后泰高是在珠海。那泰高，应该泰高跟那个什么大洋网，他们都在用。但是他国内的量跟国外确实没法比，国内确实还是量比较少
，因为国内其实大部分都不是三文鱼，它
其实是虹鳟吧。大概只有，因为我听拜欧网那个采购讲，好像只有宁波他们养的是大西洋鲑，
就是三文鱼。那比如像云南、新疆、青海，他们养的可能都是虹鳟，但是虹鳟它也是一样需要
这个鱼油，大概是这样。但是国内这个虹鳟的体量跟国外比确实还是小挺多的，所以主要还
是国外的需求。

明白。您说这个国内有厂，就是咱们现在很多是通过这个贸易商直接供给海外的那些
厂是吧？供给那个海外的三文鱼这几家公司？——对。比如说你跟海外的三大，你肯定是直
接这样做，但是还有一些比较小的。因为像国内，它有一些客户，它是专门从国外进口鱼粉、
进口鱼油，它们等于跟海外那边的养殖三文鱼的企业，其实关系也很紧密。比如你说出口

的话，很多这个出口订单其实也是通过它们做出去的。比如说我们公司就有这样的客户，
他一个月好几百吨的量，这其实挺可怕的，挺大量的。
好的。然后他们这个养殖，我之前不是特别了解，就是有没有一些季节性的因素啊？
会不会哪个季度用得多、哪个季度用得少一点？
——这个东西我也不是非常了解，我也不是
非常了解。好的，谢谢。
（会议助理播报提问方式）大家好，如需提问电话端的参会者，请先按话机上的星号键，再
按数字1；网络端的参会者，您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，谢谢。
专家我再追问一下，就是咱们现在了解下来，国内像金达威的扩展幅度比较大，然后
明年这个影响整体量还比较大的，包括厦门的一些友商，这个叫他们也在扩、会正常在
扩。这块您觉得现在这个市场的需求情况、跟客户聊下来的话，能支撑明年的这个订单
吗？——我觉得现在这个产能肯定是可以的。因为你现在如果按一年1万来讲，基本上都是
蛮符合的了，就是说超负荷，应该这么说。那明年如果扩到2万的话，我觉得在2万这个位
置应该是可以的。但假如说明年这个，因为我们现在刚开始做，其实有些客户我们也不是非常
了解的，就是说你可能还有一些没开户、没开拓到的客户，那应该也是可以用的。我觉得明年
上半年起码应该是没什么问题，但下半年得下半年再说，因为你现在不知道别人到下半年
的时候会扩成什么样，我们也不知道，你得慢慢走一步看一步。
明白。现在咱们跟这个汇盛这边，客户上面有什么差别吗？大家和包括跟新和成他们
一些友商，大家现在会做一些比较、或者有些差别什么的区分吗？——像新和成，他们应
该是出口的，他们在国内做得很少。
因为比如说新和成它有很多产品，比如说我的经销商他
就做新和成的东西，但是新和成在国内卖得很少，卖得不多。那汇盛的话，应该它的客户群
体更多一些，因为它在石家庄做的时间比我们长，明显长得多
。明白。那因为是这样，就是
说比如国外这些用户，他其实并不会说所有人都绑定一家，他肯定起码要两家供应商的。
因为你绑定一家，万一一家出事情，你到时候拿不到货。所以他肯定会有两家到三家供应商。
他既跟汇盛拿，那他肯定也跟我们拿。然后现在又是供不应求，所以这个价格其实都差不
多、大差不大，不会太大差别。

明白。您刚说的新和成在国外卖的不多是吧？——对，它大部分都是出口，它国内卖得
比较少，对。那其他的一些看到一些嘉必优、保龄宝，他们好像也有一些藻油毛油的产

能，现在市场上有关注到他们的一些产品情况吗？
——有的，但是关注它们比较少。嘉必优
因为它那个什么AI的事情之后，好像它在市场都比较低调，我感觉它那个事情对它们的影
响还是蛮大的。那保龄宝，我觉得它们现在市场真正销售的货应该不是非常多吧，我感觉
应该不是非常多，它们产能也没有那么大。对，就是它们现在其实也在扩产，因为我们也
有跟它的经销商聊，那它就说它们现在其实也在扩产，只是说它可能动作没有那么快，但
肯定都在扩。我觉得其实应该每家都在扩的，所以就要看时间，你得过一段时间才市场上
货多了之后，你才能感觉得到到底市场什么情况。
明白。所以这个价格其实也是比较透明的，大家基本上都一样是吧？——对。有一家降
价的话，别人也会跟着；有人涨的话也可能跟着涨。
那你现在供不应求，到时候当然也不需
要，反正我就这个价维持着，对吧，那或许也有可能会提一点，大概就是这个样子。明白，很清楚。
（会议助理再次播报提问方式）
专家我再问一下，就是咱们现在之前金达威这边他也有一些规划，比如以前做阿洛酮
糖，做一些其他的品类，现在都转成藻油了嘛？就您了解，在哪个公司怎么弄？大概公司
对这个事情的定位，包括对现在藻油这些业务的看法，现在行业里面包括公司大概是个什
么想法？——我觉得现在明年这个藻油应该是主推的项目了，最主要的项目。就像一个阿
洛酮糖这个东西，可能你也有可能不会上了。因为你这个价格也是卷死的。就是，你看但
凡中国人做的东西，它最终结果都离不开卷，你就像这个维生素一样的。你看以前维生素多
好啊，那你看现在怎么做呢？那都快哭出来了。你看现在所有维生素里面，就剩维生素D3和
B1还是赚钱的，别的所有都在亏钱。
你说怎么做，那就是量太大了，每个都在扩，而且是比
如说我做这个维生素，我去做别人的品种，别人做别的品种，他来做你的品种，所以大家互相
就是杀杀杀，这个大家赚不到钱，这个市场就是这个样子，就这么残酷，没办法。你看到帝
斯曼就好，帝斯曼从2003年买的这个罗氏的维生素项目，它2023年就想把这个维生素卖
掉，就是赚了20年钱之后发现这个生意很难做的。但是，你现在在卖的，它其实也很难，
很不好卖，别人都不太愿意借款了，大概就是这样。
明白。咱们藻油这块的话，现在公司的、包括行业里面一些人员，包括客户开拓上面
会有一些明显的差异吗？就比如说咱们的团队和、金达威的团队和汇盛的团队，或者和其

他人的团队，大家互相比会比较一些差异之类的吗？——比如说汇盛，我只知道谁管这个
销售，但是我们其实跟他没交流，基本上不交流
。不像维生素，维生素E做了很多年之后，你

所有人都认识；但是这个我们因为做的时间比较短，今年才来做
。其实我们比如我知道他管
这一块的，但是我们跟他其实没什么交流，基本上不交流。明白，就现在可能还是各做各的，了解应该少一点，各做各的。对。
好的，然后您前面提到，就是明年包括行业里都在扩产，东北、西北可能能源上面有
一些优势，这个优势大概能有多大呀？就比如说汇盛跟金达威、新和成相比的话，成本大
概会高了多少？这里会差异会比较明显吗？——这个东西我没法，因为我不是搞技术的，这
个我现在没办法提供这个数据，这个得去问。就是说，你在内蒙古，你这个电明显比在厦门
肯定是便宜了，它就靠着电厂边上，就是大堂发电。然后你的蒸汽比厦门便宜多了
。因为厦门
的工厂也要用蒸汽，比如说我们厦门工厂，它其实也要用蒸汽的；但是这个蒸汽，可能厦门的蒸汽是内蒙的好几倍的价格。那电也是这边便宜，比那边要便宜。还有就是说，比如说你这
个原来都是玉米糖浆嘛，那你在厦门，你的运营那能贵多了
，那肯定比这边，这边是产地、
比较近，所以这边肯定是比较便宜的。在原料上，是比较便宜的。我觉得这个原料上的优势
应该是比较明显的，我感觉。
好的，很清楚。我这边也没有别的问题了。感谢专家今天的时间，谢谢您的交流，很详细。
（会议助理播报提问方式后，会议结束）

--- 北美大厂能给出什么样的新叙事？20261022.pdf ---
全文总结
本次交流围绕Meta的Q3业绩展开。从盘后股价表现来看，整体还行，至少没有太大风险，盘后涨了2%左右，最高快冲到将近7%。这个季度及最近几个季度，Meta支付的各类"七七八八"的费用较多，因此单纯从表观看利润的话，miss还是比较多的；但把一些其他支出还原回去之后，整个利润比一致预期要高很多。正面来看，收入和指引基本都不超预期，收入超得不多但也超了。
关于"新叙事"，本来觉得Meta这样的大厂会不会带来一个不一样的叙事，但现在看起来，叙事的问题可能还是要靠云厂商去讲，Meta暂时没有讲出一个能立马改变市场逻辑的东西，但
Muse的各种活跃用户数以及后面的进展，路径更清晰了。ToC肯定是Meta后面的一个重点，
现在基本已经定了。广告赋能方面，像均价增长、转化率、观看时长的提升，这个季度也有相应的正向提升，基本上每个季度都会提升。
capex方面，单季度达到历史最高值349亿美金，现金流从这个季度开始转负，这也在
大家预期之内，整个capex大盘子没有上调
，只是把下限往上调了一点，27年的capex暂时不
清楚，公司也没有给相应指引。利润方面，虽然有一些杂七杂八的费用支付，加回去之后无论经营利润还是净利润都比一致预期高很多；但如果看营业利润率，同比还是有点下降，所以利润实

际上还是有点承压，只不过之前大家预期比较低。规模化方面，Muse、To C端产品的规模化，算力约束还是比较大的。
这次一个比较大的变化是设置了新的C类股。之前Meta有A类和B类，普通交易的基本都是A类，B类没有交易、基本是创始人的，一股有10个投票权。准备新发C类，生效日期是27年1月份，这基本上解决了后面钱从哪来的问题——现在整个市场可能都在关注后面capex的钱从哪出，现在看起来除了发债，也会发股，各个大厂都会去用。但本次只是把这个口子开了，从27年1月份开始试用，本次并没有发新股。本次直接影响的结果是A类、B类股基本可以获得一股C类股，其实就相当于拆股，即1拆2，所以股价正向表现跟这个1拆2关系也比较大，通常拆股对股价影响相对正面。而且因为C类股没有投票权，扎克伯格的统治权也不会有什么变化。
capex单季度349亿美金，环比增12%，单季度新高；2026年总盘子一季度给的是1300~1450亿美金，这个季度上限1450亿没变、下限涨了50。对于2026年之后、27年、28年怎么样，官方解答是明年预算和产能计划仍在制定当中，没有给具体指引，方向性上就是继续积极投资，但只能是方向性判断，数量上不太好判断。capex减速，市场聊下来基本也都在预期之内。
上个季度利润不太及预期，这个季度主要是因为有一笔青少年相关的诉讼费用，还挺多，大概99亿美金左右。所以如果表观看营业利润率和净利润率，其实miss了20%和32%；但把诉讼费用加回去之后，营业利润率是beat的40%，净利润率是beat的31%。业绩上之前大家预期确实也比较低，所以利润最终加回之后表现还是不错的。capex这块挺有意思，因为预期这个季度应该会上400亿美金，但实际上比预期要低；capex比预期低不见得就一定好事，因为全年总盘子在那儿，意味着Q4压力会比较大。总收入646亿美金，指引上限是640多，比指引上限超了1%左右，比一致预期也高了2%，所以收入整体还是不错的，维持相对较高的增速。
利润确实比较复杂，更复杂的是25年Q3同比上一个季度的时候，还有一笔大而美法案的支付，所以这个季度算起来特别复杂。把该剔除的费用全部剔除之后，这个季度营业利润大概229亿美金，同比增长11%；但看营业利润率是35.4%，同比确实有一点下降，所以利润压力还是有的。员工总数砍得比较多，目前66775人，上一个低点是23Q3的66185，正常情况下基本在七八万人左右，同比下降15%、环比下降12%。5月份裁员的计划现在基本裁差不多了，后面每个季度表述都差不多：AI方面该加的人还得加，非AI或者不太好的业务就会卡，现在看起来砍的力度还是比较大的。广告收入增速跟总收入差不多，同比增长26%。元宇宙收入同比下降6%，跟预期大差不差，主要是VR的Quest头显销量下降，后面公司也明确了战略，头显这一块投入要下降，元宇宙做了这么多年该砍还是要砍；AI眼镜收入还是不错，但AI眼镜单价相对便宜，快速头显销量下降影响更大，所以元宇宙收入同比下降6%，亏损有所好转，大概41.3亿美金，同比环比都收窄，利润拖累稍微减轻。整体营业利润同比增长大概8%左右，营业利润率确实有一点下降。
费用率方面，乍一看管理费用率提高非常多，来到23%，这肯定不正常，主要因为诉讼费用放在这一块，剔除之后管理费用率环比还是下降的，所以整个三费率也还好。研发费用率降了4.6个百分点，因为上一季度研发费用36%，投入确实比以往平均水平稍大，这个季度算比较正常。自由现金流开始转负。用户数方面，上上个季度主要因为宏观环境不好，用户数其实下降；这个季度所有产品日活到了36.4亿，同比增长3%，正常来讲每季度同比增长都是2%~3%左右，所以比较正常，用户带来的单价也是上升的。从广告展示量看，延续了上个季度趋势，广告展示量增速还在下降，量的增速下降、广告单价增速提升并持续往上，主要因为无论是基于模型还是基于产品算法的改造，广告效果改善确实比较好，宏观环境好转也对这一块有正向作用。指引方面，Meta给的Q4总收入730~760亿美金，中值745，卖方一致预期大概730，所以指引比大家预期要高一些。全年总支出大概也高了100亿美金左右，相比上个季度指引，主要就是诉讼费用涨了约100亿美金。2026年营业收入没有给具体值，但肯定比2025年高；27年收入展望这次也没给，可能要等到Q4再给。元宇宙亏损今年应该是160~180亿美金，明年大概150亿美金，还是往AI里转。

