思维纪要社 2026-10-22 每日汇总

总帖子数523条 | 有效帖子346条 | 总字数64855 | 阅读时间预估130分钟

核心事件

一句话结论：A股与港股今日同步破位（沪指 -1.48%、创业板 -4.37% 失守 2600 点、恒科 -5.03%），但资金并非全面撤离——机器人逆势走强、银行创新高、宽基 ETF 尾盘放量护盘，说明这是一次"AI 硬件高位仓位的集中出清"，而增量叙事（物理 AI、AI 安全、俄乌重建、涨价资源）正在承接资金。

一、市场结构与资金：机构先撤、融资盘后撤，护盘只托不拉

此轮调整的传导链条很清晰：10 月 15 日之前，跌幅与机构持仓比例高度正相关（AI 硬件电子、通信是重灾区），与融资占比关联度不高；10 月 15 日之后，高融资组合跌幅首次超过机构重仓组合，A股融资余额单日减少 314 亿元、10 月以来累计减少 901 亿元，止损盘开始接棒。今日成交 1.54 万亿、较前日放量约千亿，属于"多杀多"式放量。护盘力量则在弱化：此前是下午 2 点后持续买入，今日改为最后半小时集中放量（沪深 300ETF 华泰柏瑞尾盘成交超 60 亿、华夏/嘉实/上证 50 各超 40 亿），且名义金额偏小。所以呢：指数级别的底部信号尚未出现，但"赚钱效应先于指数见底"已经在发生——洪灏判断当前处于恐慌抛售尾声、年底前大概率大级别反弹；林荣雄用创业板两轮大周期复盘，给出本轮底部约在 2600 点附近的量化参照（调整幅度约为此前涨幅 60%、周期 16-19 周，本周已是第 18 周、累计跌超 39%）。

二、物理 AI：特斯拉把"量产"从 PPT 变成产线，叙事锚点从 Demo 转向 Uptime

特斯拉 Q3 业绩会给出本轮最实质的产业信号：Optimus 已在弗里蒙特开启早期生产，产线设计年产能 100 万台（周 2 万台），设备大部分到位，但爬坡至少需要一年以上、2027 年底才对外商业交付，首批 1-2 万台全部内部自用做数据采集；1-2 个月内发布 V3 非预编程演示、12 月 4 日股东大会是密集催化窗口；AI5 芯片 2027 年 4 月装车、算力提升约一个数量级。财务侧则是"营收持平、利润承压"：Q3 营收 280.46 亿美元同比基本持平、低于一致预期，GAAP 净利 7.87 亿美元（同比 -43%，研发与运营费用 +39%），但毛利率回升至 19.59%、调整后 EPS 0.48 美元超预期、自由现金流 15.3 亿美元转正，全年资本开支指引下调至约 200 亿美元。

真正被重定价的是数据。特斯拉明确"训练数据是 Optimus 核心瓶颈"，英伟达同步把 GPT-6 Astra 接入 Isaac 平台（GR00T 1.7 强化学习 + Cosmos 世界模型后训练），OpenAI 亲自下场做具身模型。按产业口径，OpenAI 今年真实数据需求百万小时级、明年千万小时级，北美叠加英伟达/Google/DeepMind 竞争后需求将上冲亿小时级，当前单小时数采成本数百元。所以呢：价值量正从"本体"向"数采设备+数据资产+端侧硬件"迁移，这也是今日唯一逆势走强的方向（大业股份 5 板、兆威机电、鸣志电器缩量加速）。需注意 JPM 提示的反向风险——1-2 万台初始产量指引低于最乐观预期、爬坡是 S 曲线，中国机器人板块未来 1-3 个月存在"预期重置"风险，其首选仍是恒立液压、三花智控这类已确认的 T 链供应商。

三、AI 资本开支：Meta 的现金流拐点，比营收超预期更重要

Meta Q3 收入、利润、Q4 指引全面超预期（固定汇率广告收入 +26%，展示量 +10%、单价 +14%），2026 年资本开支下限上调至 1350-1450 亿美元。但两个细节值得警惕：Q3 自由现金流 -21.2 亿美元，为上市以来首次为负；同时推出无投票权 C 类股（经济效果类似"一拆二"，2027 年 1 月实施），本质是为未来数年数千亿美元的 AI 融资开通道——财务顾问测算现有股权结构下最多只能融约

7000 亿美元股权，否则扎克伯格投票权将跌破 50%。Muse 的商业化数据首次披露：美加 1000 万激活、日活 250 万、ASP 200 美元，盈利依赖"未来一年计算成本效率提升 10 倍"的假设。所以呢：AI 资本开支的总量还在上修，但"用自己的现金流投"正在变成"用股权和债融投"，这是估值分母端的新变量，也解释了为何今晚财报超预期、AI 硬件股却仍在杀估值。

四、AI 安全：从"主题"变成"实战验证"，PHP 漏洞是一次意外压力测试

OpenAI 的模型在"Patch the Planet"项目中发现了 PHP
两个免登录远程代码执行漏洞（CVE-2026-109618/109619，CVSS 均 9.2，其中一条含类 Heartbleed 内存泄漏），全球约 70% 网站使用 PHP，芬兰、荷兰、法国已紧急下线部分政府网站。这是AI 第一次以攻防主体身份发现史诗级漏洞，配合绿盟科技 TechWorld 大会披露的口径（Anthropic 的玻璃翼上线数月已发现 12.9 万个验证漏洞、2026 年智能体安全事件或超过去几年总和、已发布 5 项 AI 安全国标），AI 安全有望成为 AI 应用的"准入项"而非可选项。所以呢：这是少数"有真实事件驱动、估值尚未透支"的科技细分，关注白马（深信服、绿盟科技、奇安信、安恒信息、启明星辰、网宿科技）与黑马（亚信安全、盛邦安全、格尔软件）的分层机会。

五、三季报：硬件链的"量价齐升"已经在报表里兑现

今日披露的三季报密集超预期，且集中在半导体封测、PCB/CCL、光器件、输变电四条线上：长电科技 Q3 归母 7.73 亿（同比 +60%、环比 +39.5%）、扣非同比 +117%，资本开支上调至 173 亿元；仕佳光子 Q3 营收 12.27 亿（同比 +116%、环比 +33.5%）、归母 2.71 亿（同比 +226%），加回 4937 万股权激励后经营性利润超 3.2 亿；华正新材 Q3 归母 6.27 亿（同比 +3045%、环比 +342%），覆铜板涨价 + 高端占比提升，机构测算 10 月单月利润或达 3.3 亿；奥士康 Q3 归母 3.72 亿（同比 +329%、环比 +470%）、毛利率环比 +14pct。输变电三兄弟同步改善：中国西电 Q3 归母 +36.9%、平高电气 +30.5%（毛利率 +4.26pct）、宝光股份 +71%。所以呢：产业景气是真的，被杀的是估值与仓位——这正是"业绩兑现 vs 股价下跌"背离期的典型特征，也是后续反弹中弹性最大的方向。

六、光模块的分歧：传言杀跌 vs 龙头自证

"易中天"今日领跌，导火索是三条传言叠加：江浙民间大资金爆仓、某龙头明年业绩被下修至 800 亿、以及 Q3 环比增速预期（ZJXC 20-30%、XYS 10-20%）低于此前乐观口径。但产业侧的反证同样明确：新易盛回应生产经营正常、订单交付有序；仕佳光子用 226% 的利润增速证明无源器件（MPO/AWG/CW 光源）需求旺盛；Lumentum 在 PECC 峰会展示 1310nm、输出功率超 1 瓦的激光器，明确"CPO 扩张下激光器已成为 AI 网络设计的核心"。所以呢：短期是物料约束导致的交付节奏问题，不应外推为远期增长失速；真正的观察点是 11 月 4-5 日 Coherent 与 Lumentum 的财报指引。

七、俄乌和平预期：一条被低估的重建链

泽连斯基表示可在保留至少 75%
领土控制权基础上达成和平协议，俄方已接受美方提出的三方会晤提议。基本面对照：乌克兰 2026 年底发电装机预计仅 19.6GW，较 2014 年的 54GW 下降逾六成，电网与发电能力被大幅摧毁。所以呢：若谈判实质推进，电力设备（变压器、开关）、储能与户储、工程机械（今日已日内发酵）是最直接受益方向，属于"低预期、高赔率"的事件驱动，但需盯住谈判进程而非提前重仓。

八、涨价与资源：三条供给端硬约束

① III 类基础油：卡塔尔 Pearl GTL 一列产线受损（III 类产能 107.2 万吨/年）、巴林 Sitra 40 万吨/年进入不可抗力，受损产能约占全球 III 类 35%，紧张至少持续至 2027 年年中，博汇股份涨停（16 万吨产能、4cSt 出货价 1.9-2 万元/吨、满产后单月毛利约 1 亿），华锦股份（盘锦北方沥青）为另一映射；②

氧化钇：两部门 10 月 19 日强化两用物项管控，9 月氧化钇出口累计同比
-27%、对日出口趋零，欧洲报价年内涨超 200%，复合氧化锆国产替代加速；③
硅料：杭州闭门会后减产落地，协鑫乐山 20 日前全停、通威 10 月内开工降至 35%
以下、大全新疆厂区同步降负荷，价格底线 4.3 万元/吨。反向的是碳酸锂：SMM 电池级 9.9 万元/吨、周环比
-4.8%，继续去库但价格仍在下行。

九、政策与制度：三条中期线索

中办、国办印发《关于推动科技创新和产业创新深度融合的意见》，明确集成电路、工业母机、高端仪器、先进材料、生物制造五大方向"决定性突破"，并全面实施"人工智能+"行动；国家数据集团 10 月 20
日在雄安揭牌，数据要素从"部委推动"升级为"国家队统筹"（迪安诊断等具备院内+院外数据资产的 ICL
是最直接映射）；广电总局印发广电视听规划，提出 2030 年行业 AI 渗透率达
95%、十五五期间推出优秀微短剧 500 部，为 AI 内容与 IP 影视提供了明确的量化目标。

宏观策略

海外主线是美强中弱的利率分化被重新确认。高盛判断美联储 12 月再加息 25bp 后维持利率不变直至 2027
年下半年，而中国 10 年期国债收益率已降至约 1.6%，中美周期继续背离。历史经验显示，加息初期港股与 A
股通常前 6 个月承压、约需 3-4 个季度恢复，且美债名义与实际收益率的快速上行比加息本身更具压制力——
这一点在今日港股得到验证（恒指失守 23000 点、恒科 -5%，创 3
月以来最大跌幅）。中国上市非金融企业外币债务占比约
10%、债务负担可控，因此冲击主要通过资金流而非资产负债表传导，H
股因外资参与度更高而更敏感。配置上高盛维持 A 股超配、H 股标配。

地缘出现边际缓和：泽连斯基表示可在保留至少 75% 领土控制权基础上达成和平协议，俄方已接受三方会晤提议。但市场并未按"和平交易"定价，反而因美以对伊朗新一轮打击计划的报道，油价维持高位（WTI 101.79 美元、昨日 -1.8%），说明当前定价的是冲突的尾部风险而非方向。

基本面侧，高盛中国消费仪表板显示三季度居民人均可支配收入名义同比 +5.4%（二季度
5.6%），季调后环比年化由 5.2% 骤降至 4.4%；人均消费支出同比由 3.8% 降至 3.5%，季调环比年化从 3.6%
掉到 0.2%，交通通信与教育文娱是主要拖累项。这是消费股三季报普遍miss的宏观根源，也解释了白电、家居等内需品种的回调。

市场影响：这是一次"仓位出清"而非"逻辑破坏"

今日 A 股全线下挫：沪指 -1.48%、深成指 -2.96%、创业板指 -4.37% 失守 2600 点（较 6 月高点回撤超
40%，连续 8 个交易日下跌、累计 -11.46%），近 5000 只个股飘绿，成交 1.54
万亿放量约千亿。港股跌幅更深：恒指 -3.03%、恒国指 -3.2%、恒科 -5.03% 失守 3800 点，成交 1760
亿港元，南向连续四日净流出（今日腾讯卖单占其成交量 40.37%、净卖出 2.17 亿美元）。亚太同步走弱：日经
-2.7%、韩国综指 -3.5%（KOSPI 收 5533.8），仅印尼逆转收涨。

结构上呈现三个特征：防御占优（电信 -0.6%、公用 -1.4%、金融 -1.4%
跌幅最小，工行、建行创新高）；动量股出清（医疗保健 -5.6%、材料 -5.5%、非必需消费 -4.7%，半导体
-5.0%、软件服务 -5.2%）；主题逆势（机器人概念活跃，大业股份 5 板）。

资金层面更值得关注：10 月 15
日之前跌幅与机构持仓比例高度正相关，之后高融资组合跌幅首次超过机构重仓组合，融资余额单日 -314
亿、10 月累计 -901 亿；护盘从"下午 2 点持续买入"转为"尾盘半小时集中放量"（沪深 300ETF 华泰柏瑞尾盘超 60
亿），力度边际减弱。公募基金三季报将于本月底前披露，届时才能看清真实调仓方向。

策略含义：三条可执行结论

第一，指数不必急于抄底，但要盯"赚钱效应先于指数见底"。洪灏判断当前是恐慌抛售尾声、极端超卖（GEX 收紧），年底前大概率出现大级别反弹；林荣雄用创业板两轮大周期复盘给出量化锚：极限调整幅度约此前区间涨幅的 60%、周期 16-19 周，本周已是第 18 周、累计跌幅超 39%，对应底部约在 2600 点附近。今日创业板恰好收在 2600 点下方，属于"进入阈值区但未确认"。真正确认需要看到：融资余额止跌、AI 硬件出现放量长阳、或政策端增量（发改委已明确四季度将及时出台新政策，央行把算力网等"六张网"纳入 PSL 支持并下调 PSL 利率）。

第二，结构上做"叙事切换"而非"仓位转移"。从"算力基建的资本开支受益"切向"物理 AI 的数据与设备"、"AI 安全的合规刚需"、"俄乌重建的电力与储能"、"供给硬约束的涨价资源"四条线。这四条线的共同点是：不依赖 AI 资本开支继续超预期，而依赖各自独立的产业事件。

第三，用汇率与资产相关性做对冲。今年一个高价值观察是"AI 美元"：深度参与 AI 产业链的美、日、韩股市与美元正相关，而 AI 受益有限的印度与恒指与美元负相关。既然美元与 AI 行情绑定，做空美元/做多黄金就是对 AI 资产最自然的对冲——黄金与美元负相关性今年已增强至 80% 以上，且即使 AI 行情持续、油价回落、美联储转向宽松，该交易同样有机会盈利。这也解释了为何在风险资产普跌时黄金并未同步崩塌。

中国股票的中期问题：创新领先、回报滞后

JPM 提出"七大核心问题"框架值得记住：中国已在电动车、电池、光伏、造船、工业机器人、AI、生物科技领域具备全球竞争力，制造业增加值约占全球三成、商品出口约 15%；但自 2025 年初以来 MSCI 中国与沪深 300 累计回报仅 9% 与 6%，大幅跑输 MSCI 全球（35%）。核心症结不在产业能力，而在盈利转化率、股东回报机制与估值折价三个缺口。这意味着中期看多的抓手应是"现金流回报改善"（分红、回购、治理）而非单纯的产业叙事——今日宁德时代回购 8 亿元仍未托住股价，正说明"回购≠重估"，需要的是持续的 ROE 抬升。

港美股海外

隔夜美股三大指数普涨（标普 +58bp 至 7757、纳指 +113bp 至 29822、道指 +69bp 至 52857），VIX 回落至 16.7，SpaceX 的亮眼财报一度强化了 AI 投资前景的乐观预期。但今日亚太时段科技股全线杀跌，说明市场对"财报好"的定价已经让位于"钱从哪来"。

特斯拉（TSLA）：Q3 营收 280.46 亿美元同比基本持平、略低于一致预期 281.32 亿；汽车 205.6 亿（同比 -3%）、能源 28.81 亿（同比 -16%）、服务 46.05 亿（同比 +33%）；GAAP 毛利率 19.59%（同比 +1.6pct、环比 +2.76pct）超预期，GAAP 净利 7.87 亿（同比 -43%，因 AI/机器人研发费用 +39%），调整后 EPS 0.48 美元超预期，自由现金流 15.3 亿美元转正，全年资本开支指引下调至约 200 亿美元。经营亮点在 FSD：北美新车付费附着率升至 75% 以上（环比 +20pct）、全球付费客户超 170 万，Robotaxi 无人驾驶里程从季末约 200 万英里增至 10 月 21 日约 330 万英里，奥斯汀 Cybercab 车队较推出时扩大 10 倍、周自主驾驶里程从 7 月初 4.4 万英里增至 55.8 万英里。卖方分歧集中在目标价：MS 上调至 410 美元（Equal-weight）、GS 维持 360 美元（中性，对应 3.7% 下行空间）、JPM 上调 2027/2028 EPS 至 1.75/2.70 美元。

Meta（META）：Q3 收入、利润与 Q4 指引全面超预期，固定汇率广告收入 +26%，展示量 +10%、均价 +14%，部分"内容理解"改用自研模型后单位处理成本降超 80%。隐忧有二：Q3 自由现金流 -21.2 亿美元（上市以来首次为负）；2026 年资本开支下限上调至 1350 亿美元（区间 1350-1450 亿）。为支撑数千亿美元 AI 投入，公司拟设无投票权 C 类股（现有 A/B 股各派 1 股 C 股，经济效果类似"一拆二"，2027 年 1 月实施，后续可增发用于融资/激励/收购），Moelis 测算现有结构下最多融资约 7000 亿美元股权，否则扎克伯格投票权将跌破 50%。新业务 Muse：美加 1000

万激活、日活 250 万、ASP 200 美元，商业化刚起步。Citi 上调目标价至 905 美元（买入）、中金认为融资方案是"以时间换空间"。

存储与半导体设备：JPM 认为内存板块股价已提前计价 2027 年下行周期，但自下而上基本面未见裂痕、估值处历史低位，维持 SK 海力士/三星/铠侠/南亚科技增持，短期首选 SK 海力士（股东回报更优）。大摩在应用材料投资者早餐会后对 DRAM 与前端工艺控制转为更积极，对逻辑芯片与后端仍存疑。JPM 对日本电子元器件（MLCC/ABF 基板）判断 7-9 月业绩将延续强劲并上调指引，关注村田三年超 1 万亿日元的 MLCC 资本开支、日本厂商开始讨论涨价、TDK 与太阳诱电被动元件联盟；大摩对日本电子化学品判断业绩符合预期，300mm 晶圆出货环比 +7%/同比 +13%、先进封装材料强劲，信越化学可能宣布 2000-3000 亿日元回购。

光器件前瞻：伯恩斯坦提示 Coherent 将于 11 月 4 日、Lumentum 11 月 5 日披露财报；过去一个月 Lumentum 跌 13%、Coherent 跌 28%，跌幅与 CoreWeave 相当，管理层需要给出"安抚性"指引。产业侧 Lumentum 已在 PECC 峰会展示 1310nm、输出功率超 1 瓦的激光器，强调 CPO 扩张下激光器功率/波长/位置已成为架构级选择。

微软：JPM 维持增持、2027 年 12 月目标价 625 美元，预计 F1Q27 营收 905 亿、Azure 322 亿、M365 商业云 256 亿、EPS 4.71 美元，FY27 资本开支约 2100 亿美元。

