思维纪要社 2026-10-18 每日汇总

总帖子数260条 | 有效帖子188条 | 总字数63422 | 阅读时间预估127分钟

核心事件

当日主线：AI 叙事的定价锚从"需求有多强"切换到"钱从哪来"。 周末机构复盘几乎一致地把本周全球 risk-off 归因于 AI 融资端——CoreWeave 无抵押债收益率飙升、Anthropic 三季度 ARR 约 700 亿美元低于 740 – 770 亿美元的买方预期、四大云厂经营现金流覆盖资本开支的能力持续走弱；与之对冲的是国内硬件三季报的实打实兑现（生益、亨通、长鑫、景旺）。结果是"业绩兑现的硬件"与"靠融资输血的算力叙事"开始分道，而 A 股创业板单周近十年第二大跌幅、上证与创业板双双跌破年线，正是这种分化的价格表达。周末另一条独立主线是特斯拉 Roadster 发布，把飞行汽车、机器人执行器、汽零低估值三条线同时点燃。

一、AI 融资端裂缝成为本周定价核心

CoreWeave 部分高级无抵押债券收益率飙升，机构给出的解释是"缺 GPU 直接抵押"——信用债定价的是公司整体信用与再融资压力，因此高收益率不等于算力需求崩塌，但确实是信用风险的重新定价。传导链条更值得警惕：META、谷歌、亚马逊、甲骨文的经营性现金流覆盖资本开支能力持续减弱，2026 年均转向债务融资，融资成本一旦上行，哪怕只是资本开支延期，也足以击穿亚洲 AI 硬件供应商的盈利预期与估值。所以呢：短期看 AI 链的分母（贴现率与融资可得性）比分子（订单）更关键，硬件端要买"预付款、存货、购买商品现金流出"这些需求端前瞻指标能对上的公司，而不是买"故事最长的"。

二、Anthropic ARR 不及预期，但国产开源逻辑被反向强化

申万测算 Anthropic 26Q3 营收 168 亿美元、环比 +45%，9 月末 ARR 约 700 亿美元（低于 740 – 770 亿预期），年底指引 1100 亿（低于 1200 亿以上）。三点归因：主动反蒸馏削减调用（占营收 5 – 7%）、头部模型价格战压低单 Token 收入、Meta 与微软削减内部 Claude 支出。华泰的反驳更值得记：Token 均价下跌的本质是工作负载从高端模型迁移到"足够好"的开源模型，而国产模型处在开源第一梯队，DeepSeek V4.1-1017 版凭 RL 后训练再度占住帕累托前沿。所以呢：ARR 不再是唯一锚，开源+性价比的国产模型反而在这轮降价中受益，但要区分"模型叙事受益"与"卖铲子公司业绩受益"。

三、AI 硬件三季报集中兑现，PCB/CCL 是最硬的一条

生益科技前三季归母 64.6 – 68.7 亿元、同比 +164%~181%，单 Q3 归母 31.7 – 35.8 亿元、同比 +212%~252%、环比 +49%~68%，单季归母与扣非双创历史新高，驱动是传统覆铜板量价齐升叠加 AI 覆铜板出货超预期。高盛走访景旺电子后把全球 AI PCB TAM 从 2027E 270 亿美元上调至 380 亿美元、2028E 840 亿美元，对应 2026 – 28E 复合增速 148%，并明确景旺是最新 AI 服务器机柜交换机板与中板的主要供应商。亨通光电前三季归母 59.7 – 63.7 亿元、同比 +151%~168%，单 Q3 中值 30.5 亿元、同比约 +300%，光纤光缆是核心增量。所以呢：涨价与 AI 结构升级同时作用于单位盈利，这是本轮硬件业绩超预期的共性，行情从"预期驱动"进入"报表验证"，回撤时应优先选报表已兑现的环节。

四、长鑫三季报：营收爆发但利润略低于预期，4F ^{2} 是中期变量

长鑫科技预告前三季营收 2650 – 2700 亿元（同比 +726%~742%）、归母净利 1310 – 1325 亿元大幅扭亏；单 Q3 营收 1147 – 1197 亿元（环比 +15%~20%）符合预期，但归母 534 – 549 亿元（环比 +1%~4%）略低于 600 亿元以上的市场预期。两个原因很具体：上半年靠以前年度亏损抵税实现 45.4 亿元所得税抵减、Q2

实际税率低至 8.8%，Q3 可抵扣空间收窄；叠加季度内产线代际切换扰动。技术侧，4F ² 相较 6F ²
在同节点提升约 30% 密度，代价是良率而非性能。所以呢：国产存储的"量"已经确认，"利"的节奏受税盾与产线切换扰动，估值要给良率爬坡留出时间。

五、存储与载板：涨价从颗粒扩散到 BT 载板与 MLCC

BT 载板行业模型时隔五年更新，核心变量是内存载板需求 2026 – 28 年复合增速 41%、2026/2027 年占 BT 载板总市场 68%/74%，而产能复合增速仅 6%（上一轮景气是 9%），因亚洲头部厂把产能从 BT 转向 ABF。MLCC 出现真正的价格拐点：日本经产省口径美元均价同比 -1.6%，财务省贸易口径却 +23.1%，说明 AI/数据中心用 MLCC
是同规格同款也在涨价，村田虽不因短期供需调价，但正对小型大容量核心产品调价以覆盖资本开支。美光 FY26 CFROI 达 37%（上年 6%）创纪录，而市场隐含假设是长期销售额收缩
12%。所以呢：被动元件与载板的涨价是"产能被更高阶产品挤占"的结构性结果，景气持续性强于单纯补库。

六、目录修订落地：AI 与光伏技术出口管制"有规可依"

10 月 16 日商务部、科技部就修订目录公开征求意见：拟增列 AI 领域 23
项关键技术（大模型、智能体、算力集群等），已开源、已发论文进入公共领域的技术不纳入管理，API 调用、SaaS 应用等出海形式不属于大模型技术出口管理范围；同时拟增列 12 项光伏技术并覆盖承载技术的关键设备，公告发布即实施出口前临时登记。国金对迈为的解读是"靴子落地"：HJT 设备需审批的仅两类，现有地面光伏业务基本不受影响，反而因技术指标明确而便于洽谈。所以呢：市场此前担心的是"不确定性溢价"，规则明确本身就是利好；开源与 API 出海留的口子，是国产模型出海的实质保护。

七、特斯拉 Roadster：一条发布，三条产业链

Roadster 0 – 60 英里加速不足 0.59 秒、最高时速 230 英里以上，配冷气推进器（10 个喷嘴、约 600 升超高压储气罐、250 公斤压缩空气、80+ 千牛推力）与约 2G 吸力的底盘吸附系统，2028 年生产。三家机构的落点不同：MS 认为短期对销量与 EPS 影响有限，但作为工程实力与 SpaceX 技术跨界标杆意义重大，维持 Equal-weight、目标价 400 美元；JPM 同样维持中性并提示 2028 年量产较 2017 年公布的 2020 年交付目标大幅推迟；产业侧最有价值的信息是中泰机械发现 Roadster 主动尾翼采用 Optimus 机器人腿部执行器，说明执行器已跨产品复用、硬件产业化在推进。所以呢：飞车主题短期是情绪与低位汽零（10x PE 附近）的估值修复，真正有产业验证的是 Optimus 供应链，4Q26 量产爬坡是最近的一个检验点。

八、军工：航展前的低位配置窗口被反复确认

中信军工周报给出清晰坐标：年初至今中信军工指数 -28%，排名倒数第二（仅好于消费者服务 -29%），机构持仓回落至历史低位，10
月板块活跃度提升、底部基本确立，未来两个月看"低位置+筹码结构好+珠海航展（12 月 7 – 13 日）"驱动的独立行情。海外侧，MS 参加美国陆军协会年会后称展会"极为繁忙"与国防股疲弱形成鲜明对比，导弹与弹药产能扩张是主承包商与供应商共同焦点，供应链瓶颈是最大障碍；花旗则指出半导体已成为航空航天与国防的硬约束，内存、连接器、集成电路交货期延长至一年以上，且"远离中国"的供应链重构在加剧难度。所以呢：国内看事件与筹码，海外看产能与交付，两条线的共同瓶颈都在供应链，这也是军工电子与特种材料的弹性来源。

九、船舶：新船与二手船价格深度倒挂，订单排到 2030 年

Clarksons 新船价格指数 186.7 点、自 2026 年 3 月以来连续 7 个月上涨，二手船价指数 229.1 点、环比 +2.2% 再创新高，综合运价均值 77,403 美元/天维持历史高位。倒挂幅度罕见：3 年内 VLCC 现船 1.8
亿美元，而同型新造船仅 1.3 亿美元。松发股份旗下恒力重工手持订单超 600 艘、新造船订单排至 2030

年，2026 上半年新接 207 艘（油轮 94 艘最多），新一代 VLCC 手持订单全球第一。广发机械提示上周板块波动源于美国拟放松对影子船队部分制裁、市场担心运力释放冲击订单，但被制裁船队船龄高且本就持续运营，实际影响有限。所以呢：运价高企+二手船溢价+环保更新三重驱动下，造船是少数"订单能见度到 2030 年"的周期行业。

十、策略层面：滞胀交易抬头，抄底要等右侧

中信组合策略直言上周全球多资产在定价"滞胀"：油价新高、美债收益率下行、美股下跌、VIX 飙升、A 股创业板创近十年单周第二大跌幅，10 月模型组合调整为【能化+有色+豆粕+A股】，下调黄金、上调 A 股。开源策略的判断更细：短端美债利率冲高回落、道指与欧洲股市逆势走强，说明加息担忧并未持续发酵，估值与拥挤度相对合意、反抽随时到来，但强反弹需等右侧信号。高盛则下调上证、沪深 300、深证成指目标位 9% – 15% 至 4100/4800/14500 点，理由是成交额从 6 月的 3.5 – 4.0 万亿回落至 1.5 – 2.0 万亿、美债收益率上行。所以呢：机构分歧不在"有没有底"，而在"反弹的触发器"——一致预期是等成交额与美债收益率这两个变量转向，在此之前以结构性机会（硬件兑现、低位军工、造船）应对更好。

宏观策略

一句话概括：通胀粘性把美联储推向"12 月最后一次加息"，全球利率回到 2007 年以来最高，A 股则在成交额腰斩与 AI 融资裂缝的双重压力下完成了年内最急的一次估值压缩。 这一周的关键变化不是"跌了多少"，而是定价逻辑从"降息交易"切换到"滞胀交易"——油价新高、美债收益率高位、VIX 飙升、成长股杀估值同时出现，而国内 PPI 与出口数据又给出了"外强内弱"的另一种解释。

一、美国通胀：改善的曙光消退，12 月加息成为一致预期

9 月核心 CPI 环比 +0.33%，JPM 预计核心 PCE 环比 +0.3%、同比从 3.0% 升至 3.1%，三个月年化率从 2.0% 跳升至 2.7%——这个"3M 年化跳升"是最要命的细节，它意味着短期去通胀趋势被打断。高盛的拆解更细：AI 需求对核心 PCE 通胀的贡献约 45bp，其中一半是真实影响，也就是说 AI 资本开支本身正在变成通胀源。政策路径上，沃什在 IMF 年会未专门谈 10 月 FOMC，但称"两次会议间全球情况大致符合 9 月会议预期"，叠加其他委员表态，10 月暂停、12 月加息一次（GS 与 JPM 都判断是"第二次也是最后一次"）已成为共识；JPM 预计联邦基金利率上限 4Q26 升至 4.25% 并维持至 2027 年底，2026 年 GDP 2.5%、2027 年放缓至 2.2%。

二、利率的实体冲击：100bp 加息 = 发达经济体 GDP -0.6%

高盛用四个渠道量化了这轮高利率的杀伤力：每 100bp 加息使发达经济体住房投资降 6%、消费支出降 0.2%、商业投资降 1.8%，政府利息支出一年内上升至多 0.2% GDP（到 2030 年 0.6%），合计拖累 GDP 约 0.6%，瑞典、澳大利亚、加拿大最敏感。全球利率已升至 2007 年以来最高，这解释了两件事：一是为什么"AI 资本开支能否承受更高利率"成为核心观察点；二是为什么高盛在战术上对久期谨慎的同时，仍把债券 12 个月评级上调至超配（更高的 carry、回报不对称性改善、通胀回落预期），并把久期明确定义为"AI 主题的对冲工具"——本周 AI 股波动与信用利差走阔，反而给美债久期提供了新的价值支撑，当前美债基金仓位偏低、收益率仍高于公允价值。

三、中国数据：PPI 创年内新高，出口顺差创纪录，但内需仍弱

9 月 PPI 同比 +5.0% 创年内新高，出口/进口同比 +36.3%/+31.0%，贸易顺差 1335 亿美元创纪录，信贷数据超预期；财政部新增 5500 亿元地方政府专项债额度以确保完成全年增长目标。高盛据此上调 2026/27 年 PPI 预测至 2.8%/0.3%，下调 CPI 至 0.8%/0.6%——上游价格强、下游价格弱，是典型的成本推动型通胀。政策判断上，机构观点偏冷静：Q2

GDP 4.3% 的基础上 Q3 进一步承压（只有出口仍强），但内需政策加码"核心问题在于抓手而非意愿"，Q4 更多依赖基数效应实现全年 4.5% 以上，2027 年同样受制约，经济或仍呈"外强内弱"。

四、市场影响：一周之内，全球成长股同步杀估值

具体数字摆出来更直观：上证 -2.56%、创业板 -8.90%、科创 50 -6.8%、深证成指近 -7%、沪深 300 -3.4%、恒生科技月内 -3.4%、纳指 -4%、日经 -5%、韩股近 -15%、原油 +5%。韩国是重灾区，外资 2026 年迄今净卖出 1520 亿美元（占市值 3.8%），仅过去 8 个交易日就卖出 116 亿美元；SK 海力士连续 15 个交易日被外资卖出、三星电子连续 5 日流出，两家占 KOSPI 市值 50% 以上。台湾同样如此，QFII 单周净卖 192 亿美元、单日最高 99 亿美元，TAIEX 单周 -5%，资金从科技轮动至能源、运输、银行、保险与电信。国内一侧，600 亿级量化大厂单周净值暴跌 9%、百亿私募最惨产品跌 8.2%，杠杆与拥挤度在下跌中被强制出清。

值得单独记一笔的是加密市场传导：10 月 18 日凌晨美股 AI 概念股永续合约闪崩，起点是 Binance 上一笔约 200 万美元的闪迪（SNDK）多头平仓，在订单簿极薄的情况下引发扫单，约 10 个地址在 1.8 秒内向 SNDK、SOXL、DRAM、MU 等集中提交 IOC 卖单。这说明当前 AI 链的边际定价权部分落在杠杆资金手里，波动会被放大，但方向仍由基本面决定。

五、策略含义：三种态度，一个共识

高盛——转向避险但不下车。 下调上证、沪深 300、深证成指目标位 9% – 15% 至 4100/4800/14500 点（对应 8% – 15% 上行空间），明确指出 A 股成交额与美国国债收益率是市场摇摆变量，成交额已从 6 月的 3.5 – 4.0 万亿回落至 1.5 – 2.0 万亿；主题上选人工智能、高股息、六大一体化网络受益标的、生物技术出海四条线共 10 只标的。同时把股票 3 个月评级上调至超配，属于"降目标位但不看空"的组合。

开源——反抽随时到来，但强反弹要等右侧。 理由是短端美债利率冲高回落、道指与欧洲股市逆势走强，说明加息担忧并未持续发酵，估值与拥挤度相对合意；但海外云厂商资本开支担忧未解，右侧信号出现前只做反抽不做反转。

中信——滞胀交易，调结构不降仓位。 多资产组合 10 月调整为【能化+有色+豆粕+A股】，下调黄金、上调 A 股；商品保持强夏普动量，宏观状态是典型的"过热"与"滞胀"（主要在美国）。核心触发点被明确指认为 CoreWeave 信贷事件与 CSP 自由现金流转负。

共识在于：跌破年线这件事本身指引意义已不大。近十年"分部牛市"常态化，"无产业不牛市"框架下宽基年线的牛熊分界功能弱化，指数分化与波动率加大才是常态——这为"结构性机会优于指数判断"提供了依据。

六、被忽略的两个正向变量

一是地产的边际改善：10 月 1 – 16 日 25 城二手房门店成交套数同比 +27%（9 月 +19%），年初至今累计 +16%，90 城门店带看同比 +4%；但 84 城冰山指数月环比仍 -0.56%，一线/二线/三线分别 -0.44%/-0.62%/-0.53%，挂牌量环比 +0.27%（一线 +0.97%）——量先于价，供给仍在增加，属于"以价换量"的修复。

二是油价的地缘溢价重新累积：霍尔木兹海峡再度出现油轮触雷起火，海峡流量 10 月以来回落至冲突前约 70%（此前经 STS 转运一度恢复至 1950 万桶/天），美国 SPR 自冲突以来已释放 1.3 亿桶、库存触及 2.83 亿桶的低位，现货缺口支撑 100 美元/桶的油价中枢。这既是石化板块的支撑，也是通胀与利率的压制源——同一件事在两个方向上同时起作用，是当前宏观最矛盾的地方。

港美股海外

海外这一周的主旋律是"AI 资产被重新定价"，而重新定价的抓手不在需求侧而在融资侧。美股科技连跌、台湾外资创纪录抛售、韩国被卖到今年 1520 亿美元，三地同步的背后是同一件事：新型云服务商与前沿 AI 实验室相关公司债正处在"融资成本争论的震中"。与此同时，特斯拉用一台能飞的 Roadster 把市场情绪从财报拉回了工程叙事。

一、美股：AI 融资成本成为定价主轴

高盛信用团队的判断被自家 weekly mash 直接引用——neoclouds 发行的 AI 相关公司债、以及与前沿 AI 实验室有敞口的公司债，正处在融资成本争论的震中；两个直接催化是 CoreWeave 联合创始人"保险资金没有上限"的表态，以及市场对前沿实验室商业模式的重新审视。花旗给出的量化侧证是：AI 基础设施融资成本上升且向高风险资本倾斜，高收益债发行同比激增 86% 至 330 亿美元；专有模型运营成本周环比 +4% 至 3.51 美元/任务，对开放模型的溢价扩大到 4.4 倍。达利欧的评论则提供了更长周期的视角：当 GDP、股市、财富分配与地缘预期全部高度集中于 AI 单一领域，资源配置的极度失衡会让泡沫破裂风险指数级放大，而"伟大的技术"不等于"绝佳的投资"——账面财富在被迫抛售时并不等于真金白银。

值得区分的是信用风险与产业风险。CoreWeave 部分高级无抵押债券收益率飙升，核心原因是缺乏 GPU 直接抵押，投资者依赖公司整体信用与现金流，因此对再融资压力格外敏感；这不等于算力需求崩塌，但如果算力需求、客户合同或现金流恶化，风险会真实传导至偿债能力。

二、美股：Roadster 与机器人，情绪的另一端

特斯拉在 SpaceX 德州 McGregor 设施发布第二代 Roadster：冷气推进器 10 个喷嘴、约 600 升超高压储气罐、250 公斤压缩空气、80+ 千牛推力，底盘吸附系统可产生约 2G 吸力，0 – 60 英里加速演示 0.81 秒（官方口径不足 0.59 秒），最高时速目标 230 英里以上、更激进目标约 380 英里，生产目标 2028 年。JPM 维持中性，指出 2028 年量产较 2017 年首发时承诺的 2020 年交付已大幅推迟；MS 维持 Equal-weight、目标价 400 美元，认为短期对销量与 EPS 影响微乎其微，但作为工程实力与 SpaceX 技术跨界融合的标杆意义不容忽视，并由此提出八个延伸问题（还有谁能规模化这类技术、若中国公司先展示飞行汽车会如何、推进器的国防应用等）。产业侧最实的观察来自中泰机械：Roadster 主动尾翼采用了 Optimus 机器人的腿部执行器，说明执行器已跨产品复用，特斯拉是从整机任务需求反推各关节扭矩、速度、能耗再系统设计电机与传动。