电话会上增量最受关注的，肯定还是跟Muse这个To C应用相关的。ToC的Muse产品后续各种发展更清晰了，聊下来跟大家预期也大差不差，包括商业化模式。上线6周、一个半月的时间，目前只在美加地区推出，还没往全球更多地方部署，所以最近用户量增长放缓，主要感觉现在还在解决成本、包括PMF的问题，解决完再去全球推广。目前已完成类似APP下载和设置的人大

概1000万，但这1000万人不是人人都用，每天都用的大概占25%、即1/4，算下来日活用户大
概250万人左右，这跟我们三方聊的数据基本一致，没有太多变化。购物渗透率方面，周活用户大概25%，平均订单金额大概200美金左右，其中旅游相关的盘子占比也比较大。目标还是想把整个覆盖的To C用户做到10亿用户级别，现在看起来路还是比较远。
Muse的付费情况，因为海外有各种计算，绝大部分用户确实免费，好像一周有1亿token的额度，普通用户基本够用，所以还是免费用户居多，目前商业化肯定还是非常初期的阶段。每个
用户如果每周把1亿token全用完，大家算大概一个月要补贴110美金左右。后面的商业模式跟大家之前预想差不多，就是商家抽成，这是计划但现在肯定还没有。另外，如果后面新的旗舰模型用户想用，或者token用完了，基本就要付费再买。这块业务今年肯定没什么收入贡献，收入贡献大概要从27年开始。另外，Meta也推enterprise企业相关服务，想往B端拓展，现在只是说Meta生态覆盖的小企业大概有5亿家左右，而且是比较小的企业，后续也会往企业端的Co-work场景拓展，这跟其他厂商往B端拓展路子差不多，业务模式上没有什么太大差异。
To C这块的一些AI协议，也跟很多下游合作，现在指望其他行业APP都接进来，只能一步一步推广，如果愿意接进来，就可以通过协议方式接进来，后续分成可能会有其他方法、再去谈，现在没有太细节的东西。更大的模型也在训练当中。后面也会说用风谷算力调配、GPU使用率提高、优化推理来把成本降下来。现在看起来还是模型推理成本的问题，Meta的Muse模型用的人应该不是特别多，至少从我们直观感受去看是这样，但它现在依然觉得推理成本比较高。Muse在11月份也会接入它的眼镜产品，后面可能也会通过订阅方式变现，这一块C端进展应该是最
值得看的。
其他进展每个季度差不多，比如AI加广告就是转化率提升，观看时长增加，使用视频生成功能的创意主量也在往上涨。Meta推动自己的模型之后确实实现了降本，单位内容处理成本大概下降80%，这也在部分解释了为什么大厂开始砍前沿模型使用容量——确实配OpenAI的模型还是贵的，能自用就用自家模型做推理或用一些开源模型替代，整个成本肯定下降。目前coding渗透短期应该属于平台期了，就看后续有什么新场景能释放出来，目前看To C可能是其中之一。传统算法改造也差不多，比如排序模型改进可以把短视频观看时长大概提升1%左右。用户数方面，所有APP用户数大概36.4亿，同比增长3%；Threads的月活用户竟然比推特还要高，感觉周围用的人还是比较少，主要是AI时代大家讨论的东西推特上会比较多，推特AI含量应该比较高。Muse用户日活大概250万左右。为了实现Muse用户有人想付费，Meta之前也推了Meta One订阅，目前这个订阅累计订阅以及包括试用超过1500万
，这里面应该不全是订阅，估计是前几个月可以免费
使用、把试用也算进来，大概1500万左右；订阅费用看了一下应该也是20美金左右。

元宇宙这块，最核心的贡献是意识到了VR头显销量下降，后面VR产品推出节奏变缓，官方说未来仅在出现重大技术突破时才会有新的VR设备再出来，所以VR这一块的进展肯定会变缓；好处是27年亏损收窄至150亿美金，今年大概是180到190亿美金，省下来的钱还是往AI投，这也没什么变化。
QA方面有增量的问题不是特别多。问Muse未来用户增长的主要限制是什么，现在看起来还是算力成本、计算成本，包括一些本地化、各种商家的接入，这肯定也需要时间；商业化只是说在同步推进，今年没什么收入，To C的收入可能在27年才会体现。企业AI也没讲太多，官方自己讲的时候也差不多，就是模型API、coding产品、企业agent相关，增量信息不是特别大。AI协议方面，问到了国内很关注的问题，即大量商家愿不愿意接入，因为还涉及到接入进来之后本身用户

是不是会失去，解决方案还是采取API验证，接进来之后其他商家肯定也能收到相应分成，或者一些授权方式，这也在探索当中；看后续，Meta的议价权相对来讲应该还是比较高的，亚马逊搞不定，其他小电商大家接入意愿还是有的。27年的投入，目前没有正面回答，只是说预算和容量规划还在早期，不同回报周期的项目还在评估，Q4的时候看起来会给，所以还得等到下一个季度。
Muse的单位成本，自己没披露，但大家按token量反算：一周1亿token免费，四周大概4亿，算一下人均如果用完成本大概110美金左右，一般人用不完，所以现在看To C的成本上也还是比较重的。后面确实说要把To C的推理成本降下来，推理需要的token肯定也要下降，不然成本比较高。商业化也是比较早期，看起来To C的Muse产品商业化的推动比传统产品要更快，收入规模还是挺大的——之前看过海外统计，像旅行相关的大概占所有查询的12%，但贡献GMV大概30%左右；购物的查询量大概也在30%，收入贡献也大概在30%。所以看起来旅行贡献的GMV单价更高，后面会往那个方向拓展。
大趋势上，Meta股价表现还行，太大的雷应该没有；利润率承压，但好在大家对利润预期也没有特别高，所以加回诉讼支付之后beat程度还是不错的。收入指引也还不错，用户按正常3%左右增速，都没什么太大问题。Muse跟大家聊到的所有数据基本都能对上，没有太大变化，整体感觉还是比较平稳的。后面capex减速跟大家聊下来确实是减速，大家现在都已经默认了；To C的商业化推进看起来要等到明年左右，所以整个财务还好、相对比较平，需求上没有太大变化。

会议实录：
来看看大厂第一家的业绩，Meta 25Q3的业绩。从盘后股价表现来看还行，至少没有什么太大的风险，盘后大概涨了2%左右，最高其实是快冲到将近7%。因为这个季度或者说最近几个季度，Meta付的那些七七八八的、比较奇怪的钱会比较多，所以如果单纯从表观去看利润的话，其实miss还是比较多的；但是把里面一些其他支付还原回去之后，整个利润还是比一致预期要高很多。正面的话，收入跟指引基本上都不超预期，收入超的不多，但也超了。关于"新叙事"，本来觉得Meta大厂会不会长出来一个不一样的叙事，但现在看起来，叙事的问题可能还是要云厂商去讲，Meta好像暂时没有讲出一个立马改变市场逻辑的叙事，但是它Muse的各种活跃用户数、包括后面一些进展，我觉得这些路径更清晰了。ToC肯定是Meta后面的一个重点，现在基本上也定了。其他就像广告赋能，像均价增长、转化率、观看时长的提升，这个季度也有相应的正向提升，基本上转化率、观看时长每个季度都会提升。后面就是capex，单季度反正是达到一个历史的最高值，单季度349亿美金，现金流反正也是转负了，这个季度开始转负，这也是大家预期之内的，整个capex没有上调，就是大盘子没有上调，他是把下限往上调了一点；27年的capex暂时就不太清楚，公司也没有给相应的指引。利润呢，虽然说有一些杂七杂八的费用支付，加回去之后，至少比一致预期是高很多的，无论是经营利润还是净利润；但是如果看营业利润率的话，其实同比还是有点下降的，所以说利润这边目前实际上还是有点承压，只不过之前大家预期比较低。规模化方面，就是Muse、To C端产品的规模化，算力约束还是比较大的，待会我们再来看看细节。
这次比较大的一个变化就是设置了新的C类股。之前Meta就是A类和B类，普通交易的其实基本上都是A类，B类是没有交易的，B类基本上就是创始人，大概一股投票权有10个；然后准备新发C类，这个C类生效日期是27年1月份，这基本上就是解决了后面钱从哪来的问题。现在整个市场可能就关注后面capex的钱从哪出，那现在看除了发债，现在发股，基本上看各个大厂也会去用；但是这一次他只是把这个口子给开了，就是说后面C类股会试用，从27年1月份开始，但本次并没有发新的股。本次直接影响的结果呢，就是A类、B类股基本上可以获得一股C类股，其实就相当于拆股，相当于1拆2，所以我们觉得这个股价正向表现跟这个1拆2关系一般也是比较大的。

通常情况下，拆股对股价影响还是相对来讲比较正面的，那至少说后面给这个继续增发留了一个口子；而且因为C类股是没有投票权的，所以扎克伯格的统治权也不会有什么变化。
然后capex的情况，讲了单季度349亿美金，环比增了12%，单季度新高，整个26年的总盘子是一季度给的1300~1450亿美金之间，这个季度上限1450亿没变，下限涨了50，变化主要就在这儿。那大家也会问26年之后、27年28年会怎么样，目前官方给的解答是明年预算和产能计划仍在制定当中，没有给一个具体的指引，方向性的指引就是继续积极投资，但这个只能是一个比较大