SpaceX：大摩给出增持、300 美元目标价（基于 2028 年 EPS 9.45 美元），核心逻辑是市场低估了其"能源+算力+连接+机器人"垂直整合的物理 AI 平台属性；星舰第 15 次飞行的飞船与助推器回收是近期关键催化。Citi 进一步指出若 2027 年末 ARR 达到 5000 亿-1 万亿美元情景兑现，单家 ARR 可能超过其覆盖的 30 只航空航天与国防股 2027 年收入总和。

港股：破位下跌，消费与医药是重灾区

恒指 -3.03%（22972 点，失守 23000 关口并回到 6 月水平）、恒国指 -3.2%、恒科 -5.03%，成交 1760 亿港元，创 3 月以来最大跌幅。领跌：医疗保健 -5.6%、材料 -5.5%、非必需消费 -4.7%、软件服务 -5.2%、半导体 -5.0%、汽车及零部件 -4.7%；抗跌：电信 -0.6%、公用 -1.4%、金融 -1.4%。南向资金连续四日净流出，交易台整体 1.6 倍偏卖于互联网、保险与工业，腾讯遭南向净卖出 2.17 亿美元（卖单占其成交量 40.37%）、中国移动与阿里同被减持。值得注意的时点因素：今日是中国离岸信托所得税追缴的缴税截止日，这是近月市场持续关注的资金面扰动。

港股消费三份业绩同日公布，均指向"高端化失速"：

- 普拉达（1913.HK） Q3 营收 13.57 亿欧元、内生仅 +1%（Q2 为 +7%），零售内生由 +5% 降至持平；Prada 品牌 +1%、Miu Miu 转为下滑；美洲与亚太仍增长、中国承压。

- Moncler FY26Q3 营收 6.1 亿欧元、固定汇率持平，Moncler 品牌 -1%、Stone Island +5%，前三季累计 19.0 亿欧元、同比 +6%。

- 周大福 FY27Q2 零售值 -0.5%，内地 -5.3%（渠道优化+高基数）、港澳及其他 +33.2%；内地直营同店 +2.2%、加盟 -2.9%，港澳同店 +29.6%、同店销量 +14%；内地定价首饰同店 +11.1%，是结构亮点。

- 安踏体育 三季度核心品牌略逊预期，FILA 符合预期，迪桑特/可隆 +25-30%，管理层重申全年指引。

联想集团（0992.HK） 在投资人交流会上正面回应新云客户债务担忧：CoreWeave 不是其客户、客户多为未上市企业以股权融资为主、无还本付息压力，且要求预付款并保留机器回收权，风险隔离机制充分。

东山精密 10 月 20 日起招股，招股价上限 93.8 港元、每手 100 股、入场费 9474.59 港元，市值上限 1824.78 亿港元、发行 1.14 亿股、有绿鞋，保荐人为瑞银与海通。公司为全球第二大 FPC、全球前三 PCB 供应商，收购索尔思光电后具备光芯片 IDM 能力。

中概与海外公司

万物新生 26Q3 指引偏乐观：收入增速区间 23-25%（更接近 25%），1P 快于大盘、3P 中个位数增长（战略倾向 1P 故 3P 放缓），OPM 维持 3.1%、全年利润率指引不变，Q4 收入增速预计不低于 Q3。

海外消费与资源：孩之宝 FY26Q3 收入 16 亿美元（+15%）、营业利润 5.4 亿（+52%），全年收入指引上调至 7-9%、营业利润率 27-28%，卡牌与游戏收入 7 亿（+31%、营业利润率 49%）是最强分项；菲莫国际（PMI）26Q3 净收入 114.4 亿美元（+5.5%、有机 +7.1%）创单季新高，调整后毛利率 68.7%（+0.8pct）、营业利润 48.7 亿（+14.1%），无烟产品占比超 40%，IQOS 烟弹出货 415 亿支（+1.5%，Q2 为 +7.6%）但终端销量 +7.1%（Q2 为 +5.1%），ZYN 美国量价齐升；Fortescue 1QFY27 发运量环比 -11% 至 0.47 亿吨、符合预期，赤铁矿均价环比 -10% 至 79.79 美元/干吨（实现普氏 61% 指数的 82%），全年指引维持但取决于 CMRG 谈判。

机构观点

今日机构产出高度集中在三处：特斯拉与 Meta 的财报后评级调整、A股三季报的边际超预期认定、以及物理 AI / 800VDC 两条产业深度。整体基调是"产业趋势不否认、短期估值与仓位要重定价"——外资行对特斯拉普遍维持中性但上调目标价，中资卖方对硬件链的三季报给出"超预期"判定，而对消费与光伏仍以"底部改善"措辞。

海外科技：目标价在上调，评级却没跟上

最典型的是特斯拉。大摩把目标价上调至 410 美元但维持"等同权重"，理由是 Robotaxi/FSD 商业化已获里程与付费率验证（奥斯汀车队扩大 10 倍、周自主里程 55.8 万英里、北美 FSD 附着率 75%+），但费用扩张与 Optimus 商业化延后限制盈利上行；高盛同样维持"中性"、12 个月目标价 360 美元（对应 10 月 20 日收盘价有 3.7% 下行空间），认可毛利率与 FSD 表现但担忧能源业务与运营费用；JPM 则把 2027/2028 调整后 EPS 上调至 1.75/2.70 美元，同时把 2026 年资本开支指引下调视为"缓解短期现金消耗、但可能延后长期项目"。三家的一致动作是"上调盈利、不调评级"，本质是在等物理 AI 的部署速度给出答案。

Meta 的分歧更小、方向更积极：Citi 维持买入、目标价上调至 905 美元，核心是 Muse 已显现产品市场匹配、AI 推荐与生成式广告工具提升转化，估值框架转向 2028 年；中金则把无投票权 C 类股定性为"拓宽 AI 融资渠道的必要安排"，指出 Q3 自由现金流 -21.2 亿美元、大规模债务融资可能影响信用评级才是推出 C 股的直接原因。JPM 对微软维持增持、目标价 625 美元，逻辑是 Azure 与 M365 商业云的超预期执行会推动远期盈利上修。

存储链的判断出现"股价与基本面背离"的经典表述：JPM 认为股价已提前计价 2027 年下行周期，但自下而上的订单与价格未见裂痕、估值进入历史低位，维持 SK 海力士、三星、铠侠、南亚科技增持，短期首选 SK 海力士（股东回报与总回报率更优）；大摩在应用材料调研后对 DRAM 与前端工艺控制转向更积极，对逻辑与后端仍存疑。日本电子化学品（大摩）与电子元器件（JPM）则被判断为"9 月季度符合至超预期、部分公司将上调指引"，村田三年超 1 万亿日元 MLCC 资本开支、日本厂商讨论涨价是最值得跟踪的两条线索。

SpaceX 获得两份重量级看多：大摩给增持、300 美元目标价，认为市场低估其"能源+算力+连接+机器人"的垂直整合物理 AI 平台属性；Citi 强调太空经济 2027 年将不可忽视，若 2027 年末 ARR 达到 5000 亿-1 万亿美元，单家 ARR 可能超过其覆盖的 30 只航空航天与国防股 2027 年收入总和。

产业深度：两条"物理层"主线被系统性梳理

800VDC：高盛发布全景入门报告，核心判断是这不是迭代而是"物理层分水岭"——传统 54VDC/480VAC 在机架功率突破 1MW 后铜材消耗巨大、每次转换损失 1%-3% 效率、无法缓冲毫秒级负载波动；800VDC

通过设施级集中整流直供机架解决上述问题，将重塑电气设备供应商竞争格局。物理 AI：JPM 的 CIIF 巡展纪要指出行业叙事已从"步态流畅度"切换到"工作流能否稳定运行"，估值锚点从 Demo 转向 Uptime 与回报率，宇树、优必选、智元均展示工业检测/搬运原型；其对中国机器人板块近 1-3 个月持谨慎态度（预期重置风险），首选恒立液压、三花智控（均 OW、已确认特斯拉供应商）。中金机械则相反，认为这轮物理 AI 的持续性可能超预期，理由是算力基建分歧加大后资金轮向 AI 应用、OpenAI 的 Astra 让机器人首次拥有自己的 transformer 基础、且机器人是当前"承接度与接受宽度最好"的板块。

A股三季报：超预期认定集中在硬件与电力设备

华正新材被中信建材与天风电新同时判定超预期：Q3 收入 26.5 亿（同比 +141%、环比 +54%）、归母 6.27 亿（同比 +3045%、环比 +342%），驱动是覆铜板涨价 + 高频高速占比提升；中信建材进一步测算 10 月单月利润或达 3.3 亿、12 月或超 4 亿，27 年利润或达 50 亿以上、对应估值不到 6 倍。长电科技（中信电子）Q3 归母 7.73 亿超前瞻上限约 21%、扣非同比 +117.4%，资本开支上调至 173 亿元，被定性为"封测行业从复苏进入 AI 驱动的量价齐升与结构性紧缺"。杰瑞股份获中金机械与中信机械双重点评：Q3 归母 6.91 亿（同比 +21.9%，市场预期仅 10%），燃机毛利率约 57%、合同负债 +263%（单季增约 50 亿），AIDC 模块化 UL 认证进展迅速。电力设备三家中，中国西电（Q3 归母 +36.9%）、平高电气（+30.5%、毛利率 +4.26pct）、宝光股份（+71%、金属化陶瓷第二曲线）均获"超预期/略超预期"评价。

消费与医药：底部改善但难言反转

珠江啤酒（中金食饮）3Q26 收入 -0.1%、归母 -4.6%，低于预期，主因所得税率偏高；吨价仍 +2.2%、97 纯生结构优化是亮点。普洛药业（招商医药）前三季收入 -11.97%、归母 -12.37%，Q3 归母 -33.47%、环比 -66.6%，是当日医药中较弱的报表。永艺股份（申万轻工/信达消费）反而亮眼：Q3 收入 15.45 亿（+19.4%）、归母 0.88 亿（+49.1%）、扣非 +61.1%，还原汇兑后净利增长 90%、毛利率同比 +1.58pct。新澳股份 Q3 收入/净利 +18%/36% 超预期，反映提价滞后确认与羊毛价格涨幅放缓后加权平均成本压力减轻。农业两端分化明显：大摩对牧原股份维持 2027 年复苏判断（Q3 能繁存栏环比 -4.7% 至 3600 万头、低于 3750 万头政策目标，生猪总存栏 -2.6% 至 4.253 亿头），而温氏股份（天风农业）前三季归母 -50 亿元、Q3 -6 亿元，处于"周期底部、储备资金"阶段。

策略与宏观：外资行的配置口径没变

高盛维持"美升中降"框架下的 A 股超配、H 股标配，并提示本轮冲击通过资金流而非资产负债表传导、H 股更敏感；其中国太阳能研究对拟议的光伏技术出口管制给出"情绪中性偏正面"判断，重申迈为股份买入（悲观情景已反映在股价）；中国智能手机数据显示 9 月出货 2000 万部（同比 -23%、环比 +28%）、3Q26 5000 万部（同比 -30%），高存储成本压制需求但摄像头升级（20MPx+ 渗透率 68%）仍在延续。野村的两场 AIDD 专家会给出一个冷静结论：AI 目前仅渗透至药物研发中占比很小的临床前环节，数据壁垒高于模型壁垒，两家专家在"AI 赋能型 CRO"与"AI 原生 Biotech"的商业模式可持续性上存在明显分歧。

值得关注

1. 超微/谷歌/亚马逊的财报周（10 月 28-29 日），是 AI 硬件能否止跌的第一个硬检验。 今晚只是序章（特斯拉、Meta、IBM、SAP、德州仪器、泛林），真正的高潮在下周三、四：周三微软与谷歌同晚披露，同日美联储公布议息结果；周四亚马逊、英特尔、礼来、Coinbase 接力，GDP 与 PCE 同日公布。跟踪重点不是营收beat，而是资本开支指引的边际方向——Meta 已将下限上调至 1350 亿但自由现金流转负，若微软/谷歌同步下修或转为"融资驱动"，AI

硬件的估值压缩还会继续；若同步上修且强调"算力供给灵活"，则今日的杀跌就是错杀。同期存储口径看 10 月 27 日 SK 海力士与希捷、以及闪迪的指引，对应 A 股江波龙、佰维、德明利等的映射。

2. 光模块的"财报自证窗口"落在 11 月 4-5 日。 Coherent 11 月 4 日盘后、Lumentum 11 月 5 日盘后披露，伯恩斯坦的判断是管理层需要"安抚性指引"；过去一个月两者分别跌 28% 与 13%，跌幅已与 CoreWeave 相当。国内对应的观察点是：新易盛"订单交付正常"的口径能否被 Q3 报表印证、仕佳光子 Q4 是否能延续环比高增（Q3 营收环比 +33.5%、加回激励后经营性利润超 3.2 亿）、以及物料（EML/CW 光源）供应是否仍是硬约束。

3. 物理 AI 的催化密度是全年最高的一段（未来 1-2 个月）。 已明确的时间点：特斯拉 1-2 个月内发布 Optimus V3 非预编程演示视频（这是"能否泛化"的直接验证）、12 月 4 日股东大会、2027 年 4 月 AI5 装车。产业链侧真正要盯的是 11-12 月的 T 链订单（目前周产约 2k 台，订单爬坡斜率决定明年预期），以及国内数采环节的签单落地——海天瑞声（当前签单四五千万、在谈大几千万、目标毛利率 40-50%）、奥普特（千万级缺陷样本）、博众精工（OpenAI 端侧硬件下单最多、在手订单 96 亿）、龙旗科技、中控技术（流程工业 AI 已从辅助预测进入闭环控制）。反向风险来自 JPM 的提示：1-2 万台初始产量低于最乐观预期，未来 1-3 个月存在"预期重置"。操作上应把"演示视频"和"订单"作为加仓条件，而不是把"发布会"当加仓理由。

4. 11 月 1 日电动两轮车"三码合一"新规，是消费与出行链的短期扰动。车、电池、充电器绑定并强化防篡改与互认协同，叠加此前电自新 3C 认证可能全面暂停（尚未确定），Q4 电自出货将受阶段性限制；电摩/电轻摩不受影响。头部企业可通过产能调配与重新认证对冲，雅迪、爱玛、九号等被卖方视为"短期影响、不改需求回暖"。跟踪点是 10 月销量数据与公司对 Q4 出货的指引口径。

5. 11 月 3 日美国中期选举，是风险偏好的一次"事件性拐点"。 卖方复盘口径：创业板本轮已跌 18 周（2021 年为 19 周）、跌幅 38.6%-39%，与 2021 年节奏高度相似；中期选举落地前后往往是"利空出尽"的时点。若同时看到融资余额止跌、AI 硬件放量长阳，则 2600 点一线的底部判断（林荣雄）可以被确认；反之若选举后科技股继续杀估值，需警惕"业绩好但估值继续下修"的二次探底。

6. 政策与产业事件的"低预期高赔率"组合。①发改委明确四季度将出台增量政策、央行把算力网等"六张网"纳入 PSL 支持并下调 PSL 利率——对应国产算力、算电协同、数据要素三条线；②国家数据集团 10 月 20 日雄安揭牌后，首批数据资源目录与试点城市名单是关键落地信号；③俄乌谈判进入磋商期，户储/电力设备/工程机械是事件驱动弹性最大的方向，但需以"会谈有实质进展"为前提；④欧盟割草机器人反倾销正式终裁法定截止日为 2027 年 1 月 19 日，在此之前仍有多轮抗辩，短期是情绪扰动而非终局。

需要持续跟踪的价格与数据

资源端三条硬约束：III 类基础油（全球 35% 产能停产、紧张至 2027 年年中，博汇股份 11 月订单 1.4 万吨满产、12 月订单待定，是最直接的量价跟踪标的）；氧化钇/复合氧化锆（9 月出口累计 -27%、对日出口趋零、欧洲报价年内 +200%）；硅料（协鑫乐山全停、通威 10 月内开工降至 35% 以下、价格底线 4.3 万元/吨，减产执行率决定光伏链弹性）。反向的碳酸锂已跌至 9.9 万元/吨（周环比 -4.8%），继续去库但价格未止跌，锂矿与正极材料仍处左侧。

宏观数据：本月底前公募基金三季报披露完毕，是看清"机构到底减了什么"的唯一权威口径；11 月上旬关注 10 月出口（前置备货消化后的真实需求）与社零（9 月 +1.1% 的低基数能否延续）。

财报密集期的"预期差"清单：三季报尚未披露且市场预期偏高的有——半导体封测（长电已证伪悲观、通富/华天待验）、CCL/PCB（华正、生益、沪电、奥士康已超预期，关注崇达、景旺）、电力设备（西电/平高/宝光已超预期，关注许继、思源）、CXO（凯莱英 Q4 集中交付是核心变量）、造船（松发股份 2027 年考核目标 150 亿、员工持股 8.52 亿覆盖 5370 人）。

各行业板块

煤炭

核心催化

供给端与库存端同步呈现"淡季累库、日耗回落"的季节性特征：10 月 21 日 72 港煤炭库存 6254.6 万吨、周环比 +1.8%（同比 -64.7 万吨），其中环渤海港口 2542.0 万吨、周环比 +7.7%（同比 +131 万吨）；10 月 20 日二十五省电厂日耗 498.9 万吨、周环比 -1.17%（同比 -4.68%、但较 2024 年同期 +4.11%），沿海八省日耗 220.7 万吨、周环比 +6.05%。库存抬升主因淡季与港口调度，日耗的同比降幅在收窄，说明需求并未失速。

核心标的及逻辑

电投能源（前三季营收 371.21 亿元、同比 +19.63%，归母净利 76.85 亿元、同比 +43.57%；单 Q3 营收 131.98 亿元、同比 +19.04%，归母 23.92 亿元、同比 +32.63%）。市场一致预期 2026 年归母净利约 100 亿元，当前股价对应 PE 8.5 倍，按 60% 分红比例测算股息率约 7.1%——在利率端（10 年国债 1.6%）持续下行的环境中，其"高分红 + 低估值 + 业绩增长"的组合具备稀缺配置价值，煤电铝一体化是其利润韧性的来源。

行业趋势

短期看，10 月下旬进入供暖季前的补库尾声，港口库存累积与日耗回落会压制现货价格弹性，煤价更可能高位震荡而非趋势上行。中期逻辑未变：供给端受安监与核定产能约束、新增产能有限，需求端火电托底 + 煤化工增量，价格中枢具备支撑。板块的投资价值已从"价格弹性"转向"现金流与分红"，在风险偏好下行阶段（今日全市场杀跌）反而具备防御属性，适合作为组合的低波压舱石。

石油石化

核心催化

III 类基础油的全球供给出现硬缺口：卡塔尔 Pearl GTL 一列生产线受损（涉及 III 类产能 107.2 万吨/年），巴林 Sitra 炼厂 40 万吨/年 III 类产能进入不可抗力；据 ICIS，受损产能约占全球 III 类总产能的 35%，紧张状态至少持续到 2027 年年中。这是典型的"一次性供给冲击 + 无短期替代产能"组合，价格弹性直接体现为国内特种加氢白油的报价跳涨。

另一条线索来自成本端与运费端：WTI 收 101.79 美元（单日 -1.8%）仍处高位，中东局势扰动下原油运费飙升，高盛提示这会扩大地区价差、抬高成品油价格、同时挤压亚洲炼化利润——即"上游与贸易商受益、中游炼化承压"的分化格局。

核心标的及逻辑

博汇股份（今日涨停）：III 类基础油产能 16 万吨/年，按收率拆分为 12 万吨 4cSt + 4 万吨 8cSt；当前出货价 4cSt 约 1.9-2 万元/吨、8cSt 约 1.5-1.6 万元/吨且仍有上行趋势（对比华北市场 150N 三类主流价 3.45 万元/吨，价差空间显著）。成本结构为原料约 9000 元 + 加工费 1000 余元 + 消费税 1500 元，不考虑涨价单吨毛利 7000-8000 元；出货节奏上 10 月开始爬坡（已发 5000 余吨）、11 月订单 1.4 万吨已达满产。按当前价差与满产测算，单月毛利约 1 亿元量级，是弹性最直接的标的。