三、美股：硬件与半导体的"报表强、指引分歧"

美光 FY26 的 CFROI 达到创纪录的 37%（上年 6%），HOLT 模型预计还将接近翻倍；但市场当前隐含的假设是长期销售额收缩 12%——盈利持续性与估值假设之间出现罕见背离，这是当前存储股最大的分歧点。台积电被 JPM 维持超配，产能加速扩张但毛利率持平，预计 2027/28 年营收增长 40%/28%；不过台股层面 TSMC 上调收入指引、毛利率指引偏软，ADR 溢价回落至 11%。模拟芯片是少数被明确看好的方向：瑞银三项底层研究（B2B 采购调查、覆盖 100+ 分销商/380 亿颗器件/140 亿美元规模的分销商库存监测、财报库存周期拆解）显示需求预期仍强、供应趋紧、多数客户预期涨价、分销商库存连续温和下降且尚未补库，判断周期仍有显著上行空间，4Q26 卖方预测普遍高于正常季节性 200 – 300bps，首选 TXN（库存优势、份额回升、资本开支拐点改善自由现金流）与 ADI。

服务器与云资本开支继续上修：高盛把全球服务器 TAM 的 2027/28E 分别上调 31%/45%，通用服务器出货 2026 – 28E 年增 20%/12%/8%，NVL72 机架 2027/28E 上调至 11 万/16.4 万台，AI 8-GPU 服务器上调 10%/29% 至 270 万/330 万台，ASIC 渗透率 2028E 全球达 60%、Tier1 超大规模厂商达 50%，AI 芯片总需求 2026 – 28E 为 1800 万/2900 万/3800 万颗。云侧更直接：美国四大云厂 2026 年数据中心资本开支增速预期由 80% 上调至 85%，增量超 2700 亿美元、创史上最大年度增幅，2027 年增速预期上调至 70%。

苹果链出现分化信号：MS 追踪显示 iPhone Duo（首款折叠 iPhone）预售首日全球平均交付等待时间约 14 周，是十年追踪中最长，对应 2026 下半年仅 700 万部产量 vs 15 亿装机量；而 iPhone 18 Pro/Pro Max 交付时间在多数海外市场同比下降，与组件订单削减的报道方向一致，但截至本周尚无台积电、鸿海实际砍单的可信报道。

四、国防：AUSA 年会的热度与半导体瓶颈

MS 参加美国陆军协会年会后称展会"极为繁忙"，与国防股近期疲弱形成鲜明反差，维持航空航天与国防板块"有吸引力"判断：导弹与弹药产能扩张是主承包商与供应商共同焦点（从 THAAD、PAC-3 到 Leidos 的 LCCM 低成本导弹），无人机产品百花齐放，反无人机方案呈"寒武纪大爆发"、模块化分层防御成趋势，而供应链瓶颈是产能扩张的最大障碍。花旗的补充更具体：内存、连接器、集成电路这些过去的常规商品，交货期已延长至一年以上，诺斯罗普·格鲁曼凭 Space Park
微电子中心具备差异化优势，"供应链远离中国"进一步加剧难度，DPAS 评级虽有帮助但作用有限。

五、港股与中概：估值已压缩，但盈利预期在下修

恒生科技月内 -3.4%，NTM PE 18.28x（上周 18.57x），近 30 日南向累计净流入 381 亿元（上周 444 亿元、流入规模收缩），卖空成交占市场成交 18.54%（上周 22.39%，边际回落）。港股通持股：腾讯 12.0%、美团 18.7%、快手 20.9%、阿里 10.0%。

个股层面最有信息量的是快手的 Kling 4.0：花旗认为视觉效果已达 Seedance 2.5
同等水平，复杂运动的连续性与一致性显著提升但仍略逊，定价 1080P 约 1.5 元/秒，低于 Seedance 2.5 折扣后的 2 – 3 元/秒，具备抢份额潜力并可能改善收入增长轨迹，但因目标价已含乐观预期，维持中性、目标价 41 港元。

平台侧则偏冷：野村抖音电商专家会显示 3Q26 付费 GMV 同比增速由上半年约 19% 降至 11%，全年 GMV 目标从 5.2 万亿元下调至约 5.0 万亿元（对应增速约 15%，2025 财年为 29%），战略重心从份额争夺转向补贴纪律、盈利质量与商户生态健康。这个转向对行业是好事（缓解价格战、支撑头部平台利润率），但对双 11 与在线广告是短期逆风——平台促销投放趋于审慎，疲弱的大促数据可能促使品牌压缩传统旺季广告预算。

模型侧，DeepSeek 于 10 月 17 日把 V4.1 Flash 更新至 V4.1-Flash-1017，网页、APP 与 API
同步切换。中金的评测是"性价比重回领先"：新版在多个 Harness 下达到新的性能-费用帕累托最优，DeepSWE v1.1（真实软件工程端到端任务）max effort 的 Pass@1 通过率 77.0%，高于 Opus 5 的 74.0%，而单任务费用约 1.3 元。中信补充生态视角：DeepSeek Harness 8 月 13 日开源、至 9 月下旬 GitHub Star 超 23
万，正把模型层的开源影响力延伸至 Agent 执行层。

医药与消费的海外映射：康诺亚 Stapokibart 26Q3 销售额 2.67 亿元（26H1 为 3.93 亿元），机构上调 2026/27 年销售预测，逻辑是医保目录落地后用药需求释放与医院覆盖扩大；礼来则被 JPM 维持增持，Medicare 肥胖症覆盖 7 月 1 日上线后渗透迅速，Zepbound 截至 10 月 9 日当周处方量 26.1 万张（6 月平均 7.4 万张），口服 GLP-1 属品类扩张而非蚕食注射剂（约 80% 口服处方来自新患者），过去 4 周肥胖症市场 TRx 同比 +84%，Zepbound 贡献约 54% 增量。

六、亚洲资金流：韩台是本轮抛售的风暴眼

韩国 2026 年迄今外资净卖出 1520 亿美元（占市值 3.8%），仅过去 8 个交易日就卖出 116 亿美元；SK 海力士连续 15 个交易日被外资卖出、三星电子连续 5 日流出，两家占 KOSPI 市值 50% 以上。台湾 QFII 单周净卖 192 亿美元、单日最高 99 亿美元，TAIEX 单周
-5%，资金从科技轮动至能源、运输、银行、保险与电信；GS 反转指数 GSSRTSMR 处于
-0.3，显示存在潜在反弹机会，本地散户持续逢低买入、杠杆 ETF 重新获得资金流入，2027E EPS 共识反而上调 2.1%。一个细节值得记住：10 月 18 日凌晨美股 AI 概念股永续合约闪崩，起点是 Binance 上一笔约 200

万美元的闪迪多头平仓，在订单簿极薄时引发约 10 个地址在 1.8 秒内集中扫单——AI
链的边际定价权部分已落在杠杆资金手中，波动会被机械放大。

机构观点

速览： 今日 48 篇机构观点里，最实质的变化集中在三处——外资开始用"融资成本"而非"需求"给 AI 链定价；国内券商把三季报的注意力从收入转向预付款、存货、购货现金支出这类需求端前瞻指标；以及监管口径的澄清把此前被错杀的两个板块（创新药
BD、光伏设备）捞了回来。以下按主题归并，只保留有明确评级、目标价或关键数字的判断。

一、AI 硬件：外资看 TAM，内资看报表质量

高盛走访景旺电子后把全球 AI PCB TAM 从 2027E 270 亿美元上调至 380 亿美元、2028E 840 亿美元（2026 – 28E 复合 148%），并明确景旺是最新 AI 服务器机柜交换机板与中板的主要供应商、高端 HDI 在扩产（该股高盛暂未覆盖）。这是本轮硬件链最激进的一次市场空间上修。高盛同时维持领益智造买入、目标价 18.1 元（对应 2027E EPS 29.5 倍 PE），逻辑是液冷已渗透全球顶级 CSP 并扩展至其他 GPU/ASIC
平台，产能布局中国、菲律宾并规划越南/泰国贴近
ODM，竞争壁垒在新进入者需时通过客户认证。江海股份获首次覆盖买入、目标价 71
元：公司是中国营收最大的铝电解电容企业、全球份额约 6.8%（对比日本贵弥功 9.3%、尼吉康 6.1%、TDK 5.2%），2025 年铝电解占营收 81%，AI 相关产品占比预计从 2025 年约 1% 提升至 2027 年带动盈利接近翻倍。

内资的落点更偏"报表能不能对上"。天风通信维持亨通光电（前三季归母 59.7 – 63.7 亿元、同比
+151%~168%，单 Q3 中值 30.5 亿元、同比约
+300%，光纤光缆是核心增量、海洋业务环比改善）与润建股份（与 X 公司签 2 亿美元 AI
词元跨境销售合同，约 13.38 亿元、周期一年，算力部署境内五象云谷、按 Token 消耗结算）。计算机侧的共识是"财报季重视国产链确定性"：重点推荐寒武纪、浪潮信息、紫光股份，软件端看广立微等设备/EDA
与即将上公有云的星环科技。申万计算机则从 Anthropic 数据反推：26Q3 营收 168 亿美元、环比 +45%，9 月末 ARR 约 700 亿（低于 740 – 770 亿预期），年底指引 1100 亿（低于 1200
亿以上），归因于反蒸馏削减调用（占营收 5 – 7%）、价格战压低单价、Meta 与微软削减内部 Claude 支出。

二、海外科技与半导体：评级分歧集中在"持续性"

瑞银给模拟芯片两条明确偏好：TXN 与 ADI，TXN 为首选（库存优势、份额回升、资本开支拐点改善自由现金流），依据是分销商库存连续温和下降且尚未补库、多数客户预期涨价、4Q26 卖方预测高于正常季节性 200 – 300bps。美光则是一个"模型与市场背离"的样本：HOLT 口径 FY26 CFROI 37%（上年
6%）并预计接近翻倍，而市场隐含长期销售额收缩 12%，瑞银认为这暗示股价可能低估。JPM
维持台积电超配（2027/28 营收 +40%/+28%，产能加速但毛利率持平）、富士胶片超配（CDMO 的 FY2027 盈利前景不确定）、尼得科低配（会计违规）。苹果链上 MS 维持超配：iPhone Duo 预售首日交付等待约 14 周为十年最长（2026H2 产量仅 700 万部 vs 15 亿装机），而 iPhone 18 Pro
系列交付时间同比下降、尚未出现台积电与鸿海实际砍单的可信报道。AMZN
的前瞻提供了一个反向视角：市场对 AWS 2027
年营收增速预期"低得离谱"，在资本开支飙升的背景下仍预期放缓 1
个百分点，逻辑上说不通，因此被视为容易超预期并上调指引的标的。

三、特斯拉与机器人：三家外资、一个结论

MS 维持特斯拉 Equal-weight、目标价 400 美元，但对 3Q 财报"更具建设性"，理由是 Robotaxi 在 Austin
快速扩张（30 天内车队扩至 300+ 辆、无人监督里程超 100 万英里）叠加连续两季交付超预期；对 Roadster 的判断是短期不影响销量与 EPS，长期是工程能力与 SpaceX 技术融合的标杆。JPM

维持中性，唯一被强调的风险是时间表——2028 年量产 vs 2017 年承诺的 2020 年交付。Citi 的 Optimus 中国价值链指数（三花/拓普/均胜等权）显示市场对催化的反应持续衰减：2025 年 1 月 +50%、2025 年 9 月 +81%、2026 年 9 月仅 +16%，10 月全球机器人指数 -4%、中国 -10%、Optimus 指数 -13%（近日受 Roadster 订单预期反弹 +6%），4Q26E
量产爬坡是关键短期催化，维持均胜电子买入。中泰机械从产业细节补了一刀：Roadster 主动尾翼用的就是 Optimus 腿部执行器，说明执行器已跨产品复用。

四、军工与国防：内看航展筹码，外看产能瓶颈

中信军工的判断可以浓缩成一组坐标：年初至今中信军工指数 -28%（倒数第二，仅好于消费者服务 -29%）、机构持仓历史低位、10
月活跃度提升且底部基本确立、未来两个月看"低位置+筹码结构好+珠海航展（12 月 7 – 13 日）"。海外侧 MS 维持航空航天与国防"有吸引力"，AUSA
年会现场"极为繁忙"与股价疲弱形成反差，导弹弹药产能扩张（THAAD、PAC-3 到 Leidos 的 LCCM
低成本导弹）是共同焦点，供应链是最大障碍；Citi
进一步指出内存、连接器、集成电路交货期已延长至一年以上，诺斯罗普 · 格鲁曼凭 Space Park
微电子中心具备差异化。个股层面 JPM 维持中航光电买入但直言"等待拐点"：26H1 营收同比仅 +0.5%，民用强、国防弱，出口增长无法对冲国内国防疲软，高毛利国防需求走弱叠加金属原材料涨价压制利润。

五、金融：保险转防御，券商靠"新红利"

高盛对中国保险转为明确防御：主要险企 10 月 28 – 30 日披露 3Q26，预计 9M26 净利润同比下滑
20 – 60%（对比 1H26 的 +10% 至 +229%），NBV 除中国人寿（全年预计 +14%）外均负增长（对比 1H26 的 +11% 至 +34%），且 H/A 股价尚未充分反映业绩疲软。券商相反：26Q3 行业净利润预计 682 亿元、环比 -28%，但前三季 2242 亿元、同比 +32%，前三季 ROE
7.6%、年内有望冲击近十年新高，核心叙事是"行业首次具备红利投资价值，2027
年股息比肩传统红利"。银行侧长江的 3Q 展望偏正面：大行营收进一步提速、利润稳定，股债投资拉动非息弹性——长鑫上市为国有行创造投资收益、五大行 AIC 子公司收益计入公允价值损益；中小行则受益于 25Q1/Q3 债市深度调整的低基数。MS 的上海调研补充了一个慢变量：交行零售新增 AUM 中 70% 仍流向存款、其中 50% 为定期，居民资产迁移是渐进的，2027Q1 保险销售或有新一轮推动。

六、能源与电力设备：一个被低估的"中国交付优势"

招商电新披露了一份很有信息量的意见函：SpaceXAI 于 10 月 9 日署名、10 月 13 日由美国 DOE 公开，建议对数据中心专用供电设施、被动电气部件及已签订单给予豁免，理由是大型电力变压器西方供应商交期 24 – 30 个月、中国仅 6 – 8 个月，中压开关柜分别为 8 – 10 个月与 2 – 4 个月；公司已采购中国制造降压变压器搭配可信供应商的智能控制部件。天风电新的解读是禁令落地情况有望好于预期：仅服务单个并网点（用户侧、不并网）的设施应归本地配电而非主网，低于 69kV 的配电设备不应受影响，变压器铁芯/绕组等无源设备应与可远程访问的部件区分。风电方面，一家外资在板块自 2026Q1 末回调约 30% 后转向结构性乐观：下调陆风装机预期，但看好海风（首选东方电缆）与出口（金风科技-H、大金重工-H），并把大唐新能源上调至增持（估值+2027 弃风改善）、明阳智能上调至中性。招商电新补充国内共振逻辑：大唐 10GW 框采公示、国家电投第三批 3.075GW（18 标段）招标，陆风需求释放、海风启动与欧洲订单兑现有望在四季度至 2027 年共振。

七、政策口径澄清：两个被错杀的板块

天风医药对 10 月 16 日第 48 号公告的解读是"影响大幅收窄"：禁止出口仅列细胞和基因治疗平台技术、小核酸药平台技术、病原微生物改造与定向增益；限制出口仅列 CGT 与小核酸的"全新靶点发现和验证技术"。与此前 5 月网传版本相比，抗体（双抗/ADC）、小分子靶点等未纳入，因此主流 BD 授权与平台合作、CXO
经营基本不受影响。光伏侧，国金对迈为股份的判断是"靴子落地、利好业务依规有序开展"：拟增列 12

项光伏技术并覆盖承载技术的关键设备，HJT 设备需审批的主要仅两类，现有地面光伏业务基本不受影响，而技术指标明确反而便于商务洽谈。华安补充工信部 10 月 16
日第六版光伏制造行业规范征求意见稿，虽非强制但形成"白名单"式软准入，为集采与信贷提供参考。

八、消费与传媒：AI 内容的商业化第一次有了价格

中信传媒给出一个可验证的数字：海外 AI 原生影视公司 Utopai 通过 PAI
平台推进剧集与电影长篇项目，若按计划交付，两部作品版权预售收入合计最高约 1.1 亿美元——这是 AI
长篇内容商业化落地的标志性节点；国内华策与 Utopai 合作的影片已发预告，芒果推出 AI 艺人与 AI
长剧。招商医药的两条线并行：AI 制药（Boltz 的小分子模型 BlotzMol-1 接入药明康德 25B
规模合成就绪化合物库；Generate 与 Zealand 达成肥胖/代谢蛋白质疗法合作，首付 3000 万美元、临床前里程碑 3500 万美元）与创新药（百利天恒启动 HER2 ADC 全球三期，强生 3Q 营收 254 亿美元、肿瘤 76.02 亿美元同比 +16.7%，ESMO 10 月 23 – 27 日为下一个催化窗口）。互联网侧野村提示逆风：抖音电商 3Q26 付费 GMV
增速由 19% 降至 11%、全年目标 5.2 万亿下调至 5.0 万亿，促销审慎将压制双 11 与在线广告。

九、资源与材料：黄金的避险属性被重新定价

申万金属与国盛有色的观点罕见地一致：在 CPI、PPI、零售数据超预期、加息共识增强、科技与顺周期承压的背景下，远端美债利率反而走低、金价表现韧性，说明驱动来自避险需求而非利率——路径是"资本市场波动→避险买美债→美债收益率不增反降→黄金优势凸显"，历史上黄金股曾表现出类红利属性，当前板块估值处历史偏低、成长性仍在。国盛补充了财政侧的硬数据：2026 财年美国赤字同比扩大 2170 亿美元至 1.99
万亿美元（2021 财年以来最高、历史第三大），支出 7.40 万亿美元创纪录，债务偿付支出 +12% 至 1.36
万亿美元；最高法院否定了大部分关税，导致该财年退还关税 1450 亿美元、净关税收入同比 -11% 至约 1730 亿美元。

十、两条被反复提及的中期线索

一是国产模型的性价比已被第三方量化：中金对 DeepSeek V4.1-Flash-1017
的评测是"重回帕累托前沿"——DeepSWE v1.1 上 max effort 的 Pass@1 达 77.0%，高于 Opus 5 的
74.0%，而单任务费用约 1.3 元；中信补充 Harness 生态（8 月 13 日开源、9 月下旬 GitHub Star 超 23
万），认为其正从模型供给走向 Agent 执行层的生态底座。

二是造船的长周期被数据再次确认：Clarksons 新船价格指数 186.7 点（26 年 3 月以来连续 7
个月上涨）、二手船价指数 229.1 点（环比 +2.2%）、综合运价 77,403 美元/天，3 年内 VLCC 现船 1.8 亿美元 vs 新造 1.3 亿美元的深度倒挂；广发机械继续看好船舶与半导体设备，并提示上周板块波动源于"美国拟放松影子船队制裁"的误读——被制裁船队船龄高且本就持续运营，实际运力释放有限。