方向性的判断，数量上的判断可能都不太好判断；但capex的减速，我觉得现在市场聊下来，大家基本上也都是预期之内的了。上一季度的利润是不太及预期的，这一个季度主要是因为有一笔青少年什么的支付的诉讼费用，还挺多的，大概有个99亿美金左右；所以如果表观去看营业利润率跟净利润率，其实miss了20%跟32%，当然看这个会觉得业绩不好，但实际上把这个诉讼费用加回去之后，营业利润率是beat的40%，净利润率是beat的31%。就是业绩上之前大家预期确实也比较低，所以整个利润最终加回之后表现还是不错的。
capex呢，这个挺有意思，因为预期这个季度应该会上400亿美金，但其实capex这个季度比之前预期要低，他 也 不 见 得 就 一 定 是 一 个 好 事 儿
，因为你全年的总盘子在那儿，意味着Q4的压
力就会比较大。总收入是646亿美金，指引的上限是640多，它比指引的上限超了1%左右，比一致预期也高了2%，所以收入上我觉得整体还是不错的，还是维持相对比较高的一个增速。利润就是刚我们讲的确实比较复杂，而且更复杂的是25年Q3，就是同比上一个季度的时候，25Q3还有一笔大而美法案的支付，所以这个季度算起来特别的复杂。反正整体上，我们把所有该剔除的这些费用全部剔除之后，这个季度的营业利润大概就是229亿美金，同比增长11%；但是看营业利润率的话是35.4%，这个同比确实是有一点下降的，还是有点下降，所以利润压力还是有的。
员工总数砍得还是比较多的，目前员工总数是66775人，上一个低点是在23Q3的时候66185；因为正常情况下基本上人数都在七八万人左右，砍了不少，同比下降15%、环比下降12%。5月份裁员的计划现在基本上裁差不多了，那后面反正每个季度表述都差不多，就是AI方面该加的人肯定还得加，非AI或者不太好的业务就会卡；现在看起来砍的力度还是比较大的。广告收入增速跟总收入差不多，因为收入里面基本上都是广告带来的，同比增长26%，这没什么太多好讲的。元宇宙这块，收入其实是同比下降了6%，但这个跟预期比其实是大差不差的，这里面主要就是VR的Quest头显销量下降，后面公司也介绍了明确了战略，就是头显这一块的投入是要下降的；反正元宇宙做了这么多年，该砍还是要砍的。然后AI眼镜的收入还是不错，但现在看起来毕竟AI眼镜相对来讲单价还是比较便宜的，那快速头显销量下降的影响更大一些，所以整个元宇宙的收入同比下降6%，亏损有所好转，元宇宙的亏损大概是41.3亿美金，同比环比都收窄，利润拖累稍微减轻了一点。整个的利润我们刚才也讲了，加上之后整个营业利润同比增长大概是8%左右，营业利润率确实也是有一点下降。
费用率呢，如果乍一看的话，会感觉管理费用率一下提高了非常多，一下管理费用率来到23%，这肯定是不正常的一个状态，主要就是因为那个诉讼费用是放在这一块的，所以如果剔除之后，其实管理费用率环比还是下降的，所以整个三费率也还好。研发费用率也降了4.6个百分点，因为上一季度研发费用36%，好像确实投入比以往的平均水平稍微大一点，这个季度算是比较正常。然后自由现金流现在开始转负了。用户数呢，因为上上个季度主要因为宏观环境不好，

所以用户数其实是下降的；但这一个季度基本上所有产品的日活到了36.4亿，同比增长3%，基本上正常来讲每一个季度同比增长都是2%、3%左右，所以这个也还比较正常，然后用户带来的单价也是上升的。从广告量展示的角度去看呢，延续了上一个季度的趋势，就是广告展示量的增速还是在下降的，就是量的增速下降，然后整个广告单价的增速提升、还是持续往上提升的，这里面主要看起来现在无论是基于模型还是说基于一些产品算法改造，广告效果改善确实是比较好的，然后宏观环境的好转对这一块的正向作用也是比较大的，所以整个广告单价还是在提升、提升整个广告单价增速还在提升。
指引呢，Meta给的指引也不是特别的多，给了一个Q4总收入730~760亿美金，中值745，这个卖方的一致预期大概是730，所以其实比这个指引、也比大家预期是要高一些的。然后全年总支

出大概也高了100亿美金左右，相比于上一个季度的指引，这里面主要就是因为我刚刚讲的诉讼，诉讼大概涨了100亿美金左右，所以这个都已经计在内了。然后整个26年的营业收入没有给具体的值，但整个26年比25年肯定是要高的；二七年的收入展望呢，我们这次也没有给，可能要等到Q4的时候再给，只是指引一个情况。然后元宇宙的亏损，今年应该是160~180亿美金吧，明年整个元宇宙亏损大概在150亿美金，还是往AI里面转。
以上是财务相关的数据。然后电话会上，我觉得整个电话会增量最关键的，肯定还是跟Muse这个To C应用相关的。我觉得To C的Muse这个产品后续的各种发展反正更清晰了，其实最近
聊下来，好像跟大家预期的东西也都大差不差，包括商业化的模式。比如说上线，大家现在6周的时间，一个半月的时间，然后在美加地区加起来，他现在只在美加地区推出，其实还没有往全球更多的地方去部署，所以最近大家也会觉得这个用户量增长放缓了，主要是感觉现在还在解决一些成本、包括PMF的问题，解决完了之后再去全球的推广。那么目前已经完成类似APP下载和设置的人大概是1000万，但这1000万人不是人人都用，每天都用的大概占25%，就是1/4，所以
算下来的话，这个日活用户大概就是2500万人左右
，这个跟我们三方聊的数据基本上都是相一
致的，没有太多的变化。然后这里边购物的渗透率，周活用户大概有25%，平均订单金额大概是200美金左右，这里面旅游相关的盘子占的也是比较大的。然后目标呢，肯定还是想把它整个覆盖的To C用户到10亿用户级别，现在看起来这个路还是比较远的。
包括Muse的付费情况，因为海外有各种这种大家计算的结果，因为绝大部分用户确实免费，好像一周有个1亿token的额度，基本上普通用户都够用，所以还是免费的用户居多，目前商业化肯定还是非常初期的阶段
。然后每一个用户如果说每周把1亿token全薅完的话，我看大家算
大概一个月要补贴个110美金左右。那后面的商业模式也是跟大家之前预想差不多，就是商家抽成，这个是计划，但现在肯定还没有。另外呢，就是如果后面新的旗舰模型用户想用的话，或者说token用完了，那基本上就要付费再买。然后这块业务今年肯定是没有什么收入贡献的，这块

业务大概收入贡献要从27年开始。然后另外呢，我看Meta也推这个enterprise的企业相关服务，也想往B端去拓展，那不知道后面会拓展得怎么样；现在只是说Meta生态覆盖的小企业大概有5亿家左右，而且是比较小的企业，那后续也会往这个企业端的Co-work场景去拓展，这跟其他厂商往B端去拓展其实路子都差不多，业务模式上我觉得也没有什么太大差异。
然后其实To C这块的一些AI协议的协议，也跟很多下游去合作，你现在指望其他行业的APP都接进来，反正就是只能一步一步去推广，如果愿意接进来，就可以通过这种协议的方式接进来，那后续分成的话可能会有其他的方法，然后再去谈，现在没有太细节的东西。然后更大的模型也在训练当中。当然后面呢，他们也会说比如用一些风谷的算力的调配，包括GPU使用率的提高，然后优化推理来去把成本降下来，那现在看起来这个还是模型推理成本的问题，我觉得Meta的Muse模型应该用的人不是特别的多，至少从我们直观的感受去看，但他现在依然觉得这个推理成本还是比较高的。然后，Muse在11月份的时候也会接入他的眼镜的产品，然后后面可能也会通过订阅的方式去变现，这一块我觉得C端的进展应该是最值得看的一块。
然后其他的进展可能就是看起来每个季度差不多了，比如说AI加广告就是转换率的提升，然后观看时长增加，然后使用视频生成功能的这个创意主在1，这个量也也是在往上涨的。然后Meta也推动了自己的模型之后，确实实现了降本，单位内容处理的成本大概下降80%，所以我
觉得这个也部分解释了为什么大厂开始砍这个前沿模型使用容量，就是确实所要配OpenAI的模型那整体来讲肯定还是贵的，能自用那就是用自家模型去做推理或者说用一些开源模型替代一下，那整个成本肯定是下降的。目前看起来，反正coding的渗透短期应该属于一个平台期了，就看后续还有什么新的场景能够释放出来，目前看来To C可能是其中之一。传统算法改造也是差不多的，就是比如说排序模型的改进，然后可以把短视频观看时长大概提升了1%左右，这个就没有什么太多值得讲的了。用户数，刚刚也提到了，整个所有APP的用户数大概是36.4亿，同比增长

3%，然后它Threads的月活用户竟然比推特还要高了，感觉周围用推特的人应该还是比较少的，主要是AI时代感觉大家讨论的东西就是推特上会比较多，推特的AI含量应该是比较高的。然后Muse用户刚刚讲了，日活用户大概是250万左右。然后为了实现比如说Muse用户有些人想付费，然后Meta之前其实也推了Meta One这个订阅，目前这个订阅的累计订阅以及包括试用超过
1500万，所以这里面用户应该不全是订阅，我自己没有订过，估计是不是前几个月可以免费使用的，他是把那个试用的也算进来，大概1500万左右；那个订阅费用好像大家看了一下，应该也是20美金左右。
元宇宙这块其实我觉得最核心的贡献，就是意识到了VR头显销量的下降，然后后面VR产品的推出节奏其实就是变缓了，官方就是说未来仅在出现重大技术突破，才会有新的VR设备再出来，所以就感觉VR这一块的进展肯定会变缓的。那好处呢，就是说27年的亏损收窄至150亿美金，今年大概是180到190亿美金，然后省下来的钱还是往AI方面去投，这也没什么变化。
最后就是QA的问题，感觉有增量的问题也没有特别的多，我就筛选几个大家比较关注的。比如说问Muse未来用户增长的主要限制是什么，现在看起来还是算力成本、计算成本，包括一些本地化的、各种商家的接入吧，这个肯定也需要时间。然后商业化呢，只是说在同步推进，我们刚刚也讲了，今年也没有什么收入，To C的收入可能在27年才会体现出来。然后企业AI呢，也没有讲什么太多的，就是跟他官方自己讲的时候也差不多，就是什么模型的API、coding产品、企业agent相关的吧，这个也没有增量信息也不是特别大。然后AI协议，就是这也问到了一个国内很关注的问题，大量商家他们愿不愿意接入，因为就是还涉及到这个问题，就是你接入进来之后，你本身的用户是不是就会失去什么的。然后里面的解决方案反正就是还是采取这种API验证，反正你接进来之后呢，其他商家肯定也能收到相应的分成，或者说一些授权的方式吧，我觉得这个也在探索当中，就是看后续，我觉得Meta的议价权相对来讲应该还是比较高的吧，亚马逊他搞不定，那其他的小电商什么的，他还是大家接入意愿还是有的。27年的投入，这个还是要问的，目前来看呢，27年的capex反正也没有正面的回答这个问题，只是说预算跟容量规划，然后在早期，然后不同回报周期的项目还在评估，然后Q4的时候看起来会给，所以看来还得等到下一个季度。
然后Muse的单位成本，刚刚我们讲的就是他自己没有披露，但是大家就是按照token量反算，然后你一周假就一周1亿token的免费，然后四周大概就4亿，反正算一下，大概人均如果用完的话，成本肯定是、成本大概是110美金左右吧，那一般人也用不完，所以现在看起来，这块儿To C的成本上也还是比较重的。就是后面他确实也说要把To C的推理成本降下来，或者把这个推理需要的token肯定也是要下降的，不然的话这成本还是比较高。商业化也是说比较早期，那看起来这个To C商业化的、就Muse这个产品商业化的推动，其实是比其他产品、传统的一些产品是要更快的，看起来收入规模还是挺大的。这里面你之前看过海外统计大概，可能像这种旅行相关的占大概所有查询里面的12%，但是贡献那个GMV的贡献应该有30%左右；然后就是购物，购物的查询量大概也在30%，然后收入贡献也也是在30%；所以说好像看起来旅行那个贡献的GMV单价是更高的，所以他后面会往那个方向去拓展。这个就是今天早上分享的主要内容。
大趋势上，我觉得Meta股价表现就还行，然后太大的雷应该是没有；利润率反正也是承
压的，但好歹好在就是大家整个对利润的预期也没有特别高，所以他beat的程度就是加回
那个诉讼支付之后还是不错的
。然后收入指引呢也还不错，用户呢也是按照正常3%左右的用户
量的增速，所以都没有什么太大问题。然后Muse跟大家现在聊到的所有数据基本上都能对上，也没有什么太大的变化，所以说我自己感觉还是比较平稳的吧。包括后面capex到底怎么样，反正减速，跟大家聊下来就减速，我觉得大家现在都已经默认了。然后后面这个To C的商业化推进，看起来也要等到明年左右，所以就整个财务还好，相对来讲比较平，需求上没有太大的变化。好吧，行，那时间也差不多，反正我们就先把主要内容跟大家讲一下，今天早上就先这样，感谢大

