晨会纪要

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点：

一、宏观经济组

事件：9 月 25 日晚 9 点半美国商务部经济分析局公布若干美国经济数据

解读：

首先是美国三季度 GDP 修正数据，环比折年率修正值为 3.4%，高于初值，是 2023 年四季度以来的最高增速，远高于二季度的 2.2%。从结构上看，而个人消费支出表现突出，环比折年率为 4.2%，高于二季度的 3.8%；但私人投资为 22.4%，是 2022 年以来最高增速，远高于二季度的 4.6%，主要是在 AI 领域的投资增多；政府投资与消费为 5.7%，也高于二季度为-0.1%;只有净出口为-24.6%，远低于二季度的-7.6%。另外，三季度美国 GDP 同比为 2.3%，也高于二季度的 2.2%。

其次，美国 10 月个人消费环比为 0%，预期和 9 月均为 0.1%;10 月 PCE 同比 3.8%，与预期持平，高于前值为 3.7%；环比上涨 0.3%，9 月为 0.5%。作为美联储最看重的通胀指标，美国 10 月核心 PCE 物价指数同比升 3.3%，是 2023 年 12 月以来的最高涨幅，预期和 9 月均为 3.2%；环比上涨 0.3%，与预期和前值一致。

最后，10 月美国 10 个人收入增长超出预期，雇员报酬环比折年率为 4.4%，高于 9 月 4.3%；个人转移支付为 5.4%，高于 9 月 4.3%；经营者收入为 7.7%，高于 9 月 6%；财产性收入为 4.5%，高于 9 月 3.2%；储蓄率自 9 月的四年低点 3.6%回升至 10 月 4.1%。

总体上看，10 月美国个人收入增加而支出放缓，储蓄率有所回升，表明家庭在通胀压力下收紧开支，持续的通胀正在挤压家庭预算。而 10 月美国核心 PCE 同比为 3.8%远高于 2%的最终通胀目标，显示通胀仍偏高，12 月加息已成定局。区别在于是 12 月加息 50 个基点，还是 25 个基点。通胀未退、消费先弱，这一组合对风险资产并不友好，也让后续政策路径的权衡变得更加复杂，明年 1 月的货币政策变化是市场关注的重点。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组

11 月 26 日工业和信息化部等三部委印发《新一代通信网建设实施方案》提到，加快基础网络提质升级。积极推进 5G-A 网络规模覆盖，适时开展 6G 网络建设。深入实施 5G“信号升格”行动，全面实施“宽带提质”行动，开展万兆城市全域试点，按需部署城域 400Gbps 光传输系统和 IP 路由器，骨干网络积极部署 400Gbps 及以上超高速光传输系统和全光交叉设备，合理增设互联网骨干直联点和新型互联网交换中心。加快低轨卫星互联网系统建设，提升高轨高通量宽带通信卫星系统容量，统筹规划部署“北斗+5G”基础设施。总体看，在明年国内出口增速预期减速的情况下，国内大概率会加大已确定方向的投资建设，因此我们看好明年电信设备行业的需求复苏。

根据 IEEE 官方公布的 ISSCC 2027 会议议程草案，华为将在明年举行的国际固态电路会议（ISSCC）上展示多项芯片及先进封装技术，涉及逻辑芯片 3D 堆叠和定制 HBM 内存等领域。在四篇论文中，华为五层混合键合 HBM 方案将实现 4096 个 DQ 数据接口+五层混合键合的组合，且将内存控制器与多层堆叠内存设计相结合，堆叠技术优于三星电子和 SK 海力士最新的 HBM4 内存采用的技术。目前海外厂商因厚度标准放宽、散热替代方案成熟等因素已推迟在 HBM 产品中导入混合键合。总体看，华为等国产厂商已将多层堆叠作为未来芯片制程技术进入的主要方向，而且展现出可实现的前景，因此我们继续看好国产芯片制造和设备材料产业链的行业景气改善机会。

根据光伏们微信公众号的统计，目前已陆续有 23 个省份调整并下发 2027 年机制电价竞价细则，从各省细则调整反馈出的总体趋势来看，机制电量有涨有跌，但机制电价上下限整体中枢略有下降。相较于省级机制电量、机制电价变化之外，单体项目申报的各项参数调整则不容乐观，无论是单体申报比例还是有效利用小时数，整体均出现明显的下降趋势。因此后续新能源项目的确定性“保底”收益仍在逐步减少，不利于 2027 年的新能源投资的增长。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

三、消费组

2025—2026 年冰雪季，全国居民冰雪运动参与人数达 3.08 亿，冰雪旅游休闲人次突破 3.6 亿，广义冰雪产业规模突破万亿元。进入 2026—2027 年冰雪季，需求端延续较强表现，据美团数据，11 月上半月滑雪相关搜索量同比增长 141%，南方用户购买北方雪场雪票的订单量同比增长超 40%，2000 公里以上热门冰雪航线预订量同比增长两倍。客源结构方面，新雪季预订冰雪航线的旅客中，六成以上从南方或东部沿海城市出发，冰雪消费正由传统北方客群向全国性消费人群扩散。同时，冰雪旅游逐步向滑雪与温泉、亲子研学、休闲度假等复合消费场景延伸，有望延长游客停留时间并提升人均消费。叠加部分地区雪假政策落地，预计本轮冰雪季旅游需求将延续较快增长，并向核心冰雪旅游目的地的景区、酒店、餐饮及交通等环节传导。整体判断，冰雪旅游需求端景气度明显上行，是当前社会服务行业淡季中具备较强增长潜力的结构性细分方向。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

重要声明：

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式：

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718 P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL：010-63197788 FAX：010-63197777 P.R.China:100140