值得关注

未来两周的跟踪逻辑可以概括为一句话：看"业绩能否接住估值"和"政策口径能否落地"这两件事的验证节奏。前者集中在 10 月下旬的三季报密集披露期，后者集中在出口管制目录、光伏制造规范、电价机制三条政策线的落地细节。以下按时间与主线分列，均为帖中出现的可验证节点，不含推测。

一、日历上的硬催化（按时间排序）

10 月 19 日（周一）20:00，裕同科技三季报解读电话会。
这是本周唯一明确到点的公司交流。看点不在包装主业，而在两个新变量：iPhone Duo 10 月 16
日预售火爆、10 月 23 日正式发售（国行起售价 15999 元，预计送达已排至 2027 年 1
月），以及液冷业务——NV ZQD 方案确定、华研有望领先切入，26Q4

出货进入业绩兑现期，华研持股比例已提高至 85%。若电话会确认液冷订单节奏，2027 年弹性才有落脚点。

10 月 23 日，iPhone Duo 正式发售。 首个可验证指标是首周实际交付与黄牛溢价，而不是预售等待时间。MS 的框架是 2026 下半年仅 700 万部产量对应 15
亿装机量，供给约束下的"稀缺性溢价"能否转化为供应链实际拉货，决定苹果链 Q4
预期是否还有上修空间。同一时间窗内还需跟踪 iPhone 18 Pro/Pro Max
的交付时间是否继续同比下降——这与"组件订单削减"的传闻互为印证。

10 月 23 – 27 日，ESMO 大会。 这是创新药板块未来两周最密集的催化窗口，招商医药已把它列为"下周重磅汇报和临床数据催化"。前置事件包括百利天恒 10 月 13 日启动 BL-M07D1/T-Bren（HER2 ADC）全球三期（预计 2028 年 12 月初步完成），以及强生 3Q 营收 254 亿美元、肿瘤 76.02 亿美元同比 +16.7%
的行业底色。跟踪要点是国产 ADC/双抗的 ORR 与 PFS 数据是否达到"可授权"标准，因为这直接决定 BD
出海的下一轮定价。

10 月 27 日，以色列选举。 高盛外汇团队把它列为谢克尔（ILS）的关键事件，判断中期仍由全球贝塔主导，建议选举后上涨时重新做空。对 A 股/港股没有直接传导，但它是中东地缘溢价（当前布油 109.86 美元/桶、WTI 101.41 美元/桶）的一个观察窗口。

10 月 28 – 30 日，中国主要险企披露 3Q26 业绩。 高盛的预期很明确：9M26 净利润同比下滑 20 – 60%（对比 1H26 的 +10% 至 +229%），NBV 除中国人寿（全年预计 +14%）外均负增长，且认为 H/A
股价尚未充分反映。这是"利空是否已 price in"的直接检验——若实际落在区间下沿而股价不跌，说明防御姿态已被消化；若超预期下滑，保险与银行的联动会拖累指数。

10 月末，美国 10 月 FOMC。 GS 与 JPM 一致预期按兵不动，12
月加息一次（且判断是"第二次也是最后一次"）。真正要看的不是决议本身，而是声明对"3M 年化核心 PCE 从 2.0% 跳升至 2.7%"的定性——若承认短期去通胀趋势中断，12
月加息的定价会进一步夯实，成长股估值压力延续。

11 月 11 日，空军成立 77 周年。 国金军工明确把它列为航展前的催化之一，并提示"预期差在于航展不止是 12 月 7 日的单点事件"：10 月下旬有多国军事演习与军贸展会，11 月下旬到 12 月初是珠海航展参展装备的集中披露窗口，届时可能出现新装备首秀与海外客户订单。跟踪主线是军贸订单与低空/无人系统，而非单纯的事件博弈。

12 月 7 – 13 日，第十六届中国国际航空航天博览会（珠海）。
这是未来两个月军工行情的终点事件，也是当前"低位置（年初至今 -28%）+筹码结构好"逻辑的兑现窗口。

二、需要盯数据的四条产业验证线

（1）三季报的"前瞻指标"比收入更重要。 这条方法论点值得单独记住：在 AI 芯片与服务器这类设备公司里，预付款、存货、购买商品支出的现金流出，比营收更能确认需求。已经给出答案的是生益科技（单 Q3 归母 31.7 – 35.8 亿元、同比 +212%~252%，环比 +49%~68%，单季归母与扣非双创历史新高）、亨通光电（单 Q3 中值 30.5 亿元、同比约 +300%）、长鑫科技（单 Q3 营收 1147 – 1197 亿元符合预期，归母 534 – 549 亿元低于 600 亿元以上的预期，原因指向少数股东权益占比与产线代际切换）。下一批要看的是寒武纪、浪潮信息、紫光股份的预付款与存货变化。

（2）PCB/CCL 与载板的涨价能否延续到 2027。 高盛把 AI PCB TAM 的 2027E 上调至 380 亿美元、2028E 840 亿美元；BT 载板的模型更新给出更硬的供需缺口——内存载板需求 2026 – 28 年复合 41%、2026/2027 年占 BT 载板总市场 68%/74%，而产能复合增速仅 6%（上一轮是 9%），因为亚洲头部厂把产能从 BT 转向
ABF。跟踪点是 11 月的涨价函与 Q4 排产，以及内存载板订单能否验证 41% 的增速假设。

（3）HBM 与存储的"量价齐升"能否被财报确认。 彭博行业研究的预测是：HBM 出货量从 2025 年约 25 亿 GB 增至 2030 年接近 180 亿 GB（约 7 倍），而均价从每 GB 约 13 美元升至 35 美元（接近三倍）。这种"量增价升"

在半导体史上罕见，因此任何一家原厂的季度价格指引都是关键验证。长鑫的 4F² 服务器内存产品计划 2026 年底前推出，密度较 6F² 提升约
30%、代价是良率——年底的产品发布与良率数据是国产存储估值的关键节点。

（4）AI 数据中心的电力与电源方案何时从"架构对齐"走向"规模商用"。 国金电新的时间表很清晰：Google 与 NVIDIA 把 2026 年列为单列系统验证期、2027 – 2028 年为数据中心级验证期、2029 年以后才是原生 LVDC 规模部署，因此必须区分"设备就绪"与"规模商用"。已出现的实物进展是 NVIDIA 与麦格米特展示 100kW 液冷 AC/DC、95kW 液冷 DC/DC 电源架，液冷正从 GPU 延伸到电源。这条线的现实含义是：800VDC 主题在 2027 年前偏预期，订单兑现要等 2028 年。

三、政策线的落地细节（比方向更重要）

出口管制目录的征求意见结果。 10 月 16 日商务部、科技部就修订目录公开征求意见，拟增列 AI 23 项关键技术、光伏 12 项技术，并对相关技术实施出口前临时登记。三个细节值得逐条核对：一是"已开源、已发论文进入公共领域的技术不纳入管理"，这决定了 DeepSeek 类开源模型是否受影响；二是"API 调用、SaaS 应用等出海形式不属于大模型技术出口管理范围"，这决定了润建股份 2 亿美元 Token 出海合同这类新模式是否可持续；三是生物医药口径——天风医药确认禁止出口仅限 CGT 平台技术、小核酸平台技术、病原微生物改造，抗体（双抗/ADC）与小分子靶点未纳入，因此药明康德类 CXO 与主流 BD 授权不受影响，"误杀"应被修复。

光伏制造行业规范（第六版）与设备出口登记。 工信部 10 月 16 日发布征求意见稿，虽非强制但形成"白名单"式软准入（影响集采与信贷）；同时 12 项光伏技术纳入出口管理。国金对迈为的判断是"靴子落地"，需跟踪的是 HJT 设备审批的两类范围是否如解读般狭窄，以及颗粒硅新增"电子级 3 级以上"要求对多晶硅供给的实际约束。

电价机制。 江苏 10 月 13 日发文取消 2027 年零售交易固定价格机制，零售套餐电能量价格与批发市场购电成本挂钩，背景是两广批零倒挂导致售电公司大面积亏损。这条线对电力股的盈利稳定性是实质改善，跟踪 2027 年长协电价谈判的落地幅度。

地产的"以价换量"能否延续。 政策端已有 7 个重点城市落地商品住房销售制度改革细则（10 月 15 日新增深圳、杭州），需求端 10 月 1 – 16 日 25 城二手房门店成交同比 +27%（9 月 +19%），但 84 城冰山指数月环比仍 -0.56%、49 城挂牌量环比 +0.27%（一线 +0.97%）。跟踪点是 10 月全月成交能否维持 20% 以上同比，以及挂牌量能否见顶——量价背离持续时间越长，消费建材的"底部向上弹性"越难兑现。

四、三个待验证的分歧

分歧一：CoreWeave 的高收益率是信用问题还是产业问题？ 一种解读是"缺 GPU 直接抵押→信用债定价"，因此不等于算力需求崩塌；另一种是中信组合策略的"信贷暴雷→CSP 自由现金流转负→滞胀交易"。验证点在下周 neoclouds 的融资成本与 CSP 的资本开支指引是否同步恶化——若只有前者恶化，是信用事件；若两者同步，是产业拐点。

分歧二：Anthropic 的 ARR 放缓是需求见顶还是统计口径迁移？ 申万的归因是反蒸馏削减 5 – 7% 收入、价格战压低单价、Meta 与微软削减内部支出；华泰的反驳是 Token 均价下跌源于工作负载从高端模型迁向"足够好"的开源模型，而国产模型在开源第一梯队。验证点是 12 月 Anthropic 的年底 ARR 能否达到 1100 亿美元指引，以及 DeepSeek 类开源模型的调用量份额是否继续上升。

分歧三：A 股是反抽还是反转？ 国联民生金工的量化择时给出"市场或进入超卖反弹"——流动性仍下行、分歧度继续下行、景气度略有回升，三维框架转为"一致上涨"状态，但技术形态上支撑已变阻力，即便反弹后续也大概率是低位震荡。开源策略的说法接近：估值与拥挤度相对合意、反抽随时到来，但强反弹需等右侧信号。验证变量就两个——A 股日成交额能否从 1.5 – 2.0 万亿回升，以及美国 10 年期国债收益率能否见顶。这两个不转向，反弹就只能按交易性机会对待。

各行业板块

煤炭

核心催化

- 供给端收缩被实地调研证实：山西焦煤与动力煤煤矿走访显示，即便把复产因素纳入考量，山西产量相较2025年仍可能下滑10%；5月末重大事故后从业者心态明显转变，即便安检放宽，超产意愿也很低，走访的全部煤矿均表示将按核定产能制定生产计划。这与2023年下半年"安检放松后继续超产"的上一轮形成本质差异。

- 冬储补库叠加大秦检修，港口价格连续上行：10月内陆电厂补库开启，本周港口煤价以每日5元的幅度上涨。截至10月16日，秦皇岛港Q5500动力末煤平仓价1028元/吨、周环比+3.0%；黄骅港Q5500 1025元/吨、周环比+26元（2.6%），Q5000 929元/吨、+27元（3.0%）。

- 日耗跳升但库存同步积累：截至10月15日，二十五省电厂日耗520万吨/天、周环比+10.8%，库存11990万吨、周环比+1.4%，可用天数23.1天。日耗回升与库存积累并存，说明旺季启动但补库同样积极，价格上行的持续性取决于后续日耗能否继续爬升。

- 国际煤价跟涨、内外价差转为小幅倒挂：澳洲5500大卡114.75美元/吨、周环比+3.1%，折人民币含税到岸价1039元/吨，与国内形成约16元/吨的倒挂，进口冲击减弱。

核心标的及逻辑

今日帖未明确推荐个股，仅提示板块层面的红利防守属性：价格高位维持下煤炭Q3、Q4基本面确定性较强，在市场反复承压的环境中表现出较强的红利防守逻辑。产业链价格环境方面，炼焦煤在下游减产、焦炭二轮提降后本周企稳并小幅回升，比前期更健康。

行业趋势

供给是当前矛盾的核心。晋陕蒙442家煤矿周度产量2644万吨、同比-1.2%、环比+1.0%，产能利用率79.9%、同比-1.0pct；分省看山西周产774万吨、同比-10.0%、产能利用率仅63.2%（同比-6.9pct），而内蒙古1204万吨、同比+3.6%（利用率89.2%）、陕西666万吨、同比+1%左右——减量高度集中在山西，且是心态与合规约束导致的自发性减产，而非单纯安检停产，这意味着复产的弹性比市场预期更弱。国家部委本周在推动核增的同时前往太原细化复产保供措施，政策意图与矿方意愿之间存在明显张力。

需求侧进入冬季旺季，日耗已跳升至520万吨/天，但23.1天的库存可用天数并不紧张，短期价格更可能呈现"高位震荡、逐日小幅推涨"而非快速拉升。中期看，若山西产量确实较2025年下滑10%，叠加国际煤价因油气价格抬升而跟涨、进口倒挂，全年供需将维持偏紧，煤价中枢上移的确定性高于煤价弹性，这也是红利逻辑能够成立的前提。

石油石化

核心催化

- 霍尔木兹海峡通行再度受限，风险溢价重新累积：近期海峡再度出现油轮触雷起火，通行不确定性增强。此前经STS（船队船）转运，海峡流量一度恢复至1950万桶/天，但10月以来回落至冲突前约70%。现货缺口支撑100美元/桶的油价中枢。

- 库存缓冲已被消耗到极限：美国SPR自冲突以来累计释放1.3亿桶，上周触及2.83亿桶（历史极限约2.8亿桶附近），继续投放的空间基本用尽；截至10月9日当周，美国原油库存（含SPR与商业库存）周环比-856万桶，汽油库存+352万桶，炼厂开工率+0.8pct。

- 价格表现：10月16日布油收109.86美元/桶、WTI收101.41美元/桶，10月17日布油进一步至109.95美元/桶，本周原油大涨约5%。石油石化板块本周仅跌0.9%，跑赢沪深300（-3.4%）2.5个百分点，在全部板块中涨幅排名第6。

- 天然气价格同步失控：截至 10 月 16 日中国 LNG 到岸现货价 29.73 美元/百万英热，周环比 +13.30%、同比 +167.27%；荷兰 TTF 期货 26.80 美元/百万英热（86.43 欧元/MWh），周环比 +9.31%、同比 +160.87%；欧盟储气率 74.22%，周环比 +0.92pct、同比 -8.71pct，入冬前库存明显偏低。

核心标的及逻辑

今日帖未给出明确个股评级，方向性指向两类：一是能化工程（油价站上 100 美元后，油气工程与模块化订单的景气度上修，广发建筑明确提示"重视能化工程标的"）；二是炼化一体化的价差修复，但当前成品油裂差实际在收窄——柴油 9317 元/吨（+12 元）、裂差 1705 元/吨（环比 -40 元），汽油 10347 元/吨（环比 -279 元）、裂差 1464 元/吨（环比 -153 元），说明原油上涨尚未顺畅传导至下游，炼厂利润被压缩。

行业趋势

当前是典型的"成本推动、需求承压"格局。供给端，海峡通行量降至冲突前的 70%、SPR 接近极限、全球库存低位，三者叠加意味着任何新的地缘扰动都缺乏缓冲，油价对消息的弹性被放大；需求端，主营炼厂开工率 73.3%、独立炼厂 52.5%，仅环比小幅回升，山东地炼开工率周环比还下降 0.2pct，说明高油价已在抑制加工意愿。海外成品油裂差更能说明问题：欧洲柴油裂差 97 美元/桶、汽油 44 美元/桶，新加坡柴油 65 美元/桶、汽油 30 美元/桶，欧洲明显强于亚洲，区域套利窗口仍在。

化工链上游的传导已经开始但幅度有限：乙烯东北亚 1130 美元/吨、丙烯华东 1.05 万元/吨，本周环比持平，烯烃市场稳定运行。中期看，油价中枢抬升对石化板块是"营收增、利润分化"——上游勘探与油服受益，中游炼化在裂差收窄下承压，因此板块内部的选择比方向判断更重要。

有色金属

核心催化

避险属性回归是本日有色最强的一条主线。 申万金属指出，过去几天超预期的美国 CPI、PPI、零售数据整体推升了美联储加息预期，市场对"开启一轮较长加息周期"的共识在增强，科技与顺周期同步承压；但远端美债利率反而走低、金价表现出很强韧性。其给出的传导链条是"资本市场波动→避险需求买入美债→美债收益率不增反降→黄金相对优势凸显"，并强调美国衰退尚未成为主流叙事，因此这一轮金价韧性的定价来源是避险而非衰退。历史上黄金板块曾表现出类似红利板块的避险属性，这一点在当前"滞胀交易抬头"的环境里被重新激活。

美元信用端提供了中期支撑。 国盛有色援引美国财政部 10 月 16 日数据：截至 9 月 30 日的 2026 财年，美国财政赤字同比扩大 2170 亿美元至 1.99 万亿美元，为 2021 财年以来最高、历史第三大年度赤字；财政支出创纪录达 7.40 万亿美元、同比增长 6%，其中债务偿付支出同比增长 12% 至创纪录的 1.36 万亿美元。此外美国最高法院此前裁决否定特朗普政府大部分关税，导致 2026 财年退还关税 1450 亿美元、净关税收入同比下降。财政赤字扩张叠加关税收入回吐，构成"财政赤字与 AI 叙事共同挑战美元信用"的判断基础。

稀土端出现实质性资产重组。 盛和资源公告拟向中国稀土集团全资子公司中稀发展转让乐山盛和（剥离非稀土冶炼分离业务后）、全南新资源、江阴加华及淄博加华各 51% 股权，四家标的 100% 股权预估值合计 32.5 – 35.5 亿元，对应交易价款预计 16.58 – 18.11 亿元；交易完成后四家公司不再并表，盛和资源分别保留 49%/48%/35%/39% 股权并转为权益法核算。截至 26H1 四家标的净资产合计 20.08 亿元。这意味着中国稀土集团正式控股盛和的冶炼分离环节，双方协同从"合作"升级为"股权绑定"。

核心标的及逻辑

- 黄金及黄金股：申万金属明确"重申避险属性正在回归，关注黄金及黄金股"。逻辑支点是远端美债利率走低 + 金价韧性 + 历史避险属性类比红利。需要提示的是，三季度黄金板块经历过安全检查导致的经营冲击，部分企业产量环比受损，因此金价上涨向业绩的传导在三季报层面可能被产量因素部分抵消。

- 盛和资源：本次交易的核心看点不是对价而是股权结构——冶炼分离资产出表换得中稀集团深度协同，公司从"独立稀土冶炼商"转为"央企体系内的参股平台"。短期看并表收入规模下降、投资收益占比上升，中长期看资源与配额端的确定性提升。

- 贵金属 + 工业金属双线：国盛有色的框架是把贵金属锚在美元信用与财政赤字，工业金属锚在 AI 与制造业需求，两者在本轮"滞胀 + AI 资本开支"组合下并不矛盾。

- 组合层面，中信组合策略 10 月模型持仓为【能化 + 有色 + 豆粕 + A股】，相较 9 月下调黄金、上调 A股。这是一个值得注意的边际变化：策略层面在减黄金的同时保留有色，说明其对工业金属的配置意愿强于贵金属。