家的时间，再见。

--- 柏林GTC大会总结20261023.pdf ---
全文总结
本次为国海海通计算机团队关于柏林GTC大会的总结电话会议。本次大会的核心变化是英伟达的AI商业化叙事，从算力性能和Token经济学进一步延伸至AI工厂的标准化交付、企
业智能体规模化应用以及工业AI与物理AI的落地。
黄仁勋在柏林发表主题演讲，围绕Vera
Rubin DSX、AI工厂、OpenShell安全架构、Nemotron开放模型，以及工业自动驾驶和机器人等应用场景展开。相较此前GTC重点关注推理算力、Token成本和系统性能，柏林大会更进一步回答了三个问题：如何更快将算力投入运营，如何让企业安全可靠地使用AI，以及如何将AI转
化为实际生产力。
会议将主要内容划分为五个方面：
一、AI工厂
随着VeraRubin进入全面量产，英伟达的技术竞争优势也由单芯片性能扩展至芯片、网络、系统、软件以及基础设施协同设计。
黄仁勋宣布VeraRubin已进入全面量产阶段，采用百分百液冷设计
，计算节点组装时
间由上一代Grace Blackwell的约两个小时缩短至5分钟以内。NVLink将72颗GPU连接为机架级计算系统，Spectrum X则通过CPO共封装光学技术提升高速网络互联能力。
英伟达表示，在特定智能体推理工作负载下，VeraRubin相较Blackwell每兆吞吐量
最高可提升30倍，反映了新一代AI算力平台的性能提升越来越依赖芯片、互联、系统、软件及算法的协同优化。
Vera Rubin从规模化量产走向云厂商部署，新一代算力平台商业化进程加快。谷歌云、微软、OracleCloudInfrastructure等合作伙伴此前已部署Rubin机架
，本次大会宣
布谷歌云A5X实例计划于今年11月正式开放（下个月就开放）。VRGO网络可支持单站点
最多8万颗、跨站点最多96万颗RubinGPU的规划扩展规模。
DSXPod是本次大会最具商业化意义的基础设施发布，主要推动AI工厂从现场工程建
设向工厂预制模块化交付演进。英伟达推出DSX Pod规模化AI工厂参考设计，单个Vera Rubin Pod由7个NVL72液冷机架组成、包含504颗GPU，通过约17km的Spectrum X网络线缆连接，采用800伏直流供电方案，将原本需在数据中心现场完成的机架集成、网络布线、供配电连接和测试验证提前至工厂完成。
按照英伟达披露的目标，在现场供电、网络和冷却等配套条件齐备的前提下，部署周期要从6个月缩短至最快14天，合作伙伴计划于明年年初开始交付。因此，AI工厂的经济性从单位Token成本延伸至资本回报效率，顺利投产时间成为新的重要竞争点。

黄仁勋以1GW瓦AI工厂为例：假设总投资约500亿美元、年度收入约400亿美元，投产延
迟3个月就意味着约100亿美元的潜在收入延后。这一测算强调AI工厂的核心不只是购
买算力，还需要尽可能缩短设备从交付到实际产生Token收入的时间。
对算力运营商

来说，部署速度、设备利用率和持续运营成本共同影响项目回报；对上游供应链而言，具备系统集成、整体验证以及规模化交付能力的厂商重要性有望提升。电力和液冷成为AI工厂系统优化的重要方向，能源管理软件价值有望提升。

DSX Max

LPS通过动态功率管理，在相同Token产出下最高降低30%的功耗；DSX 4X根据（供电）条件动态调整负载。VeraRubin采用闭环液冷与干冷冷却方案，英伟达测算2GW规模部署每天可节水5400万升。随着算力集群扩张，能源管理、算力调度和数字孪生等软件能力的重要性有望提升。DSX OS也会进一步扩展机架管理、网络配置和集群就绪、验证能力，强化AI工厂自动化运维。

英伟达同时通过供应链扩展和产能预定协议提升AI工厂规模化交付保障，本次大会披露与三星电机等企业的合作，计划未来三年将相关载板产能提升至2.5倍，26年到27年测试产能翻倍，并推动CPO光引擎产能在2027年年中提升至现有水平的15倍左右。

二、企业智能体

企业智能体的核心竞争力，由模型生成能力延伸至知识调用、专业工具使用和安全执行能力。黄仁勋将一个完整智能体拆分为模型、运行框架、沙箱、知识和工具五个组成部分。随着智能体从内容生成发展到自主规划、多轮推理、软件调用和任务执行，单个任务可能消耗更多Token，但企业对权限管理、运行稳定性和执行结果的要求也明显提高。

这意味着基础模型能力只是企业AI应用的起点，企业真正愿意持续付费的，将是能够在可控环境下完成具体业务任务的一整套智能体系统。本次提出的OpenShell参考架构，反映了企业级AI商业化的重心正在从模型能力向安全治理和业务执行转移。OpenShell整合了Vera Rubin、Vera CPU以及BlueField 4：Rubin负责模型推理，Vera CPU支持智能体运行框架及工具调用等工作负载，BlueField4通过（传感器）实现持续监测和硬件级策略执行。OpenShell通过沙箱隔离、最小权限和访问策略管理，为智能体提供可控制的执行环境，使企业能在降低数据泄露和越权操作风险的基础上，逐步开放真实业务系统。

企业级智能体需要完成从功能展示到业务闭环再到经济性验证的转变，因此企业智能体商业化主要取决于安全可控、业务闭环和投入产出三个方面。未来智能体需要真正接入ERP、CRM、财务、供应链及工业管理系统，将任务理解、调用工具、业务执行和结果反馈连接起来，通过可量化的效率提升体现商业价值。拥有成熟客户基础、核心数据以及业务入口的软件厂商，更有机会将智能体能力转化为增量订阅使用量收费，乃至与业务成果相关的服务收入。长期来看，企业软件商业模式有望从传统的软件许可与订阅，逐步向智能化工具和业务执行服务延伸。

三、主权AI

主权AI强调开放模型与企业专有数据结合，推动行业AI能力自主构建。英伟达进一步扩展Nemotron、Cosmos等开放模型矩阵，覆盖语言、物理AI以及自动驾驶等领域。企业可

以基于开放模型，结合自身数据、知识库和专业工具构建行业智能体，无需完全从零
训练基础模型。
欧洲的AI建设也在加速，区域算力基础设施与本地化应用需求正在释放。黄仁勋在柏林披
露，过去一年英伟达在欧洲投资近100亿美元，已建立超过1.2万项合作关系，并于近
期欧洲行程中宣布投资14家初创企业。
整体看，主权AI进一步强化行业数据、专业知识和企业业务流程的价值，推动数据要
素由资源化向价值化演进。随着开放模型能力持续提升，企业构建专属智能体的技术
门槛有望下降，AI应用竞争将越来越依赖高质量的行业数据、专业知识和实际业务场景。
过去数据要素产业更多围绕数据确权、治理、流通和交易展开，未来有望通过企业知识
库、行业模型和智能体进一步转化为预测性维护、生产排产、经营分析和研发优化等
实际业务成果。数据治理、企业知识库、数据权限管理和可信数据空间等能力的重要性
有望提升，数据要素的核心价值也将更多取决于能否持续创造可量化的效率提升和商
业收入。
四、工业AI
工业AI是本次大会比较具有场景落地意义的方向之一。工业软件正从公司使用的工
具，逐步转向可自主调用的执行系统。黄仁勋举了西门子、（LifeSciences）、达索
系统三个典型案例，分别对应工业生产、工程设计和药物发现。这三个案例虽行业不同，
但具有共同逻辑：将开发模型、企业专有知识、专业工具与实际业务流程深度结合，
通过智能体完成从目标理解、任务规划到专业操作及结果验证的闭环。
这意味着工业AI不再只是将大模型接入工业软件，而是逐步进入工程设计、科学计
算、仿真验证和实际生产流程。工业AI正从研发设计与生产执行环节逐步渗透，推动专
业软件向智能化平台升级。本次大会展示了西门子、达索系统等企业的智能体应用。

整体来看，AI与专业工具深度融合有望提升研发及生产效率，也能进一步强化工业软
件的专业知识和工具体系价值，EDA有望成为工业AI深度应用的重要方向。
AI智能体
将进一步提升芯片设计、仿真和验证工具的使用价值。本次大会上，英伟达展示了
Synopsys、Cadence等企业基于NVIDIA生态开展的智能体应用合作。例如Synopsys在大会
期间展示了超过20项GPU加速EDA以及多物理场景解决方案，持续推动AI与芯片设计、
仿真和验证流程的融合。
从应用看，EDA智能体有望通过调用设计、仿真及验证工具，实现设计方案生成、多
轮迭代参数优化以及自动化验证。随着先进制程、Chiplet以及3D IC等技术持续发展，
先进设计复杂度不断提升，AI有望提升EDA工具调用效率和仿真吞吐量，缩短设计验证
周期。长期来看，EDA的价值有望从传统设计工具向智能化研发平台延伸，具备专业
算法、仿真以及完整设计流程能力的软件平台，其技术壁垒和商业价值有望进一步强化。
总体来看，工业AI的商业化路径正由模型赋能软件转向智能体调用专业工具，工业软

件与EDA有望成为AI落地的重要载体。相较于通用办公场景，工业研发和生产流程对专业知识、计算精度、仿真能力以及结果可靠性要求更高，通用模型难以完全替代专业软件体系。因此，随着智能体逐步具备自主规划和工具调用能力，工业软件的价值将进一步体现在专业工具、行业积累和业务流程的深度积累上。软件企业有望从单纯提供数字化工具，转向提供智能化研发、生产、决策以及执行能力。

五、物理AI

物理AI被黄仁勋定位为下一轮重要技术方向，核心是推动AI从理解语言和数字信息，进一步具备理解物理世界并执行实际任务的能力。英伟达提出通过模型训练、数字孪生仿真和设备端部署三类计算系统协同，构建完整的物理AI开发体系：第一类负责基础模型训练；第二类利用（工具）开展仿真验证和技能学习；第三类将训练结果部署到自动驾驶车辆、机器人等实际设备端。这一技术路径有望降低物理AI研发和验证成本，加快模型能力向真实场景迁移。

自动驾驶方面，英伟达持续完善其标准化平台以及端测模型，推动Robotaxi规模化部署。大会推出（Alpamayo）强化车端场景理解与运动规划能力，并结合其计算平台以及Halos安全体系拓展自动驾驶生态。

机器人方面，英伟达进一步完善其（Isaac）、Cosmos以及（Groot）供应链，推动机器人从单一本体研发向标准化开发平台演进。大会扩展了（Isaac Lab 3.0）等开发与仿真工具，并与（Agility Robotics）合作展示（Digit）参考人形机器人平台。机器人产业未来的核心竞争力不再仅局限于本体硬件性能，而是模型训练、仿真验证、真实数据反馈和设备部署的完整闭环。随着机器人进入更多工业及服务场景，真实世界数据采集规模、模型泛化能力、任务成功率，配合规模化交付成本，将成为决定产业化进度的重要因素。

整体启示与投资方向

本次GTC柏林大会的核心启示在于：AI应用竞争正由通用模型能力，向行业数据、专业工具和业务执行能力转移。企业智能体、工业软件与EDA、数据要素以及物理AI，有望成为下一阶段的重要发展方向。

相较于海外巨头围绕算力平台和完整技术生态构建竞争优势，国内计算机软件企业更有机会通过长期积累的客户基础、行业知识和业务系统入口，将AI能力嵌入具体业务场景，实现商业模式升级和收入增长。