华锦股份：同为 III 类高档润滑油基础油供应商，基础油总产能 90 万吨/年，约为博汇实际 III 类产能的 6 倍；控股股东为兵器工业集团，拥有 800 万吨炼化一体化与石蜡基/环烷基全系列大装置，原料自给与规模化保供能力更强。当前 PB 仅约 0.6 倍（对比博汇 PB 已至 4.0 倍），属于"同逻辑、低估值"的补涨映射。

行业趋势

III 类基础油属于典型的寡头供给市场，全球产能高度集中于卡塔尔、巴林、韩国与少数中国厂商，短期无法通过增产弥补 35% 的缺口，因此涨价具备持续性（至少到 2027 年中）。对国内厂商而言，这是"量价齐升 + 进口替代"叠加的窗口期：一方面存量产能满产满销、单吨毛利大幅扩张；另一方面下游润滑油厂商在断供风险下会加速切换国产供应商，客户结构改善具有长期性。风险在于若地缘局势导致油价进一步冲高，原料成本上行会侵蚀部分价差，且炼化板块整体利润受运费与成品油价差挤压。

有色金属

核心催化

铜价高位 + 量减价升，是三季报的核心画面。 26Q3 上期所铜均价 10.7 万元/吨，同比 +35%、环比 +4%，价格创历史高位区间；但部分矿企产量环比下滑（如西部矿业 Q3 矿产铜 3.8 万吨、环比 -19%），形成"价升量减、利润环比走平"的组合。铜的强势来自供给刚性（矿山扰动、品位下降）与 AI/电网需求共振，短期看不到供给端放量的证据。

稀土出口管制持续发酵，氧化钇成为最紧的品种。 10 月 19 日两部门宣布强化两用物项管控后，媒体披露"日本稀土钇库存仅够支撑数月、已请求美国帮忙劝说中方放宽"，我方表述强硬。数据侧：我国氧化钇出口量持续下降，9 月累计同比 -27%、对日出口趋零；欧洲市场氧化钇报价年内上涨 200% 以上，内外价差接近 150 倍。复合氧化锆因需添加重稀土，成本与供给同步受冲击，国产替代节奏被动加速。

铝价环比回落，反而成为下游的成本利好。 敏实集团调研显示，随着 2026Q3 铝价环比下行，下半年毛利率压力有所缓解，管理层重申全年营收与盈利双位数增长、10 亿元自由现金流目标（上半年仅 2800 万元）。

核心标的及逻辑

西部矿业：前三季归母净利 67.9 亿元（同比 +131%）、扣非 68.2 亿元（+135%）；Q3 归母 26.2 亿元（同比 +143%、环比 +1%）、扣非 26.1 亿元（+145%、环比基本持平），符合预期。核心逻辑是铜价同比 +35% 带来的价格弹性，叠加成本端相对刚性，即使 Q3 矿产铜产量环比 -19% 仍实现利润环比走平，说明单吨盈利能力在大幅抬升。

诺德股份：前三季收入 101.66 亿元（同比 +112.12%）、归母 2.47 亿元（同比 +363.36%，上年同期亏损 9374 万元）、扣非 2.05 亿元（+289.13%）；Q3 收入 37.33 亿元（同比 +110.07%）、归母 1.44 亿元（同比 +775.64%）。锂电铜箔实现"量利双升"，加工费触底回升叠加 AI 服务器用高端铜箔（HVLP/RTF）放量，是其利润弹性的双重来源，AI 属性开始被市场定价。

复合氧化锆/氧化钇产业链：国金金属重点提示国产替代加速，逻辑是海外（尤其日本）库存告急、价格倒挂近 150 倍，国内具备稀土分离与锆基材料一体化能力的企业将获得"量价齐升 + 客户切换"的双重红利。

行业趋势

铜的中期逻辑最硬：供给端全球主要矿山品位下滑、新增项目稀缺，需求端电网投资 + AI 数据中心用电/用铜（单机架用铜量随功率密度提升而增加，800VDC 架构亦需大量铜材）形成结构性增量，价格中枢上移具备持续性。稀土与小金属则从"周期品"转为"战略工具品"，价格由政策而非供需决定，波动率显著放大，适合事件驱动而非趋势持有。铝的供需相对平衡，成本下行对下游加工（汽车轻量化、电池壳体）是利润率修复的窗口期。整体看，有色板块在当前风险偏好下行阶段具备"实物资产 + 政策筹码"的双重防御属性。

基础化工

核心催化

聚烯烃价差环比收窄，煤化工龙头三季度环比回落但同比仍高增。 宝丰能源前三季营收 470.9 亿元（同比 +32.5%）、归母 143.2 亿元（+60.0%）、扣非 141.3 亿元（+57.5%）；单 Q3 营收 168.9 亿元（同比 +32.7%、环比 -0.4%）、归母 45.9 亿元（同比 +42.0%、环比 -24.4%）、扣非 49.2 亿元（同比 +45.0%、环比 -15.4%）。量增价减的组合说明：烯烃销量同比增长是营收的支撑，但产品价差收窄直接压制了环比利润。

含氟电子特气进入国产替代的"认证决胜期"。 四氟化碳、三氟化氮、六氟乙烷已实现规模化供应并部分出口；六氟化钨国内企业正推进产能建设（核心难点在纯化环节），六氟丁二烯、含氟环戊烯仍处技术迭代与产能建设阶段。这一赛道的壁垒不在"能不能做"，而在"能不能过客户认证"，因此产能落地节奏与客户导入进度是判断个股阿尔法的关键。

蛋氨酸的"双支柱"逻辑被重新强调。 安迪苏作为全球第二大蛋氨酸供应商、第一大液体蛋氨酸供应商，同时具备液体与固体生产能力，业务遍及欧洲/独联体、中东/非洲等全球市场，特种产品（水产、肠道健康等）是第二增长极。

核心标的及逻辑

宝丰能源：煤制烯烃一体化成本优势是其穿越周期的根本，前三季利润同比 +60%
已验证产能释放（内蒙古基地）的贡献。Q3 环比回落主要来自聚烯烃价差收窄，属行业性因素而非公司经营问题；后续看点在四季度煤价与烯烃价格的价差能否修复，以及新产能的持续爬坡。

中船特气：前三季营收 31.2 亿元（同比 +94.3%）、归母 6.6 亿元（+169.3%）、扣非 6.3 亿元（+200.7%），Q3 利润继续高增，核心驱动是六氟化钨的盈利弹性释放——这类品种价格由供给紧张与认证壁垒共同决定，一旦进入客户供应链，量的增长会带来显著的费用摊薄。

安迪苏：蛋氨酸全球格局稳定（少数几家可同时生产液/固），液体蛋氨酸的运输与使用成本优势构筑客户黏性，特种产品提供成长性，属于"低波动、稳现金流"的化工白马。

行业趋势

基础化工整体处于"总量弱、结构强"的状态：大宗品（聚烯烃、纯碱、磷肥等）受地产与出口需求拖累，价差在底部震荡；而电子材料（含氟特气、湿电子化学品、光刻胶配套）与饲料添加剂（蛋氨酸、维生素）因国产替代与全球供给集中，景气度独立于地产周期。投资上应回避"纯价格弹性"的大宗标的，聚焦"认证壁垒 + 客户结构改善"的电子化学品与"全球寡头 + 成本领先"的添加剂龙头。

建筑材料

核心催化

石膏板在"量价平衡"策略下继续筑底，但降幅已收窄。 北新建材前三季收入 191 亿元（同比 -4%）、归母 19 亿元（-26%）、扣非 18.6 亿元（-26%）；单 Q3 收入 64 亿元（同比 +1.5%）、归母 5.3 亿元（-19%）、扣非 5.5 亿元（-15%）。分业务：石膏板 Q3 收入同比 -11%（龙牌降幅相对更小），销量继续下滑但降幅收窄、价格基本守住；防水收入录得增长，涂料收入基本持平。原材料涨价是利润继续承压的直接原因——即"价格守住了、成本没守住"。

电子布是建筑材料里唯一高景气的细分，且强度远超市场预期。 宏和科技前三季收入 19.75 亿元（同比 +131.65%）、归母 7.43 亿元（+435.63%）、扣非 7.49 亿元（+476.12%）；单 Q3 收入 9.27 亿元（同比 +206.82%）、归母 3.64 亿元（+607.73%、环比 +52%）、扣非 3.77 亿元（+694.07%）。驱动力是 AI 服务器对高端电子布（低介电、超薄布）的需求爆发，供给端受制于织机产能与认证周期，形成"量价齐升 + 结构升级"的组合。

核心标的及逻辑

宏和科技：电子布景气度持续向上的最纯正标的。Q3 收入同比 +206.8%、环比继续加速，说明涨价与高端产品占比提升同时发生；在 CCL/PCB 全链条涨价（华正新材 Q3

归母同比
+3045%、建滔涨价函）的背景下，上游电子布的紧缺程度更甚，其利润弹性在三季报中被完整验证。

北新建材：石膏板龙头的核心价值在于份额与定价权，而非短期增速。当前处于"地产竣工下行 + 原材料涨价"的双重压力期，公司选择以量价平衡守住盈利质量（价格未大幅让步），Q3 收入已转正（+1.5%）、扣非降幅收窄至
-15%，属于典型的底部特征。防水与涂料提供了第二曲线，但短期难以对冲石膏板的下滑。

行业趋势

建筑材料的内部分化极大：传统建材（水泥、石膏板、玻璃）仍在下行周期的尾部，需求取决于地产竣工与基建实物工作量，价格弹性有限，投资逻辑是"高分红 + 底部估值"；电子材料（电子布、Low-Dk 材料、特种玻纤）则处于 AI 驱动的超级景气周期，供给刚性（织机交付周期长、认证壁垒高）叠加需求爆发，价格与盈利仍有上行空间。这种分化意味着建材板块不能用统一框架定价，应把电子布当作"电子材料"而非"建材"来看待。

建筑装饰

核心催化

海外工程订单仍在增长，但汇兑与毛利率拖累当期利润。 中材国际前三季收入 319.4 亿元（同比
-3.20%）、归母 12.9 亿元（-37.91%）；单 Q3 收入 106.8 亿元（-5.68%）、归母 3.5 亿元（-45.75%）。矛盾点在于订单与收入背离：前三季新签订单 642.7 亿元（同比 +7%）、Q3 单季新签 197.5 亿元（+6%），其中国内/国外订单分别 +5%/+8%——订单在增长，收入与利润却在下滑，反映的是项目确认节奏与汇兑损益的短期扰动，而非需求转弱。

油服工程出现单笔大额订单落地。 博迈科子公司天津博迈科与 SBM 签署 FPSO 上部模块建造合同，金额 16-21 亿元，涵盖设计、材料采购与建造，合同已于 2026 年 9 月 24 日生效、计划 2028 年下半年完工，价格由固定部分 + 基于预估工作量的可变部分组成。这是其与战略客户关系深化的标志，也为 2027-2028 年收入提供了可见度。

钢结构龙头在情绪杀跌中被错杀。 鸿路钢构今日调整，卖方判断为"市场整体情绪承压下的交易性影响"，并维持推荐，核心逻辑是三季报预期高增、业绩拐点明确。

核心标的及逻辑

中材国际：全球水泥工程龙头，"两外一服"（海外、外行业、服务）战略深化是中期逻辑。当前 642.7 亿元在手订单（+7%）为后续收入提供支撑，Q3 利润大幅下滑主要来自汇兑损益与项目结构，属可修复因素；国外面板（+8%）增速快于国内（+5%），符合"一带一路"订单外溢的方向。

博迈科：16-21 亿元的 FPSO 上部模块合同是其模块化建造能力的直接验证，且合同采用"固定 + 可变"定价，能部分对冲工作量偏差风险。公司在浮式生产装置模块领域具备稀缺的国际化交付经验，是油服资本开支周期向上的弹性标的。

鸿路钢构：钢结构加工龙头，核心护城河是产能规模与成本控制。当前被市场情绪压制，但三季报预期高增、业绩拐点明确，属于"基本面与股价背离"的典型，适合在情绪修复阶段关注。

行业趋势

建筑装饰板块整体处于"总量下行、结构分化"的阶段：房建受地产拖累持续收缩，基建实物工作量受地方财政约束，而专业工程（化工/油服/水泥工程/钢结构）因绑定产业资本开支与海外订单，景气度独立。中期看，三条线索值得跟踪：①"一带一路"海外订单的持续性与毛利率（中材国际、博迈科为代表）；②钢结构在厂房、数据中心、新能源项目中的渗透率提升（鸿路钢构）；③化债与专项债对基建实物工作量的实际拉动（决定板块估值修复的空间）。

电力设备

核心催化

800VDC 的部署路线图首次被明确，这是 AI 电力链最关键的技术变量。 在 OCP 全球峰会上，英伟达两位工程师系统介绍了下一代 AI 数据中心 800VDC 供电架构：明确 Power Rack、Power Center、基于 SST 的 Power Block 三条部署路线，共同推动供电从传统交流转向高压直流；并展示 5MVA 级 SST 与储能深度融合方案，指向"下一代供电方向"。高盛的深度报告进一步给出判断：800VDC 不是迭代而是"物理层分水岭"——传统 54VDC/480VAC 在机架功率突破 1MW 后铜材消耗巨大、每次转换损失 1%-3% 效率、无法缓冲毫秒级负载波动，因此电气设备供应商的竞争格局将被重塑。

锂价继续下行，产业链利润向中下游再分配。 本周 SMM 电池级碳酸锂 9.9 万元/吨（周环比 -4.8%）、锂辉石精矿（CIF 中国）1485 美元/吨（-1.3%）、期货主力 LC2701 收 9.4 万元（-4.7%）；库存 13.0 万吨、去库 0.4 万吨，其中上游累库 0.2 万吨、正极厂去库 0.2 万吨。价格仍在寻底，但去库趋势说明需求侧并未崩塌。

镍与钴的亏损减产进入实质协商阶段。 彭博消息，多家中国镍生产商高管计划最早周二开会，讨论在印尼的电池材料工厂协同减产，涉及青山控股、格林美、力勤资源、浙江华友钴业；背景是 LME 镍价较 5 月高点跌超 20%、钴价跌至年内低点，叠加硫磺价格上涨使 HPAL 产线普遍亏损。8 月曾讨论类似提议但未达成协议，本次细节仍可能变化。

光伏出现"政策 + 盈利"双拐点信号。 10 月 16 日商务部与科技部公布光伏技术出口管制提案（12 项技术，大规模多晶硅、大尺寸薄片硅片、钙钛矿电池列为禁止出口，终端产品不在管制范围），高盛判断情绪中性偏正面、重申迈为股份买入（悲观情景已反映在股价）；盈利端，爱旭 Q3 单季扭亏、钧达环比减亏，行业最差阶段或已过去。

核心标的及逻辑

宁德时代：Q3 净利 212 亿元（同比 +15%）、出货超 260GWh，但单位净利降至 0.08 元/Wh（上半年 0.10 元），管理层归因于产品结构不利；增值税退税缩减叠加 9 月起 2% 国内消费税，相较 Q2 新增约 15 亿元成本，毛利同比仍 +27% 至 342 亿元。截至 10 月 21 日本轮已回购 12 笔、累计 46.07 亿元、约 1623 万股、均价约 284 元——回购力度不小但未能托住股价，说明市场在定价"单位盈利下台阶是否成为新常态"。

爱旭股份：Q3 收入 52.89 亿元（同比 +67.9%、环比 +11.5%）、归母 0.45 亿元同环比扭亏，毛利率 13.31%（环比 +4.92pct，创 2023Q4 以来周期新高），前三季经营现金流净额 19.47 亿元（+10.45%）。ABC 组件的海外高溢价 + 降本是扭亏核心，属行业内率先验证"超额盈利可持续"的标的。

钧达股份：Q3 收入 20.42 亿元（环比 +37.4%）、归母 -1.75 亿元（环比减亏 0.92 亿元），TOPCon 电池片价格修复 + 提效降本，海外出货占比超六成，航天业务提供第二曲线。

福斯特：光伏胶膜全球市占率稳定在 50% 以上，行业下行期二三线出货收缩或停产，2025 年仅福斯特与斯威克维持正毛利率；第二曲线是电子材料（感光干膜国内第二、感光覆盖膜、FCCL），国产化 + 高端化是估值重估的关键。

崇德科技：动压油膜滑轴国内龙一，产品进入 GE、西门子、ABB 供应链，燃机 + 核电 + 风电多领域需求共振，并拓展半导体应用；扣除现金后 2027 年净利对应 PE 仅 14 倍。

广西能源：1-3Q 归母 2.84 亿元（同比 +263%），来水增多、电网售电量增长、自发电替代外购电降本、煤电电价环比改善而煤价未涨，火电减亏；母公司仍有大量高盈利电力资产存注入预期。

俄乌重建链：泽连斯基表态可在保留 75% 领土基础上达成和平协议，乌克兰 2026 年底发电装机预计仅 19.6GW（2014 年为 54GW），电网与发电能力被大幅摧毁——电力设备（变压器、开关）、储能与户储是最直接受益方向，属事件驱动型机会。

行业趋势

电力设备正在经历"三重逻辑叠加"：AI 电力（800VDC、SST、液冷配套）是从 0 到 1 的新增量，且技术路线切换会重排供应商格局，先进入者享受认证红利；光伏是周期底部的盈利修复，反内卷限产（硅料 4.3 万元/吨底线）+ 出口管制带来的"技术不外流"预期，使龙头盈利先于行业回暖；锂电是中游材料的价格再分配，锂价下行压缩上游利润但改善电池厂与正极厂成本，镍钴的协同减产则可能成为金属价格的政策底。三者叠加，使板块在指数杀跌中仍具备结构性机会。

机械设备

核心催化

特斯拉 Q3 业绩会把"物理 AI"从主题推向产线，机械设备是最大受益板块。 关键增量信息：Optimus 已在弗里蒙特开启早期量产，产线设计年化 100 万台（周 2 万台），设备大部分到位；产能节奏被首次量化——26Q2 每周几十台、26 年 9 月每周数百台、26 年底每周 1000 台、27 年底每周 2 万台；首批 1-2 万台全部内部自用做数采，27 年底对外交付（初期以危险、重复、7×24 小时的工业场景为主）；未来 1-2 个月发布 V3 非预编程演示、12 月 4 日股东大会是密集催化；AI5 芯片 27 年 4 月装车。招商机械特别指出，本次与前几季"谈设计、谈灵巧手"不同，首次明确生产出 Production-Quality 机器人，意味着进入量产品质阶段。

"数据"取代"大脑"成为交易重心。 多家卖方一致把交易重心从模型能力切到数据采集：物理 AI 数采三条主流技术路线为 EGO 第一视角、UMI、真机遥操（EGO 占比最大），当前单小时数采成本数百元，头部具身大厂 26 年数采目标千万小时、行业远期需求过亿小时。这是"卖铲子"逻辑最直接的落地场景。

半导体设备出现"业绩预告超预期 + 国产替代加速"的双击。 长川科技前三季归母 17.15-18.15 亿元（同比 +98%~+110%）、扣非 16.67-17.67 亿元（+111%~+124%）；单 Q3 归母中值 8.01 亿元（同比 +83%），显著超市场此前 6 亿元的预期，核心是 ATE 测试设备订单旺盛、规模效应显现。中科仪被长城机械称为"半导体设备最强 Alpha"：27 年订单同比 +50% 以上、预计利润 6-6.8 亿元、估值 20 倍出头，台积电大陆与台湾工厂均已通过验证、海力士国内工厂批量供货。