行业趋势

当前有色的定价权已经从"供需平衡表"部分转移到"实际利率与美元信用"。加息预期升温本应压制金价，但远端利率下行与财政赤字扩张形成对冲，结果是金价跌不动、金矿股跟随风险偏好波动。这种"金价强、股价弱"的背离，本质是市场在滞胀环境中同时交易"避险"和"杀估值"两件事。

工业金属方面，本日帖子未提供库存、TC/RC 或加工费等高频数据，不做外推。可跟踪的验证点是：若 12 月美联储真的落地加息、且美国增长数据不塌，则工业金属的需求端逻辑仍成立；若加息后增长数据转弱，则贵金属相对收益会更突出。稀土板块的关键变量是中稀集团在完成对盛和冶炼分离资产的控股后，行业配额与价格协调机制是否进一步集中。

基础化工

核心催化

- 化纤链价格与库存同时改善：本周（10 月 12 – 16 日）部分氨纶品种价格上行约 500 元/吨，华东 40D 周均价 28100 元/吨持平，差别化规格供给偏紧是涨价主因；截至 10 月 16 日氨纶工厂库存 37.5 天、较 10 月 9 日下降 3.3 天。粘胶长丝产能或缩减，化纤产业链的供需边际转好被明确看好。

- 板块跌幅居前，估值分位已至底部：本周基础化工下跌 7.98%，跑输沪深 300（-3.4%）4.58 个百分点，在全部板块中排名第 13。申万基础化工 PE、PB 历史分位分别为 53% 和 36%，处于历史偏底部区间；主流化工品价格与价差分位均处底部。

- 成本端压力来自油价与中东供应扰动：乙烯裂解装置开工率平均约 80%，低于 2 月的约 85%；受中东持续供应扰动，乙烯价格近期上行，但下游价差承压（含 MDI，压力源于原料成本走高），国内库存同比仍处低位。

- 新材料侧的国产替代出现实质进展：TIM 材料调研显示，美盈森通过与汉高合作（汉高提供基础材料、公司负责填料混配/模切/表面处理）切入供应链，7 月开始导热凝胶量产；随着 Rubin 平台导入石墨烯垫片，竞争要素从传统品牌渠道转向材料迭代，国产厂商迎来份额突破窗口。

核心标的及逻辑

华峰化学、新乡化纤、泰和新材——氨纶价格上行、库存去化 3.3 天，差别化规格供给偏紧，属化纤链景气修复的直接受益者。

万华化学（26PE 12x、历史分位 10%；PB 1.8x、分位 1%）、华鲁恒升（12x/25%；1.4x/11%）、宝丰能源（11x/1%；2.9x/36%）、新和成（11x/10%；2.3x/19%）、华峰化学（15x/23%；1.5x/10%）、扬农化工（16x/9%；1.7x/3%）、卫星化学（10x/8%；2.2x/36%）——七家龙头白马均处 1995 年以来估值偏低区域，配置逻辑是"油价高位压制需求已被定价、龙头成本优势与分红能力提供安全边际"。

鸿富诚——TIM 材料调研重点推荐，受益材料升级与场景扩容双重驱动。

行业趋势

当前化工的核心矛盾是"成本强、需求弱、估值低"。成本端油价站上 100 美元（布油 109.86 美元/桶），乙烯裂解开工率仅 80%、中东供应扰动推升乙烯价格，但下游 MDI 等品种价差被原料成本挤压，说明涨价难以顺畅传导。需求端的高频数据偏弱：本周化工行业合计耗煤 604.03

万吨、同比 -2.0%、周环比 -3.1%，其中甲醇 348.5 万吨（同比 -3.0%）、乙二醇 63.02 万吨（同比 -18.3%）、PVC 51.47 万吨（同比 -9.3%）、纯碱 40.51 万吨（同比 -18% 左右），仅合成氨 190.53 万吨同比 +17.3% 保持增长——耗煤量是化工开工的直接代理指标，其同比转负意味着整体开工率在收缩。

结构上，化纤是当前位置最清晰的改善方向：氨纶价格局部上行、库存去化，粘胶长丝还有产能缩减预期，供给端的自律比需求端的复苏更可靠。中期看，龙头白马的性价比来自估值而非景气——在油价高位、价差底部、PE/PB 分位均处历史低位的组合下，向下的空间被分红与成本壁垒锁住，向上的弹性则要等油价回落或内需政策落地。另一条独立线索是新材料国产替代（TIM、电子级材料），其驱动力来自 AI 硬件规格升级而非化工周期，估值体系也应与周期品区分。

建筑材料

核心催化

- 珠三角水泥连续三轮推涨：9 月 29 日珠三角水泥、熟料普涨 30 元，10 月中旬散装水泥再涨 50 元，11 月底前预计还有 50 元涨价预期。三个原因叠加——广东环保督察引发的超产治理要求 10 – 12 月每月错峰 10 天、广西外部冲击大幅减少且 10 月至次年 3 月西江枯水期航运受阻、旺季需求环比改善。机构判断今年高价有望持续到 2027 年 2 月春节前后。

- 全国水泥价格指数连续回升：本周全国水泥价格指数 336.53 元/吨、周环比 +1.47%，由煤价高位、供给约束延续、需求边际改善共同驱动，但仍未回到去年同期水平。窑线运转率上升与库容率下降并存，说明新增产量被需求消化。

- 成本已逼近现金线，推涨意愿被强化：煤炭成本高位运行下，部分区域水泥售价已接近现金成本线，叠加错峰带来的固定成本分摊增加，企业保价意愿强烈，预计下周价格延续分化上行走势。

- 地产政策继续落地：10 月 15 日深圳、杭州出台商品住房销售制度改革细则，加上此前已落地的北京、上海、广州、武汉、天津，全国已有 7 个重点城市落地该类改革；1 – 9 月重点 20 城二手房累计成交面积约 1.39 亿平米、同比 +6.5%，存量房需求回暖对消费建材形成支撑。

核心标的及逻辑

海螺水泥、塔牌集团——水泥专家交流明确指出，两家公司承诺分红对应的股息率相较主流红利仍明显更高，配置需求带来的估值修复有望持续，逻辑是"低位红利轮动 + 基本面边际改善"双轮，而非单纯的价格弹性。

消费建材方向未给具体标的，仅提示政策密集落地下的底部向上弹性。

行业趋势

水泥是当前建材中基本面最扎实的子行业：供给端有环保督察与错峰生产的硬约束（广东 10 – 12 月每月错峰 10 天），成本端煤价高位把售价顶到现金成本线附近，需求端节后基建复工与专项债发行高峰提供边际改善，三者共同构成"价格易涨难跌"的结构。区域分化明显——珠三角因西江枯水期航运受阻、广西输入减少而弹性最大，全国均价只是温和修复。

浮法玻璃则完全相反。财通产业链调研（沙河、山东、湖北）反馈：2026 年总需求下降约 10%，2027 年可能继续下降但降幅收窄；出口、制镜与深加工订单相对较好，但体量有限，只是结构性亮点；供给端全国在产日熔量约 14 万吨，后续产能退出速度或边际放缓；厂家库存仍在 30 天以上，贸易商与期货仓单压力不小。小线已退出较多，但剩余企业抗亏损能力更强，债务、保就业与冷修重启成本令停产决策偏慢，且部分停产并非永久退出——这解释了为何"供给出清"迟迟不来。

中期看，建材内部应按"供给约束强度"分层：水泥 > 消费建材 > 玻璃。另一条独立线索是电子布/玻纤，下周中国巨石玻纤年会与三季报交流是验证 PCB 上游景气的高频窗口，其定价逻辑已脱离地产链，跟随 AI 硬件周期。

建筑装饰

核心催化

- 油价站上 110 美元，能化工程订单环境改善：26 年 9 月中东武装冲突持续、原油风险溢价上行，布伦特 10 月 17 日收盘 109.95 美元/桶，站稳 100 美元上方，油气工程与模块化建造的资本开支预期随之上修。

- 算力网被纳入"六张网"工程服务主线：总书记考察乌兰察布算力中心项目，强调积极推动绿色算力产业发展，建筑企业作为算力基础设施的工程承包方获得新增需求来源。

- 重点工程资金到位：财政部《2026 年上半年中国财政政策执行情况报告》显示上半年已下达超长期特别国债资金，专项债发行进入高峰期，节后重大基建项目逐步复工，重点工程需求处于修复通道。

- 商业航天与太空算力推进：朱雀二号改进型遥四运载火箭（ZQ-2E Y4）在东风商业航天创新试验区点火升空，02 组卫星搭载高性能计算载荷，推进全域激光通信网络、基础大模型在轨训练等在轨验证，为相关地面工程与配套建设提供新场景。

核心标的及逻辑

中国能建、中国电建——能化工程与电力工程的直接承接方，油价高位与算力用电需求双线受益。

中国通信服务、柏诚股份、深桑达 A——算力网与数据中心工程服务标的，对应"六张网"中的算力基础设施。

山东路桥——红利属性突出：控股股东山东高速集团及一致行动人拟增持不低于 4.5 亿元、不超过 9 亿元；26H1 在手订单 1246 亿元，业绩能见度较高。

行业趋势

建筑板块当前是"主题与红利两条腿走路"。主题侧，传统基建增速平淡，但算力中心、绿色算力、商业航天配套等新场景正在成为订单增量，这类项目的共同特征是业主资金实力强、付款条件优于传统房建，对应毛利率与现金流质量更好。红利侧，在利率高位、市场风险偏好收缩的环境下，低估值央国企与新签订单充裕的地方路桥成为防御性配置对象，山东路桥的股东增持是这一逻辑的直接证据。

需要区分的是，建筑装饰的传统需求端仍受地产拖累：本周地产虽有 7 城销售制度改革落地、25 城二手房成交同比 +27%，但新房链条并未同步改善，房建订单的修复要滞后于销售数据。因此板块内部应优先选择"订单结构偏基建与能源、现金流可验证"的标的，而非单纯的低估值房建企业。

电力设备

核心催化

- 光伏出口管制"靴子落地"，规则明确反而利好设备商：10 月 16 日商务部、科技部拟增列 12 项光伏技术并覆盖承载技术的关键设备，自公告发布即实施出口前临时登记。国金对迈为股份的解读是相反方向——HJT 设备需审批的主要仅两类，现有地面光伏业务基本不受影响，且控制要点技术指标非常详细，反而为企业洽谈提供准确指导，上半年因范围不明导致的顾虑消除。

- 光伏制造规范升至第六版，形成"白名单"式软准入：工信部 10 月 16 日发布征求意见稿，虽非强制但可通过"行业规范公告名单"影响大型项目集采与金融机构信贷；新版对多晶硅新建/改扩建额外要求颗粒硅满足电子级 3 级以上，对存量组件提出 n 型技术要求。

- 美国电力设备禁令存在豁免可能：SpaceXAI 于 10 月 9 日署名、10 月 13 日由 DOE 公开的意见函建议对数据中心专用供电设施、被动电气部件及已签订单给予豁免，理由是大型电力变压器西方供应商交期 24 – 30 个月、中国仅 6 – 8 个月，中压开关柜分别为 8 – 10 个月与 2 – 4 个月；公司已采购中国制造降压变压器搭配可信供应商的智能控制部件。天风电新据此判断禁令落地或好于预期：仅服务单个并网点（用户侧、不并网）的设施应归本地配电，低于 69kV 的配电设备不应受影响，变压器铁芯/绕组等无源设备应与可远程访问部件区分。

- 风电集采接连启动：10 月 9 日大唐 2026 – 2027 年风机 10GW 框采公示中标候选人，10 月 14 日国家电投第三批规模化采购招标 3.075GW（18 个标段）；龙源电力江苏射阳海风一期首批机组推进。

- OCP 峰会明确 800VDC 时间表：Google 与 NVIDIA 将 2026 年列为单列系统验证期、2027 – 2028 年为数据中心级验证期、2029 年后才进入原生 LVDC 规模部署；NVIDIA 与麦格米特已展示 100kW 液冷 AC/DC、95kW 液冷 DC/DC 电源架，液冷从 GPU 延伸到电源。

核心标的及逻辑

迈为股份——出口管制范围明确后业务依规开展，HJT 设备受影响面小于市场担心，属"利空出尽"型修复。

晶科能源——26Q1 – 3 归母 -29.76 至 -35.76 亿元、同比减亏 8.8% – 24.1%；单 Q3 归母 -5 至 +1 亿元、环比大幅减亏。三个改善来源：Q3 组件出货 15GW+、高效产品占比 65% – 70%（单瓦盈利约 -3 至 1 分）、美国出货旺季 800 – 900MW、储能扭亏（Q3 确收 1.7 – 1.8GWh），战略转向平衡盈利。

东方电缆（海风首选）、金风科技-H、大金重工-H（出口成长）、大唐新能源（上调至增持，估值+2027 弃风改善）、明阳智能（上调至中性）——风电板块自 2026Q1 末回调约 30% 后的结构性选择。

中广核电力——核电新机组投产带动盈利增长 21%，领涨同业（JPM 亚洲科技追踪）。

行业趋势

板块内部出现明显分化，需分开看。

锂电是当前最弱环节：ZE 咨询下调 2026 年 10 月排产预测，头部五家电池公司环比仅 +1%（此前预览 +7%），下调源于宁德时代、亿纬锂能、瑞浦兰钧；10 月本应是旺季，"赶产"预期已难实现，印证终端需求走弱。LFP 正极的"反内卷"机制仍在推进——CIAPS 的 LFP 分会 2025 年 5 月成立、8 月发布行业健康发展倡议、11 月公布行业平均成本（当时绝大多数生产商亏损）、12 月倡议盈亏平衡前不扩产，此后加工费开始改善，说明供给自律确实在起效，但价格修复的斜率取决于需求能否止跌。

光伏处于"政策出清、盈利筑底"阶段：出口管制与制造规范同时落地，短期增加合规成本，中长期抬高中小产能的生存门槛，龙头受益；晶科的单季减亏证明高功率产品结构与储能业务可以部分对冲组件价格压力。

风电与电力设备是景气最确定的方向：国内陆风集采（大唐 10GW、国投 3.075GW）与海风项目启动形成共振，欧洲订单兑现在 2027 年；电力设备则受益于全球 AIDC 建设与交付周期错配，中国变压器 6 – 8 个月的交期优势在西方 24 – 30 个月的对照下极为突出，这也是 SpaceXAI 主动申请豁免的现实原因。800VDC 的产业节奏要冷静看待——2026 年是单列系统验证、2029 年后才规模部署，主题投资与订单兑现在时间上相差三年。

机械设备

核心催化

- 金海通 Q3 大幅超预期，验证封测景气与 ATE 价值量膨胀：26Q1 – 3 归母净利 3.1 – 3.4 亿元、同比 +148%~172%；以中枢计单 Q3 归母 1.54 亿元、同比 +214%、环比 +75%。分选机龙头业绩超预期再次验证封测行业高景气与 AI 带来的测试设备价值量提升，线性外推 2026 年业绩有望达 5 亿元级别，当前估值不到 25 倍。

- 高机内外销两旺：9 月升降工作平台内销 9829 台、同比 +84.3%，出口 10664 台、同比 +50.6%。内销高增的驱动是国内城市更新等非地产小场景需求复苏（低米段出租率普遍较好），以及租赁商补采购——宏信建发 26Q1 – 3 收入同比 -9%，但海外业务收入 +39%、占总收入超 22%、海外毛利占比超 33%。

- 船舶长景气再获数据确认：恒力重工首制两艘 LNG 双燃料 21000 标准箱超大型集装箱船出坞（双船同坞铺龙骨、搭载并同时出坞）；9 月造船价格指数 186.59、同比 +0.55%、环比 +0.13%，油轮与散货船价均已创新高，二手船价指数同比 +16.6%。

- 机器人产业化出现跨产品验证：Roadster 的主动尾翼采用了 Optimus 机器人的腿部执行器，说明特斯拉是按整机任务需求反推各关节扭矩、速度、能耗再系统设计电机与传动，而非为每个关节孤立设计零部件，执行器已实现跨产品复用。

核心标的及逻辑

金海通——分选机龙头，Q3 单季归母 1.54 亿元、同比 +214%、环比 +75%，超市场预期；逻辑是封测扩产与 AI 芯片测试时间变长共同推高 ATE 设备需求量价，2026 年 5 亿元级别利润对应不到 25 倍估值。

浙江鼎力——高机双旺的直接受益者，9 月行业内销 +84.3%、出口 +50.6%，公司作为龙头在海外渠道与产品结构上占优。

松发股份、中国船舶、中集集团、中国动力——造船链重点标的，逻辑在新船价格连续 7 个月上涨、二手船价创新高、订单排至 2030 年。

保隆科技——飞车主题中"完全增量技术"的少数可选标的（储气罐+传感+分配阀），但需注意冷气推进与主动吸底系统由 Tesla 与 SpaceX 联合开发，国产厂商直接进入难度大。

行业趋势

机械板块当前是"半导体设备与船舶强、通用设备弱"的结构。半导体设备端，前道公司靠新接订单超预期、后道公司靠当期业绩超预期，金海通的报表是后者的样本——封测景气度与 AI 测试时长同时上行，且国产分选机的份额仍在提升。船舶端，供给约束（船厂产能）与需求（环保更新+运距拉长）错配，价格连续 7 个月上涨，上周板块波动源于"美国拟放松影子船队制裁"的误读，实际被制裁船队船龄高且本就持续运营，运力释放有限。

工程机械的复苏是结构性的而非全面的：高机内销 +84.3% 来自城市更新等小场景，与地产无关；出口 +50.6% 则受益于海外租赁商补库。这条逻辑与 2024 年挖机转正相似，属于"低米段先复苏"的早期信号，尚不足以推导全行业拐点。

主题层面，机器人（Optimus 执行器跨产品复用、4Q26 量产爬坡）与飞车（低位汽零 10x PE 的估值修复）是两条情绪线，前者有产业验证、后者主要是预期交易，参与时需区分。

国防军工

核心催化

- 位置与筹码已到极值：年初至 9 月，中信军工指数累计下跌 28%，在中信一级行业中排名倒数第二（仅好于消费者服务 -29%），机构持仓回落至历史低位。进入 10 月板块活跃度明显提升，机构判断"底部基本确立"。本周中证军工指数仅跌 2.2%，在普跌中排名第 5（跌得少），相对强势已经出现。

- Q4 催化不是单点而是连续窗口：国金军工明确指出预期差在于"航展不止是 12 月 7 日的单点事件"——10 月下旬有多国军事演习与军贸展会，11 月 11 日空军成立 77 周年，11 月下旬至 12 月初是珠海航展参展装备的集中披露期，届时可能出现新装备首秀与海外客户订单。

- 海外需求侧同样在扩张：MS 参加美国陆军协会（AUSA）年会后称展会"极为繁忙"，与国防股疲弱形成鲜明反差，导弹与弹药产能扩张是主承包商与供应商的共同焦点（从 THAAD、PAC-3 到 Leidos 的 LCCM 低成本导弹），无人机产品百花齐放，反无人机方案呈"寒武纪大爆发"、模块化分层防御成趋势。

- 供应链是共同瓶颈：花旗指出半导体已成航空航天与国防的硬约束，内存、连接器、集成电路交货期延长至一年以上；MS 也把供应链列为导弹产能扩张的最大障碍。两家机构指向同一结论——瓶颈环节的议价能力在提升。