企业智能体有望成为国内AI应用相对较快实现收入兑现的方向，企业管理软件的商业价值有望进一步提升。ERP、财务、采购、供应链以及办公软件已具备成熟客户基础、相对标准化的业务流程和企业数据入口，通过引入智能体，有望逐步实现从信息管理和辅助决策向自动化业务执行升级。企业级AI商业化的关键在于能否安全接入企业核心业务系统，并通过效率提升和成本节约实现可量化的经济价值。随着企业智能体逐步成熟，软件商业模式有望由传统许可和订阅，向基础订阅叠加AI调用量收费，再叠加业务成果收费等方式延伸，推动AI应用从功能升级走向持续收入贡献。

工业软件和EDA有望成为AI智能体深度融合的重要领域，推动专业软件从传统设计和管理工具向智能化研发和生产平台升级。本次大会展示的西门子等工业企业与英伟达AI生态的技术合作，进一步体现了AI与专业软件深度融合的产业趋势。工业软件的核心价值在于长期积累的专业算法、工程知识以及仿真工具，随着智能体的自主规划和工具调用能力提升，有望推动工业设计、仿真验证、生产排程以及工艺优化等流程向自动化执行升级。EDA作为芯片设计的重要基础工具，具有设计流程复杂、仿真验证需求较高等专有特点，AI智能体有望通过调用设计、仿真和验证工具，实现设计方案迭代、参数优化以及自动化验证，提升芯片研发效率。

长期来看，AI并非简单替代传统工业软件和EDA工具，而是有望进一步提升专业软件的使用效率、使用频率和价值量。对国内而言，具备核心专业工具、行业Know-how以及客户数据积累的工业软件企业，有望受益于AI应用向复杂研发和生产场景渗透，推动商业模式由传统软件许可和订阅，向智能化工具及增值服务延伸。

数据要素价值有望从资源化、流通化进一步向应用价值转化，企业专有数据和知识工程的重要性持续提升。大会提到的Nemotron、Cosmos以及（AI Knowledge Foundation）的推出，进一步验证企业数据治理和知识工程正在成为智能体落地的重要基础。随着开放模型能力提升，企业无需完全依赖自研基础模型，而是可以通过专有数据、行业知识和专业工具构建具备差异化能力的行业智能体。未来数据要素的价值不再仅由数据规模或交易量决定，而是更多取决于数据能否持续参与经营决策、生产运营和业务执行，并形成实际经济收益。因此，具备数据治理、知识库构建、数据权限管理以及行业数据运营能力的软件厂商，有望在企业AI应用建设过程中获得新的需求。

AI基础设施也从建设驱动逐步向高效运营延伸，算力调度、能源管理和数据中心管理软件有望迎来新增需求。DSX Pod和DSX软件平台的发布表明，AI工厂的竞争已经从单纯提升芯片性能，进一步扩展至计算、网络、存储、供电、冷却和运营管理的系统竞争。

随着AI算力集群规模不断扩大，如何提升资源利用率、优化电力调度、降低运营成本，以及缩短从设备交付到实际提供计算服务的时间，将成为影响AI基础设施投资回报的重要因素。国内具备算力资源调度、数据中心运营管理、能源管理和数字孪生能力的软件企业，有望受益于AI基础设施从规模建设向精细化运营阶段发展。

企业智能体向物理AI延伸，也是中长期值得关注的方向，真实世界数据采集和工业仿真的重要性有望持续提升。随着AI从数字世界中的信息处理和业务执行，进一步进入工业制造、自动驾驶和机器人等实际场景，模型不仅需要理解语言和图像，还需要理解三维空间、物理交互和复杂操作过程。相较于大语言模型可以利用海量互联网文本数据，机器人需要通过真机（遥）操作、动作捕捉、多模态感知和实际任务执行，持续积累训练数据。英伟达通过（Omniverse）、Cosmos等技术强化仿真和合成数据能力，但真实世界数

据在复杂接触、精细操作以及长尾场景中的验证价值仍然非常重要。
因此，随着机器
人本体和模型能力逐步提升，具身智能产业的竞争重点有望从硬件研发进一步扩展至数
据获取、仿真训练、模型迭代以及规模化应用，真实数据生产与工业仿真工作量有望
成为长期重要的方向。
会议实录
（主讲人）我是国海海通计算机刘天雅，今天花一点时间跟大家汇报一下GTC柏林大会总
结。

本次GTC柏林大会的核心变化是英伟达的AI商业化叙事，从算力性能和Token经济学进
一步延伸至AI工厂的标准化交付、企业智能体规模化应用以及工业AI与物理AI的落地。黄
仁勋在柏林发表主题演讲，围绕Vera Rubin DSX、AI工厂、OpenShell安全架构、Nemotron开放
模型，以及工业自动驾驶和机器人等应用场景展开。相较于此前GTC重点关注推理算力、
Token成本和系统性能，柏林大会更进一步回答了三个问题：第一是如何更快将算力投入
运营，第二是如何让企业安全可靠地使用AI，第三是如何将AI转化为实际生产力。
我们将本次大会主要内容划分为五个方面。
首先是AI工厂。随着Vera Rubin进入全面量产，英伟达的技术竞争优势也由单芯片性能
扩展至芯片、网络、系统、软件以及基础设施协同设计。黄仁勋宣布，VeraRubin已经进
入全面量产阶段，采用百分百的液冷设计，计算节点组装时间由上一代的Grace Blackwell的
约两个小时缩短到5分钟以内。NVLink将72颗GPU连接为机架级计算系统，Spectrum X则是通过
CPO共封装光学技术提升高速网络互联能力。英伟达也表示，在特定智能体推理工作负载下，
VeraRubin相较Blackwell每兆吞吐量最高可提升30倍，也反映了新一代AI算力平台的性
能提升越来越依赖芯片、互联、系统、软件及算法的协同优化。
Vera Rubin其实也是从规模化量产走向了云厂商的部署，包括新一代算力平台商业化进程也
在加快。像谷歌云、微软Oracle Cloud Infrastructure等合作伙伴，此前都已经部署了Rubin的
机架，本次大会也宣布谷歌云A5X实例计划于今年11月正式开放，也就是下个月就开放。
VRGO网络也可支持单站点最多8万颗、跨站点最多96万颗Rubin GPU的规划扩展规模。
DSXPod其实也是本次大会最具商业化意义的一个基础设施发布，主要推动了AI工厂
从现场工程建设向工厂预制模块化交付演进。英伟达推出了DSX Pod规模化的AI工厂参考设
计，单个VeraRubinPod也是由7个NVL72液冷机架组成，包含504颗GPU，也是通过约17km
的Spectrum X网络线缆连接，采用了800伏的直流供电方案，将原本需要在数据中心现场完成
的机架集成、网络布线、供配电连接和测试验证提前至工厂完成。
按照英伟达披露的目

标，在现场供电、网络和冷却等配套条件齐备的前提下，部署周期要从6个月缩短至最快14
天，合作伙伴计划于明年年初就开始交付。
所以，AI工厂的经济性也是从单位Token成本延伸至资本回报效率，顺利投产时间也成
为新的重要竞争点。黄仁勋在演讲中也是以1G瓦AI工厂为例，如果假设总投资约500亿美
元，年度收入约400亿美元，那么投产延迟3个月，也就意味着约100亿美元的潜在收入延
后。这一个测算也是强调，AI工厂的核心不只是购买算力，还需要尽可能缩短设备从交付
到实际产生Token收入的时间。对算力运营商来说，部署速度、设备利用率和持续运营的成
本也是共同影响了项目回报。对上游的供应链而言，具备系统集成、整体验证以及规模化
交付能力的厂商，重要性也是有望提升的。
同时也提到了电力和液冷也成为AI工厂系统优化的一个重要方向，能源管理软件价值也
是有望提升的。像DSX Max LPS也是通过动态功率管理，在相同Token产出下最高降低30%的功耗，DSX 4X也是根据供电条件动态调整负载。Vera Rubin采用的闭环液冷与干冷冷却方案，英伟
达测算2G瓦规模部署每天可节水5400万升。随着算力集群扩张，能源管理、算力调度和数
字孪生等软件能力的重要性有望提升。DSX
OS也会进一步扩展机架管理、网络配置和集群就
绪，包括它的一些验证能力，也是强化AI工厂自动化运维。
同时，英伟达也是通过供应链扩展和产能预定的协议，去提升AI工厂规模化交付保
障。本次大会也是披露了和三星电机等企业的一些合作，计划未来三年将相关载板产能提升
至2.5倍，26年到27年的测试产能能够翻倍，并且推动CPO光引擎产能在2027年年中提升至
现有水平的15倍左右。
第二点是企业智能体。企业智能体的核心竞争力，也是由模型生成的能力去延伸至知识
调用、专业工具使用和安全执行能力。黄仁勋也是将一个完整智能体拆分为模型、运行框架、沙箱、知识和工具五个组成部分。随着智能体从内容生成发展到自主规划、多轮推理、软件调用和任务执行，单个任务可能需要消耗更多的Token，但与此同时，企业对权限管理、运行稳定性和执行结果的要求也明显提高。这也意味着，基础模型能力只是企业AI应用的一个起
点，企业真正愿意持续付费的，将是能够在可控环境下完成具体业务任务的一整套智能体
系统。
本次也是提出了OpenShell参考架构，反映了企业级AI商业化的重心正在从模型能力向安
全治理和业务执行转移。本次大会推出了OpenShell企业级参考架构，也是整合了Vera
Rubin、Vera CPU以及BlueField 4。其中，Rubin负责模型推理，VeraCPU是支持智能体运
行框架及工具调用等工作负载，BlueField4也是通过传感器去实现持续监测和硬件级的

策略执行。OpenShell也是通过沙箱隔离、最小权限和访问策略管理，为智能体提供了一个可控制的执行环境，也是使企业能够在降低数据泄露和越权操作风险的基础上，逐步开放真实的业务系统。

企业级智能体也是需要去完成从功能展示到业务闭环再到经济性验证的转变，所以我们认为企业智能体商业化主要取决于安全可控、业务闭环和投入产出三个方面。未来智能体需要真正接入ERP、CRM、财务、供应链以及工业管理系统，将任务理解、调用工具、业务执行和结果反馈连接起来，也是可以通过可量化的效率提升，包括体现一些商业价值。拥有成熟客户基础、核心数据以及业务入口的软件厂商，更有机会将智能体能力转化为增量订阅使用量的收费，乃至与业务成果相关的服务收入。长期来看，企业软件商业模式也是有望从传统的软件许可与订阅，逐步向智能化的工具和业务执行服务去延伸。

第三个主要内容是主权AI。主权AI其实强调开放模型与企业专有数据结合，推动行业AI能力自主构建。

英伟达也是进一步扩展Nemotron、Cosmos等开放的模型矩阵，覆盖了语言、物理AI以及自动驾驶等领域。企业可以基于开放模型去结合自身数据、知识库和专业工具，构建行业的智能体，无需完全从零训练基础模型。

欧洲的AI建设也是在加速，区域的算力基础设施与本地化应用需求也是正在释放。包括这次黄仁勋在柏林也披露，过去一年英伟达在欧洲投资近100亿美元，已建立超过1.2万项合作关系，并于近期欧洲行程中宣布了投资14家初创企业。

整体看，主权AI是进一步去强化行业数据、专业知识和企业业务流程的价值，去推动数据要素由资源化向价值化演进。所以，我们认为，随着开放模型能力的持续提升，企业构建专属智能体的技术门槛是有望下降的。

AI应用竞争也是将越来越依赖高质量的行业数据、专业知识和实际业务的场景。过去数据要素产业更多围绕数据确权、治理、流通和交易展开，未来也是有望通过企业知识库、行业模型和智能体，进一步转化为预测性维护、生产排产、经营分析和研发优化等一些实际的业务成果。