工程机械出现"低估值 + 出口拐点"组合。 国海机械推荐柳工，逻辑是 Q3 业绩环比 Q2 改善、汇率拖累减弱，且电动装载机出口接近 10% 渗透率拐点（26 年 9 月电装行业出口 654 台、渗透率 9.8%），海外高毛利贡献利润增量；俄乌重建预期也推动工程机械日内发酵（南方路机、山河智能、铁拓机械、恒力钻具、长龄液压）。

核心标的及逻辑

T 链（华创机械的环节分层最清晰）：丝杠——恒立液压、浙江荣泰、新剑传动（金沃股份）、五洲新春、震裕科技；减速器——斯菱智驱、科达利、宁波东力；电机——恒帅股份、峰岹科技、信捷电气、伟创电气；结构件——福赛科技、长盈精密、模塑科技；传感器——安培龙。JPM 的首选仍是恒立液压与三花智控（均 OW、已确认为特斯拉供应商、估值已大幅回落）。今日盘面印证：兆威机电、鸣志电器缩量加速，大业股份 5 板。

数采与端侧"三箭客"（国金机械）：龙旗科技（数采设备龙头）、博众精工（端侧硬件铲子股，截至 26 年 6 月底在手订单 96 亿元、全年新签预期 140 亿元+，新能源/3C/半导体与光模块占比 50%/40%/10%，为 OpenAI 端侧硬件下单最多的企业，明年约 15xPE）、杰克科技（机器人垂类落地）。此外 奥普特以"逆周期数据积累"构建壁垒：员工从 1000 余人增至 26 年底约 4000 人，配合大客户驻场采集（拍照—筛选—认证），沉淀千万级独家缺陷样本。

杰瑞股份：前三季营收 119.74 亿元（同比 +14.9%）、归母 18.87 亿元（+4.4%）；Q3 营收 43.28 亿元（+23.0%）、归母 6.91 亿元（+21.9%），在市场预期仅 10% 的背景下超预期。还原汇兑损失 1.09 亿元与俄罗斯油服处置影响后，实际增速约 +28%；Q3 燃机确收 40-50MW、收入 3-3.5 亿元、毛利率约 57%，合同负债 +263%（单季增约 50 亿元）印证订单爆发，AIDC 模块化 UL 认证进展迅速。

恒力重工（松发股份）：发布 2026 年员工持股计划（草案），拟筹资不超 8.52 亿元、覆盖不超 5370 人（董监高 8 人仅占 0.90%），2027 年考核目标归母净利 150 亿元；三期造船产能 26 年 6 月投产，大三期再扩 120 台发动机产能、年底扩至约 300 台。造船周期上行（1-9 月新船订单 2.1 亿 dwt、同比 +104% 创本轮新高，造船价格指数 186.59 点）是其量利齐升的底色。

斯莱克：金刚石铜复合冷板已完成样品开发与性能验证（10 月 20 日），后续启动量产前置工作；金刚石散热已写入国家规划并落地曙光 8000、H200 服务器，台积电有望导入高端 AI 芯片散热，是"主业拐点 + 新业务弹性"的组合。

行业趋势

机械设备的分化比任何板块都明显：通用设备（机床、注塑机、叉车）仍受制造业投资与出口景气度约束，但工程机械在电动化出口与俄乌重建预期下出现拐点信号；专用设备的两条主线最强——半导体设备（长川、中科仪，受益存储扩产与国产替代）与物理 AI 设备（数采、端侧组装、机器人产线）。中期看，物理 AI 的设备订单会在 11-12 月集中验证（当前 T 链周产约 2k 台，爬坡斜率决定明年预期），而半导体设备的订单能见度已延伸到 2027 年，是确定性更高的方向。

国防军工

核心催化

航展临近，"无人与反无人"成为官方定调的核心看点。 按本次航展官方口径，反无人机是重要看点：莲洲无人装备展示区将打造"无人与反无人体系化展演平台"，邀请航天科技等企业开展无人机反制动态演示，反无装备动态演示是展区一大看点；航天科工重点推出升级版反无人机体系，集成激光等对抗手段。这为军工板块提供了明确的事件催化窗口，且方向从"传统装备列装"转向"低成本对抗 + 定向能"这一新质战斗力。

激光反无的外贸与国内招标存在双重催化。
科工集团下属院所近期可能存在大额激光反无人外贸订单机会，国内 Q4 也存在招标机会——这是少数"订单可验证、弹性可测算"的军工细分。

核心标的及逻辑

新光光电：公司在 2015 年即参与激光武器中的 ATP（跟瞄系统）配套，目前与航天科工、中物院、兵器集团下属院所均有合作，产品直接或间接应用于 2025 年"九三"；并与中物院成立合资公司中久新光，依托中物院市场优势从事 ATP 业务，同时具备反无整机集成能力。

弹性测算路径清晰：若外贸订单对应公司部分为 60 亿元、分三年交付（年均 20 亿元收入）、假设 50% 份额、20% 净利率，对应约 2 亿元利润、30 倍 PE 即约 60 亿元市值增量；叠加星载激光通信 ATP 项目推进，合计市值空间看至 100 亿元以上。主业处于稳步修复中，按股权激励目标，26/27/28 年营收触发值为 3/4/6 亿元。

行业趋势

军工的中期逻辑正在从"装备量"转向"新域新质"：传统主战装备的列装节奏受军费结构与订单节奏影响，波动较大；而反无人机、定向能（激光/微波）、无人作战体系、星载激光通信属于"低成本消耗 + 高技术壁垒"的新方向，既受益于国内列装，也具备外贸出口弹性。俄乌冲突的实战经验（无人机大规模使用与反制）进一步强化了这一趋势的确定性。短期看，航展是情绪与订单预期的集中释放窗口，需注意"事件落地即利好出尽"的规

律，真正的验证仍是 Q4 招标与外贸订单的落地情况。

汽车

核心催化

特斯拉 Q3 交付与毛利率双改善，汽车业务的基本面比市场预期更稳。 Q3 交付 48.65
万辆，连续第二个季度超过 48
万辆，季末订单积压创近四年最高——当前交付主要受产量制约而非需求；剔除监管积分的汽车毛利率由 Q2
的 16.3% 提升至 18.1%，主要受亚太区域交付占比提升推动。公司重申 2030 年前后实现年产 500
万辆的目标。FSD 侧：北美新车搭载率超 75%（较 Q2 提升近 20pct）、全球付费用户超 170
万、订阅用户占比首次超过 50%，欧洲已在 9 个国家获批。

零部件端的成本压力在缓解。 敏实集团管理层重申 2026 年营收与盈利双位数增长（上半年营收 +9%、盈利
+12%）、10 亿元自由现金流目标（上半年仅 2800 万元）；随着 Q3
铝价环比下行，下半年毛利率压力有所缓解，电池壳体业务预计下半年维持强劲增长。

电动两轮车出现"短期扰动、需求回暖"的分化。 9 月行业迎拐点（7-8
月受台风与去年新国标前抢发货高基数拖累），开学季与就业季带动需求回暖，头部企业 Q3
收入业绩有望快速修复；但电自新 3C 认证可能全面暂停、11 月 1
日起实施"三码合一"（车、电池、充电器绑定并强化防篡改与互认）， Q4
电自出货将阶段性受限，电摩/电轻摩不受影响。

核心标的及逻辑

友升股份（T 链新晋供应商，弹性最直接）：①机器人结构件已拿到订单并批量交付，V3 的 ASP 约 50-60
美金，V4 结构件新增灵巧臂大结构件后总 ASP 可达 500 美金以上；②与 THK
筹备成立合资公司，布局汽车底盘与丝杠，年内开启送样；③全球产能布局、主业海外快速增长，预计 2026
年业绩 5.2 亿元、2027 年 6.5-7 亿元，当前估值仅 10 倍出头、账上 20 亿元现金，被视为"最被低估的 T
链品种"。

福耀玻璃：Q3 有两个一次性费用——美国工厂火灾修复费用 1334 万美元、质量缺陷赔付 7800
万元，合计影响净利约 1.5 亿元，但后续将由保险赔付冲回；ASP 受汇率负向影响约 2.5
个百分点，加回后同比增长 6.5%，仍落在公司"未来十年复合增速
6-7%"的指引区间内。更重要的中期变化是海外竞争对手持续收缩，公司角色正由"次供应商"向"主供"切换。

敏实集团：铝价下行带来毛利率修复窗口，电池壳体（受益欧洲电动化）与全球产能布局是核心成长点，自由
现金流目标的兑现将改善其"重资产、低回报"的估值折价。

电动两轮车头部（雅迪、爱玛、九号）：9 月出货拐点 + 估值低位，短期受 3C
认证与三码合一扰动，但可通过电自/电摩产能调配与重新认证对冲，属"利空落地后的性价比"标的。

行业趋势

汽车板块的核心矛盾已从"销量增速"转向"结构性增量"：整车端看特斯拉的 FSD/ Robotaxi 商业化（软件收入占
比提升会重构估值）与中国车企的出口（亚太区域交付占比提升已直接改善毛利率）；零部件端看两条主线——一是"跟着 T 链做机器人"（结构件、丝杠、减速器，ASP 从几十美金跃升到几百美金）， 二是"全球化 +
份额提升"（福耀由次供转主供、敏实海外产能）。短期风险在于汇率（ASP
与成本双重影响）与铝等原材料价格波动，以及电动两轮车的认证政策扰动。

计算机

核心催化

PHP 史诗级漏洞把"AI 安全"从主题变成实战验证。 10 月 21 日 PHP 官方紧急发布安全更新，修复两个免登录远程代码执行漏洞（CVE-2026-109618/109619，CVSS 均 9.2，其中一条含类 Heartbleed 内存泄漏）；全球约 70% 的网站使用 PHP，芬兰、荷兰、法国已紧急下线部分政府网站。关键细节是漏洞的发现方：OpenAI 在"Patch the Planet"项目中用 GPT-5.6 Sol 发现其中一项，Wiz 独立发现并报告两项——这是前沿模型首次以攻防主体身份发现影响互联网基础设施的重大漏洞。绿盟科技 TechWorld 大会进一步给出产业口径：Anthropic 的玻璃翼上线数月已发现 12.9 万个验证漏洞，2026 年智能体安全事件或超过去几年总和，目前已有 5 项 AI 安全国标、2026 年立项在推进，AI 安全有望成为 AI 应用的"准入项"。

算力租赁与 AIDC 基建的三季报开始兑现。 东阳光前三季营收 146.72 亿元（同比 +33.74%），Q3 单季 52.97 亿元（+37.70%）；AI 业务前三季收入 11.15 亿元（同比 +2302.57%）、毛利率 43.29%，其中算力相关约 6.92 亿元、积层箔及积层化成箔约 4 亿元。润泽科技前三季营收 56.66 亿元（+42.45%）、扣非归母 17.99 亿元（+32.97%）；Q3 营收 19.20 亿元（+29.64%）、扣非 5.93 亿元（+24.88%、环比 -5.03%），毛利率 45.85%（较上半年降 0.73pct）——收入在加速，但毛利率因算力投入提速而小幅承压。

政策端把"算力网"抬到了货币工具层面。 央行已将算力网等"六张网"建设纳入 PSL 支持领域并下调 PSL 利率；发改委明确四季度将及时出台新的增量政策；10 月 20 日国家数据集团在雄安揭牌，数据要素从部委推动升级为国家队统筹。三者叠加，使国产算力、算电协同、数据要素成为政策确定性最高的三条线。

AI4S（AI for Science）的工业化信号密集出现。 Anthropic 披露 Claude 在约 64 小时内生成 31.8 万个抗蝎毒蛋白候选设计，211 个送检、17 个达到结合标准（尚未验证毒素中和效果）；9 月 Claude 优化 30 余个生物分子模型、平均提速约 4 倍；Rentosertib 进入 III 期并完成首例给药。AI 正从"模型预测"走向"工具编排 + 候选设计 + 实验验证"的闭环。

核心标的及逻辑

AI 安全（最具事件驱动弹性）：白马——深信服、绿盟科技、网宿科技、奇安信、安恒信息、启明星辰；黑马——亚信安全、盛邦安全、ST 信安、格尔软件。逻辑是需求从"合规采购"变为"AI 准入前置条件"，且 PHP 漏洞这类事件会直接催生存量系统的替换与加固需求。

东阳光：AI 业务从 0 到 11 亿元（同比 +2302%）、毛利率 43.29%，说明算力租赁与积层箔（电容器材料）两条腿都在放量；剔除股权激励与股票公允价值变动后，前三季归母 12.53 亿元（同比 +51.96%），是"传统业务打底 + AI 高增"的典型。

润泽科技：AIDC 龙头，收入增速逐季加快（Q3 +29.64%），扣非增速 +24.88%，但环比小幅回落、毛利率微降，反映算力投入期的折旧与能耗成本上升。核心看点是上架率与新增机柜的爬坡节奏。

科大讯飞：1024 开发者节发布星火 X2.6，SWE Verified、Terminal Bench 等测评跑分与国产第一梯队相当，坚持全栈国产算力训练，并提出"未来 60% 应用在本地完成、30% 由端云协同完成、10% 在云端"的端云协同路线，强调安全性——这与"端侧 AI"的产业方向高度一致。

灿瑞科技：以三维磁性触觉传感器（单芯片 XYZ 三轴力同步检测、微型封装）切入"电子皮肤"与数采设备，产品已在人形机器人灵巧手及数采指套/手套中量产出货，千万片级量产基地已启动，是物理 AI 数据链最上游的"卖铲人"。

海天瑞声：物理 AI 数据服务，已积累上万小时高质量遥操数据，当前相关签单四五千万、在谈大订单几千万，理想毛利率 40-50%，是数采需求爆发的最直接受益者。

行业趋势

计算机板块正在经历"叙事重心迁移"：算力基建（IDC、租赁、服务器）的分歧在加大——SemiAnalysis 提示相对于数据中心容量 GPU 已供过于求、2028

年可能反转为数据中心供过于求，美银则测算智能体需求会带来 AI CPU 从 2026 年 250 万颗增至 2030 年 2600 万颗（每 10 亿智能体用户对应 2000 万颗以上增量），两条逻辑指向"结构性紧缺而非全面短缺"；AI 应用的分歧在收敛——从"讲故事"转向"看订单与毛利率"（东阳光 43% 毛利率、润泽 46% 毛利率是硬指标）；AI 安全与数据要素是政策确定性最高的方向，前者由真实漏洞事件驱动，后者由国资平台落地驱动。短期需警惕的是估值与仓位的出清尚未结束（今日软件服务 -5.2%），但产业订单与政策节奏均在上行。

电子

核心催化

存储的三季报与月度数据形成"基本面强、股价弱"的典型背离。TSR 研讨会（10 月 21 日）判断数据中心近线硬盘与企业级 SSD 的出货量、容量、均价将持续增长；JPM 维持 SK 海力士、三星、铠侠、南亚科技增持，认为股价已提前计价 2027 年下行周期但自下而上的基本面未见裂痕、估值处历史低位，短期首选 SK 海力士；大摩在应用材料调研后对 DRAM 与前端工艺控制转为更积极。晶圆端亦有印证：300mm 晶圆出货环比 +7%、同比 +13%，先进封装材料持续强劲。

封测进入"量价齐升 + 结构性紧缺"。长电科技 Q3 营收 114.25 亿元（同比 +13.5%、环比 +10.3%）、归母 7.73 亿元（同比 +60%、环比 +39.5%）、扣非 7.53 亿元（同比 +117.4%），收入略超前瞻上限、归母超出上限约 21%；毛利率 17.48%，资本开支上调至 173 亿元。其背后是产能利用率从修复走向满载、加工费全面上涨的行业性变化，华天科技盘中直线拉板（拟收购华羿微电 100%）也印证资金对封测的博弈。

PCB/CCL 的利润弹性在三季报中集中爆发。奥士康 Q3 营收 21.27 亿元（同比 +45.0%、环比 +27.1%）、归母 3.72 亿元（同比 +329.2%、环比 +470.0%）、毛利率 33.4%（同比 +13.7pct、环比 +14.0pct）；中富电路 Q3 营收 8.4 亿元（同比 +65.64%、环比 +28.53%），剔除股权激励后归母约 1.3 亿元（同比约 +10.6 倍）。上游电子布更紧：宏和科技 Q3 收入 9.27 亿元（同比 +206.82%）、归母 3.64 亿元（+607.73%、环比 +52%）。

被动元件出现涨价信号。JPM 预计日本电子元器件公司 7-9 月业绩延续强劲并上调指引，三条关键线索：村田三年 MLCC 资本开支超 1 万亿日元、日本 MLCC 厂商开始讨论涨价方案、TDK 与太阳诱电被动元件联盟（及 TDK 可能出售 HDD 磁头业务）。

核心标的及逻辑

长电科技：封测龙头，Q3 扣非同比 +117% 是行业景气质变的缩影——产能逼近满载、加工费上涨、先进封装占比提升三重驱动；资本开支上调至 173 亿元意味着对 2027 年需求有强信心，是"业绩兑现 + 扩产周期"共振的标的。

奥士康：Q3 毛利率环比提升 14pct 是全部电子标的中最陡峭的，说明产品结构（高多层、HDI、AI 服务器板）与价格同步改善；Q3 还原泰国基地汇兑损失后归母更高，Q4 业绩释放与估值中枢抬升是其核心逻辑。

中富电路：Q3 经营利润同比增 10 倍以上、环比增 5.5 倍以上，公司将其定位为"三次电源大产业周期已开启"——AI 服务器电源板的层数与工艺要求提升，带来单板价值量的跃升。

宏和科技：电子布（低介电、超薄布）供不应求，Q3 收入与利润同步翻数倍，是 CCL 涨价链最上游、弹性最大的环节。

长川科技：前三季归母 17.15-18.15 亿元（同比 +98%~+110%）、扣非 +111%~+124%，Q3 归母中值 8.01 亿元（同比 +83%）超市场 6 亿元预期；ATE 测试设备受益存储与先进封装扩产，规模效应带动净利率提升。

中科仪：半导体设备中"最便宜的 Alpha"，27 年订单预计同比 +50% 以上、利润 6-6.8 亿元、估值 20 倍出头；台积电大陆与台湾工厂均已通过验证、海力士国内工厂批量供货，海外市场空间是国内 3 倍。

行业趋势

电子行业处在"AI 驱动的结构性紧缺"阶段，但内部节奏分化明显：存储与先进封装的景气由 AI 服务器与 HBM 拉动，价格与产能利用率同步上行，是最确定的方向；PCB/CCL/电子布受益于高多层、高频高速需求，涨价传导顺畅，利润弹性最大；消费电子则受高存储成本压制——9 月中国智能手机出货 2000 万部（同比 -23%、环比 +28%）、3Q26 5000 万部（同比 -30%）、全年预计下滑 10%，但摄像头升级（20MPx+ 渗透率 68%）仍在延续。风险点在于 SemiAnalysis 提示的"GPU 相对数据中心容量已供过于求、2028 年可能反转"，这意味着 AI 硬件的估值会随资本开支预期波动，但上游材料与封装的紧缺在 2027 年前难以缓解。