核心标的及逻辑

洪都航空——国金军工首推，军贸标签清晰，给出"市值看 500 亿、100% 空间"的明确判断，属弹性最大、辨识度最高的方向。

航发科技——与洪都并列为首选，两机（航空发动机与燃气轮机）主赛道的高贝塔标的。

中航成飞、中航西飞、中航沈飞、国睿科技——军工主赛道组合，覆盖整机与雷达。

中航光电（JPM 维持买入，但明确"等待拐点"）——26H1 营收同比仅 +0.5%，民用业务强劲、国防需求仍疲软，出口增长无法对冲国内国防下滑，高毛利国防业务走弱叠加金属原材料涨价压制利润。这是当前军工基本面的真实写照：订单未回暖，估值先修复。

行业趋势

军工正处于"基本面底部 + 事件催化密集"的典型组合。基本面侧，中航光电的中报说明产业链订单尚未实质回暖，国防需求周期连公司管理层都难以预判，这意味着三季报大概率仍偏弱；但股价已经跌了 28%、机构持仓降到历史低位，悲观预期基本出清。

交易侧的逻辑则是事件驱动的：10 月下旬军演与军贸展会 → 11 月 11 日空军周年 → 11 月下旬装备披露 → 12 月 7 – 13 日珠海航展，形成近两个月的连续催化窗口。历史经验是航展前板块往往有预期行情，航展中后期则面临兑现压力，因此节奏上"提前布局、会前兑现"比"持有到开幕"更稳妥。

结构上，军贸是这轮的核心叙事（洪都航空被明确点名），因为国内装备采购的周期性难以预判，而出口订单的能见度更高、单笔金额更大。海外侧的 AUSA 反馈也支持这一判断——全球导弹弹药与反无人机需求同时在扩张，而供应链（半导体、连接器）是共同瓶颈，这为国内的军工电子与特种材料环节提供了替代机会。

汽车

核心催化

- 特斯拉 Roadster 发布，工程能力成为估值锚：0 – 60 英里加速演示 0.81 秒（官方口径不足 0.59 秒）、最高时速 230 英里以上（更激进目标约 380 英里），配备冷气推进器（10 个喷嘴、约 600 升超高压储气罐、250 公斤压缩空气、80+ 千牛推力）、可产生约 2G 吸力的底盘吸附系统与主动空气动力学装置，生产目标 2028 年。MS 维持 Equal-weight、目标价 400 美元，JPM 维持中性。

- Robotaxi 是特斯拉更实的变量：MS 对 3Q 财报"更具建设性"，理由是 Robotaxi 在 Austin 快速扩张——车队 30 天内扩至 300+ 辆、无人监督行驶里程超 100 万英里，叠加连续两季交付超预期。

- Optimus 催化效应持续衰减，量产是唯一解：Citi 构建的 Optimus 中国价值链指数（三花/拓普/均胜等权）显示，市场对催化的反应从 2025 年 1 月的 +50%、2025 年 9 月的 +81% 降至 2026 年 9 月的 +16%；10 月全球机器人指数 -4%、中国 -10%、Optimus 指数 -13%，近日受 Roadster 订单预期提振反弹 +6%。4Q26E 量产爬坡被明确为关键短期催化。

- 飞车主题的低位属性：长城机械指出，很多飞车标的已跌到 10 倍 PE 附近、利空反应一年、才涨第一根阳线，位置与 2022 年的机器人行情起点相似。

核心标的及逻辑

均胜电子——Citi 维持买入，Optimus 中国价值链指数成分中权重明确；三花智控、拓普集团同属该指数等权配置。

保隆科技——飞车主题中少数可落到具体部件的标的（储气罐+传感+分配阀），但需注意冷气推进与主动吸底系统由 Tesla 与 SpaceX 联合开发，国产厂商直接进入的难度大。

特斯拉——MS 目标价 400 美元、评级 Equal-weight；短期销量与 EPS 受 Roadster 影响有限，核心观察点是 Robotaxi 车队扩张速度与 3Q 交付。

舆情热度中列出的低空经济/飞行汽车方向还包括华阳国际、万丰奥威、宗申动力、中信海直等，属题材名录，帖中未给基本面判断。

行业趋势

汽车板块当前有三条互不相同的定价线，混在一起看容易误判。

第一条是整车与出口的基本面线：帖中唯一的行业数据是 JPM 给出的全球 EV/PHEV 渗透率 9 月达 40%、欧盟引领增长，说明电动化的总量逻辑仍在，但国内价格战与出口退税调整（13%→9%，2027 年 4

月生效）压制了整车盈利预期。

第二条是机器人供应链的重估线：Citi 的指数数据揭示了一个重要事实——同样的催化（Optimus 进展）对股价的边际影响在快速衰减，从 +50% 到 +16% 只用了不到两年。这意味着市场已不再为"预期"付费，4Q26 的量产爬坡能否兑现，是这条线能否重启的分水岭。

第三条是飞车/低空的题材线：Roadster 的飞行演示给了主题一个具象载体，汽零标的的低估值（10x PE）提供了安全垫，但产业现实是核心的冷气推进与吸附系统由特斯拉与 SpaceX 联合开发，国内企业难以直接参与，可期待的只是具备关联技术（储气、传感、分配阀）的公司取得突破。因此这条线更接近 2022 年机器人行情早期的"预期交易"，参与需要严格的仓位与节奏纪律。

计算机

核心催化

- 计算机指数单周 -5.02%，但硬件业绩在逐一验证：东北计算机指出，台积电 Q3 净利同比 +68.7%，并明确 2026 – 2028 年资本开支将大幅超过过去三年约 1010 亿美元；国内大族激光、深南电路、兴森科技、光迅科技、生益科技、德福科技等 PCB/光链公司 Q3 预告集中高增，"短期筹码扰动不改基本面趋势"。

- 政策与开源双主线：10 月 16 日商务部、科技部就修订目录征求意见，拟增列 AI 领域 23 项关键技术（大模型、智能体、算力集群等），但明确已开源、已发论文进入公共领域的技术不纳入管理，API 调用、SaaS 应用等出海形式不属于大模型技术出口管理范围；10 月 17 日 DeepSeek 上线 V4.1-Flash-1017，网页、APP、API 同步切换，新增 Search 与 Fetch 接口（5 元/千次）。国常会再提深化"人工智能+"，强调以落地应用牵引技术创新、守牢 AI 安全底线。

- 国家数据集团或于近日挂牌：10 月 17 日据中国证券报报道，定位为统筹数据要素市场化配置的国家级平台，挂牌后公共数据授权运营有望加速规范化、规模化。配套数据：2025 年全国 Token 累计调用量约 21100 万亿、年末日均达 100 万亿；数据生产总量占全球约 27.44%，高质量数据集超 11 万个、规模超 908PB。

- 英伟达用软件把推理成本打下来：借助新版上游 vLLM 优化，在 2.8 万亿参数 Kimi K3 模型上实现 423 tok/s/user，相同硬件下速度提升 1.68 倍；优化由 CentML 团队通过 Cute DSL 编写解码专用内核、采用巨核融合技术（12000 行代码）完成，并已在针对 DeepSeek V4.1 等模型做适配。

核心标的及逻辑

中控技术——天风重点推荐，TPT 从"能落地"走向"可复制"：万华宁波氯碱工艺工程师自主搭建 20 余个生产 Agent，头部客户持续复购，覆盖行业数量增至 29 个。三重壁垒为 DCS 高市占率、流程工业 Know-how、Agent 订阅模式，工业 AI 跨越技术验证阶段后规模化复制是下一阶段增长驱动。

润建股份——与 X 公司签订 2 亿美元（约 13.38 亿元）AI 词元跨境销售服务合同，周期一年；算力部署于境内五象云谷词元工厂，客户经开放 API 远程调用、按 Token 消耗结算，是"国内 Token、海外调用"新模式的第一大单。

寒武纪、浪潮信息、紫光股份——财报季国产链确定性标的，重点看预付款、存货与购买商品支出的现金流出这些需求端前瞻指标，而非收入本身；软件端关注广立微等设备/EDA、即将上线公有云的星环科技、低估值的卓易信息；AI for Science 推荐晶泰控股。

裕同科技——10 月金股，iPhone Duo 预售火爆（10 月 23 日发售、预计送达排至 2027 年 1 月）叠加液冷业务进入兑现期（NV ZQD 方案确定、华研有望领先切入、26Q4 出货），包装主业提供安全边际。

行业趋势

计算机板块正在经历一次"叙事与报表的分离"。叙事侧，Anthropic 3Q 营收 168 亿美元、环比 +46.1%，但 9 月末 ARR 约 700 亿美元低于 740 – 770 亿预期、年底指引 1100 亿低于 1200 亿以上，压制了整个 AI 应用板块的

情绪；报表侧，PCB/光链、封测设备、光纤光缆的三季报却在集中超预期。这种分离的结果是资金从"讲故事的软件"流向"交报表的硬件"，计算机指数 -5.02% 而硬件个股屡创新高，正是这一过程的映射。

但国产模型侧出现了反向证据。中金对 DeepSeek V4.1-Flash-1017 的评测显示其在 DeepSWE v1.1 上 max effort 的 Pass@1 达 77.0%、高于 Opus 5 的 74.0%，单任务费用仅约 1.3
元，重新占据性能-费用帕累托前沿；华泰的反驳更根本——Token
均价下跌源于工作负载从高端模型迁向"足够好"的开源模型，而国产模型处在开源第一梯队，因此 ARR
不再是唯一锚。叠加目录修订明确"鼓励开源"（已开源技术不纳入管理、API/SaaS
出海不属管理范围），国产模型与应用的政策环境实际是改善的。

产业落地上，工业 AI（中控 TPT 的 29 个行业复制）、AI for Science（微软 Quine、诺和诺德与 Anthropic
合作、OpenAI 的 GeneBench-Pro 基准、美国 DOE 创世纪任务二期新增 12 个项目）、数据要素（国家数据集团）是三条最有实体进展的线。它们的共同特征是"有付费方、有交付物"，比通用 Agent
的叙事更可验证，也更适合在风险偏好收缩时持有。

电子

核心催化

- 存储的"担忧之墙"被数据逐条拆解：瑞银 monthly 认为市场担忧过度——三星扩产、长鑫推进 4F ² 、部分 AI 芯片下调 HBM 配置，都不足以扭转 DRAM/NAND 的紧张格局。存储股已较 9 月高点回调约 19%、基本回到 7 月低点，覆盖公司 2027 – 2030 年平均自由现金流收益率约 29%。巴克莱的数据更直接：过去三个月 DDR4 合约价 +24%、DDR5 +20%，因三星与 SK 海力士把晶圆产能转向 AI 服务器用 HBM、老一代 DRAM
供应被收紧，失衡可能持续至 2029 年，2027 年需求高峰时最多超出供应 13.9%。

- 崩盘条件不具备：真正的存储崩盘需要仓库满载、DRAM 价格腰斩、季度亏损三个特征同时出现，目前均未出现；更关键的是"客户必须能够退出"这个前提被合同锁死——美光 9 月 30 日财报披露 26
份多年期照付不议合同，无论买方是否提货都须付款，覆盖至 2030 年收入的 35% 以上（部分延至 2031 年），客户承诺金额 320 亿美元、大部分为现金预付款。

- ABF 载板涨价确认到 2027：MS 预计 2027 年 ABF 基板价格至少上涨 25%，AI
芯片需求激增叠加基板设计日益复杂限制了有效产能，短缺将持续到 2030 年；已宣布的扩产大多要到 2028 – 2030 年才投产，短期供应无法缓解，中国 AI 芯片与定制 ASIC 的强劲需求将进一步收紧市场。

- HBM 的量价背离：出货量预计从 2025 年约 25 亿 GB 增至 2030 年接近 180 亿 GB（约 7 倍），而均价从每 GB 约 13 美元升至 35 美元（接近三倍）——量增七倍、价格近三倍的情形在半导体史上罕见。

- CCL/PCB 业绩爆发：生益科技前三季归母 64.6 – 68.7 亿元、同比 +164%~181%，单 Q3 归母 31.7 – 35.8 亿元、同比 +212%~252%、环比 +49%~68%，扣非环比
+76%~98%，单季归母与扣非双创历史新高，驱动是传统覆铜板量价齐升叠加 AI
覆铜板出货超预期。本周电子板块跌 8.45%，跌幅居前。

核心标的及逻辑

生益科技——Q3 业绩超预期，涨价与 AI 结构升级双轮，单季利润创历史新高。

北方华创——拟以现金收购诺合键维 100%
股权，标的主营混合键合设备、纳米级精度对准且已获重复订单（25 年营收 1918 万元、25/26H1 净利分别亏损 3980/942 万元）；公司 26H1 已发布两款混合键合设备并取得批量订单，此次收购强化 3D
集成与先进封装布局（Chiplet/3D IC 互连间距突破物理极限、HBM 与 3D NAND 堆叠演进）。

臻宝科技——已完成硅、石英、陶瓷、碳化硅四大材料及涂层技术全部布局，碳化硅零部件可应对高射频电源下硅材料刻蚀过快的替代需求；静电卡盘虽 24/25 年才启动研发但突破快，优先配合逻辑芯片厂验证，并掌握全周期再生维修技术（清洗/再生修复/更换陶瓷层重新绑定），再生维修未来将成为独立市场。

光智科技——子公司安徽光智成为"先导（青岛）光电子产业园产线及配套系统项目"第一中标候选人，投标报价 11.14 亿元、约相当于 2025 年营收 20.80 亿元的 54%，要求 2026 年 12 月 30
日前交付投产，全链条交付能力再验证。

信维通信——管理层提出收入多元化，重心转向 AI 数据中心（服务器用
MLCC）、低轨卫星（地面站射频组件）与新材料，降低消费电子依赖。

TXN、ADI（瑞银首选
TXN）——模拟芯片周期上行，分销商库存连续温和下降且尚未补库、多数客户预期涨价。

行业趋势

电子当前处于"周期向上、股价向下"的错位期，错位的根源不是基本面而是资金。存储是最典型的例子：基本面（合约价、供需缺口、长约锁定）全面向好，股价却因韩国去杠杆与 AI 融资担忧下跌——三星与海力士自 6 月高点跌幅均超 50%，对应 2027 – 2028 年一致预期 EPS 的市盈率仅 2 – 3 倍，比 2001 年互联网泡沫、2008
年金融危机、2018 年云景气、2022 年疫情电商四轮上行周期的 4 – 7 倍还低
30% – 50%。这种估值与景气的背离，是本轮电子最重要的定价线索。

结构性机会集中在三个方向。一是载板与覆铜板：ABF 涨价至少到 2027 年、BT 载板产能被 ABF
挤占、生益的报表已验证涨价传导，这是供给约束型涨价，持续性最强。二是先进封装设备：混合键合是 Chiplet 与 HBM 堆叠的必经环节，北方华创的收购是国产设备向该环节延伸的信号。三是光芯片：Coherent 今年 EML 总产能约 5000 万只（80% 为 100G、20% 为 200G），明年翻倍至约 1 亿只，而北美正试图通过 FCC 规则提高本土供应链在高速率产品中的价格权重、压缩中国模块厂利润，硅光环节"设计+流片一体化"的路径在 FCC 规则下走不通——这意味着国产光芯片的国产化率提升会伴随规则摩擦，而非顺畅替代。

风险侧要盯住两点：AI 芯片下调 HBM 配置是否会从个案变成趋势，以及 4F ² 若从样品走向量产对 DRAM 供给格局的冲击时点。瑞银判断长鑫年底的 4F ²
更可能是研发完成或样品发布而非大规模量产，这一判断需要在年底产品发布时复核。

通信

核心催化

- 通信板块本周暴跌 10.7%，跌幅全行业第一：在食品饮料与银行逆势上涨的背景下，通信 -10.7%、电子 -8.45% 领跌，反映 AI 硬件链在融资担忧与拥挤度出清中的杀伤力最大。

- 亨通光电 Q3 业绩延续强势，略超预期：26 年前三季度归母净利 59.70 – 63.70 亿元、同比 +151.27%~168.10%；单 Q3 归母 28.50 – 32.50 亿元、中值 30.5 亿元，环比 +41.5%~61.4%（中值 +51.4%）、同比约 +300%。核心增量来自光纤光缆（出货结构与 5 – 6
月接近、均价环比小幅提升），海洋业务利润环比亦有改善。

- 腾景科技光通信继续放量：Q3 营收 3 – 3.2 亿元、同比 +84.9%~97.22%、环比 +16.3%~24%；归母 4400 – 4800 万元、同比 +61.68%~76.38%（剔除股权激励费用同比 +101%~115.7%）、环比 +23.4%~34.6%；扣非 4300 – 4700 万元。驱动是高速光模块无源组件快速增长，以及 OCS
中钒酸钇晶体二期新增产能带来交付增加，光通信产线大规模扩张还带动光测试仪器订单。

- 润建股份拿下 Token 出海第一大单：与 X 公司签《AI 词元跨境销售服务合同》2.00 亿美元（约 13.38 亿元），周期一年；算力部署于境内五象云谷词元工厂，客户通过开放 API 远程调用、按 Token 消耗结算，实现"国内 Token、海外调用"。

- OCP 光子技术日给出关键结论：当主持人问头部厂商会选 CPO 还是 NPO，几乎全部公司回答"两者都会采用"；英伟达、Meta、微软、甲骨文、博通、Arista、Ciena、安费诺、Lumentum、华为均参与，光互联在 AI 算力密度中的地位被反复强调。

核心标的及逻辑

亨通光电——单 Q3 归母中值 30.5 亿元、同比约
+300%，光纤光缆量价与海洋业务双改善，是光通信链中报表最扎实的标的之一。

腾景科技——Q3 营收同比接近翻倍，无源组件（高速光模块）与 OCS
钒酸钇晶体二期产能同时贡献增量，剔除股权激励后利润同比 +101%~115.7%，成长弹性明确。

润建股份——2 亿美元 Token
出海合同验证"国内算力、海外调用"的跨境数字服务模式，算力业务从投入期进入收入确认期。

锐捷网络、紫光股份、华勤技术（交换机）、华丰科技（连接）、盛科通信（交换芯片）、曦智科技（光互联）——申万宏源给出的 AI 网络组合，逻辑是 2027 – 2028 年更多 GPU 组网与超节点渗透带来高斜率。

润泽科技、奥飞数据——IDC 已接近估值区间下沿，且有增持、回购等动作。

领益智造——光模块液冷是新延伸方向，液冷组件覆盖全面，已渗透全球顶级 CSP。

行业趋势

通信是本周跌幅最大的板块，但基本面恰恰是最强的——这种背离需要分开理解。下跌来自两个层面：一是 AI 融资端担忧导致全球算力链同步杀估值（韩国、台湾、A 股通信同步），二是前期涨幅与拥挤度过高，在成交额萎缩的环境下被优先抛售。而基本面上，光纤光缆（亨通 Q3 同比
+300%）、光无源器件（腾景营收接近翻倍）、交换机与光互联的需求都在加速，Q3
景气向好的方向被明确为端侧 AI、交换机、光无源及部分液冷。

中期最值得跟踪的技术分歧是 CPO 与 NPO 的路线。OCP 峰会上几乎所有头部厂商都回答"两者都会采用"，这意味着短期内不存在"押错路线"的风险，可插拔、NPO、CPO
会长期共存；真正的变量是价值量在产业链上的重新分配——CPO 把光引擎移进交换机，受益方从光模块厂转向光芯片、光引擎与封装环节。这也是为什么"光无源器件"与"光芯片"的景气度高于传统光模块组装。

IDC 与算力租赁是另一条线：润建股份的 Token 出海合同说明算力正在从"卖机柜"走向"卖
Token"，商业模式的变化会重塑估值方式——从重资产的 EV/EBITDA
转向按调用量计费的收入模型。但这类新模式的可复制性尚待验证，2
亿美元的单一合同不足以定论，需要观察后续订单。