数据治理、企业知识库、数据权限管理和可信数据空间等能力的重要性也是有望提升。而且，数据要素的核心价值，也将更多取决于能否持续创造可量化的效率提升和商业收入。

第四点是工业AI。工业AI也是本次大会比较具有场景落地意义的方向之一。工业软件也是正从公司使用的工具，逐步转向可以自主调用的执行系统。黄仁勋也是举了西门子、Life Sciences和达索系统三个典型的案例，分别对应工业生产和工程设计、药物发现。这三个案例虽然所处的行业不同，但也是具有共同的逻辑：将开发的模型、企业专有的知识、专业的工

具和实际业务流程去做一个深度的结合，通过智能体完成从目标理解、任务规划到专业操
作及结果验证的一个闭环。
这也意味着，工业AI不再只是将大模型接入工业软件，而是逐步进入工程设计、科学计
算、仿真验证和实际生产流程。工业AI在研发设计与生产执行环节也是逐步在渗透，推动专业软件向智能化平台去升级。本次大会也展示了西门子、达索系统等一些智能体应用。
整体来看的话，我们认为，AI与专业工具深度融合也是有望提升研发及生产效率的，也
是能够进一步强化工业软件的专业知识和工具体系的价值，EDA也是有望成为工业AI深度
应用的一个重要方向。AI智能体也是将进一步去提升芯片设计、仿真和验证工具的使用价
值。本次大会上，英伟达也展示了Synopsys、Cadence等企业基于NVIDIA生态去开展的一些智能体应用合作。像举例来看的话，Synopsys在大会期间也展示了超过20项GPU加速EDA以及多
物理场景的一些解决方案，并且持续推动了AI与芯片设计、仿真和验证流程的融合。
从应用来看的话，EDA智能体也是有望通过调用设计、仿真及验证工具，去实现设计方
案生成、多轮迭代参数优化以及自动化验证。随着先进制程、Chiplet以及3D IC等技术持续
发展，先进设计复杂度也是会不断提升的，AI也是有望提升EDA工具调用效率和仿真吞吐量，
去缩短设计验证周期。长期来看的话，EDA的价值有望从传统设计工具向智能化研发平台
延伸，具备专业算法以及仿真，以及完整的设计流程能力的软件平台，其技术壁垒和商业价值也是有望进一步强化的。
总体来看，工业AI的商业化路径也正在由模型赋能软件转向智能体调用专业工具，工
业软件与EDA也是有望成为AI落地的一个重要载体。
相较于通用的办公场景，工业研发和生产流程对专业知识、计算精度、仿真能力以及结果的可靠性要求是更高的，通用模型也是难以完全去替代专业软件体系。所以，我们认为，随着智能体逐步具备自主规划和工具调用能力，
工业软件的价值也是将进一步体现在专业工具、行业积累和业务流程的深度积累。软件企
业也是有望从单纯提供数字化工具，去转向提供智能化研发、生产、决策以及执行能力的
一个演进。
第五点是物理AI。物理AI是被黄仁勋定位为下一轮重要技术方向，核心也是推动AI从
理解语言和数字信息，进一步具备理解物理世界并执行实际任务的能力。英伟达也是提出
通过模型训练、数字孪生仿真和设备端部署三类计算系统协同，去构建完整的物理AI开发体
系。第一类计算系统是负责基础模型训练，第二类是利用（工具）去开展仿真验证和技能学习，第三类是将训练结果部署到自动驾驶车辆、机器人等实际设备端。这一技术路径是有望降低物理AI研发和验证成本的，去加快模型能力向真实场景去迁移。

具体来看，自动驾驶方面，英伟达也是持续完善它的标准化平台，以及它的端测模型，去推动Robotaxi规模化部署。本次大会也是推出了（Alpamayo）去强化车端场景理解与运动规划能力，并且结合它的计算平台，还有Halos安全体系去拓展自动驾驶生态。
机器人方面的话，英伟达也是进一步去完善了它的Isaac、Cosmos以及Groot供应链，推动机器人从单一本体研发向标准化开发平台演进。本次大会也是扩展了Isaac Lab 3.0等开发
与仿真的工具，并与Agility Robotics合作展示Digit参考人形机器人平台。我们认为，机器人产业未来的核心竞争力也不再仅仅局限于本体硬件性能，而是模型训练、仿真验证、真实

数据反馈和设备部署的完整闭环。随着机器人进入更多的工业及服务场景，真实世界的数据
采集规模、模型泛化能力、任务成功率，配合规模化交付的成本，也是将成为决定产业化
进度的一个重要因素。
整体来看，我们认为，本次GTC柏林大会核心的一个启示，在于AI应用竞争也是正由通
用模型能力向行业数据、专业工具和业务执行能力转移。企业智能体、工业软件与EDA、数
据要素以及物理AI，也是有望成为下一阶段的一个重要发展方向。
相较于海外巨头围绕算
力平台和完整技术生态构建竞争优势，国内计算机软件企业也是更有机会去通过长期积累的
客户基础、行业知识和业务系统入口，将AI能力嵌入具体的业务场景，去实现商业模式的
一个升级和收入增长。
企业智能体也是有望成为国内AI应用相对较快实现收入兑现的一个方向，企业管理软
件的商业价值也是有望进一步去提升。
像ERP、财务、采购、供应链，还有办公软件，已经具
备成熟的客户基础、相对标准化的业务流程和企业数据入口。通过引入智能体，是有望逐步实现
从信息管理和辅助决策向自动化业务执行升级。我们认为，企业级AI商业化的关键在于能否安
全接入企业核心业务系统，并且通过效率提升和成本节约，实现可量化的经济价值。随着
企业智能体逐步成熟，软件商业模式也是有望由传统许可和订阅，向基础订阅叠加AI调用量
收费，再叠加业务成果收费等方式延伸，去推动AI应用从功能升级走向持续收入的贡献。
其次，工业软件和EDA也是有望成为AI智能体深度融合的一个重要领域，推动专业软件
从传统设计和管理工具，向智能化研发和生产平台升级。
本次GTC大会展示的，比如说像西
门子，还有这些工业方面的一些企业，也是与英伟达AI生态的一些技术合作，进一步去体现AI
与专业软件深度融合的一个产业趋势。我们认为，工业软件的一个核心价值，是在于长期
积累的专业算法、工程知识以及仿真工具。
随着智能体的自主规划和工具调用能力，也是有
望推动工业设计、仿真验证、生产排程以及工艺优化等流程，向自动化执行升级。这里EDA也是

作为整个芯片设计的一个重要基础工具，也是具有设计流程复杂、仿真验证需求较高等一些专有的特点。AI智能体也是有望通过调用设计、仿真和验证工具去实现设计方案迭代、参数优化以及自动化验证，去提升芯片研发的效率。长期来看，AI并非去简单替代传统工业软件和EDA工具，而是有望去进一步提升专业软件的使用效率、使用频率和价值量。

对于国内而言，其实具备核心专业工具、行业Know-how以及客户数据积累的工业软件企业，是有望受益于AI应用向复杂研发和生产场景渗透，去推动商业模式由传统软件许可和订阅，向智能化工具及增值服务去延伸的。

然后是数据要素价值也是有望从资源化、流通化进一步向应用价值转化，企业专有数据和知识工程的重要性持续提升。像大会提到的Nemotron、Cosmos以及AI Knowledge Foundation的推出，也是进一步去验证企业数据治理和知识工程正在成为智能体落地的一个重要基础。随着开放模型能力的一个提升，企业也无需完全依赖自研基础模型，而是可以通过专有数据、行业知识和专业工具构建具备差异化能力的行业智能体。我们认为，未来数据要素的价值不再仅由数据规模或者交易量决定，而是更多取决于数据能否持续参与经营决策、生产运营和业务执行，并且去形成实际经济收益。因此，具备数据治理、知识库构建、数据权限管理以及行业数据运营能力的软件厂商，也是有望在企业AI应用建设过程中获得新的需求。

同时我们也可以看到，AI基础设施也是从建设驱动逐步向高效运营去延伸，像算力调度、能源管理和数据中心管理软件，也是有望迎来一些新的需求。DSX Pod和DSX软件平台的发布表明，AI工厂的竞争已经从单纯提升芯片性能，进一步扩展至计算、网络、存储、供电、冷却和运营管理的系统竞争。随着AI算力集群规模不断扩大，如何提升资源利用率、优化电力调度、降低运营成本，以及缩短从设备交付到实际提供计算服务的时间，也将成为影响AI基础设施投资回报的一个重要因素。所以，我们认为，国内具备算力资源调度、数据中心运营管理、能源管理和数字孪生能力的软件企业，其实也是有望受益于AI基础设施从规模建设向精细化运营阶段的一个发展。

最后，企业智能体向物理AI延伸，也是中长期值得关注的一个方向，真实世界数据采集和工业仿真的重要性也是有望持续提升。随着AI从数字世界中的一个信息处理和业务执行，进一步进入工业制造、自动驾驶和机器人等实际的场景，模型也不仅是需要去理解语言和图像，还需要去理解三维空间、物理交互和复杂的操作过程。相较于大语言模型可以利用海量的互联网文本数据，机器人也是需要通过真机遥操作、动作捕捉、多模态感知和实际的任务执

行，去持续积累训练数据。
英伟达也是通过Omniverse、Cosmos等一些技术强化仿真和合成数
据能力，但真实世界数据在复杂接触、精细操作以及长尾场景中的验证价值，仍然是十分
重要的。所以，我们认为，随着机器人本体和模型能力的逐步提升，具身智能产业的竞争
重点也有望从硬件研发进一步扩展至数据获取、仿真训练、模型迭代以及规模化应用，真
实数据生产与工业仿真工作量也是有望成为长期重要的方向。
以上，整体就是今天汇报的全部内容。今天的会议到此结束，非常感谢大家的参与和关注，
有任何问题也是非常欢迎随时联系国海海通计算机团队，谢谢。

--- AI应用，关注什么20261025.pdf ---
全文总结
本次为华泰计算机团队关于AI应用行业的分享，延续前一晚关于Kimi 3.1的讨论，并从行业
角度梳理AI应用的机会。会议当天上午还针对物理AI的核心数据标的海天瑞声进行了一场上市公
司交流。
核心结论与背景：算力基建的推进从2023年到现在已经进行了三年，无论海外的B300、即
将扩容的Rubin，还是光模块，从AI基建维度看已经推进了三年。同时从token角度讲，token成
本越来越低，Deep V4、Flash，包括Harness工程——它是从model向agent过渡的一个非常核心
的能力；Kimi 3.1 Pro其实也是围绕Harness、包括后训练的能力展开的。站在整个产业和科技
角度，抛开筹码是否干净、抛开基本面，由token成本不断降低所带来的各个场景的智能化转
型，已经非常明确。会议围绕四个方向展开：物理AI、B端Agent、AI漫剧、端侧AI，从应用
角度展望未来半年甚至更长时间。核心要回答一个问题：token成本持续降低之后，整个价值
究竟沉淀在产业链的哪一个环节。因为如果没有应用，所有AI算力投入还是无法实现完整的商
业闭环。
四个主线的观察维度：物理AI主要看真实作业、ROI、复购；B端Agent主要看ARR数据续费、
单任务毛利率（金蝶国际等各家厂商的ARR数据是非常重要的表征）；端侧AI主要看端侧SoC芯片
出货量价值量、活跃留存；漫剧主要看IAP分发、投放回收。成本的下降是非常核心的条件，
是保障整个产业迎来重大繁荣的第一步，利润是下一步需要考虑的。在多轮推理、人工接
管、交付、获客这几块，都在重新吞噬整个成本端，因此估值必须落到每一个成功的任务、每次
复购和设备的现金流贡献上。本分享按架构分几个部分：先讲应用（ADR/海外应用）整体情况和
股价兑现，然后分析四个方向，最后做产业标的详细梳理。
一、海外应用（ADR）整体情况与股价兑现
ADR一直是整个应用的核心指标，因为国内分析师和产业会紧密跟踪海外。今年初，由So
（SaaS）带来的"AI吞噬SaaS"逻辑大行其道，所以海外包括ADR在内今年整体表现不太好。最近
最大的变化是：由"AI吞噬"、模型吞噬应用的逻辑开始逆转，agent正在形成自己的护城河，
与ARR以及任务产生非常多的收入。模型不是万能的，并且模型可能出现同质化——大家在投模
型时很难甄别Kimi比Deep、Kimi比智谱、智谱比MiniMax的差异化到底在哪里。现在无论是当前
SOTA包括OpenAI，用户在选择过程中到底有什么超额能力出来，我认为现在B端尤其是应用的逻
辑正在反转。