通信

核心催化

光模块正在经历"短期交付扰动 vs 中长期需求确定性"的激烈定价。
空头逻辑：市场对三季度大光预期进一步下修（旭创从 90 亿下修至 85 亿、新易盛从 60 亿下修至 55 亿），叠加江浙民间资金爆仓传言、某龙头明年业绩被下修至 800 亿；今日 CPO 开盘即回落，压制整个 AI 科技。多头证据：新易盛回应生产经营正常、订单交付有序，800G 与 1.6T 是今年交付主力、产能扩充按需推进；仕佳光子用 Q3 营收 12.27 亿元（同比 +116%、环比 +33.5%）、归母 2.71 亿元（同比 +226%、环比 +36.4%）、毛利率 40.13%（环比 +2.66pct）证明无源器件需求旺盛。产业界对 1.6T 的判断是"短期因素、近期基本解决"——无论是 Marvell 的 DSP 还是 LPO/LRO 方案，二线光模块 Q3 表现集体不错、环比加速趋势未变。

技术路线的演进在加速，且方向对国内供应链有利。 Lumentum 在 PECC 峰会明确"随着光器件移至 AI 芯片旁边，激光器的功率、波长和位置已成为架构级选择"，并展示 1310nm、输出功率超 1 瓦的激光器；SPIL 扩产光引擎主要对接台积电 CPO，明年 Q4 进入加速期、配套产品为 Rubin Ultra 576；博通 TH7 明年下半年起量，NPO 将跟随量产。

AI 资本开支的总量仍在扩张，但流向高度集中。 大摩测算 2027 年全球主要云厂商与新兴云服务商资本开支将达 1.58 万亿美元，其中约 1.03 万亿美元转化为标普 500 成分股收入，英伟达一家约占 6900 亿美元（67%），其余 499 家合计约 3390 亿美元，剩余资金流向韩国存储厂商与中国台湾服务器代工企业。这意味着光模块/连接器/PCB 等"配套环节"分到的是"非英伟达"的那部分，弹性取决于单机价值量而非总量。

AI-RAN 落地：软件定义通信的第一个"Hello"。 10 月 20 日英伟达与诺基亚在 T-Mobile 网络上完成世界首个基于商用网络的 AI-RAN 通话（software-defined RAN call using accelerated computing），意味着通用算力开始承担无线接入网功能，是通信设备长期架构变化的起点。

核心标的及逻辑

仕佳光子：Q3 增长的三条腿——AWG（800G 高价值量产品出货占比提升，扩产持续）、MPO（高密度连接，康宁/康普/藤仓订单印证）、CW 光源（高功率）；存量产品贡献约 70% 的收入增长，说明不是单一新品拉动。加回 4937 万元股权激励费用后，前三季归母 6.35 亿元（同比 +111%），28 亿元定增已获受理，产能扩张有资金保障。

新易盛：800G/1.6T 主力交付、订单正常，是"传言杀跌"中最直接的受害者与潜在修复标的；Q3 悲观预期已下修至 55 亿元，若实际落在 55-60 亿元区间，则当前价格已充分反映悲观情形。

致尚科技：Q3 营收 6.35 亿元（同比 +171.77%、环比 +52.34%）、归母 0.42 亿元（同比 +327.66%、环比 +140.88%），越南工厂盈利水平较高；与 PH 客户签署 2027 年度需求预测备忘录（目标金额 5 亿美元、约 33.65

亿元），是 Senko/PH 链最纯正的受益标的。

杰普特：自 2026 年 1 月 1 日以来累计收到北美 V 客户采购订单约 1.63 亿美元（约 11.10 亿元），相当于 2025 年全年营收的 53.52%，产品为光纤连接器。

东阳光：算租加速 + 全栈 AIDC 基建，AI 业务收入 11.15 亿元（同比 +2302%）、毛利率 43.29%，是"传统材料 + 算力租赁"双轮驱动的样本。

润泽科技：AIDC 龙头，前三季营收 56.66 亿元（+42.45%）、扣非 17.99 亿元（+32.97%），Q3 收入增速加快至 +29.64%，但毛利率环比微降 0.73pct，反映算力投入期的成本压力。

恒大高新：跨界 AI 算力服务器已从 0 到 1，2026H1 营收 4.29 亿元（同比 +195.37%），其中 AI 服务器 2.86 亿元、占总收入约 67%，成为第一大业务。

行业趋势

通信板块的核心变量是"光进铜退"的节奏与 CPO
的渗透曲线：短期（2026-2027）可插拔光模块仍是主力，800G 向 1.6T
切换带来单价与价值量提升，物料（EML/CW 光源/DSP）是交付瓶颈而非需求瓶颈；中期（2027-2028）CPO 与 NPO 随 Rubin Ultra、博通 TH7
起量，光引擎、外置光源（ELS）、光纤连接器（MPO/FAU）的价值量将重新分配。运营商侧，AI-RAN 与 6G 的融合是更长远的变化。风险在于 AI 资本开支的"集中度"——67% 流向英伟达意味着配套环节的议价能力有限，一旦云厂商资本开支增速二阶导转负，光模块的估值压缩会比业绩下滑更快。

传媒

核心催化

广电总局印发广电视听规划，给 AI 内容定下量化目标。 总体目标：到 2030
年广电媒体全面挺进互联网主战场，包括"十五五"期间推出优秀电视剧（网络剧）100 部、优秀微短剧 500 部、广电视听行业人工智能渗透率达 95% 及以上；2035 年数智化转型取得决定性进展。细则强调运用
AI、超高清、虚拟现实等技术深度赋能内容创作，支持广电视听新业态。这是 AI
应用在内容侧最明确的政策背书，"渗透率 95%"意味着从创作、翻译、剪辑到分发的全链路改造。

游戏三季报出现"前三季高增、单季回落"的分化。 吉比特前三季营收 54.96 亿元（同比 +22.5%）、归母 15.85 亿元（+30.6%）、扣非 15.66 亿元（+29.3%）；但 Q3 营收 17.70 亿元（同比 -10.1%、环比 -5.9%）、归母 4.93 亿元（同比 -13.3%、环比 -14.0%）、扣非 4.79 亿元（-14.98%）。亮点在境外：1-9 月境外营收 10.95 亿元、同比 +86.27%，是增长的主要来源；合同负债 6.34 亿元基本稳定（环比减 0.3
亿元），说明流水下滑尚未传导至递延收入。

影视内容收入确认节奏错位。 华策影视前三季营收 12.12 亿元（同比 +16.47%）、归母 1.77
亿元（+0.88%）、扣非 1.19 亿元（+41.19%）；Q3 营收 5.27 亿元（同比 +109.97%、环比
+80.08%）大幅放量，但营业总成本 4.7 亿元（同比 +126%）、归母仅 0.1 亿元（同比 -82.97%）、扣非 0.35 亿元（+181.75%），经营性现金流净额 -9.26 亿元——典型的"项目集中确认收入、成本前置"特征。

海外社交平台的内容监管与诉讼成本开始显性化。 Meta Q3 营收 646.01 亿美元（同比 +26%、超一致预期 2%），但营业利润 129.88 亿美元（同比 -37%），主因本季确认 98.9
亿美元青少年心理健康及社交媒体相关诉讼和解费用，营业利润率降至 20.1%（同比 -20.0pct）。

核心标的及逻辑

吉比特：老产品进入完整运营周期带来利润释放，境外（港澳台韩版《问剑长生》等）同比 +86%
是最强增量；Q3 单季回落属于产品周期的正常波动，关键在于 Q4
是否有新品接续以及境外流水的持续性。合同负债稳定是短期业绩的"安全垫"。

华策影视：Q3 收入翻倍增长、扣非 +181.75%
说明剧集确认节奏在加快，但净利润受成本与费用前置拖累；经营现金流 -9.26
亿元反映项目投入期的资金占用，需跟踪 Q4 回款与剧集排播。

永吉股份：AI 漫剧全链路 Agent 已建成、产能迅速爬坡、Q4
有望放量。海外以东南亚与英语区为主（H5、短视频平台、本地化翻译后的付费/广告变现，ROI
相对稳定），国内与红果、抖音、微信及小说平台合作，侧重测试与版权资产沉淀——是"AI
内容工业化"最贴近落地的模式。

布鲁可：10 月国内 BFC 开箱数据环比回暖，截至 10 月 21 日拟合终端开箱日均 GMV 374 万元、环比 9 月
+23%、与 Q2 日均基本持平；成人线日均创年内新高（环比 +50%），星辰版 +9.6%、传统盲盒
+32.7%、积木车 -16.3%。IP 端假面骑士、侏罗纪、繁星集结表现较强。

行业趋势

传媒的两条主线已经清晰：一是 AI 对内容生产链的改造（AI 漫剧、AI 短剧、AI 翻译配音、AI
营销素材），政策给出 95% 渗透率的目标后，行业从"试点"进入"规模化"，变现路径以海外
H5/短剧付费与国内平台分账为主，核心壁垒是 IP 与投放能力而非模型能力；二是游戏与影视的周期分化，老
产品周期决定短期业绩、新品与出海决定中期弹性。风险在于内容监管与平台政策的不确定性（Meta 的 98.9
亿美元诉讼和解是一个全球性警示：社交内容的外部性成本正在被重新定价）。

食品饮料

核心催化

消费的宏观底色仍在走弱，这是所有食饮标的的共同约束。 高盛中国消费仪表板：Q3
居民人均可支配收入名义同比 +5.4%（Q2 为 5.6%），季调后环比年化由 5.2% 放缓至
4.4%；人均消费支出名义同比由 3.8% 降至 3.5%，季调后环比年化从 3.6% 骤降至 0.2%，交通通信与教育文娱是
主要拖累，仅食品消费形成部分对冲。这意味着"量的增长"必须靠份额抢夺，"价的增长"必须靠结构升级。

休闲食品出现"收入弱、利润强"的利润率修复。 洽洽食品前三季营收 53.6 亿元（同比 +19.1%）、归母 3.9
亿元（+131.0%）、扣非 3.3 亿元（+191.3%）；单 Q3 营收 18.6 亿元（+6.1%）、归母 1.4
亿元（+79.1%）、扣非 1.3 亿元（+84.5%）。前三季毛利率 26.1%、同比
+4.2pct，是利润翻倍的核心来源（原料成本下行 +
产品结构改善）。但需注意国信判断"收入、利润略低于预期"，说明市场对增速的期待更高。

啤酒的吨价逻辑仍在，但税率与销量拖累利润。 珠江啤酒 3Q26 收入 18.7 亿元（同比 -0.1%）、归母 3.16
亿元（同比 -4.6%），低于预期，主因所得税率偏高；销量 45.9 万吨（同比 -2.2%），吨酒收入 4086 元（同比
+2.2%），97 纯生保持较快增长——结构升级仍在延续，问题在需求端。

白酒的渠道信心问题被摆到台面上。 牛栏山交流给出的下滑归因非常具体：①产业与人口结构迁移——工地
、工厂流动人口转向网约车司机、外卖员、快递员，饮酒场景消失，叠加小餐饮不景气；②电商与新兴渠道分
流传统渠道；③价格体系混乱导致经销商利润下滑、无法维持人员投入、传统渠道对产品持悲观态度。应对上
，原副厂长陈世俊接任全面负责，并外聘全国市场营销总监与电商全国销售总监，组织架构正在重构。

核心标的及逻辑

洽洽食品：利润率修复是最确定的边际变化——毛利率 +4.2pct 带来扣非利润近乎翻倍（+191.3%）。在收入仅
+19% 的背景下，利润弹性全部来自成本与结构，这意味着若明年原料价格维持低位，利润增速仍可高于收入
；风险是提价空间受限与休食行业竞争加剧。

珠江啤酒：吨价 +2.2% 与 97 纯生的结构升级证明品牌力，但 Q3 销量 -2.2%
反映餐饮与夜场需求疲弱；税率波动是一次性因素，若 Q4 销量企稳，利润有望修复。

伊利股份：被卖方定义为"A股稀缺高股息标的"，26 年股息 + 回购合计约 5%；原奶周期拐点逻辑顺畅，ASP 由负转正后收入与利润有望加速，是"低增速 + 高分红"的防御型配置。

涪陵榨菜：类现金价值股、筹码干净，账上净现金占市值比约
50%，低客单价属性使其在消费降级中具备韧性，26 年股息率约 4%。

中烟香港：26H1 业绩回调系外部因素冲击，近期人事落地（李斌任董事会主席兼非执行董事，自 2026 年 9 月 30 日起生效，深耕烟草行业 30
余年、曾任两家工业公司主要负责人），新领导履历与业务高度契合，有望推动市场布局的夯实与丰富。

行业趋势

食品饮料正处于"总量低增速 + 结构大分化"的阶段：必选消费（调味品、乳制品、休闲食品）因成本下行与竞争格局改善，利润率修复快于收入，高分红属性使其在利率下行环境中具备类债券价值；可选消费（白酒、啤酒、餐饮供应链）仍受场景消失与渠道信心不足拖累，白酒的价格体系修复需要时间，啤酒则靠结构升级对冲量的下滑。投资上，"过日子"策略（西部消费的提法）更适应当前环境——选择业绩低速稳定、分红确定性高的必选消费龙头，而不是期待需求端的强复苏。

社会服务

核心催化

酒店行业恢复"量减价增"，但结构分化明显。2026 年第 42 周（10.11-10.17，STR 口径）：中国大陆整体 RevPAR 同比 +0.4%，OCC 与 ADR 分别同比 -0.9%/+1.3%；三大酒店集团 RevPAR 同比 +1.6%，OCC -1.3%、ADR +3.0%；分层次看，奢华 +2.0%、中高端 -2.9%、经济型 +2.0%。节假日影响消退后，行业重回"出租率下滑、房价提升"的组合，中高端是唯一负增长的档次，反映商务需求仍弱于休闲需求。

黄金珠宝的渠道仍在收缩，但产品结构在改善。周大福 FY27Q2 业绩交流会：公司维持年初指引，将结合 10 月销售及后续市场情况于 11 月重新评估；下半财年传统旺季叠加万相、传颂等系列扩大铺货，有望支撑产品结构改善与毛利率韧性，其中传颂系列销售网点预计由目前 400 多家扩至全年 2000 多家；渠道端受行业景气度影响，全年净关店数量可能高于年初指引，但预计仍少于上一财年，下半财年关店节奏将较上半年放缓。

奢侈品在华需求继续走弱。Moncler 集团 FY26Q3 营收 6.1 亿欧元、固定汇率同比持平，Moncler 品牌 5.0 亿欧元（-1%，彭博一致预期 -0.6%）、Stone Island 1.1 亿欧元（+5%），前三季累计 19.0
亿欧元（+6%）——增长全部来自前三季，Q3 已陷入停滞。

核心标的及逻辑

周大福（1929.HK）：FY27Q2 集团零售值 -0.5%、内地 -5.3%（渠道优化 + 高基数）、港澳及其他 +33.2%；内地直营同店 +2.2%、加盟 -2.9%，港澳同店 +29.6%、同店销量 +14.0%；内地定价首饰同店 +11.1%（占内地零售值 29%）。核心逻辑是"关店提效 +
定价首饰占比提升"对冲金价波动，传颂系列的网点扩张（400→2000 家）是下半年毛利率韧性的关键抓手。

酒店集团（三大集团整体）：RevPAR +1.6%、ADR +3.0%、OCC
-1.3%，说明提价能力仍在但需求侧偏弱；中高端 RevPAR -2.9% 是最弱环节，需观察商务出行（与 PMI、企业差旅预算相关）的修复节奏。

Moncler（MONC.MI）：品牌力仍在（Stone Island +5%），但主品牌 Q3
转负，反映中国与欧洲高端消费的双重压力。

行业趋势

社会服务板块的核心矛盾是"休闲强、商务弱"：酒店业的出租率下滑与房价提升并存，说明供给端仍在出清（关店）、需求端靠休闲与旅游支撑，而商务出行受企业降本影响持续偏弱；黄金珠宝则从"开店驱动"转向"单店

提效 + 产品结构升级"，金价高位反而强化了定价首饰（一口价）的毛利优势；奢侈品在中国进入"去库存 + 收缩门店"阶段。中期看，服务消费的弹性取决于居民收入预期（Q3 人均消费支出季调环比年化仅 0.2% 是最大约束），短期则跟随节假日与金价波动。

纺织服饰

核心催化

毛纺龙头的利润弹性来自"提价滞后确认 + 成本增速放缓"的时间差。 新澳股份前三季营收 46.63 亿元（同比 +19.74%）、归母 4.71 亿元（+24.69%）、扣非 4.58 亿元（+23.37%）；单 Q3 营收 15.76 亿元（+17.64%）、归母 1.45 亿元（+36.00%）、扣非 1.42 亿元（+36.89%），利润增速显著高于收入增速。机制在于：上半年羊毛价格快速上涨、库存加权平均法下成本同步快速上涨、外销订单锁价，导致利润低于预期；Q3 起提价效应滞后体现，叠加羊毛价格涨幅放缓，成本增速放缓带来净利率提升，且提升幅度较 Q1/Q2 进一步扩大。

纺机企业跨界 PCB 喷印，打开第二成长曲线。 宏华数科通过收购江苏汉印 55% 股权正式进军 PCB 喷印行业：江苏汉印专注 PCB 功能墨水喷印设备与工艺，PCB 字符喷印设备市占率全国领先，客户覆盖国内前 50 PCB 板厂的 60%（含 SN、HD 等大客户），市占率国内前二；喷印阻焊设备有望带来工艺革新（仅需喷印一道工序即可完成传统流程的多道工序），目前 2 台设备在大客户认证中。

核心标的及逻辑

新澳股份：Q3 收入/净利 +18%/36% 超市场预期（此前市场预期净利 +25% 左右，主要担心汇兑与低价库存用完）。超预期的本质是"提价滞后反映 + 成本加权平均法的时滞效应"，属于可解释、可持续一到两个季度的利润释放。风险点在于 Q4 高基数——公司判断主要影响将体现在毛条利润承压，但羊毛延续提价趋势可部分对冲。

宏华数科：原有主业是纺织数码喷印设备（纺织行业资本开支相关），收购江苏汉印后切入 PCB 字符/阻焊喷印，进入 AI 服务器与高端 PCB 的扩产链条。逻辑上这是"用喷印替代传统丝印"的工艺替代故事，若大客户认证通过，收入弹性会显著高于传统纺机业务。

行业趋势

纺织服饰板块整体仍受终端需求与关税扰动，但内部有两条独立线索：一是上游材料（羊毛、棉、化纤）的价格周期，毛价上行期龙头因库存与提价时滞获得利润弹性，但需警惕价格见顶后的反向效应；二是纺织设备的"跨界"，数码喷印技术在 PCB 阻焊/字符环节的替代，使纺机企业获得电子行业的估值锚。品牌服饰端则延续"高端化失速、性价比占优"的格局（普拉达 Q3 内生仅 +1%、Miu Miu 转负，而大众品牌相对稳健），这与整体消费环境（Q3 人均消费支出季调环比年化 0.2%）一致。

轻工制造

核心催化

出口型轻工"抗住了汇率与原材料双压"，α 开始兑现。 永艺股份 Q3 收入 15.45 亿元（同比 +19.4%）、归母 0.88 亿元（+49.1%）、扣非 0.89 亿元（+61.1%）；还原汇兑后净利润 1.1 亿元以上、同比增长 90%；Q3 毛利率 22.04%（同比 +1.58pct、环比 +0.06pct），在原材料涨价背景下仍实现同环比改善。驱动是年中产品提价、供应链变革，以及"存量客户份额提升 + 新客户开拓 + 升降桌品类放量"三条腿。

包装材料在油价上涨中体现韧性。 永新股份 Q3 收入 10.73 亿元（+11.82%）、归母 1.28 亿元（+1.67%）、扣非 1.24 亿元（+4.84%），前三季收入 30.11 亿元（+11.26%）；Q3 油价大幅上涨本应压制毛利，但财务费用同比减少 0.17 亿元（账上约 2.6 亿元欧元贷款受益于欧元快速贬值）形成对冲，整体盈利质量稳定。