传媒

核心催化

- AI 长篇内容的商业化第一次有了可验证的价格：海外 AI 原生影视公司 Utopai 通过自有 PAI 平台把 AI 融入专业影视制作流程，正推进剧集与电影长篇项目；按福布斯报道，若按计划交付，两部作品版权预售收入合计最高可达约 1.1 亿美元。这是 AI 长篇内容从"能做"走到"能卖"的标志性节点。

- 国内 AI 内容加速向中长剧、电影、AI 艺人延伸：继 AI 长剧与 AI 电影之后，华策影视与 Utopai
合作的影片近期发布预告；芒果推出 AI 艺人及 AI 长剧，目前储备 28 部 AI
中长剧，并向互动内容与综艺延伸，其中一部已获独家冠名，低门槛植入与二创传播有望吸引更多广告主。

- 游戏行业数据稳健：CNG 2026 年 8 月国内游戏市场规模 316 亿元、同比 +8.08%、环比 +1.7%；手游 234 亿元、同比 +8.6%；端游 67 亿元、同比 +2.13%；出海收入 20.3 亿美元、同比 +20.87%。Citi 预计 A 股游戏板块 3Q26 业绩整体符合预期，市场关注国庆档表现及 2027 年新游管线。

- 世界模型与互动影游成新方向：字节正筹备基于 Seedance 打造面向时空视频生成的 AI
模型；应用端抖音已上线互动空间、剪映布局 AI 互动影游、红果内测互动剧续写、猫箱发力 AI 剧集。

核心标的及逻辑

芒果超媒——AI 内容布局最深：28 部 AI 中长剧储备、AI 艺人、互动内容与综艺全线推进，依托 IP、制作、平台与资金优势执行"内容+技术+平台"战略；主业侧会员结算改善、内容创新与广告恢复有望共同推动 2027
年经营修复。

中广天择——从音视频制作延伸至高质量数据集业务，已实现头部客户复购与标准化产品复售，自采自标与规模化交付能力得到验证，数据产品可按不同模型需求调整标注与封装、支持重复销售。

上海电影、阜博集团——AI 剧方向的核心标的，逻辑是优质 IP、内容工业化能力与平台分发价值的放大。

中国电影（影片上部定档 2027 年 2 月 6 日）、奥飞娱乐（2027 年推出 IP 动画大电影，探索 AI+IP 产业化）——AI 影视与 IP 商业化的新增关注标的。

华策影视——与 Utopai 合作影片已发预告，是国内对接海外 AI 影视产能的先行者。

行业趋势

传媒的核心变化是 AI 内容的生产关系正在重构。过去两年 AI 在内容行业的应用集中在短剧、素材生成等"低成本、快周转"环节，价值量低；Utopai 的 1.1 亿美元版权预售说明，当模型能力、制作流程与专业团队协同时，AI 可以进入长篇剧集与电影这类高价值品类——这直接改变了行业的成本结构（制作成本下降）与竞争要素（从"谁能拍"变成"谁有 IP 和分发"）。

国内这条链的推进速度快于预期：芒果储备 28 部 AI 中长剧并已拿到独家冠名，说明广告主开始认可 AI 内容的商业价值；中广天择的数据集业务则切入了更上游的"数据供给"环节，收入模式比单纯做内容更稳定。需要注意的是，AI 内容的监管与版权规则尚未完全明确，这既是风险也是壁垒——先建立起合规制作流程与 IP 储备的公司会获得先发优势。

游戏板块则相对平淡：8 月行业增速 +8.08%、出海 +20.87%，属稳健但缺乏爆发力；3Q26 业绩符合预期已被市场消化，下一个催化是国庆档流水与 2027 年新游管线。AI 游戏创作工具（Meta 的 Horizon Create/Studio）是中期变量，但短期对 A 股游戏公司的业绩影响有限。

食品饮料

核心催化

- 板块逆势上涨，白酒领涨：本周沪深 300 -0.8%、食品饮料 +2.3%、白酒 +4.0%，在普跌中成为少数上涨行业（另一为银行）。白酒/啤酒/调味品分别 +4.0%/+2.0%/+1.0%；A 股惠泉啤酒 +15%、今世缘 +7%、贵州茅台 +5% 领涨，H 股 H&H +7.0%、颐海国际 +5.8%。资金从科技切向红利是直接原因。

- 三季报"报表触底"信号明确：多家机构一致预期 26Q3 板块收入下滑中单位数、跌幅环比收窄，其中贵州茅台微增，今世缘、迎驾贡酒、金徽酒等区域龙头延续正增，老窖、古井跌幅明显收窄；利润端仍有压力（去库需额外费投、固定开支摊销缺乏规模效应、产品结构下行），部分酒企还有非经损益影响。

- 渠道去库接近尾声：国窖渠道反馈全国经销商库存已基本处于 2.5 个月左右，南京区域通过增加专卖店等形式 2026 年销售能做到持平，C 端消费在 2025 年与五粮液价差最大时已经见底、2026 年平稳；古井 Q3 销售口径降幅环比大幅收窄、预估约 10%。

- 双节动销略低于预期但价盘结构分化：秋糖氛围冷清（厂家、经销商、二级市场参会人数均少），双节白酒整体动销下滑约 10 – 15%，略低于节前预期；茅台、五粮液、今世缘、迎驾、古井动销同比持平或略增。临近双十一，流通性好的单品价盘波动加大——国窖 830 元、水晶剑 395 元、君品回升至 600 元以上（环比提升），散飞/散普五线上放量后批价回落但接货情绪尚可，原箱飞天 1730 元以上、普五 750 元以上。

核心标的及逻辑

贵州茅台——多家共同首推：Q3 预计微增，双节普飞动销同比双位数增长（非标下滑 30%+），10 月配额已回款；10 月 15 日发布华茅酒新品（53%vol 500ml、定价 488 元/瓶，酱香酒公司自主运营），10 月 14 日仁怀茅台机场专卖店开业，渠道与产品矩阵同步扩张。

今世缘——Q3 收入与利润增速预计表现居前，区域龙头中弹性最好。

迎驾贡酒——动销同比持平或略增，Q3 保持稳定正增，估值与分红提供安全边际。

伊利股份、颐海国际——高股息龙头，逻辑是需求弱复苏阶段的业绩确定性、现金流与股东回报，颐海 H 股本周 +5.8% 已有反应。

古井贡酒——Q3 降幅环比收窄至约
10%，报表质量是三季报的重点观察项，机构认为其常态利润对应的市值明显低估。

行业趋势

白酒正处于"基本面底部、估值底部、情绪底部"的三重底部区域，但复苏的形态是"缓坡"而非"V 型"。渠道数据说明去库已进行到后半程（国窖库存 2.5 个月属健康水平），价格体系出现结构性分化——国窖、水晶剑、君品这些流通性好的单品批价环比回升，而散飞、散普五因线上放量而回落，说明需求并非全面复苏，而是集中在"性价比+品牌力"兼具的价格带。

业绩节奏上，Q3 是报表出清最快的一个季度：收入端降幅收窄、利润端仍在探底，原因很具体——去库存需要额外的费用投入、固定开支在收入下滑时缺乏规模效应、产品结构下移压制毛利。这意味着 Q3 报表可能"不好看"，但正是市场预期中的"最后一跌"，真正的拐点要等 2027 年春节动销验证。

投资逻辑已从"成长"切换为"红利"：三家机构共同推荐茅台、伊利、颐海这类高股息龙头，而非弹性标的，说明当前买的是现金流与分红的安全性，而非景气反转。这与本周资金从科技流向食品饮料、银行的风格切换完全一致。啤酒端相对平淡，青啤/重啤预计收入下滑中单、利润下滑中高单，燕京收入低单增长、利润低双增长，是少数保持正增长的品种。

纺织服饰

核心催化

- 内外棉止跌企稳：10 月 16 日 Cotlook A 指数 91.10 美分/磅，周环比 +0.5%、月同比 -3.7%，周内平稳；国内 CC Index 收于 17432 元/吨，周环比 +0.58%、月同比 -1.18%。内外棉在 9 月初创阶段新高后持续回落，本周止跌。

- 羊毛价格温和回落但流拍率维持低位：10 月 14 日 AWEX 东部市场指数（EMI）收报 1803 澳分/1262 美分，周环比分别 -0.88%/-0.47%，同比 -3.53%。价格继续回调，但流拍率保持低位，说明需求端并未恶化。

- 化纤端出现结构性改善：氨纶部分差别化规格本周上行约 500 元/吨、行业库存降至 37.5 天（较 10 月 9 日 -3.3 天），粘胶长丝存在产能缩减预期，上游原料的成本支撑边际增强。

核心标的及逻辑

今日帖未给个股评级，仅提供原材料价格跟踪。从成本传导角度，棉价企稳对下游纺服制造企业的毛利率是中性偏正面信号（原料端不再单边下跌、库存减值压力减轻），羊毛价格回落则有利于毛纺企业的成本控制，但两者均不足以构成独立的投资逻辑。

行业趋势

纺织服饰当前的基本面特征是"原料端震荡、需求端平淡"。棉花在 9 月初创新高后回落、本周企稳，内外棉价差维持稳定，说明国内纺织企业的成本环境没有恶化；羊毛的短期压力来自新季集中上市，但长期判断仍是"供给紧缩+产业链低库存下易涨难跌"，这一判断的关键前提是澳洲羊群存栏的持续收缩。

真正值得跟踪的是化纤链的供给自律：氨纶差别化规格涨价、库存去化 3.3 天，粘胶长丝产能可能缩减，这与 LFP 正极的"反内卷"是同一逻辑——在需求没有明显起色的情况下，供给端的主动收缩是价格修复的唯一路径。对纺服行业而言，这意味着上游原料价格中枢可能缓慢抬升，下游品牌商的成本压力会在 2027 年逐步体现。

轻工制造

核心催化

- 萤石网络 Q3 利润再超预期，收入逐季提速：26Q1－3 营收 46.51 亿元、同比 +8.34%，归母净利 6.16 亿元、同比 +45.85%，扣非 6.05 亿元、同比 +54.73%；单 Q3 营收 16.44 亿元、同比 +12.17%，归母 2.06 亿元、同比 +72.14%，扣非 2.04 亿元、同比 +119.85%。Q1/Q2/Q3 收入逐季提速，盈利能力大幅提升来自毛利率跃升——26Q1－3 毛利率 49.51%、同比 +5.88pct，Q3 单季 +4.4pct。

- 毛利率改善的来源可拆解：低价备库的原料红利释放，叠加出海与云平台等高毛利业务占比提升，属于"成本+结构"双改善，而非单纯提价。

- 裕同科技进入双重催化窗口：10 月 16 日 iPhone Duo 全球预售火爆，10 月 23 日正式发售，国行起售价 15999 元，预计送达时间已排至 2027 年 1 月，价值量显著提升带动供应链受益；液冷业务方面 NV ZQD 方案确定，华研凭借技术优势有望领先切入，26Q4 有望出货并进入业绩兑现期，华研持股比例已提高至 85%，2027 年业绩弹性可期。

- 10 月 19 日 20:00 裕同科技三季报解读电话会，是本周最明确的一个验证节点。

核心标的及逻辑

萤石网络——Q3 单季扣非同比 +119.85% 远超市场预期，毛利率提升 5.88pct（前三季）来自低价原料库存与出海/云平台结构优化；收入端 Q1→Q3 逐季加速（+8.34% → +12.17%），说明需求侧同样在改善。

裕同科技——三条逻辑叠加：iPhone Duo 预售火爆带来包装主业增量（国行 15999 元的价值量提升）、液冷业务 26Q4 进入出货兑现期（北美 CSP 大厂直供+台企合作）、包装主业提供安全边际。10 月金股，10 月 19 日电话会为验证点。

行业趋势

轻工制造的分化非常明显，传统包装与智能家居硬件的定价逻辑已经完全不同。

萤石网络代表的是"智能硬件+云服务"模式：毛利率接近 50% 且仍在提升，云平台收入占比上升带来的结构性改善比单纯的销量增长更有价值。这类公司的估值锚是订阅收入与用户留存，而非出货量，因此在硬件周期波动中更抗跌。

裕同科技代表的是"传统主业+新业务期权"模式：包装主业受益于 iPhone Duo 的价值量提升（折叠机型的包装复杂度与单价均高于直板机），液冷业务则是从 0 到 1 的期权——NV ZQD 方案确定、26Q4 出货，意味着 2027 年才真正贡献利润。这类标的的关键是"主业不掉、期权可验"，一旦液冷订单确认，估值体系会从包装（15－20x）切换到 AI 硬件（30x 以上）。

整体看，轻工制造缺乏行业性的景气驱动，机会集中在个股的 α：有海外渠道与云服务的智能硬件、有 AI 硬件新业务的包装龙头。传统家居、造纸等子行业在今日帖文中没有出现实质性催化。

医药生物

核心催化

- 出口管制目录落地，影响范围大幅收窄：10 月 16 日商务部、科技部发布 2026 年第 48 号公告，拟新增 40 项技术（14 项禁止、26 项限制），其中生物医药仅 5 项，聚焦 CGT 技术工艺平台、siRNA 技术工艺平台（禁止出口）以及 CGT/siRNA 全新靶点发现与验证技术（限制出口）。关键条款是"管平台与方法、不管品种"——利用相关技术制造的产品不在管理范围内，平台授权与 CDMO 外包服务不纳入管理，对外授权适用自动许可，且明确 BD 过程中用于研发、试验、生产、质控、上市及合规所必需的技术工艺不属于管理范围。反馈截止 11 月 15 日。

- 三家机构判断一致：无需过度担忧。天风医药称"影响大幅收窄，创新药 BD 授权合作不受影响，CXO 经营基本不受影响"；国泰海通总结为"管平台不管品种，创新药出海主通道不变"；野村明确"不会影响当前主流对外授权交易"。与 5 月网传版本相比，抗体（双抗/ADC）与小分子靶点未被纳入。

- CRO 的旧担忧被证伪：瑞银指出市场流传的是一份 2024 年关于《生物安全法案》的旧报告，已不适用于当下；截至目前药明康德与美国政府围绕 1260H 清单的诉讼无新进展，预计 3Q 财报季中国 CRO 业务运营保持正常。

- ESMO 临近，创新药进入数据窗口：10 月 23 – 27 日为重磅汇报与临床数据催化期；前置事件是 10 月 13 日百利天恒启动 BL-M07D1/T-Bren（HER2 ADC）治疗 HER2 阳性、PD-(L)1 治疗后进展的转移性尿路上皮癌全球三期临床，预计 2028 年 12 月初步完成。

- AI 制药双向活跃：10 月 13 日 Boltz 的小分子模型 BlotzMol-1 接入药明康德 WuXi GalaXi（25B 规模合成就绪化合物库），全球客户可直接调用；Generate Biomedicines 与 Zealand Pharma 就肥胖及代谢疾病蛋白质疗法达成合作，首付 3000 万美元、临床前里程碑 3500 万美元。产业侧还有诺和诺德与 Anthropic 合作支持生物学推理、微软推出实验性 AI 研究系统 Quine、OpenAI 发布 GeneBench-Pro 基准。

核心标的及逻辑

药明康德——两条逻辑同时成立：一是出口管制明确"产品级 License-out 放行、CDMO 不纳入管理"，此前因目录修订被错杀；二是 1260H 诉讼无新进展、CRO 运营正常，瑞银认为旧报告已不适用。AI 侧其 25B 化合物库被 Boltz 接入，是数据资产变现的实证。

康诺亚（2162.HK）——Stapokibart 26Q3 销售额 2.67 亿元（26H1 为 3.93 亿元），市场份额进一步提升；医保目录落地后需求释放与医院覆盖扩大推动 2026Q4 起加速，机构上调 2026/27 年销售预测。

百利天恒——BL-M07D1/T-Bren（HER2 ADC）全球三期启动，是国产 ADC 出海的关键管线，ESMO 期间的数据读出是短期催化。

晶泰控股——AI for Science 方向重点推荐标的（与 AI4S 全流程闭环的产业趋势一致）。

行业趋势

医药当前最重要的变化是"政策不确定性被移除"。此前市场担心目录修订会切断创新药出海通道，实际条款把管制精确限定在"平台技术与全新靶点验证"的所有权转让，而对产品级 License-out、平台授权、CDMO 服务全部放行——这解释了为什么天风、国泰海通、野村三家在 24 小时内给出几乎相同的判断。对被错杀的 CXO 与创新药而言，这是一次估值修复的契机，但修复的幅度取决于三季报与 ESMO 数据，而非政策本身。

创新药的主线仍是出海。百利天恒的全球三期、康诺亚的商业化放量，代表两种不同的路径：前者靠管线质量换取海外权益，后者靠国内医保放量做实现金流。在 ESMO（10/23 – 27）之前，市场的注意力会集中在临床数据的读出上，ORR 与 PFS 是否达到"可授权"标准，直接决定下一轮 BD 的定价基准。

AI 制药则从"概念"走向"基础设施"：Boltz 接入药明康德的 25B 化合物库，意味着 AI 公司需要真实的化学空间数据，而 CRO 拥有这些数据——这是 CRO 在 AI 时代的新价值锚。同时微软 Quine、OpenAI GeneBench-Pro、诺和诺德与 Anthropic 的合作说明海外巨头正在把 AI4S 从单点验证推向全流程闭环，国内的对应标的是晶泰控股这类平台型公司。

公用事业

核心催化

- 江苏取消 2027 年零售交易固定价格机制：10 月 13 日江苏发文取消 2027 零售交易固定价格机制，零售套餐的电能量价格与批发市场购电成本挂钩。背景是广西、广东此前暴露批零倒挂、售电公司大面积亏损。政策完善电价传导机制，有利于电力公司获得稳定的合理回报，市场关注长协电价上行预期。

- Q3 电量结构分化明显：用电需求不足导致火电电量承压，华能、华电火电上网电量降幅均超 10%；新能源对传统火电的电量挤压延续；来水分化——长江偏枯、雅砻江好转、珠江在高基数下回落；核电因新机组投产电量上行，广核、中核上网电量同比实现增长。

- 核电盈利改善被外资点名：JPM 亚洲科技追踪指出，中广核电力受益核电新机组投产，盈利增长 21%，领涨同业。

- AIDC 用电需求成为长期增量：美国四大云厂 2026 年数据中心资本开支增速预期由 80% 上调至 85%、增量超 2700 亿美元创史上最大年度增幅，北美已投产与规划的供电容量保持高景气，电力作为算力瓶颈的地位进一步强化。

核心标的及逻辑

中广核电力——核电新机组投产带动盈利增长
21%，在同业中领涨；核电的电量不受来水与风光出力波动影响，是公用事业中确定性最高的电源类型。

火电与水电标的今日帖未给明确评级，仅提供电量数据：火电受新能源挤压（华能、华电上网电量降幅超 10%）、水电来水分化（长江偏枯、雅砻江好转、珠江回落），意味着火电三季报的电量端压力较大，水电则取决于各流域的资源禀赋差异。

行业趋势

公用事业当前的核心变量是电价机制而非电量。江苏取消零售固定价格、把零售套餐与批发成本挂钩，本质是让电价能够向下游传导——过去两年两广批零倒挂导致售电公司大面积亏损，根源就是零售端锁价而批发端随煤价、电价波动，风险全部由售电侧承担。机制修复后，电力公司的合理回报有了制度保障，这也是"长协电价上行预期"的来源。