复盘ADR：二级市场ADR相对2025年还是比较偏低，但中间经历了一个大波动。2026年年初一
直在演绎"AI吞噬、模型吞噬应用"的逻辑；但从今年3月份开始，尤其海外，网络安全是第一个

修复的赛道，因为它的收入和订单尤其AI安全的逻辑包括订单实现了快速修复。所以以安全为代表的3月27号、4月10号开始的反转，在海外开始演绎。海外数据看：2023年、2024年海外ADR分别上涨59.1个点、26个点，2025年是5个点，今年上涨只有2.35个点。我们认为2023年是GPT3.5刚出来，海外首先讲AI应用的逻辑，然后后续逐步演绎模型吞噬的逻辑。今年这个拐点非常明确，拐点证据来源在于几家公司：Microsoft 365的Agent活跃度同比增长15倍，大企业增长了18倍；Salesforce二季度完成了32亿的AW（公司定义的"工作单位"），环比增长97%；商业层面Agentforce、Salesforce这块ARR数据也超过15亿美金，同比增长240%。所以海外ARR其实在ARR数据这块已经得到充分验证。国内方面，金蝶包括金山WPS 365也开始提供了收入的证据，尤其金蝶今年ARR订单已经突破10个亿，今年目标是收入实现10个亿增长（去年才刚开始）。所以国内软件模型赋能软件的逻辑，相对模型吞噬应用的逻辑已经得到大幅度反转。底层原因还是成本——成本跟互联网一样，当硬件铺设达到一定程度之后，成本会急剧下降，带来应用的爆发。互联网是一样的，AI也是一样的：相对于2022年，现在token成本已经降到之前的1/300，降幅99%，这和当年硬件逻辑（从服务器到PC、到手机）我们认为是一样的。在token价格持续降低
的过程中，token的量会实现万倍甚至上亿倍的增长。
另外，token的成本最终要体现在单任
务的贡献上，所以看Codex其实就是在讲比如命中的程度，要保证整个token的效率，效率越高，对于应用、模型的成本包括应用繁荣就越有意义。
二、物理AI
国内现在最火的赛道是物理AI，因为其产业链非常长。上游包括算力、模型、模拟仿真（工业软件、EDA相关）、VLA（从vision到language到action），整个产业链把机器人、具身智能各个环节都囊括进来。海外目前在平台底座上领先，中国在工业制造场景包括供应链这块具有非常大的优势。公开数据：2025年国内机器人增长20%，占全球59%，海外是11%的增速，主要针对工业机器人而非简单的人形机器人。国内拥有大量真实工厂场景，可以持续提供训练数据、工程验证、智能驾驶、碰撞等，物理世界（"5151世界"）场景都是非常核心的环节。
展开来讲，整个物理AI是五层的应用，包括底层算力、模型、仿真等各个维度的能力。最近一个重要节点：包括英伟达在内，英伟达今年完善了Cosmos，谷歌完成了Genie（视频理解相关），OpenAI的Atro开始将机器人能力准确率提到20%以上。后面特斯拉在各个维度对于机器人能力的释放，已经开始从本体向小脑、最后向大脑落实。

从演示到真实作业的ROI，物理AI按四级验证：第一部分是真实任务的成功率和人工接管率；第二部分是连续运行故障和售后成本，属于回本周期；第四是从送样定点到批量的复购场景。回本周期可以简化为初始投入除以每年的净收益，而批量交付和复购才能持续实现可持续，这方面可参考海外的特斯拉和国内的宇树科技。详细标的在后面列出。
三、B端Agent
B端Agent是我们认为未来模型落地里最大的一块场景，包括之前的coding、现在的企业级Agent，国内的金融、安全、能源、法律等都属于这个范畴，因为B端付费能力非常强。企业Agent需要两条链路同时成立：一是执行链，从模型推理出发，连接企业的数据和规则，再调用工具执行跨系统任务，最后形成结果和复购，最具代表性的是金蝶国际——它一直在围绕multi-agent做产品，把各个OA、ERP产品连接起来；二是治理链，涉及身份权限、数据、人工监管、安全审查等能力。我们认为在财税、交易、工业场景这一块价值量会更大，最具代表性的就是工业领域的中控技术，包括宝信软件这些公司，非常值得关注，也是在底部状态。
海外在Agent这块前面已提到Agentforce，比如Salesforce的ARR，包括Microsoft的Agent能力，其实已得到充分验证。国内方面，B端其实也已经开始，像金蝶、金山、恒生电子、税友，包括中控，各家公司都针对Agent的能力做了非常详细的部署。中控二季度、三季度ARR收入是3.85亿，相对去年包括环比也是实现增加的；税友的AI产品包和业务的回款也占到它整个数字财税回款的33%。所以国内Agent厂商的收入其实都已经开始逐步兑现。今年一定是国内B端Agent
快速兑现的一年，非常底层的逻辑在于海外的模型走的是闭源并且高成本的路线，国内

DeepSeek和智谱守住了成本端，把"斩杀线"杀到了一个非常低的地方，相当于是繁荣了整个国内的B端市场。所以今年一定是各家企业在整个B端ARR数据包括ARR收入快速爆发的一年。从商业模式角度讲，席位订阅、用量计费、结果付费会长期并存，最核心的一点是Agent收入占比的持续提升——从5个点、10个点到20个点、30点提升，最后实现高ROI、高毛利的兑现。这是我们最看好的一个应用场景落地。

四、端侧AI

端侧成本正在快速下降，尤其芯片、存储、光学包括整机这块。随着存储价格进一步降低，端侧逻辑会越来越顺。推理能力、本地化能力开始落地，比如瑞芯微的3588、3688这些产品，整个端侧算力能力已快速提升。再加上很多产品比如AR眼镜，包括很多端侧下沉，比如生成式AI手机、豆包手机，现在还处于早期，但AR手机包括AR PC后面随着端侧模型能力提升和端侧成本降低，这两个端侧产品都会有非常大的爆发潜质。其实联想今年一定程度上演绎了这个逻辑。眼镜方面，明年会有更多产品出来，端侧AI眼镜今年出货1360万台，明年2730万台，基本上是放量增长。所以随着轻量化、端侧算力提升，端侧逻辑非常顺。核心标的像乐鑫科技、瑞芯微、车规标的、恒玄，我们认为是非常核心的标的。产业链上，芯片和存储（单机价值量）、光学制造这块，是属于价值量最核心的领域和环节。

五、AI漫剧

漫剧更多属于多模态，包括IP这一块。像CS以及这些模型的成本和能力在快速提升。今年一季度全行业上线短剧12.8万部，AI短剧12.2万部，超过了95%，大家也能感受到手机上包括抖音、视频号上AI漫剧、AI短剧的量越来越大。财务上也逐步验证：阅文、掌阅都实现了40%以上快速增长，中文在线短剧IP衍生品收入同比增长180%，这些在财务数据上已得到初步验证。在单剧的经济和IP成本上，单剧的现金流贡献抠掉算力各方面之后，AI最重要的价值就是在降低成本之后，像生文IP、授权这一块是最为核心的，这是漫剧细分赛道的逻辑。

六、标的梳理

物理AI方面，从模拟仿真数据看，像今天讲的海德瑞生、51世界、索辰科技（A股）这些模拟仿真公司，都非常核心；包括能科、凡托、阿尔特、华泰九天、EDA这些公司，包括上海的概伦电子，都属于物理AI非常核心的标的。B端应用方面，像安全的声迅服务、绿盟科技，ERP工业软件的中控技术、金蝶国际，包括鼎捷数智，以及海康威视，法律领域的华宇软件，办公的金山办公（兼融办公）。这些标的都是B端的核心中的核心。端侧方面，核心是恒玄、瑞芯微，包括长鑫（存储相关）、江波龙，以及宏软科技，包括萤石、会畅，这些属于SoC、落地陪伴、存储这一系列核心标的。漫剧方面，像中文在线、欢瑞、掌阅，都是属于整个AI漫剧里的核心标的。

总 结 ：海外ADR已经实现了逻辑反转，模型吞噬应用的逻辑已经开始走向应用大范围爆发的逻辑。确实也存在所谓筹码特别干净、位置特别底部，加上逻辑反转和基本面反转的情况，这些是客观存在的。所以从当前角度看，一定要注意、重视应用未来半年，因为这一轮产业周期一定会带来超过2023年以来那种可能短期炒主题性质的行情。我们认为现在由硬切软（由硬件切向软件）的逻辑正在快速实现、快速兑现，整个产业行情会由产业一级市场向二级市场蔓延，由订单向业绩实现兑现，由没有机构到机构开始逐步参与，然后实现整个重估的结果。本周周末连续开了三场电话会，主要想强调对于物理AI、B端Agent商业化落地，包括安全、法律、金融相关机会的重申。

会 议 实 录 ：

今天的会议其实是延续了昨天晚上我们对Kimi 3.1做的分享，然后今天上午针对物理AI的核心数据标的凯迪瑞生（海德瑞生），也做了一场上市公司的交流。今天晚上我们稍微从行业的角度，把AI应用这个行业包括机会来分享一下。

首先我是华泰计算机的吴明远。我先说一下结论。因为我们看到几个变化：一个变化是算力基建的整个推进，从2023年到现在已经进行了三年，其实无论是海外的B300、包括即将扩容的Rubin，包括光模块这些，从AI基建的维度来看已经推进了三年。同时从token的角度来讲，token的成本是越来越低的，Deep V4、Flash，包括Harness工程，应该说是从model向agent过渡的一个非常核心的能力。包括Kimi 3.1 Pro，其实也是围绕着Harness，包括后训练的能力展开

的，详细内容大家可以回溯一下我们昨天的电话会。
所以今天想讲的一点是，如果我们站在整个产业和科技的角度来讲，抛开所谓筹码非常干净、抛开基本面的角度来讲，其实现在我们看到整个由成本、由token不断降低所带来的各个场景的智能化转型，我们认为已经非常非常明确。所以今天想围绕四个方向：一个是物理AI，一个是B端的Agent，一个是漫剧，还有端侧AI。我们希望从应用的角度，来谈一谈对于未来半年甚至更长时间的展望。
今天这二十多分钟，我们主要聚焦在行业定价，从模型能力到调用量转向交付、单位经济学，包括像现金流这样的一个汇报。报告也覆盖了海德瑞生（软件），包括物理AI、B端Agent的商业化落地和端侧AI以及AI漫剧。然后我们重点回答一个问题：token的成本持续降低之后，整个价值究竟沉淀在产业链的哪一个环节。这其实也是一个非常符合常识的点，就是如果没有应用，所有的AI算力投入还是无法实现一个非常完整的商业闭环。
今天主要分为四个主线：一个是物理AI，物理AI主要看真实的作业，包括ROI、包括复购；B端Agent主要看ARR数据续费，包括单任务的毛利率，我们看到金蝶国际也好、各家厂商的ARR数据，其实是一个非常重要的表征；然后端侧AI这一块，主要看端侧SoC芯片出货量价值量，包括活跃留存；漫剧主要看IAP分发，包括投放的回收。所以成本的下降是非常核心的一个条件，我们认为这是第一步，是保障整个产业迎来重大繁荣，然后利润是下一步需要考虑的。所以在多轮推理、人工接管、交付、获客这一块，我们认为都在重新吞噬整个成本端，因此估值必须落到每一个成功的任务、每次复购和设备的现金流贡献上。
今天的分享，我们也是按照刚才的架构分为几个部分：第一个先讲一下应用（海外应用）的整体情况和股价的兑现，然后分析刚才讲的四个部分，最后是产业标的的详细梳理。