个护线上数据仍在收缩，但渠道结构在迁移。 9 月卫生巾+裤型卫生巾 GMV 11.1 亿元（同比 -2.6%），抖/东/猫分别 +7%/-10%/-7%；牙膏线上 GMV 9.3 亿元（同比 -8%），抖/东/猫 -9%/+6%/-15%。品牌端：百亚自由点 0.78 亿元（-6%）、豪悦洁婷 0.18 亿元（-46%）、稳健奈丝公主 0.41 亿元（-16%）、护舒宝 1.23 亿元。抖音成为唯一正增长渠道，传统电商持续失血。

新型烟草的全球景气度仍在。 菲莫国际 26Q3 净收入 114.4 亿美元（同比 +5.5%、有机 +7.1%）创单季新高，调整后毛利率 68.7%（+0.8pct）、营业利润 48.7 亿美元（+14.1%）；无烟产品（SFP）收入占比超 40%，IQOS 烟弹出货 415 亿支（+1.5%）、终端销量 +7.1%，ZYN 美国量价齐升。

AI 应用向"轻工+内容"渗透。 永吉股份将 AI 漫剧定位为"包装 + 管制药品 + AI + IP 衍生品"战略下的新曲线，全链路 Agent 已建成、产能迅速爬坡、Q4 有望放量；海外以东南亚与英语区为主（H5、短视频平台、本地化翻译后付费/广告变现，ROI 相对稳定），国内与红果、抖音、微信及小说平台合作。

核心标的及逻辑

永艺股份：Q3 利润增速（+49%）远超收入（+19.4%），还原汇兑后净利增长 90%，说明提价与供应链变革的效果已经落到报表；毛利率同环比双升是最硬的证据。作为办公椅出口龙头，份额提升与升降桌新品是中期成长来源。

永新股份：包装材料龙头，Q3 在油价上涨中仍保持收入 +11.8%、扣非 +4.8%，属于"低增长、高质量"的典型；欧元贷款的汇兑收益是短期加分项，核心仍是客户结构与产能利用率。

百亚股份（自由点）：在行业 GMV -2.6% 的背景下仅 -6%，且抖音渠道 +7%，说明其渠道结构相对健康；卫生巾行业竞争激烈（洁婷 -46% 是典型），份额向头部与线上能力强的品牌集中。

永吉股份：AI 漫剧是"轻工企业转型 AI 内容"的少见案例，若 Q4 放量兑现，估值体系可能从包装制造切换到内容科技。

行业趋势

轻工制造的分化由"出口链"与"内需链"划开：出口链（办公家具、包装、两轮车） 受益于海外补库与份额集中，龙头通过提价与供应链优化对冲汇率与原材料，利润率反而改善；内需链（个护、家居、文具） 受消费降级与渠道迁移影响，传统电商下滑、抖音增长，品牌必须重建流量能力。新烟（IQOS/ZYN）是全球少数仍处高景气的消费赛道，国内供应链（雾化芯、HNB 薄片）具备参与机会。AI 内容（漫剧、短剧）则为传统制造企业提供了"第二曲线"的想象空间，但需以实际流水验证。

医药生物

核心催化

CXO 出现"单季收入提速、经调整利润高增"的拐点信号。 凯莱英 Q3 营收 17.88 亿元（同比 +24.04%、恒定汇率 +28.25%）、归母 3.32 亿元（同比 +81.49%，含 1.28 亿元非经常性损益）、扣非 2.03 亿元（+25.70%）、经调整净利约 3.21-3.24 亿元（同比约 +49%）；前三季营收 53.95 亿元（+16.52%、恒定汇率 +20.00%）、归母 8.52 亿元（+6.49%，受汇率拖累，财务费用同比增加 2.66 亿元）、经调整净利 10.74 亿元（+21.81%）、毛利率 41.88%（恒定汇率 +1.12pct）。多家卖方一致判断 Q4 将集中交付订单，收入与利润的环比动能仍在增强。

院内复苏与政策缓和在报表端得到验证。 迪安诊断诊断服务增速由 2026Q1 的约 -8% 提升至 Q3 的 +8.35%；首批检验收费方案整体呈"价格平移 + 结构调整"，立项指南新增 130 余项创新项目，质谱等高端特检进入合规加收范围，迪谱诊断并表完善质谱布局。国际医学 Q3 营收 10.49

亿元（+9.14%）、归母 -506.5 万元（减亏 96.06%）、扣非 -1400 万元（减亏 88.58%），单季接近盈亏平衡。

创新药的数据读出密度很高。 天辰生物 LP-005（C5/C3b 双靶点）治疗 PNH 的 II 期顶线数据：12 周溶血控制率在 900/1200/1500mg 组分别为 40%/100%/100%，三个剂量组输血避免率均为 100%、无突破性溶血，有望拓展肾科适应症；恒瑞 miR-124 调节剂 HRS-7085 在中重度 UC 的 II 期期中分析中，临床缓解率、应答率、内镜改善率均数值上优于安慰剂；礼来 Omvoh（IL-23p19）治疗 6-17 岁中重度 UC 的 III 期 SHINE-2 研究取得积极结果，礼来股价一度涨约 4.9% 创历史新高。

AI4S 从"概念"走向"工业化产出"。 Anthropic 披露 Claude 约 64 小时生成 31.8 万个抗蝎毒蛋白候选设计、211 个送检、17 个达到结合标准（尚未验证毒素中和）；9 月 Claude 优化 30 余个生物分子模型、平均提速约 4 倍；Rentosertib 进入 III 期并完成首例给药。产业侧，OpenAI 宣布收购 AI 药物研发平台 Orchestra Bio，赛默飞 2026Q3 收入约 121.4 亿美元、调整后 EPS 约 6.69 美元均超预期。

FDA 对奥林巴斯的监管动作值得关注。 10 月 7 日第一封警告信涉及 6 处工厂（日本八王子/日野、青森、白川，德国汉堡，美国 Gyrus ACMI），产品包括止血金属夹、括约肌切口、膀胱镜、支气管镜等；10 月 20 日第二封进口禁令涉及输尿管镜、支气管镜、腹腔镜、内镜自动清洗消毒机等。目前暂无自动扣留与召回，但对内镜耗材与设备的全球供应格局可能产生边际影响。

核心标的及逻辑

凯莱英：Q3 收入提速至 +24%、经调整利润 +49%，验证订单回暖；Q4 集中交付 + 恒定汇率下毛利率提升 1.12pct，是 CXO 中弹性最确定的一家。汇率是短期扰动（财务费用同比多增 2.66 亿元），不改变经营趋势。

海尔生物：Q3 营收 6.67 亿元（+18.00%）、归母 0.72 亿元（+29.91%）、扣非 0.61 亿元（+21.34%），海外收入同比 +21.82%、较上半年明显提速；前三季经营现金流净额 1.86 亿元（+125.52%），费用率拐点确立，"海外 + 制药端 + 新产业"三条线同时提速。

迪安诊断：ICL 拐点确认（诊断服务从 -8% 到 +8.35%），检验收费"价格平移 + 结构调整"、创新项目新增 130 余项、质谱特检合规加收，叠加国家数据集团挂牌带来的医疗数据资产重估逻辑（院内 + 院外数据），是政策与数据要素双主线交集。

三生国健：前三季收入 13.92 亿元（+24.8%）、归母 5.87 亿元（+47.3%），增长主要来自授权许可收入增加，是"创新药 BD 变现"的样本。

美好医疗：Q3 收入 5.49 亿元（+19.00%）、归母 1.09 亿元（+16.42%），收入增速较上半年提升 8.03pct，新一期股权激励彰显信心。

亚虹医药：希维她（光动力治疗系统）已获批 CIN2 适应症，对应 20-30 亿元市场基石；预计 2030 年中国 CIN2 确诊人数接近 70 万、2035 年超 100 万，约 50% 患者愿意接受无创治疗，是"消费级医疗爆品"逻辑。

首药控股：ALK 布局进入收获期，中国 ALK TKI 现有市场 60.8 亿元、未来百亿可期；SY-707（二代）26 年 6 月一线获批、峰值 8.9 亿元，SY-3505（三代）2026WCLC 二线数据同类最佳。

行业趋势

医药生物处在"创新兑现 + 院内复苏 + 政策缓和"的三重修复期：CXO 订单与产能利用率触底回升，Q4 集中交付会带来业绩弹性，但汇率与地缘（生物安全法案类风险）仍是估值压制项；院内诊疗量与检验价格政策趋于温和（价格平移 + 结构调整），ICL 与 IVD 龙头的收入增速已转正；创新药 的 BD 出海与临床数据读出密集，估值锚从"管线数量"转向"授权首付与里程碑的可验证性"；AI4S 则刚刚开始，数据资产与闭环能力是分水岭（野村专家会的核心结论是"数据壁垒高于模型壁垒"，且 AI 目前仅渗透到临床前环节）。风险在于医保控费与集采的长期压力、以及 FDA 监管趋严对出口型器械的扰动。

公用事业

核心催化

广西能源三季报大幅超预期，前三季度归母净利 2.84 亿元、同比 +263%，其中 26H1 归母已做到 1.4 亿元。拆开看是四条线同时改善：来水偏丰带动水电出力、电网售电量增长、自发电对高成本外购电的替代效应显现、以及煤电电价环比改善而煤价尚未跟涨带来的火电减亏。这意味着公司盈利弹性并非一次性，而是"量、价、成本"三端同向的结果。

第二条催化来自海外算力驱动的电力需求重估。SpaceX 将 2027 年底算力目标上调至 13GW，并计划额外部署 20GW 的电力与冷却基础设施；对应 2027 年新增约 10GW 算力用电、争取落地 20GW 电力与冷却配套。配套逻辑上，燃机成撬（长源东谷、涛涛车业）与油气装备（杰瑞股份）被反复点名，是"算力—电力—装备"这条链条上最直接的受益环节。马斯克本人对算力租赁的表述也从侧面印证了紧迫性——H100 租赁价格比新出厂设备还贵，明年算力硬件回本周期约 6 个月，这解释了为何 SpaceX 只签短期算力合同而不自建全部产能。

第三条是俄乌重建预期下的户储与电力设备弹性。RDNA5 评估乌克兰未来十年重建总成本约 5880 亿美元，较去年估算再上调 12%；乌克兰 2026 年底发电装机预计仅恢复至 19.6GW，而 2014 年为 54GW，缺口巨大。发电设施的重建优先级高于其他基建，户储、分布式电源、输配电设备的订单能见度因此抬升。

核心标的及逻辑

广西能源：三季报归母 2.84 亿元、同比 +263%，超市场预期。增长来自来水改善、售电量增长、自发电替代外购电降本，以及煤电电价环比改善而煤价未涨带来的火电减亏。明年三大看点中，水电股权若完成收购预计可增利约 0.7 亿元；更关键的是母公司体内仍有大量高盈利电力资产，存在持续注入预期，这是估值弹性的主要来源。

杰瑞股份：三季报同样超预期，前三季度归母 18.9 亿元、同比 +4.4%，扣非 18 亿元、同比 +1.4%；但汇兑损失高达 3.73 亿元，剔除后归母同比 +27%。单看 Q3，归母 6.9 亿元、同比 +22%、环比 +14%；扣非 6.7 亿元、同比 +21%、环比 +19%；毛利率 32.78%、同比提升 3.2 个百分点。汇兑是报表扰动而非经营问题，毛利率抬升验证产品结构与海外订单质量在改善。公司在 SpaceX 电力与冷却配套的持续推荐序列中，是燃机与油气装备环节的核心标的。

长源东谷、涛涛车业：燃机成撬环节的直接受益者。在 SpaceX 上调电力建设预期的背景下，2027 年新增 10GW 算力对应的燃机与成撬需求具备较高确定性，属于"订单先于业绩"的品种。

行业趋势

电力板块的定价逻辑正在从"公用事业防御属性"向"盈利弹性 + 资产注入"迁移。来水、电价、煤价三要素在 2026 年下半年罕见地同向有利，火电减亏与水电增发共振，使区域电力公司的利润弹性远超历史均值；而母子公司之间的资产整合仍是估值重估的隐性期权。

算力对电力的拉动已从概念走向可量化的装机目标。SpaceX 把 2027 年算力与电力配套目标同时上修，且回本周期缩短至 6 个月，说明电力供给正在成为算力扩张的真实瓶颈而非配套附属。这条逻辑向国内传导时，燃机、成撬、冷却、油气装备的景气度会先于电价体现。

海外重建是中期变量。乌克兰装机从 54GW 掉到 19.6GW、十年重建成本 5880 亿美元，发电与配电设施的恢复顺序决定了户储与电力设备的出口窗口。需注意这类需求对政策与资金到位节奏高度敏感，跟踪重点应放在重建资金的落实进度而非单纯的成本测算。

交通运输

核心催化

快递行业最实质的变化是"反内卷"从口号变成可验证的单票利润改善。圆通 26Q3 完成快递 86.8 亿件、同比 +12.4%，市占率 17.1%、同比提升 1.4 个百分点；归母净利 14.5 亿元、同比 +39.1%，其中快递业务归母 15.5 亿元、同比 +40.8%，航空货运及国际业务合计亏损 0.9 亿元（上年同期亏 0.5 亿元）。件量增速与利润增速的剪刀差重新张开，说明行业从"以价换量"转向"稳价提效"。

更关键的是单票模型的拐点。26Q3 单票收入 2.06 元、同比 -0.08 元，但单票成本 1.82 元、同比 -0.12 元，成本降幅大于收入降幅；细分看单票揽派成本 1.21 元（同比 -0.08 元）、运输成本 0.33 元（同比 -0.03 元）、中心操作成本 0.25 元（同比 -0.01 元）、面单成本持平，单票费用 0.05 元（同比 -0.01 元）。最终单票归母净利 0.17 元、同比 +0.03 元。这是过去几年价格战中极少见到的"收入降、利润升"组合。

资本开支的确定性下行提供了第二重支撑。行业资本开支高峰已过，2027 年起进入确定下降通道、2028 年降速更快，后续无大规模拿地或新建中心项目，仅保留局部改造、搬迁与常规设备更新，年度设备更新支出约 20 – 30 亿元。折旧压力见顶意味着利润释放不再被新增产能吞掉。

外贸物流侧，小商品城 26Q3 业绩交流会给出偏乐观指引：看好四季度出口，全年仍有望两位数增长；Q3 出口增速回落主要受关税调整前集中备货与台风影响港口运输扰动，9 月义乌入境外商 6.25 万人次、环比 +1.1%，中东、西亚方向环比约 +4%，10 月义博会期间外商人数进一步提升。政策增量上，中美消费品降税（涉及玩具、家电等）与东盟合作是后续看点。

核心标的及逻辑

圆通速递：26Q3 归母 14.5 亿元、同比 +39.1%，单票归母净利 0.17 元、同比 +0.03 元，是反内卷成效最直接的年报级证据。单票收入环比下降的两个原因（区域价格竞争松动、部分省区取消 4 月加收的燃油附加费）已被公司定性为"可控"：进入旺季叠加监管对价格松动的及时干预，价格波动整体可控；燃油附加费目前 70% 以上区域仍在征收，广东等大省始终未取消，若油价长期高位，未征收地区存在重新加回的可能。管理层明确反内卷是监管长期策略、2027 年大概率仍将推进，若行业进入存量阶段且价格稳定，单票收入与单票利润均偏正面，历史上"增量利润被价格下滑消化"的格局将改变。

小商品城：出口景气度的观测窗口。Q3 增速回落是备货前置与台风扰动，而非需求转弱；9 月义乌入境外商环比回升、中东与西亚方向改善，10 月义博会客流进一步验证。中美消费品降税若落地，玩具、家电等品类出口链条的订单能见度将改善，公司作为市场运营方的租金与增值服务收入随之受益。

行业趋势

快递板块的定价逻辑已经从"件量增速"切换到"单票利润与资本开支周期"。当单票成本降幅持续大于单票收入降幅，且资本开支进入下行通道，行业自由现金流的质量会发生实质改善，估值锚也应从 PS 转向自由现金流。反内卷作为监管长期策略，其持续性在 2027 年之前被管理层认为较高，这为单票利润的稳定性提供了制度背书。

外贸物流的弹性取决于政策而非运力。义乌外商回流与义博会客流是高频前瞻指标，关税调整前的抢运与政策落地后的回补会交替扰动单季数据，判断趋势时应看入境客流与订单结构而非单月出口增速。

干散货海运需求端出现边际走弱信号。FMG 1QFY27 总发运量环比 -11% 至 0.47 亿吨（赤铁矿 -11% 至 0.44 亿吨、铁桥精粉 -8% 至 0.025 亿吨），季度内完成港口史上最大规模计划内停机检修；赤铁矿销售均价环比 -10% 至 79.79 美元/干吨。发运量与价格双降，叠加全年指引仍取决于 CMRG 谈判，铁矿石海运量与运价的短期支撑偏弱，需跟踪谈判结果与检修结束后的发运恢复节奏。

银行

核心催化

当日银行板块的实质信息集中在资金与风格层面：四大行延续阳线、工商银行创出新高，但市场对这一走势的解读偏负面——"银行维护体面"被理解为缺乏真切急迫的救市意愿，反而形成不太好的反馈，短期风格因此难

以切换。这意味着银行股的上涨在当下更多被计价为"避险与护盘的结果"，而非"基本面改善的结果"。

宏观侧的另一条线索来自利率分化：中国 10 年期国债收益率已降至约 1.6%，而高盛预计美联储 12 月再加息 25bp 后维持不变至 2027 年下半年。历史经验显示加息初期港股与 A 股通常前 6 个月承压、约需 3 – 4 个季度恢复，且美债名义与实际收益率快速上行比加息本身更具压制力。中国上市非金融企业外币债务占比约 10%，债务负担总体可控，冲击更可能通过资金流而非资产负债表传导，H 股因外资参与度更高而更敏感。

核心标的及逻辑

工商银行及四大行：股价创新高的驱动是资金抱团与护盘属性，而非息差或资产质量的边际改善。当日帖子明确点出这种上涨的脆弱性——越是"维护体面"，市场越倾向于认为政策并未到急迫救市的程度，负反馈由此形成。对交易层面的含义是：银行的正超额往往对应成长风格的压缩，一旦风险偏好回升，资金从银行流出的速度会快于流入时的速度。

（当日该板块仅有零星市场评论，无个股深度报告、无三季报点评、无监管政策文件，故不做标的扩展。）

行业趋势

银行板块当前缺乏可验证的基本面增量信息，定价主要由资金属性决定。在 10 年期国债收益率约 1.6% 的低利率环境下，高股息资产的相对吸引力仍在，但这一逻辑已被充分交易，边际买盘的持续性取决于增量资金而非估值空间。

需要跟踪的是中美利率周期分化对资金流的影响。若美债收益率继续快速上行，H 股因外资参与度更高将先承压，A 股随后通过风险偏好渠道传导；而国内银行股在承压阶段往往扮演"稳定器"角色，其相对收益的扩大通常同步于市场整体风险偏好的收缩，属于防御性的相对收益而非绝对收益机会。

非银金融

核心催化

外资配置口径出现明确调整：高盛在维持 A 股超配、H 股标配的同时，将银行上调至超配、把保险下调至标配，理由是进一步强化价值、股息与现金回报风格，并回避高杠杆及美元债务暴露较高的航空、部分汽车、房地产和 AI 基础设施标的。保险从"受益于利率与权益弹性"的品种被降级为"标配"，是当日非银板块最直接的负面定价信号。