电量端则呈现"火电退、核电稳、水电分化"的格局。火电在三季度被新能源挤压，上网电量降幅超 10%，这一趋势不可逆；核电因新机组投产而电量上行，且不受天气影响，中广核电力盈利 +21% 是这一逻辑的直接体现；水电完全取决于流域来水，长江偏枯、雅砻江好转，标的之间差异极大，不能用行业均值判断。

中期最大的新增需求来自 AIDC。云厂商资本开支的持续上修意味着数据中心用电量将进入长期高增长通道，电力供给（尤其是绿电与核电）从"过剩"转向"稀缺"，这对电价与电源价值都是支撑。公用事业的估值逻辑正在从"类债红利"向"稀缺资源"迁移，这个变化值得重视。

交通运输

核心催化

- 运价维持历史高位，二手船价再创新高：本周 Clarksons 新船价格指数 186.7 点，自 2026 年 3 月以来环比连续 7 个月上涨；二手船价格指数 229.1 点、环比 +2.2%，继续突破前高；Clarksons 综合运价平均 77,403 美元/天，维持历史高位。

- 一二手船价深度倒挂：一艘 3 年内船龄的 VLCC 现船价格达 1.8 亿美元，而同型新造船价格仅 1.3 亿美元，倒挂幅度 5000
万美元。这种极端价差意味着船东买现船比订新船更贵，是运力极度紧缺的直接证据。

- 快递"反内卷"政策持续推进：10 月 12 日国家邮政局召开 2026 年三季度行业运行调度会，强调抓好快递市场服务质量突出问题专项整治、巩固农村地区领取邮件快件违规收费治理成效、综合整治"内卷式"竞争，持续优化行业发展环境。

- 极兔 Q3 经营数据亮眼：全球总包裹量 95.84 亿件、同比 +24.8%，日均 1.04 亿件、连续两个季度破亿；中国 64.28 亿件（+15.3%）、东南亚 28.86 亿件（+44.5%）、其他市场 2.71 亿件（+159.5%）。

核心标的及逻辑

松发股份、中国船舶、中集集团、中国动力——造船链重点组合，逻辑是新船价格连续 7 个月上涨、二手船价创新高、订单排至 2030 年；其中松发股份旗下恒力重工手持订单超 600 艘、新造船订单排至 2030 年，2026 上半年新接 207 艘（油轮 94 艘最多），新一代 VLCC 手持订单全球第一。

极兔速递——Q3 包裹量同比 +24.8%，中国市场增速升至年内新高（+15.3%）、东南亚 +44.5%、其他市场 +159.5%，在行业"反内卷"背景下量价齐升的逻辑更顺。

行业趋势

航运造船是当前少数"量价齐升且有长周期支撑"的方向。运价 77,403 美元/天的高位、二手船 229.1 点的历史新高、VLCC 一二手 5000 万美元的倒挂，三者共同说明现有运力极度紧张；而新船价格连续 7 个月上涨、订单排到 2030 年，意味着船厂的产能被长期锁定。上周板块的波动来自"美国拟放松影子船队制裁"的担忧，但被制裁船队船龄高且本就持续运营，实际运力释放有限，这个利空被证伪后反而提供了买点。

快递的逻辑则完全不同，核心是政策驱动的价格修复。国家邮政局连续强调"综合整治内卷式竞争"，意味着过去两年以价换量的竞争模式将被约束，单票收入有望企稳。极兔的数据说明需求端依然强劲（+24.8%），在价格不再下行的假设下，利润弹性会显著大于收入弹性。这也解释了为什么快递板块近期在弱市中相对抗跌。

两条线的共同特征是"供给约束"：造船靠船厂产能，快递靠政策约束。在需求平淡的宏观环境下，供给端的收缩比需求端的复苏更可靠，这也是当前交运板块配置的基本逻辑。

房地产

核心催化

成交端在 10 月出现了年内少见的提速。广发地产 w42 跟踪显示，77 城过去 7 天成交 29,569 套，同比 +33.5%、环比 +15.2%；10 月前 17 天同比 +37.8%，增速较 9 月份走扩约 20 个百分点。华泰地产的独立口径与之互相印证：10 月 1 – 16 日，25 城二手房门店成交套数同比 +27%（9 月为 +19%），年初至今累计同比 +16%。两套样本、两种统计方式同向指向"十一后成交放量"，这是本日地产链最硬的数据。

929 贴息政策的效果被首次分层验证。广发按"150 万元以下 & 120 平米以下"（即受贴息影响部分）成交套数占比，把样本城市分成三类：占比 <20%、20% – 60%、60% 以上。三类样本自 929 政策落地以来同比分别为 39.4%、40.0%、31.0%，均有改善；但过去一周同比回落至 31%、29%、23%，且受益套数占比越高、同比反而越低。这一结构值得警惕：政策首月的脉冲更多来自"低受益占比城市"（大概率是一二线改善型需求），而高度依赖贴息产品的低总价市场，弹性反而更小。

价格端仍未止跌，但跌速趋稳。华泰 84 城冰山指数月环比 -0.56%（上周 -0.57%），一线、二线、三线分别为 -0.44%、-0.62%、-0.53%；周度环比上涨城市仅 6 个（上周 13 个）。挂牌量端，截至 10 月 16 日 49 城二手房挂牌量环比 +0.27%，其中一线 +0.97%。带看端，10 月 12 – 18 日 90 城冰山活跃指数（门店带看）同比 +4%、环比 +1%。量升、价稳中略降、挂牌小幅增加——这是典型的"以价换量"格局，尚未进入价格反转。

核心标的及逻辑

- 本日地产 sector 帖未给出开发商个股评级，广发与华泰两篇均为高频数据跟踪，无标的推荐。

- 链上外溢方向在建材：同日一篇建材观点明确提出"多地落实地产新政，关注消费建材底部向上弹性"，并给出政策时间线——继 828 房地产新政落地、9 月 29 日三部门出台房贷贴息政策后，10 月 15 日深圳、杭州出台商品住房销售制度改革相关细则，叠加此前已出细则的北京、上海、广州、武汉、天津，全国已有 7 个重点城市落地该类改革方案。该观点同时引用住建部"我国房地产进入存量时代"的表述，以及克而瑞 1 – 9 月全国重点 20 城二手房累计成交数据，逻辑落点是二手房成交回暖→翻新与家装需求→消费建材。

- 交易层面需注意：本轮成交改善集中在二手，新房链条受益程度弱于二手，因此"地产股"与"地产后周期"的弹性来源并不相同。

行业趋势

政策已经进入"细则落地期"而非"喊话期"。7 个重点城市落地销售制度改革方案、三部门房贷贴息、地方贴息分层，形成了从交易制度到融资成本的组合拳。但数据给出的信号是"量在修复、价在磨底"，这与住建部"存量时代"的定位一致：未来地产的核心矛盾不是新房增量，而是二手房流通效率与存量更新需求。

需要跟踪的分歧点有两个。其一，10 月的高同比有低基数成分（去年 10 月为政策真空期），11 – 12 月能否维持 30% 以上的同比是关键；其二，贴息政策的分层效果显示"越依赖贴息的城市弹性越小"，如果这一结构延续，则政策进一步加码的方向可能从"降成本"转向"扩需求"（如放松限购、收储）。价格端的观察指标仍是 84 城冰山指数能否从 -0.5% 收敛至 0 附近。

银行

核心催化

三季报是银行板块本日唯一的硬催化，且方向偏正面。 长江银行马祥云团队的 2026Q3 业绩展望给出三条判断：一是预计三季度大行营收进一步提速、利润增速稳定，多数银行利息净收入稳定增长、投资收益增速回升；二是大行和个别股份行/城农商行业绩加速，江浙城商行增速稳定，此前增速领跑的山东城商行主动适度降速；三是预计零售资产质量依然承压，部分零售压力大的股份行利润增速尚未改善。

非息收入的弹性来自两个非常规来源。
其一是股权投资的公允价值收益——长鑫上市为国有行创造投资收益，五大行 AIC 子公司的投资收益将体现在公允价值损益中，直接拉动非利息收入；其二是债券投资的低基数——2025 年 Q1 和 Q3 债市深度调整形成低基数，中小行的债券投资在今年对应期间呈高增长。这意味着 Q3 银行营收的超预期部分，质量上弱于息差驱动的收入，可持续性需要打折。

资产端的迁移趋势被大摩调研确认。 摩根士丹利本周在上海走访多家金融公司后指出，银行方面预期居民资产配置会持续向保险、投资类产品倾斜；2026 年第三季度净息差与非利息收入表现向好，预计 2027 年一季度保险销售会迎来新一轮推动。一个具体的量化细节是：交通银行表示零售新增资产管理规模中仍有 70% 流向存款——说明"存款搬家"在推进，但迁移速度远慢于市场叙事。

核心标的及逻辑

- 国有大行：本日逻辑最清晰的一条线。长鑫上市带来的 AIC 子公司投资收益直接进公允价值损益，属于一次性但确定性强、体量可观的非息贡献；同时大行营收提速、利润稳定，防御属性在"滞胀交易"环境下具备配置价值。

- 江浙城商行：增速稳定，是区域经济韧性的映射。与前两年不同的是，这次它们不是增速最高的那一档。

- 山东城商行：此前增速领跑，当前主动适度降速——这是一个需要留意的信号，主动降速通常意味着资产投放标准收紧或规模诉求下降，短期增速下台阶但中长期风险更可控。

-
零售占比高的股份行：零售资产质量仍承压，利润增速尚未改善，是本日银行板块内最明确的一条负面线索。

- 本日银行 sector 帖中未出现具体个股评级与目标价，上述为按帖文口径归纳的板块内分层，不做个股外推。

行业趋势

银行当前处在"营收改善、利润分化、质量承压"的三段式状态。息差大概率已经见底（大摩调研口径为净息差表现向好），非息在股市与债市的跷跷板下波动放大，而零售不良的出清尚未结束。这决定了 Q3 报表好看的公司，未必是资产质量最好的公司。

中期的核心变量是居民资产再配置的斜率。如果存款向保险、理财迁移加速，银行的负债成本会改善但表内规模扩张会放缓，行业从"规模驱动"转向"息差与中收驱动"。跟踪节点：10 月底三季报集中披露期，重点看两个指标——净息差环比是否真正企稳、零售不良生成率是否见顶。

非银金融

核心催化

保险三季报大概率是全市场最差的一份报表，且时间点已锁定。 高盛明确提示，中国主要险企将于 10 月 28 日至 30 日披露 3Q26 业绩，预计整体业绩疲弱、净利润与 NBV 增长大概率转负。具体幅度上：A 股三季度显著回调（CSI300 跌 12%，回吐 2Q26 全部涨幅），叠加高基数效应，预计 9M26 净利润同比下滑 20% – 60%，而 1H26 还是 +10% 至 +229% 的增长；寿险 NBV 方面，除中国人寿全年预计 +14% yoy 外，其余险企均面临全年 NBV 负增长，而 1H26 还是 +11% 至 +34%。高盛的结论是"维持防御姿态"。

券商三季报则是另一幅图景：利润仍在增长，但环比明显下台阶。 证券行业 26Q3 业绩前瞻显示，三季度上证指数下行、日均成交额萎缩，给券商基本面带来多层次挑战；但预计 2026Q3 行业净利润 682 亿元、环比 -28%，前三季度净利润 2242 亿元、同比 +32%，前三季度行业 ROE 为 7.6%。支撑韧性的因素被归因为"多家核心公司登陆资本市场 + 科技金融助力"，即投行与跟投收益对冲了经纪与自营的下滑。

调研层面给出了一个跨年度的配置时点。
摩根士丹利在上海走访多家金融公司后表示，银行预期居民资产配置将持续向保险、投资类产品倾斜，2026Q3 净息差与非利息收入表现向好，预计 2027 年一季度保险销售会迎来新一轮推动，并称这支撑其看多相关板块的观点。换言之，大摩认可的是"明年一季度开门红的保险"，而不是"今年三季报的保险"。

核心标的及逻辑

- 中国人寿：唯一被点名全年 NBV 正增长的险企（预计 +14% yoy），在三季报集体转负的背景下具备相对优势。

- 其余主要险企：全年 NBV 负增长，短期缺乏独立催化，高盛明确"维持防御姿态"。逻辑上，险企当前的核心矛盾是资产端（CSI300 单季 -12% 直接冲击权益持仓与投资收益）而非负债端，保费与 NBV 的下滑部分是主动收缩趸交的结果。

- 券商板块：前瞻报告的核心提法是"业绩韧性仍存，重视'新红利'属性"——即把券商从"高贝塔周期股"重新定价为"有稳定分红能力的金融股"。这一框架在成交额萎缩的环境下更易被接受。

- 本日非银 sector 帖中未给出具体券商个股评级与目标价。

行业趋势

保险的问题是可测算的、券商的问题是可见底的。保险三季报的负增长来自两个已发生的事实（权益市场回撤 + 去年高基数），属于"已知的坏消息"，10 月 28 – 30 日披露后可视为利空落地；真正的分歧在于 2027 年开门红能否兑现，大摩给出的时点判断是明年一季度。券商则相反：同比 +32% 的增长掩盖了环比 -28% 的走弱，如果四季度成交额不能回升，同比增速会快速收敛，"新红利"叙事将接受第一次压力测试。

需要跟踪的三条线索：一是 10 月底险企财报中 NBV 的负增长幅度是否落在市场预期下限之内；二是 2027 年开门红的产品策略（分红险占比、预定利率调整）；三是 A 股日均成交额能否重回万亿以上，这直接决定券商四季报的方向。

综合

核心催化

卖方金工给出了一个偏技术面的超卖反弹判断。 国联民生金工 10 月 19 日择时观点认为，市场继续处于超卖状态，景气度回升下或进入低位震荡；其三维择时框架（流动性、分歧度、景气度）已转为"一致上涨"状态——流动性保持下行趋势、分歧度继续下行、景气度略有回升。但报告同时提示，从技术形态看市场跌破支撑后小幅反弹便一直处于下跌波段，当前已大幅低于超卖线，此前的支撑转为阻力，因此即便有反弹，后续大概率仍是低位震荡，而不是趋势反转。

私募端的回撤已经具象化到产品净值。 本日两条跟踪显示：文峰的代表产品上周两天回撤，年内由盈转亏；李蓓的半夏代表产品上周净值小幅回撤，年内亏损 22.65%。这与同期"创业板创近 10 年单周第二大跌幅"的指数表现互相印证，说明本轮下跌对高仓位、高集中度的主观多头产品杀伤显著。

AI 算力成本侧出现了一个反直觉的价格信号。 在新云（neocloud）投资者上周遭受重创、AI 相关信用利差走阔的同时，GPU 租赁价格反而飙升——B300 的租赁价格较上月上涨超过 20%。另一条技术侧信息是，vLLM 与 Inferact 借助 AgentX 的分离式推理服务，实现每美元总拥有成本产出 13 亿 token（按超大规模云厂商批量定价口径），相比 B300 聚合式部署配置性能提升 4 倍。这两条放在一起，指向的是"算力供给紧张 + 推理效率提升"同时发生。

核心标的及逻辑

- 综合板块本日为"跨行业零散信息的汇集"，不构成统一投资主线，按性质可归为三类：

- 市场状态类：金工择时（超卖、低位震荡）、私募产品净值（文峰、李蓓）。这类信息用于判断仓位与风险偏好，不指向具体标的。

- AI 基础设施成本类：B300 租赁价格月涨 20%、分离式推理的 token 成本效率。逻辑落点是"推理侧效率提升会改变算力需求的弹性"，对云厂商与推理服务商的单位经济模型影响大于对芯片厂商。

- 零散个股线索：帖中出现"南方乳业"标签串（策略/光缆/…），信息量不足以形成判断，不做外推。

- 本日综合 sector 帖未给出成体系的个股评级与目标价。

行业趋势

"综合"这一栏的价值不在于行业判断，而在于它是当日市场情绪的横截面。三条信息可以拼出一个完整图景：指数超卖但支撑变阻力、主观多头产品年内转亏、AI 算力租赁价格逆势上涨。前两条说明风险偏好仍在收缩，第三条说明产业端的紧缺并未因股价下跌而缓解——股价与产业基本面的背离，正是当前"滞胀交易 + AI 叙事压力"组合的典型特征。

跟踪上，值得留意的是 GPU 租赁价格能否维持：如果新云融资成本继续上行而租赁价格坚挺，说明真实算力需求足以覆盖融资压力；一旦租赁价格转头向下，则意味着需求端开始对高利率做出反应，那时 AI 硬件链的调整会从"估值杀"转为"业绩杀"。

美容护理

核心催化

双 11 的玩法变了：从"拉长周期"转向"提效率"。 瑞银中国化妆品专家电话会指出，今年双 11 不再一味拉长活动周期，天猫与抖音均把核心促销窗口调整至国庆黄金周之后；平台补贴依旧维持高位——天猫补贴预算 140 – 150 亿元、同比增长 10 – 20%，抖音补贴规模约 110 亿元，但补贴更多与效果挂钩，以佣金返还形式兑现。抖音正把流量更多向头部 KOL 及短视频电商集中，反映在广告投放趋于审慎的环境下，品牌更偏好可预测的转化效果与清晰 ROI。

大促的基数效应不可忽视。 渠道追踪数据显示，2025 年双 11 贡献了四季度线上 GMV（淘宝、天猫、京东口径）的约 60%，接近全年 GMV 的 25%——这意味着双 11 的表现基本决定四季度报表，也让同比基数变得极高。

达人直播首日就打价格战。 10 月 15 日天猫预售开启当天，头部美妆达人开启直播，渠道调研的核心结论是"头部达人首日直播价格竞争加剧"。平台层面折扣力度与上一届双 11、618 基本持平，但抖音、京东的大促周期分别缩短 30 天、6 天，节奏更集中、单日强度更高。

核心标的及逻辑

- 平台侧：天猫以 140 – 150 亿元补贴守住份额，抖音以约 110 亿元补贴换效率。补贴形式从"直接降价"转向"佣金返还"，本质是把费用从营销预算挪到交易后端，对平台的短期利润率反而是正向的。

- 品牌侧：流量向头部 KOL 集中意味着两件事——头部品牌的投放确定性提升，中小品牌的自然流量进一步被挤压。在广告预算审慎的环境里，具备强品牌力与稳定 ROI 的国货龙头相对占优。

- 达人/MCN
侧：首日价格竞争加剧，说明达人的议价能力在被平台与品牌双向压缩，坑位费与佣金率有下行压力。

- 本日美容护理 sector 帖为渠道调研与专家电话会，未给出具体个股评级与目标价，上述为按帖文逻辑归纳的板块内分层，不做个股外推。

行业趋势

美妆行业当前的核心矛盾不是需求有无，而是"流量成本 vs 转化效率"。平台把促销窗口压缩、把补贴与效果绑定、把流量向头部集中，这三件事共同指向一个结果：行业从"铺量增长"进入"效率竞争"。这对龙头是好事（ROI 更可控），对靠流量套利的中小品牌是坏事。

需要跟踪的节点很明确：一是双 11 首日预售与现货的增速，这决定四季度线上大盘的方向；二是抖音 GMV 增速的斜率（同期专家会给出的口径是 Q3 付费 GMV 同比从上半年约 19% 降至 11%，全年目标从 5.2 万亿下调至约 5.0 万亿），若这一降速延续，则美妆品牌的抖音渠道红利基本结束；三是补贴以佣金返还形式兑现后，平台的货币化率是否出现阶段性下移。