一、海外应用整体情况与股价兑现
首先讲一下海外应用这一块，因为这一块一直作为整个应用的核心指标，因为国内的分析师包括国内的产业，会紧密地跟踪海外。因为我们看到今年初，由SaaS带来的"AI吞噬SaaS"的逻辑其实大行其道，所以海外的包括应用在内，今年整体表现不是特别好，虽然最近谈得非常多。所以我们看到最近最大的一个变化，就是由"AI吞噬"、模型吞噬应用的逻辑开始逆转，agent正在形成自己的护城河，和ARR以及任务产生非常多的收入。模型不是万能的，并且我们看到模型可能出现一些同质化的情况，就大家在投模型的时候，很难去甄别到底Kimi比DeepSeek、或者说Kimi比智谱、智谱比MiniMax，大家的差异化到底在哪里。所以现在当前SOTA包括OpenAI，他们的用户在选择的过程中，到底有什么一些超额的能力出来。我认为现在B端尤其是应用的逻辑正在反转。
这里面我们复盘一下应用。因为很多人会讲应用今年的反弹，但今年整体来讲，二级市场应用相对于2025年还是比较偏低的，但中间经历了一个大的波动。我们看到2026年年初一直在演绎"AI吞噬、模型吞噬应用"的逻辑；但从今年3月份开始，尤其是海外，尤其是网络安全这个赛道，海外的安全是第一个修复的赛道，因为它的收入和订单，尤其是AI安全的逻辑，包括订单实现了快速的修复。所以我们看到以安全为代表的，3月27号、4月10号开始的整个反转，开始在海外进行演绎。这里面我们看到一些海外的数据：2023年、2024年，其实海外的应用分别上涨了59.1个点、26个点，2025年是5个点，今年上涨的只有2.35个点。我们认为2023年是GPT3.5刚出来，所以海外首先讲AI应用的逻辑，然后后续开始逐步演绎模型吞噬的逻辑。我们认为今年这个拐点是非常明确的。
拐点的证据来源在于几家公司：我们看到Microsoft 365的Agent活跃度，这是同比增长了15倍的，大企业的增长了18倍；Salesforce二季度完成了32亿的AW，环比增长97%，也是公司定义的工作单位；然后商业层面，Agentforce、Salesforce这块ARR数据也超过15亿美金，同比增长240%。所以我们看到海外的应用，其实在ARR数据这一块已经得到了充分的验证。国内方面，金蝶包括金山的WPS 365也开始提供了收入的证据，尤其是金蝶今年ARR的订单已经突破了10个亿，今年的目标是收入实现10个亿的增长，去年其实是刚刚开始。所以我们看到国内的软件、模型赋能软件的逻辑，相对于模型吞噬应用的逻辑，已经得到了大幅度的反转。
底层的原因我们认为是在于成本。成本其实跟互联网一样，当硬件的铺设已经达到一定程度

之后，成本会急剧地下降，带来应用的爆发。互联网是一样的，AI也是一样的。所以我们看到相对于2022年的token成本，现在已经降到了之前的1/300，降幅99%，这和当年硬件的逻辑，比如从服务器到PC、到手机，我们认为是一样的。在token价格持续降低的过程中，token的量会

实现万倍甚至上亿倍的增长。这里面也有一个点，就是token的成本最终要体现在单任务的贡献上。所以我们看Codex，其实就是在讲比如命中的程度，要保证整个token的效率。所以效率越高的话，对于应用这一块、模型的成本包括应用的繁荣，是更加有意义的。

二、物理AI

国内这一块，我们认为现在最火的、尤其国内最火的赛道是物理AI。物理AI这一块因为它产业链非常长，我们上下游去看的话，物理AI的上游包括算力、包括model、包括模拟仿真（就是工业软件、EDA相关的一些东西），包括VLA，就是从vision到language到action，然后它的整个产业链非常非常强，这个产业链其实也把整个机器人、具身智能各个环节都已经囊括进来。所以海外目前在平台底座上是领先的，中国在工业制造场景包括供应链这一块具有非常大的优势。

所以今天晚上我们稍微花点时间来讲一下物理AI这一块。物理AI这一块我们看到一些公开的数据：2025年我们国内的机器人增长是20%，占到全球59%，海外是11%的增速，主要针对的是工业机器人，而不是简单的人形机器人。所以我们看到国内拥有大量真实工厂的场景，可以持续地提供训练数据，包括工程验证，包括智能驾驶、包括碰撞等，物理世界（"5151世界"）这个场景，都是非常核心的环节。

如果展开来讲，整个物理AI是五层的应用，包括底层的算力、包括模型、包括仿真、包括各个维度的能力。然后最近其实有一个非常重要的点，就是我们看到包括英伟达在内，英伟达今年是完善了Cosmos，谷歌是完成了Genie的强化视频理解，OpenAI的Atro开始将机器人的能力准确率提到了20%以上。所以我们看到包括后面特斯拉在各个维度的角度来讲，它对于机器人能力的释放，已经开始从本体向小脑以及最后向大脑进行落实。

这里面我们看一下从演示到真实作业的ROI，这个物理AI其实按照四级的验证：第一部分是真实任务的成功率和人工接管率；第二部分是连续运行故障和售后的成本，然后属于回本的周期；第四是从送样定点到批量的复购场景。所以这一块回本的周期可以简化为理解为初始投入除以每年的净收益，而批量交付和复购才能持续地实现可持续，这个可以参照一下海外的特斯拉和国内的宇树科技。详细的标的我们在后面会给大家列出来，我们主要先把逻辑讲一下。

三、B端Agent

B端Agent这一块，是我们认为未来模型在落地里面最大的一块场景。其实包括之前的coding，包括现在的企业级Agent，包括国内的比如金融、安全、能源、法律这些，都属于这个范畴。B端这一块因为它的付费能力非常强。企业Agent是需要两条链路同时成立的：一个是执行链，从模型推理出发，连接企业的数据和规则，再调用工具执行跨系统的任务，最后形成结果和复购，这个最具有代表性的就是金蝶国际——金蝶一直在围绕着multi-agent来做产品，把它的各个OA、ERP的产品连接起来；另一个是治理链，就涉及身份权限、数据、包括人工监管、安全审查这些能力。我们认为在财税、交易、工业场景这一块，它的价值量会更大，这些最具有代表性的就是工业领域的像中控技术，包括宝信软件这些公司，我们认为是非常值得关注的，也是在底部的一个状态。

海外在agent这一块，我们前面已经提到Agentforce，比如Salesforce的ARR，然后包括Microsoft的agent能力，其实已经得到了充分的验证。国内这一块，B端其实也已经开始，像金蝶、金山、恒生电子、税友包括中控，各家公司都针对Agent的能力做了非常详细的部署。中控二季度、三季度的ARR收入也是3.85亿，相对于去年包括环比也是实现增加的；税友的AI产品包和业务的回款，也是占到它整个数字财税回款的33%。所以我们看到国内的agent厂商的收入其实都已经开始逐步兑现。今年一定是国内B端Agent快速兑现的一年，非常底层的逻辑在于海外的模型走的是闭源并且是高成本的路线，国内的DeepSeek和智谱是守住了成本端，也就是说我们

把这个"斩杀线"杀到了一个非常低的地方，相当于是繁荣了整个国内的B端市场。所以今年一定是各家企业在整个B端ARR数据包括ARR收入快速爆发的一年。
从商业模式的角度来讲，从席位的订阅包括用量的计量计费、包括结果的付费，它会长期地并存。然后最核心的一点，就是Agent收入占比的持续提升，从5个点、10个点到20个点、30个点提升，最后实现高ROI、包括高毛利的兑现。这是B端，也是我们最看好的一个应用场景的落地。
四、端侧AI
端侧这一块是第三个方向。端侧我们看到的端侧成本是在快速下降的，尤其是芯片、存储、光学，包括整机这一块。整个端侧随着存储的价格进一步降低，端侧的逻辑会越来越顺。我们看到推理的能力，就是本地化的一些能力开始落地，比如说瑞芯微的3588、3688这些产品，其实它整个端侧的算力能力已经快速地提升了。再加上很多产品，比如说AR眼镜，包括很多端侧的下沉，比如说生成式AI的手机、包括豆包手机，现在虽然说还处于早期，但是我们看到像AR手机包括AR PC这一块，后面随着端侧模型能力的提升和端侧成本的降低，我们认为像这两个端侧的产品都会有非常大的爆发的潜质。其实联想今年一定程度上是演绎了这个逻辑。眼镜的话明年会有更多的产品出来，端侧AI眼镜今年是1360万台，明年是2730万台，基本上是放量的增长。所以我们看到随着轻量化、包括端测算力的提升，端侧的逻辑其实非常顺的。核心的话，像乐鑫科技、像瑞芯微、车规标的、恒玄，我们认为是非常核心的标的。所以产业链的话，我们认为像芯片和存储、单机价值量，包括光学制造这一块，我们认为都属于价值量最核心的领域和环节。

五、AI漫剧
第四部分就是漫剧。漫剧更多的是属于多模态。多模态这一块包括IP，我们看到的像CS，以及这些模型的成本和能力是在快速地提升的。然后我们看到今年一季度全行业上线的短剧是12.8万部，AI短剧是12.2万部，超过了95%，大家也能感受到，其实我们手机上包括抖音、包括视频号上，AI的漫剧包括AI短剧的量是越来越大。财务上其实也在逐步地验证：我们看到的收入端，像阅文、像掌阅，其实都是实现了40%以上的快速增长，包括中文在线短剧IP衍生品的收入是同比增长180%。这些其实在财务数据上已经得到了初步的验证。然后在单剧的经济和IP的成本上，我们也看到，单剧的现金流贡献抠掉算力各方面之后，其实它整个AI最重要的价值就是在降低成本之后，然后它整个比如说像生文IP、授权这一块，是最为核心的。这是漫剧的一个细分赛道的逻辑的共享。
六、标的梳理
最后我们梳理一下标的。我们筛选了一下：物理AI的话，从模拟仿真数据，像我们今天讲的海德瑞生，包括51世界、索辰科技A股这些模拟仿真的公司，我们认为都是非常核心的；包括能科、凡托、阿尔特、华泰九天、EDA这些公司，包括上海的概伦电子，我们认为都是属于物理AI非常核心的标的，大家可以看一下。然后在B端应用这一块，像安全的声迅服务、绿盟科技，包括ERP工业软件的中控技术、金蝶国际，包括鼎捷数智，以及像海康威视、法律领域的华宇软件，以及办公的兼融办公和信息（金山办公），我们认为这些标的都是B端的核心中的核心。然后在端侧这一块，核心就是我们刚才说的恒玄、瑞芯微，包括长鑫（长兴）、江波龙，以及宏软科技，包括萤石、会畅，这些我们认为属于在SoC、整个落地陪伴、存储这一系列的核心标的。然后漫剧这一块的像中文在线、欢瑞、掌阅，这些公司其实都是属于整个AI漫剧里面的核心标的。
总 结 ：我们想说的是，海外的应用已经实现了一个逻辑的反转，就是这个模型吞噬应用的逻辑，已经开始走向应用大范围爆发的逻辑。第二，确实也存在着所谓筹码特别干净、位置特别底部，然后逻辑反转加上基本面反转的这种情况，这些我们认为也是客观存在的。所以从当前的角度来看，我们认为大家一定要重视应用未来半年，因为我们认为这一轮的产业周期一定会带来超过2023年以来这种可能短期炒主题性质的行情。我们认为现在由硬切软（由硬件切向软件）的逻辑正在快速地实现、快速地兑现，整个产业的行情会由产业一级市场向二级市场蔓延，由订单向业绩实现兑现，由没有机构到机构开始逐步参与，然后实现它整个重估的结果。所以今天晚上，我们本周周末也是连续开了三场电话会，主要就是想强调一下我们对于物理AI、对于B端

Agent商业化落地，包括安全、法律、金融相关机会的重申。标的已经梳理到这里，大家如果感

兴趣，也欢迎会后跟我们进行探讨和沟通。今天的会议我们就先交流到这里，如果大家后续有什么问题，欢迎会后跟我们联系，感谢大家参加，也祝大家投资顺利，谢谢。