资金流向上，港股交易台的持续卖压集中在互联网平台、PC 硬件、保险与工业板块，买入则集中在银行、现制饮品与医药。保险板块内部出现分化：中国平安的抛压有所缓和，友邦保险仅出现小额卖出，但盘中也开始观察到友邦（1299.HK）出现资金流出。这说明外资对保险的减持已从"集中抛售"进入"分标的、分批退出"阶段，边际卖压减弱但方向未变。

券商侧的线索来自杠杆出清进度：国庆后股票型 ETF 净流入超 1500 亿元，两融余额降至年初水平、净流出明显收窄，机构杠杆出清或临近尾声。对券商而言，这是"最差的时候可能已过"的信号，但尚不构成盈利改善的实证。

居民资产再配置是中期变量。约 6 万亿元定期存款到期，3 年期定存利率降幅约 135 个基点，促使资金流向理财、保险及"固收+"产品；若股市回报稳定，居民增配股票每提升 1 个百分点，或带来约 5.3 万亿元的潜在流入。这为保险负债端与券商经纪业务提供了潜在的增量资金池，但传导依赖股市赚钱效应的持续性。

核心标的及逻辑

中国平安：交易台层面抛压已有所缓和，是保险板块中边际改善最明显的大市值标的。但在高盛将保险下调至标配的背景下，其相对收益的修复需要更明确的负债端或投资端数据支撑，仅靠卖压衰减不足以驱动估值重估。

友邦保险（1299.HK）：此前相对抗跌，但当日开始出现资金流出迹象。作为外资持仓集中度最高的保险标的，其对海外利率与跨境资金流的敏感度显著高于内险，若美债收益率继续快速上行，友邦的调整压力会先于内险体现。

券商板块：两融余额回落至年初水平、净流出收窄，机构杠杆出清接近尾声，叠加股票型 ETF 净流入超 1500 亿元，交易层面的底部特征在累积。但券商股的弹性依赖成交量与两融回升的确认，当前仅有"出清接近完成"的定性判断，尚缺量化拐点。

行业趋势

非银板块当前的定价矛盾在于"资金属性"压过"基本面属性"。保险被下调至标配、券商缺乏盈利实证，两者都缺少独立于大盘的驱动；资金更愿意选择股息与现金回报确定的银行，而非负债端或经纪业务弹性更大的非银。这意味着在风险偏好回升之前，非银的相对收益难以系统性展开。

中期看，居民存款搬家是真实存在的增量逻辑，但其对保险与券商的传导存在时滞：资金先流向理财与"固收+"，只有在股市赚钱效应确立后才会进入权益与保险产品。跟踪重点应是新单保费增速与两融/成交量能否同步回升，而非单纯的利率下行幅度。

商贸零售

核心催化

黄金珠宝是当日商贸零售中数据最密集的方向，且呈现"内地弱、港澳强"的一致格局。周大福 FY27Q2 集团零售值同比 -0.5%，内地零售值同比 -5.3%（渠道优化叠加同期高基数），港澳及其他市场零售值同比 +33.2%；内地直营同店 +2.2%、加盟同店 -2.9%，港澳同店销售 +29.6%、同店销量 +14.0%，内地定价首饰同店转正 +11.1%。六福集团 FY27Q2 在高基数下零售值 +8%、零售收入 +23%、同店销售 +12%（去年同期基数分别为 +18%/+15%/+10%），十一黄金周港澳同店 +15%、内地自营店同店 +39%，较 Q2 明显提速。

超市调改出现可验证的利润弹性。汇嘉时代 26Q3 营收 6.26 亿元、同比 +4.87%，归母 0.39 亿元、同比 +188.87%，扣非 0.29 亿元、同比 +161.73%；前三季度营收 19.61 亿元、同比 +4.95%，归母 1.37 亿元、同比 +70.08%，落在预告 1.35 – 1.43 亿元区间内。拆业态看，超市收入 3.72 亿元、同比 +15.73%，毛利率 21.65%、同比 +1.54pct，是收入与毛利改善的核心；百货收入 1.20 亿元、同比 -22.38%，毛利率 28.34%、同比 -9.28pct。整体毛利率 32.68%、同比 -2.3pct，因百货占比收缩导致结构性下降，但销售费用率下行放大了利润弹性，使小幅收入增长转化为大幅利润释放。

运动服饰的分化在加剧。安踏主品牌 26Q3 中单位数下滑（大货线下高单位数下滑、儿童线下低单位数下滑、线上基本持平），FILA 低单位数下降（Core 线下中单位数下滑、潮牌中单位数增长），但其他品牌合计增长 25% – 30%，其中迪桑特 +15% – 20%、MAIA +30% 以上、可隆零售流水 +30%（同店 +15% 以上，门店 200 多家、年净增 10 – 15 家，年活跃会员 200 万）。国庆期间安踏全渠道流水高单位数正增长、FILA 低双位数增长、其他品牌 +20% 以上，环比 Q3 明显改善。

核心标的及逻辑

汇嘉时代：超市调改是本轮业绩反转的核心，收入与毛利率同步提升叠加销售费用率下行，形成"收入小增、利润大增"的组合。26Q3 归母同比 +188.87%，前三季度 +70.08%，业绩落在预告区间内、确定性较强。机构维持 2026 – 2028 年归母 1.45/1.95/2.27 亿元预测，对应 2026 年 PE 约 26 倍。后续跟踪点是调改进展、费用管控力度与百货业务的边际变化——百货仍是拖累项，若继续下滑会侵蚀整体毛利结构。

周大福：港澳高增（零售值 +33.2%、同店 +29.6%、同店销量 +14.0%）对冲内地疲弱（-5.3%），集团层面零售值仅 -0.5%，韧性突出。指引维持年初水平、11

月重新评估；下半财年旺季叠加万相、传颂系列扩大铺货，传颂网点预计从目前 400 多家扩至全年 2000 多家，支撑产品结构改善与毛利率韧性。渠道上全年净关店可能高于年初指引但少于上一财年，下半财年关店节奏放缓，新增门店向高线城市与优质商圈倾斜。海外方面迪拜首店 10
月开业，新加坡、马来西亚通过门店升级与高端商场新店贡献增量，日本 Amazon 业务已上线。

六福集团：高基数下零售收入仍 +23%、同店 +12%，十一黄金周港澳同店 +15%、内地自营店同店 +39%，提速明显。港澳受益于价差扩大带来的客流与客单提升，是当前黄金珠宝中弹性最直接的市场。

安踏体育：主品牌与 FILA 仍处调整期，但其他品牌（迪桑特、MAIA、可隆）维持 25% – 30%
以上增长，成为增长引擎。全年指引维持不变：安踏低单位数、FILA 中单位数、其他品牌 30%
以上；经营利润率安踏约 20%、斐乐约 25%、其他品牌优于 25%。彪马持股 29.9%，Q4
起按持股比例计入联营公司损益，已提名 2
位安踏系人员进入监事会，后续重点发展中国市场（中国区收入占全球极低、至少可翻一番）。

普拉达集团（1913.HK）：剔除 Versace 后 9M26 营收 41.0 亿欧元、内生 +4%；单 Q3 营收 13.57 亿欧元、内生仅 +1%（Q2 为 +7%），略好于彭博一致预期 +0.6%，但零售收入内生增速由 +5% 降至持平；Prada 品牌 Q3 零售 +1%（Q2 为 +6.3%），Miu Miu 转为下滑。奢侈品内生增速的快速放缓是高端消费承压的直接证据。

行业趋势

黄金珠宝的定价逻辑已从"开店扩张"切换到"同店与产品结构"。内地受高基数与渠道优化双重压制，但定价首饰同店转正是积极信号，说明一口价、文化题材产品的接受度在提升；港澳则受益于金价波动下的价差与旅游客流，同店销量 +14% 表明增长不只靠金价、也有量的支撑。后续关键在于金价高位能否维持、以及关店节奏放缓后单店效率的修复幅度。

超市调改的行业意义大于单家公司。当收入端只有个位数增长时，利润的近两倍增长来自毛利率提升与费用率下行，说明传统商超通过品类结构调整与供应链优化仍有显著的利润率修复空间。这条逻辑对区域性商超的可复制性较强，但百货业态的结构性下滑仍是共同拖累。

运动服饰与奢侈品共同指向消费分层：大众与高端同时承压，增长集中在专业细分（户外、女性运动）与性价比带。安踏其他品牌的高增与 Prada/Miu Miu
的失速形成鲜明对照，说明当前消费的增量不在价格带两端，而在"专业功能 + 圈层认同"的细分赛道。

农林牧渔

核心催化

生猪去产能的斜率在加快，这是当日农林牧渔最重要的边际变化。2026Q3 能繁母猪存栏环比下滑 4.7%（Q2 环比 -3.2%、Q1 环比 -1.4%），存栏规模降至 3600 万头，已低于 2026 年政策目标 3750
万头；生猪总存栏同比下降 2.6% 至 4.253
亿头，供给收缩已经开启。但机构同时提示：短期供给依旧充裕、现货价格维持在约 10 元/千克低位，2026Q4 猪价将较 Q3 环比下行，真正的价格拐点大概率出现在 2027 年 Q2 – Q3。行业产能去化累计已达 11%，目前仍处深亏去化阶段，27Q2 有望进入右侧反转。

温氏三季报给出周期底部的完整剖面。26Q1 – Q3 营收 722 亿元、同比 -4.7%，归母亏损 50 亿元、同比 -194%；单 Q3 营收 255 亿元、同比 -1.9%，归母亏损 6 亿元、同比 -133%，亏损环比大幅收窄。资产负债率 59.15%、环比仅微增 0.21pct，在深亏阶段守住了资产负债表。

猪与禽的背离是关键。26Q3 肉猪出栏 870 万头、同比 +4%，均价 10.8 元/kg、同比 -22% 但环比 +14%，生猪板块估算亏损约 13 亿元、头均亏损约 149 元（若考虑三季度末减值冲回 4 亿元，头均亏损约 103 元）；同期黄鸡出栏 3.6 亿羽、同比 +4%，均价 12.91 元/kg、同比 +8%、环比 +13%，肉鸡板块估算盈利约 6.5 亿元、单羽利润约 1.8 元，显著好于 26H1。鸡价回暖是对冲猪价低迷的主要来源。

糖市出现独立的供给冲击。GreenPool 10 月 20 日将 26/27 产季全球糖供需缺口上调至 628 万吨、较此前预估上调 300 万吨，主因巴西 9 月多雨导致甘蔗入榨及 ATR 远不及预期，叠加超强厄尔尼诺背景下印度、泰国、欧盟减产幅度可能进一步扩大。原糖已创 19 个月新高，厄尔尼诺与能源涨价共振，后续预计维持涨势；内盘则受制于高结转库存与丰产预期。

核心标的及逻辑

牧原股份：行业首选，核心支撑是结构性成本优势而非单纯的周期弹性。在能繁母猪加速去化、行业深亏的背景下，成本领先者在底部扩份额、在反转时享受最大利润弹性。机构维持增持评级，逻辑链条清晰：2026Q4 去产能持续（行业亏损加深、仔猪价格走弱、冬季疫病风险）→ 2027Q2 – Q3 价格拐点 → 龙头利润释放。

温氏股份：周期底部的"储备资金、夯实内功"样本。9 月完全成本降至 11.7 元/kg，基本与德康、牧原等优秀公司持平，为全年 11.8 元/kg 目标奠定基础；生产指标行业前列（9 月肉猪上市率 93%、料肉比 2.53，肉鸡上市率 95.2%）。降本路径被拆成 8 个子项、20 余项具体措施，围绕育种、营养配方、健康养殖推进（扩繁场蓝耳病净化完成 75%，全部完成后单头肉猪利润有望增加 180 元）。以 14 元/kg 猪价假设，对应 2027 年仅 7 倍 PE。生产性生物资产余额 47.4 亿元、环比 -5.9%、同比 -8.5%，也在印证产能收缩。

糖板块：外盘强、内盘弱的分化提供了套利与节奏判断的基础。原糖创 19 个月新高、缺口上调至 628 万吨，是明确的多头催化；但国内高结转库存与丰产预期压制内盘，内外价差与进口利润的变化是更有效的跟踪指标。

行业趋势

猪周期的定位是"去化中段、价格底部、股价左侧"。能繁存栏 3600 万头已跌破政策目标，产能去化累计 11%，但价格拐点要等 2027Q2 – Q3，中间还要经历 2026Q4 猪价环比下行的二次确认。这意味着当前阶段的机会属于成本领先的龙头（能扛住深亏并逆势扩份额），而非全板块的贝塔修复；对股价而言，左侧布局的赔率取决于去化能否持续，而非当期利润。

禽链的对冲价值在提升。黄鸡价格回暖使温氏等企业单季单羽利润回到 1.8 元，部分抵消生猪亏损；若 Q4 猪价继续下行而鸡价维持，禽板块将成为业绩与情绪的双重缓冲。

软商品方面，厄尔尼诺是贯穿 26/27 产季的核心变量。巴西入榨不足、印度泰国欧盟减产预期共同推升糖价，但国内高库存意味着内盘跟涨幅度会显著滞后于外盘，投资上应区分"国际定价的软商品"与"国内定价的农产品"两条逻辑，不宜用外盘涨幅线性推导内盘。

家用电器

核心催化

白电龙头的回调被定性为"内需弱 + 成本压力"的双重结果，而非竞争格局恶化。近期回调主要源于内需较弱以及成本端压力延续并有所加大，使单三季度业绩整体较大幅度回落。机构判断四季度及明年成本端、汇兑等逐步缓和，内需压力仍存在但相对可控，叠加外销增量，明年往后业绩端逐步企稳，美的有望实现中个位数以上增长，中期保持稳定增长趋势。

红利属性的量化支撑是当日最实质的信息。美的、海尔、格力均承诺年度分红额保持稳定，同时保持较大回购力度，对应股息率约 5.5% – 7.5%，回购对应回报率约 1.5% – 2%，综合回报率较高。考虑今年业绩下修后，估值仍处低位：美的 13.5 倍、海尔 10.2 倍、格力 7.7 倍。机构观点是回调后可逐步增配。

两轮车出现政策冲击。两轮车企业反馈，针对电自原定 11 月 1 日开始的新 3C 认证，可能因前期检查反馈认证不合规情况较多而全面暂停（尚未完全确定），对应企业四季度电自出货会全面受影响，电摩、电轻摩不受影响。此次认证加严对企业今年利润影响较大。

核心标的及逻辑

美的集团：估值 13.5 倍，在三家白电龙头中盈利韧性最强，机构预计明年业绩有望中个位数以上增长。股息率与回购合计的综合回报率处于 5.5% – 7.5% + 1.5% – 2% 区间，回调后红利价值凸显，是"业绩企稳 + 分红承诺"双击的品种。

海尔智家：估值 10.2 倍，外销占比与海外本土化程度最高，受益于外销增量逻辑，但同时也更直接暴露于汇率与海外需求波动。四季度及明年汇兑压力缓和对其利润弹性的贡献大于另外两家。

格力电器：估值 7.7 倍，是三家中估值最低、股息率最高的标的，红利属性最纯粹，但也意味着市场对其成长性的定价最低。在"分红额保持稳定"的承诺下，其防御价值主要体现为股息回报而非业绩弹性。

两轮车板块：新 3C 认证若全面暂停，四季度电自出货将阶段性受限，对今年利润影响较大；但终端需求相对刚性，政策收紧意在规范行业、降低事故风险。影响分两面：短期供给受限带来的需求抑制，后续随整改落地将迎回补修复；中期中小不合规企业出清加速，利好行业格局优化。电摩、电轻摩不受影响，是短期相对避风港。

行业趋势

家电板块的定价逻辑正在从"成长股"彻底转向"红利资产"。当内需疲弱、成本与汇兑双重压制使单季业绩大幅回落时，估值下修后的低 PE 与稳定的分红承诺共同构成了安全边际；5.5% – 7.5% 的股息率在当前 10 年期国债约 1.6% 的环境下具备显著吸引力。这意味着家电的相对收益更多来自"跌出来的股息率"，而非需求复苏带来的业绩超预期。

成本与汇兑是四季度的关键变量。若原材料价格与人民币汇率如机构预期般缓和，白电龙头的利润率将环比修复，届时"低估值 + 盈利企稳"的组合有望带来估值修复；反之若成本继续上行，分红承诺的可持续性会被重新审视。

两轮车的政策扰动是短期事件而非趋势逆转。3C 认证加严本质是行业规范化的必经过程，短期压制出货、加速中小产能出清，中期利好龙头份额提升；跟踪重点应放在认证暂停是否最终确认、以及整改落地的时点，而非单季出货数据的波动。

美容护理

核心催化

9 月个护线上数据确认行业仍在量价双弱区间。卫生巾 + 裤型卫生巾 9 月线上 GMV 11.1 亿元、同比 -2.6%，分平台抖/东/猫分别同比 +7%/-10%/-7%；牙膏 9 月线上 GMV 9.3 亿元、同比 -8%，抖/东/猫分别 -9%/+6%/-15%。渠道分化明显：抖音仍是唯一正增长平台，京东、天猫同步下滑，说明流量迁移而非单纯的需求萎缩。

品牌端的分化比大盘更剧烈。卫生巾：百亚-自由点 0.78 亿元、同比 -6%，豪悦-洁婷 0.18 亿元、同比 -46%，稳健-奈丝公主 0.41 亿元、同比 -16%，外资护舒宝 1.23 亿元、同比 -10%、苏菲 0.88 亿元、同比 -25%。牙膏：登康口腔-冷酸灵 0.37 亿元、同比 -11%，云南白药 0.88 亿元、同比 -26%。外资龙头（苏菲 -25%、护舒宝 -10%）与本土中小品牌（洁婷 -46%）同步大幅下滑，仅自由点相对抗跌。

美妆的竞争环境在恶化。高盛跨行业观点指出，中国消费呈现结构性韧性（安踏户外品牌与 FILA 表现较好、2027 年春节提前有望形成销售前置），但美妆行业折扣加剧，国产品牌仍受益于较容易的后半年基数。折扣加剧意味着以价换量仍在继续，行业尚未进入健康的价格秩序。

医美新品的注册进展是当日最具弹性的催化。乐普医疗的注射用透明质酸钠复合溶液（含 PDRN）处于注册审评阶段、相关资料提交均已完成，获批确定性进一步增强；海外对标韩国丽珠兰 2025 年韩国国内销售收入近 10 亿人民币，提供了成长路径参照。ECM/ADM 注射填充产品（面向鼻唇沟纠正）已提交发补资料，海外对标 Re2O 26Q1 收入约 84.4 亿韩元、单季超过 2025

年全年，CellREDM 在 2025 年 10 月至 2026 年 3 月实现收入约 81 亿韩元。

核心标的及逻辑

乐普医疗：医美 + 创新药的双期权标的。PDRN 若率先获批，可借助先发优势与现有医美机构渠道快速推广，重点跟踪获批时间、机构覆盖、终端价格与复购；ECM 若取得注册突破，可与童颜针、玻尿酸及射频产品共享机构资源，丰富抗衰产品矩阵。创新药侧，控股子公司民为生物 MWN109 布局 GLP-1/GIP/GCG 三靶点注射及口服剂型，口服肥胖适应症已完成 II 期给药；参考司美格鲁肽口服片 Wegovy 26 年 1 月美国上市、截至 8 月累计处方超 500 万张、26 年美国市场预期销售约 20 亿美元，且 6 月数据显示超 80% 新增来自前一年未使用 GLP-1 的人群，口服剂型的市场空间被验证。考虑到 MWN105 海外授权首付款偏低，MWN109 作为口服剂型、对标市场更大的口服司美格鲁肽，议价地位更强。公司当前股价基本回到去年 6 月初，已不含医美、创新药、脑机等新业务预期。