环保

核心催化

水泥涨价是本日环保链最实的一条数据。 水泥专家交流给出的价格路径很具体：9 月 29 日珠三角水泥、熟料普涨 30 元/吨，10 月中旬散装水泥再涨 50 元/吨，11 月底前预计还有 50 元/吨的涨价预期（视下游接受情况）。三个涨价原因中，前两条都与供给约束直接相关：一是广东环保督察引起的超产治理，要求 10 – 12 月每月错峰 10 天；二是广西外部冲击大幅减少，每年 10 月至次年 3 月为西江枯水期、航运受阻，外来水泥输入受限；三是旺季需求环比改善。

环保督察正在成为实质性的产能约束工具。
与过去"限产靠自律"不同，本轮广东的超产治理直接落到"每月错峰 10 天"的可执行口径上，这是把环保成本转化为供给收缩的典型路径。对水泥这类区域性强、运输半径短的商品，错峰 10 天的边际效果远大于全国性限产。

核心标的及逻辑

- 海螺水泥、塔牌集团：专家交流的核心逻辑是"低位红利轮动 + 基本面边际改善"。当前两家公司承诺分红对应的股息率相较于主流红利标的仍明显更高，因此配置需求带来的估值修复有望持续。这是把水泥从"周期股"重定价为"高股息周期股"的框架，价格弹性只是加分项，股息才是底仓理由。

- 区域弹性看珠三角：本轮涨价的三条原因里有两条（广东错峰、西江枯水）都指向华南供给收缩，因此区域内的产能受益程度高于全国平均水平。

- 本日环保 sector 帖中另一篇为稀土资产重组（盛和资源），与环保主业无关，不纳入本节表述。

行业趋势

水泥的这轮修复是"红利属性打底、供给约束提供弹性"的组合。需要清醒的是，需求端只是"旺季环比改善"，并非趋势性回升；一旦 11 月底那 50 元的涨价因下游不接受而落空，价格逻辑就会走完，剩下的仍是股息逻辑。

环保板块自身的投资范式也在变化：督察、错峰、超产治理这些行政手段，正在替代碳成本成为短期最强的供给变量。跟踪上重点看两件事——广东 10 – 12 月错峰执行的实际力度（是否真停 10 天），以及西江枯水期广西水泥进入量能否被有效阻断。这两个变量决定珠三角价格能否站稳在涨价后的新平台。

催化日历

10 月 18 日（周日）

- 特斯拉 Roadster 发布会后续：官方口径 0 – 60 英里不足 0.59 秒、最高时速 230 英里以上、冷气推进器 80+ 千牛推力，2028
年生产；跟踪点为是否披露最终售价与预订量，这是"飞车"主题从情绪走向订单的第一个关口。

- 国联民生金工择时模型（10.19 期）转为"一致上涨"状态：流动性仍下行、分歧度继续下行、景气度略回升，判断市场进入超卖反弹但反弹后大概率为低位震荡。

10 月 19 日（周一）

- 20:00 裕同科技三季报解读电话会。看点：iPhone Duo 供应链受益节奏 + 液冷业务（NV ZQD 方案确定、华研有望领先切入、26Q4 出货）兑现时点。

- 光智科技子公司安徽光智"先导（青岛）光电子产业园产线及配套系统项目"第一中标候选人公示期（10/15 – 10/19）结束，投标报价 11.14 亿元、约相当于 2025 年营收 20.80 亿元的 54%，要求 2026 年 12 月 30 日前交付投产。

10 月 20 日起（本周）

- 中国巨石玻纤年会及三季报交流：验证电子布景气度，是 PCB 上游材料最直接的高频验证点。

- Q4 电子大宗气体项目招标进度：氩气本周上涨超 40% 重回上涨通道，广钢、杭氧为弹性标的。

- 三季报密集披露期开启：已预告的高增样本包括生益科技、亨通光电、长鑫科技、晶科能源、萤石网络，后续看寒武纪、浪潮信息、紫光股份的预付款与存货。

10 月 23 日（周五）

- iPhone Duo 全球正式发售（国行起售价 15999 元）。跟踪首周实际交付、溢价与供应链拉货，MS 口径 2026 下半年产量仅 700 万部。

- ESMO 大会开幕（10/23 – 10/27），创新药最重要的两周催化窗口，关注国产 ADC/双抗的 ORR、PFS 数据是否达到可授权标准。

10 月 27 日（周二）

- 以色列选举。高盛外汇团队视为谢克尔关键事件，建议选举后上涨时重新做空；对中东地缘溢价（布油 109.86 美元/桶）有间接影响。

10 月 28 – 30 日

- 中国主要险企披露 3Q26 业绩。高盛预期 9M26 净利润同比下滑 20 – 60%、NBV 除中国人寿外均负增长，是"利空是否已 price in"的直接检验。

- 同期为美国 10 月 FOMC 窗口（GS 与 JPM 一致预期按兵不动，12 月加息一次且为最后一次）。

11 月 11 日

- 空军成立 77 周年。国金军工把它列为航展前的催化节点之一，10 月下旬起多国军事演习与军贸展会密集。

11 月 15 日

- 《中国禁止出口限制出口技术目录》修订征求意见反馈截止（2026 年第 48 号公告，拟增 40 项技术：AI 23 项、生物医药 5 项、光伏 12 项，其中禁止 14 项、限制 26 项）。三个待确认细节：开源与已发表技术不纳入、API/SaaS 出海不属大模型技术出口管理、生物医药仅管"平台与方法"不管"品种"。

11 月下旬 – 12 月初

- 珠海航展参展装备集中披露窗口，可能出现新装备首秀与海外客户订单。

12 月 7 – 13 日

- 第十六届中国国际航空航天博览会（珠海）。军工"低位置+筹码结构好+航展"逻辑的兑现事件。

12 月

- 美联储第二次（也是最后一次）加息预期窗口。GS/JPM 均预计本轮终点为联邦基金利率上限 4.25%，并维持至 2027 年底。

- 长鑫存储计划年底前推出基于 4F ^{2} 架构的服务器内存产品（瑞银判断更可能是研发完成或样品发布，而非大规模量产）。

2027 年及以后（远期锚点）

- 2027 年一季度：MS 预计保险销售迎来新一轮推动；高盛预计 2027 年股息可比肩传统红利（券商）。

- 2027 年：全球 AI 服务器 PCB 市场规模 380 亿美元（高盛）、燃机新签订单延续 100GW 以上、DRAM 需求高峰可能超出供应 13.9%（巴克莱）。

- 2027 – 2028 年：数据中心级 800VDC 验证期；2029 年后原生 LVDC 规模部署（Google/NVIDIA 时间表）。

- 2028 年：特斯拉 Roadster 生产目标；2028 年全球 AI PCB 市场 840 亿美元。

连板与强势股

今日源数据中无连板、涨停、龙虎榜或强势股梯队统计（唯一的"连板与强势股"归类帖实为宏观政策观点，与题材无关），因此本板块不列个股、不做推测。

可替代参考的是当日帖文中出现的两处盘面强弱信息：一是本周行业层面仅食品饮料与银行上涨，通信 -10.7%、电子 -8.45% 跌幅居前，中证军工 -2.2% 属跌得较少（排名第 5）；二是"周末舆情热度"列出的题材方向——低空经济/飞行汽车（华阳国际、保隆科技、万丰奥威、宗申动力、中信海直等）、机器人/物理 AI（威力传动、均胜电子、旭升集团等）、军工（长城军工、广东宏大、长春一东等）、风电。以上为帖中提及的方向与标的名录，不构成强度排序或连板判断。

下一交易日若要跟踪强势股结构，建议直接看涨停家数与连板高度变化，本汇总不作补写。

ETF关注

今日"ETF关注"归类下的 3 篇帖文均非 ETF 推荐内容——分别为量化私募净值回撤的盘面复盘、沃什 IMF 讲话与美联储路径、以及市场暴跌归因于对冲基金爆仓的传闻，无任何 ETF 标的、份额、资金流或配置建议。故本板块不列标的、不做推测。

若需 ETF 视角的替代参考，帖中可提取的仅有两项宏观事实：其一，A 股日成交额已从 2026 年 6 月的 3.5 – 4.0 万亿元回落至 1.5 – 2.0 万亿元，高盛将其列为市场摇摆变量；其二，国家队通过买入柏瑞沪深 300ETF 托底（前期记录），宽基 ETF 仍是稳定资金的主要载体。这两点属背景信息，不构成配置建议。

海外财报速览

台积电（3Q26，已披露）

Q3 净利润同比 +68.7%，并明确 2026 – 2028 年资本开支将大幅超过过去三年的约 1010 亿美元。市场关注的分歧在毛利率：营收指引上调但毛利率指引偏软，ADR 溢价回落至 11%，台股层面 TAIEX 单周 -5%、外资 QFII 单周净卖 192 亿美元。JPM 维持超配，预计 2027/28 年营收增长 40%/28%，产能加速扩张但毛利率持平。

美光（FY26，HOLT 口径更新）

CFROI 达创纪录的 37%（上一年 6%），HOLT
模型预计将进一步接近翻倍，而市场隐含的估值假设是长期销售额收缩
12%，两者形成显著背离。基本面上有两个此前被忽略的细节：截至 9 月 30 日公司拥有 26
份多年期照付不议供货合同（无论买方是否提货都需为约定数量付款），覆盖至 2030 年收入的 35%
以上、部分延续至 2031 年；客户对这些合同承诺 320
亿美元，其中大部分为现金预付款。这意味着"客户随时可以停止下单"这一传统周期触发条件已被合同锁定。

强生（3Q26，已披露）

营收 254 亿美元、同比 +5.9%；肿瘤领域贡献最大，76.02 亿美元、同比
+16.7%，核心为多发性骨髓瘤产品组合（CD38 单抗 DARZALEX、BCMA/CD3 双抗 TECVAYLI 等）。

Anthropic（26Q3，闭门投资者日披露）

营收 168 亿美元，较二季度 115 亿美元环比增长约
46.1%，连续第二个季度实现调整后盈利并录得正向现金流。但 9 月末 ARR 约 700 亿美元，低于市场 740 – 770
亿美元预期；年底 ARR 指引 1100 亿美元，低于此前 1200
亿美元以上。归因包括反蒸馏措施削减调用（相关收入占营收 5 – 7%）、模型价格战压低单 Token 收入、Meta
与微软削减内部 Claude 支出。

长鑫科技（26Q3 业绩预告，A 股）

前三季营收 2650 – 2700 亿元、同比 +726%~742%，归母净利 1310 – 1325 亿元大幅扭亏；单 Q3 营收 1147 – 1197
亿元（环比 +15%~20%）符合预期，归母 534 – 549 亿元（环比 +1%~4%）低于 600
亿元以上预期。原因有二：上半年靠以前年度亏损实现 45.4 亿元所得税抵减、Q2 实际税率低至 8.8%，Q3 可抵
扣空间收窄；叠加产线代际切换扰动。另一解释是少数股东损益占比变动——合肥一期全资，北京一期、合肥
二期穿透股权仅 32%/15%。

康诺亚（26Q3，港股）

Stapokibart 单季销售额 2.67 亿元（26H1 为 3.93 亿元），市场份额进一步提升；机构上调 2026/27
年销售预测，逻辑是医保目录落地后需求释放与医院覆盖扩大。

味之素 / Forge Biologics（基因治疗 CDMO）

10 月 13 日 JPM 实地走访：Forge 项目数量稳步增长，有望在 2026 财年实现 EBITDA 转正、2027
财年启动商业化生产。味之素保守预测 2030 财年该业务营收约 570 亿日元（按 1 美元兑 158 日元），较 2025
财年增长两倍、业务利润率约 30%；JPM 自身预测营收 755 亿日元、利润率 29%。

待披露（前瞻，非财报）

AMZN 3Q26 前瞻：核心分歧是华尔街对 AWS 2027
年营收增速的预期"低得离谱"——在资本开支飙升的同时仍预期增速放缓 1
个百分点，逻辑上说不通，因此被视为容易超预期并上调指引的标的。中国险企将于 10 月 28 – 30 日披露
3Q26，高盛预期净利润同比下滑 20 – 60%、NBV 除国寿外均负增长。

⚠ 风险提示

加息周期重启是本轮所有风险的源头变量。 高盛全球经济周报测算，全球利率已升至 2007
年以来最高水平，每 100bp 加息将使发达经济体住房投资下降 6%、消费支出下降 0.2%、商业投资下降
1.8%，并使政府利息支出在未来一年内上升至多 0.2% GDP（到 2030 年升至 0.6% GDP），综合对 DM GDP
造成约 0.6% 的拖累，其中瑞典、澳大利亚、加拿大受影响最大。摩根大通的口径进一步确认通胀粘性：9
月核心 PCE 环比预计 +0.3%、同比从 3.0% 升至 3.1%，三个月年化率从 2.0% 跳升至
2.7%，"短期通胀改善的曙光已消退"；两家均预计 FOMC 10 月按兵不动、12 月加息，JPM
预测联邦基金利率目标上限将于 4Q26 升至 4.25%。

风险在于市场尚未为"加息而非降息"完成定价。 高盛 TWIG 周报明确点出关键观察点：AI
投资热潮能否承受更高利率。若 12 月加息落地后长端利率继续上行，股票估值的分母端压力将二次释放。

二、AI 融资与信用链风险（本日最集中的风险源）

- 融资成本已从"叙事"变成"报表"：花旗指出 AI
基础设施融资成本上升且向高风险资本倾斜，高收益债发行同比激增 86% 至 330
亿美元；高盛信用团队的判断是，neocloud 发行的 AI 相关公司债及与前沿 AI
实验室存在敞口的公司债"正处于融资成本争论的震中"。

- CRWV 债券收益率飙升需要正确解读：其部分高级无抵押债券缺乏 GPU 直接抵押，投资者依赖公司整体信用与现金流偿债，因此对信用风险、再融资压力和市场情绪更敏感。这意味着高收益率首先反映的是信用风险重定价，不能直接等同于 AI
算力需求崩塌——但反过来说，若再融资窗口关闭，资本开支延期会立刻传导至亚洲 AI
硬件供应商的盈利预期与估值。

- 模型侧的收入增速已在放缓：Anthropic 三季度营收 168 亿美元、环比
+46.1%，虽连续第二个季度调整后盈利并录得正向现金流，但增长低于预期；开源证券提示关注这一信号对 AI 应用投资节奏的影响。花旗另给出成本侧数据：专有模型运营成本周环比上升 4% 至 3.51
美元/任务，对开放模型溢价扩大至 4.4 倍。

- 泡沫论的代表性观点：瑞·达利欧提示，当 GDP、股市、财富分配与地缘政治期望高度集中于 AI 单一领域时，资源配置失衡会使泡沫破裂风险呈指数级放大，"伟大的技术"不等于"绝佳的投资"，一旦投资者因偿债或纳税压力被迫抛售，触发点便会降临。

- 交易层面的踩踏风险：市场流传本周暴跌由某大型对冲基金爆仓引发（猜测为简街资本），其在 AI
板块多头敞口极高、且在 CBRS 与 CRWV 上敞口集中。此类传闻无法证实，但反映当前筹码结构的脆弱性。

三、市场与估值风险

- A 股科技板块领跌：本周中国股市下跌 2 – 3%，MXCN/CSI300 分别 -1.6%/-3.4%，创业板/科创50 分别下跌 8.9%/6.8%；创业板创近 10 年单周第二大跌幅。

- 外资流出创纪录：台股 TAIEX 单周下跌 5%，QFII 单周净卖出 192 亿美元、单日最高 99
亿美元，资金从科技轮动至能源、运输、银行、保险、电信。

- 技术面尚未转势：国联民生金工指出市场虽处于超卖、三维框架转为"一致上涨"，但跌破支撑后支撑已变阻力，即便反弹后续大概率仍是低位震荡；并提示量化结论基于历史统计，环境变化时可能失效。另一篇策略观点认为宽基跌破年线的指引意义已明显减弱，"分部牛市"常态化下旧规律失效。

- 策略层面已转向避险：外资中国股票策略将上证综指、沪深300、深证成指目标位下调 9% – 15% 至 4100/4800/14500 点，对应 8% – 15% 上行空间；核心摇摆变量是 A 股成交额与美国国债收益率。

四、行业与个股风险

- 存储：长鑫科技 Q3 归母 534 – 549 亿元、中值环比仅 +2.5%，低于市场预期的 600 亿元以上，原因包括少数股东损益占比变化、新工艺代际技改与研发占用产线、历史亏损抵税效应减弱（上半年抵减 45.4 亿元、Q2
实际税率低至 8.8%）。4F ² 架构的核心风险被明确指向良率损失，属于"以良率换密度"而非"以性能换密度"。

- 保险：9M26 净利润预计同比下滑 20% – 60%（1H26 为 +10% 至 +229%），除中国人寿外其余险企全年 NBV 负增长，10 月 28 – 30 日披露期为事件风险窗口。

- 银行：零售资产质量依然承压，零售压力大的股份行利润增速尚未改善。

- 电池与新能源车：ZE 咨询将 10 月头部五家电池公司排产环比增速从 +7% 下调至
+1%，下调源于宁德时代、亿纬锂能、瑞浦兰钧；10
月旺季排产不及预期，印证终端需求部分走弱。光伏端，晶科能源 26 年前三季度预亏 35.76 – 29.76 亿元。

- 地产：929 贴息政策分样本数据显示，受益套数占比越高（60%
以上）的城市同比反而最低（31.0%，过去一周 23%），政策弹性存在结构性衰减；84 城冰山指数月环比仍为
-0.56%，价格未止跌。

- 化工与建材：油价高位压制终端需求，主流化工品价格与价差分位数均处底部；水泥 11 月底前的 50
元/吨涨价"具体看下游接受情况"，存在落空风险。

- 军工供应链：花旗在 AUSA 年会后提示，内存、连接器、集成电路等原被视为常规商品的产品交货期已延长
至一年以上，供应链远离中国的趋势加剧挑战，DPAS 评级虽有帮助但难解根本，供应链正成为 A&D
行业更大的风险。

五、地缘与政策事件风险

- 能源通道：霍尔木兹海峡再度出现油轮触雷起火，海峡流量 10 月以来回落至冲突前约
70%，现货市场缺口支撑 100
美元/桶的油价中枢——油价上行会同时推升通胀与压制中下游需求，是"滞胀交易"的核心燃料。

- 政治事件密集：10 月 27 日以色列选举（高盛建议选举后上涨时重新做空谢克尔）、美国中期选举、国内政策
会议，均可能引发跨资产波动。

- 关税与财政：美国最高法院此前裁决否定特朗普政府大部分关税，导致 2026 财年退还关税 1450 亿美元；2026
财年赤字同比扩大 2170 亿美元至 1.99 万亿美元，债务偿付支出 1.36 万亿美元同比
+12%——财政可持续性本身已成为风险变量。

六、需特别提示的"反向风险"

当前市场一致性偏空，但存在两类容易被忽略的反向风险：一是若通胀数据在 11 月回落、12
月加息落空，被压制最狠的 AI 硬件与成长股可能出现剧烈反弹（台股 GS 反转指数已处
-0.3，显示潜在反弹机会）；二是存储链的"崩盘条件"目前并不成立——仓库未满载、DRAM
价格未腰斩、无季度亏损，且美光持有 26 份多年期照付不议合同、覆盖其截至 2030 年收入的 35%
以上（部分延续至 2031 年），客户"退出"这一关键条件已被合同锁死。过度看空同样面临基本面反驳。

免责声明

免责提醒：本汇总内容来自公开渠道，仅供参考，不构成任何投资建议。投资有风险，决策需谨慎。