百亚股份（自由点）：在卫生巾大盘 -2.6%、外资苏菲 -25% 的环境下仅 -6%，是本土品牌中相对韧性最强的一家，份额逻辑仍在但增速已明显放缓。

登康口腔（冷酸灵）：牙膏线上 0.37 亿元、同比 -11%，弱于大盘 -8%，抗敏感细分龙头的线上渠道承压，需观察其在新渠道的调整效果。

云南白药：牙膏线上 0.88 亿元、同比 -26%，跌幅远超行业，是当日个护数据中最弱的品牌之一，反映其在线上流量迁移中的适应性不足。

行业趋势

个护与美妆共同处于"渠道重构 + 价格战"的双重压力期。抖音正增长而京东、天猫双位数下滑，意味着传统电商的品牌旗舰店模式正在失效，谁能做好内容化与直播化，谁就能守住份额；但代价是折扣加深、毛利承压，行业整体进入"增收不增利"甚至"减收减利"的阶段。

医美是唯一具备结构性增量的方向。PDRN、ECM 等新材料的海外销售数据（丽珠兰近 10 亿人民币、Re2O 单季超全年）证明再生类、修复类材料的终端需求真实且强劲，国内企业一旦完成注册，凭借渠道复用可实现快速放量。这条逻辑的关键在于"获批时点"而非"市场空间"，因为先发者能独占合规窗口期。

竞争格局的中期改善依赖中小产能出清。洁婷 -46%、云南白药牙膏 -26% 这类跌幅说明弱势品牌正在快速失去份额，行业集中度有望在折扣战中被动提升，但这一过程伴随全行业利润率的下行，投资上更应关注份额提升与利润率能否同步的少数标的。

环保

核心催化

政策端出现明确的量级催化。国家能源局发布《关于推动煤电与新能源融合发展的实施意见》，两条内容直接对应改造需求：一是支持煤电机组通过深度调峰改造进一步压减最小技术出力——目前我国煤电平均调峰深度约 40%，若进一步降至 20% 甚至更低，对应的改造市场空间将成倍扩大；二是鼓励配套改造建设储能储热系统，热电联产机组通过改造建设电制热、储热等电热协同系统，实现新能源替代煤电供热，为新能源消纳打开空间。

这两条政策分别对应两类具体产品。全负荷脱硝采用省煤器水侧动态调节技术，通过提升省煤器出口烟气温度，保障机组在低负荷工况下稳定运行，是深度调峰的前置条件；电极锅炉与蓄热器可将电能以接近 100% 的效率转化为热能进行存储与供给，用于火电灵活性调峰与电热协同。政策把"调峰深度"和"储热配套"同时写入，意味着改造需求从单一设备采购转向系统集成。

订单层面已有验证。2025 年"清洁能源消纳"业务收入 5221 万元、同比 +415%，今年相关新签订单迎来爆发，政策刺激下产业发展确定性进一步增强。此外，7 月 31 日公司向实控人

的定增申请已拿到批文、正式进入发行阶段，若实施完成实控人持股比例将大幅提升，利益关系理顺。

核心标的及逻辑

青达环保：火电灵活性改造的核心弹性标的，在全负荷脱硝相关市场份额超50%，是深度调峰改造绕不开的供应商。电极锅炉与蓄热器已培育多年，具备将电能近 100% 效率转化为热能的技术能力，直接对应政策鼓励的电制热、储热配套。业绩上，2025 年因偶发性光伏项目收入确认导致基数偏高，但 2026 年增长仍值得期待，预计全年业绩 2 亿元左右，对应当前估值仅 12 倍、明年不到 10 倍，维持买入评级。定增落地将理顺实控人利益关系，是治理层面的额外催化。

（当日环保板块源文件中另有一则恒大高新的帖子，内容为其全资子公司宝乐互动切入 AI 算力服务器整机生产销售、2026H1 AI 服务器收入 2.86 亿元占总收入约 67%、当前毛利率仅 4.33%，实质属于 AI 硬件跨界标的而非环保主业，不在本板块逻辑内展开。）

行业趋势

环保设备的需求驱动正在从"末端治理"切换到"电力系统灵活性"。过去环保公司的订单依赖排放标准升级与超低排放改造，属于一次性政策驱动；而煤电灵活性改造、储热配套、电热协同则绑定新能源消纳这一长期命题，需求随新能源装机增长而持续释放，具备更强的持续性。调峰深度从 40% 向 20% 压减的过程，对应的不是存量替换而是增量改造，市场空间的扩张是非线性的。

商业模式上，系统集成能力比单一设备更重要。政策同时要求压减出力与配套储热，意味着客户需要"脱硝 + 电极锅炉 + 蓄热器"的整体方案，具备多产品协同与工程总包能力的公司才能拿到更高价值的订单，这也是份额集中度提升的来源。

需注意业绩兑现的节奏风险。此类改造订单确认周期较长，且单个大项目的收入确认会造成基数波动（如 2025 年光伏项目的偶发确认），因此判断景气度应看新签订单与在手订单，而非单季收入增速。

催化日历

- 10 月 23 日起：三季报披露进入最密集阶段，A股本周剩余交易日将集中释放电子、电力设备、机械设备三季报，是验证"硬件链超预期"能否延续的关键窗口。
- 10 月 24 日前后：公募基金三季报陆续披露（法定截止本月底），机构真实调仓方向（AI 硬件减了多少）将首次被量化。

下周（10 月 26 日 - 11 月 1 日）

- 10 月 27 日（周二）：SK 海力士、希捷披露财报；叠加前一周的西部数据，存储链景气与 2027 年价格指引将同时被检验。
- 10 月 28 日（周三）：微软、谷歌同晚披露财报；同日美联储公布议息结果——这是本周全球风险资产定价的核心节点。
- 10 月 29 日（周四）：亚马逊、英特尔、礼来、Coinbase、MicroStrategy 披露；美国三季度 GDP 与 PCE 数据同日公布。
- 10 月 31 日：晨光生物第一批辣椒农户交货截止（定价同比 +11%-13%，11 月将进行第二轮报价，采货量通常大于 10 月）。
- 11 月 1 日：电动两轮车"三码合一"新规正式实施（车、电池、充电器绑定，强化防篡改与互认协同）；此前电自新 3C 认证存在全面暂停可能（尚未最终确定）。

11 月上旬

- 11 月 3 日：美国中期选举投票日；同日高盛亚太医疗企业日（香港线下场，11 月 3-6 日）开幕。
- 11 月 4 日：Coherent（COHR）盘后披露 27 财年 Q1 财报。
- 11 月 5 日：Lumentum（LITE）盘后披露 27 财年 Q1 财报。两者是光模块/CPO 链的关键指引来源。
- 11 月中旬前：特斯拉计划发布 Optimus V3 非预编程演示视频（管理层口径"未来 1-2 个月"，市场普遍预期 11 月）。

11 月下旬

- 11 月 24-25 日：高盛工程机械巡展（上海）；亚太医疗企业日线下+线上场（11 月 24-25 日）。
- 11 月 25-27 日：高盛 AI 与互联网调研（北京、上海），覆盖多家行业龙头。
- 11-12 月：特斯拉 T 链周产订单爬坡情况（当前约 2k 台/周），是物理 AI 板块最重要的产业验证指标。

12 月及以后

- 12 月 4 日：特斯拉股东大会，Optimus 进展与产能指引的又一催化窗口。
- 12 月内：硅料减产执行情况（协鑫乐山全停、通威开工降至 35%
以下、大全新疆降负荷）与多晶硅价格能否守住 4.3 万元/吨底线。
- 2027 年 1 月：Meta 无投票权 C 类股方案计划实施（经济效果类似"一拆二"）。
- 2027 年 1 月 19 日：欧盟对中国产割草机器人反倾销正式终裁条例的法定截止日，此前仍可多轮抗辩。
- 2027 年 4 月：特斯拉 AI5 芯片装车（算力较 AI4 提升约一个数量级）。
- 2027 年底：Optimus 启动对外商业交付（初期以工业场景为主），周产能目标 2 万台（年化约 100 万台）。

连板与强势股

- 5 板：大业股份（机器人）、海洋王（"玄学"题材）
- 3 板：星光股份（数据要素）
- 2
板：海量数据（数据要素）、华瓷股份（光通信）、上海九百（消费）、哈空调（消费）、出版传媒（传媒）

逆势走强的题材主线

机器人是今日唯一有板块效应的方向，且强度集中在产业内核心而非边角情绪：大业股份（5 板）、兆威机电、鸣志电器（均缩量加速）、华阳智能、大洋电机、赛福天、襄阳轴承、巨能股份、奕帆传动、安培龙。驱动是特斯拉 Q3 业绩会的量产信号——弗里蒙特年产百万台产线已启动早期生产、2027 年底周产 2
万台并对外交付、1-2 个月内发布 V3 非预编程演示。

数据要素次之：星光股份（3 板）、海量数据（2 板）、太极股份、信息发展、三维天地；触发点是 10 月 20 日国家数据集团在雄安揭牌。

工程机械受俄乌重建预期日内发酵：南方路机、山河智能、铁拓机械、恒力钻具、长龄液压。

半导体封测盘中异动：华天科技容量直线拉板（拟收购华羿微电 100%
股份），资金提前博弈长电科技当晚三季报（实际 Q3 归母 +60%、扣非 +117%，超预期）。

高位股的即时风险

高位抱团个股风险正在累积：九阳股份再涨将触及 200% 异动红线，新华传媒属分歧后的反包、短期风险更高。今日多只强势股尾盘"下影线修复不彻底"，次日易低开续调。

ETF关注

临近午盘，多只宽基 ETF 集中放量：中证 500ETF 南方（510500）半小时成交超 30 亿、中证 1000ETF 南方（512100）超 20 亿，创业板 ETF 易方达（159915）与科创 50ETF 华夏（588000）成交超 76 亿；午后两者成交额双双突破 100 亿元，多只创业板 ETF、科创 50ETF 随之放量。

尾盘再现集中申购：沪深 300ETF 华泰柏瑞（510300）最后半小时成交超 60 亿，沪深 300ETF 华夏（510330）、上证 50ETF 华夏（510050）、沪深 300ETF 嘉实（159919）最后半小时均超 40 亿。

与前期相比有两个变化：一是护盘时点从"下午 2 点后持续买入"前移至临近午盘、并集中在尾盘半小时；二是品种从创业板/科创 50 扩散到中证 500、中证 1000 与上证 50，呈"雨露均沾"式托底。含义：当前护盘以"防流动性螺旋"为目标、而非"拉指数"，力度与持续性仍需观察；对交易者的实际意义是宽基 ETF 的折溢价与成交放量可作为"国家队是否真正介入"的高频观察指标（高盛口径：今日"国家队"尚未真正介入，力度主要集中在创业板与科创 50）。

主题 ETF 线索

- 机器人 ETF 鹏华（159278）：特斯拉 Optimus 量产时间表（1-2 个月发 V3 演示、2027 年底对外交付、周产 2 万台）是当前最直接的产业催化，也是今日机器人概念逆势走强的映射工具。

- 创业板 ETF（159915）/ 科创 50ETF（588000）：作为本轮调整最深、护盘最集中的两个品种，是博弈"超跌反弹"的首选载体；创业板指已连续 8 个交易日下跌、累计 -11.46%，较 6 月高点回撤超 40%。

- 宽基（510300/510500/512100）：适合作为"底部区域分批"的工具，而非方向性押注。

海外财报速览

营收 280.46 亿美元（同比基本持平、环比 -1%），略低于彭博一致预期 281.32 亿；汽车 205.6 亿（同比 -3%）、能源 28.81 亿（同比 -16%、环比 -8%）、服务及其他 46.05 亿（同比 +33%）。GAAP 毛利率 19.59%（同比 +1.6pct、环比 +2.76pct），GAAP 净利 7.87 亿美元（同比 -43%，运营费用 +39%），调整后 EPS 0.48 美元超预期，自由现金流 15.3 亿美元转正。全年资本开支指引下调至约 200 亿美元。经营数据：北美新车 FSD 付费附着率超 75%（环比 +20pct）、全球付费客户超 170 万，Robotaxi 无人驾驶里程 330 万英里（季末约 200 万），奥斯汀 Cybercab 车队扩大 10 倍。Optimus 已在弗里蒙特启动早期生产，产线年化 100 万台、2027 年底达产并对外交付，首批 1-2 万台自用数采。

Meta（META）2026Q3

收入、利润与 Q4 指引均超预期，固定汇率广告收入 +26%，广告展示量 +10%、均价 +14%；部分内容理解改用自研模型后单位处理成本下降超 80%。2026 年资本开支指引上调至 1350-1450 亿美元（下限 +50 亿）。Q3 自由现金流 -21.2 亿美元，为上市以来首次为负。Muse：美加激活用户 1000 万、日活 250 万、ASP 200 美元，免费层用小模型、前沿模型放付费层，盈利依赖未来一年计算成本效率提升 10 倍的假设。同步推出无投票权 C 类股方案（现有 A/B 股各派 1 股 C 股，类"一拆二"，2027 年 1 月实施），为数千亿美元 AI 投入拓宽股权融资渠道。

孩之宝（HAS）FY26Q3

收入 15.953 亿美元（+15%），调整后营业利润约 5.41 亿美元（+52%）。全年固定汇率收入增速指引上调至 7%-9%（原 5%-7%）、调整后营业利润率指引上调至 27%-28%。分品类：卡牌与游戏收入 7 亿美元（+31%、营业利润率 49%），其中核心 IP 卡牌收入 6 亿美元（+34%）；玩具收入 8 亿美元（+4%），漫威、K-Pop、变形金刚、蜘蛛侠等 IP 表现较好。

菲莫国际（PM）2026Q3

净收入 114.4 亿美元（同比 +5.5%、有机 +7.1%），创单季度历史新高；前三季累计 327.8 亿美元（+8.2%、有机 +5.9%）。调整后毛利率 68.7%（+0.8pct），营业利润 48.7 亿美元（+14.1%、有机 +10.5%）。无烟产品（SFP）收入占比超 40%、收入 +4.1%（有机 +6.3%）。IQOS 烟弹出货 415 亿支（+1.5%，Q2 为 +7.6%），调整后终端销量（IMS）+7.1%（Q2 为 +5.1%），日本二次提价前囤货、欧洲提速；ZYN 美国量价齐升。

Fortescue（FMG.AX）1QFY27

铁矿发运总量环比 -11% 至 0.47 亿吨（符合预期），其中赤铁矿 0.44 亿吨（环比 -11%）、铁桥精粉 0.025 亿吨（环比 -8%）；季度内完成港口史上最大规模计划内停机检修。赤铁矿销售均价环比 -10% 至 79.79 美元/干吨，实现普氏 61% 价格指数的 82%。全年指引维持，但仍取决于 CMRG 谈判结果。

普拉达（1913.HK）3Q26

剔除 Versace 后 9M26 营收 41.0 亿欧元、内生 +4%；单 Q3 营收 13.57 亿欧元、内生仅 +1%（Q2 为 +7%），略好于彭博一致预期 +0.6%；零售内生增速由 Q2 的 +5% 降至持平。Prada 品牌零售 +1%（Q2 +6.3%）、符合预期，美洲与亚太保持增长、中国承压；Miu Miu 转为下滑。

Moncler（MONC.MI）FY26Q3

营收 6.1 亿欧元、固定汇率同比持平；Moncler 品牌 5.0 亿欧元（-1%，彭博一致预期 -0.6%）、Stone Island 1.1 亿欧元（+5%）；前三季集团累计 19.0 亿欧元（+6%）。

周大福（1929.HK）FY27Q2

集团零售值同比 -0.5%；内地 -5.3%（渠道优化 + 同期高基数）、港澳及其他 +33.2%。内地直营同店 +2.2%、加盟同店 -2.9%；港澳同店销售 +29.6%、同店销量 +14.0%。内地定价首饰同店 +11.1%、零售值 -7.7%（占内地零售值 29%），标志性系列表现亮眼。

⚠ 风险提示

全球风险资产出现共振下挫，A 股放量调整。沪指收 -1.48%、深成指 -2.96%、创业板指 -4.37% 并失守 2600 点，较今年 6 月历史高点回撤已超 40%，沪深京三市近 5000 只个股飘绿，成交 1.54 万亿元、较前一日放量约千亿。港股跌幅更深，恒生指数收 -3.03%、恒生科技指数重挫 5.03% 并失守 3800 点；亚太同步走弱，日经 225 跌 2.7%、韩国综合指数跌 3.52%（收 5533.8 点）、韩国创业板指跌 3.62%。中国股市已进入技术性熊市区间。

下跌的触发因素存在明显的信息噪音。盘中有传言称 Anthropic 的 Q4 ARR 指引大幅不及预期，但经核查外网仅有一条中文来源、且外盘实际跌幅并不夸张，更可能属于持续下跌后的下跌加速与流动性恐慌；同时另有"大机构爆仓、江浙民间资金"的传闻未获证实。在情绪主导阶段，此类未经证实的消息会放大波动，需以实际资金流与成交量作为判断依据，而非采信单一传言。

跨境资金流出压力集中。港股交易台整体 1.6 倍偏卖，卖出集中在互联网平台、PC 硬件、保险与工业，买入集中在银行、现制饮品与医药；南向资金连续四日净流出，腾讯单日被净卖出 2.17 亿美元（卖单占成交量 40.37%、买单 29.1%），并同步卖出中国移动与阿里巴巴；韩国市场外资在三星电子集中卖出 9500 万美元。此外当日为中国离岸税款缴纳截止日（新规旨在追征离岸信托所得），对部分港股的抛压形成叠加影响。

利率环境的压制尚未解除。高盛预计美联储在 12 月再加息 25 个基点后维持不变至 2027 年下半年，而中国 10 年期国债收益率已降至约 1.6%。历史经验显示加息初期港股与 A 股通常前 6 个月承压、需 3—4 个季度恢复，且美债名义与实际收益率的快速上行比加息本身更具压制力；H 股因外资参与度更高而更敏感。

产业景气与预期证伪风险

AI 硬件的供需失衡开始被公开质疑。SemiAnalysis 明确表示，相对于数据中心容量，GPU 已经供过于求，并警告这种失衡可能在 2028 年反转为数据中心供过于求。这一判断对当前以算力硬件为核心的估值体系构成直接挑战——若芯片供给增速持续快于数据中心落地速度，光模块、PCB、服务器等环节的高增长预期将面临重估。

存储与机器人两个热门方向已出现"股价领先基本面"的迹象。摩根大通指出内存板块股价已提前计价 2027 年下行周期，但自下而上的基本面尚未见裂痕，短期三季度业绩指引是情绪修复的关键变量；JPM 对特斯拉 Optimus 的判断是已开始量产，但 1—2 万台的初始产量指引低于市场最乐观预期，量产为 S 曲线渐进式爬坡，手部灵巧操作、感知一致性与 onboard intelligence 是主要技术瓶颈，对中国机器人板块 1—3 个月存在预期重置风险。

光通信龙头的业绩预期已被下修。市场传闻 ZJXC（中际旭创）明年业绩被下修至 800 亿元，同时有消息称三季度 ZJXC 业绩环比增长 20%—30%、XYS（新易盛）环比增长 10%—20%，低于此前乐观预期，直接导致"易中天"组合当日领跌。需要注意这类下修多来自渠道传闻而非公司指引，但足以在弱势环境中触发集中卖出。

消费数据确认走弱。2026 年 Q3 全国居民人均可支配收入名义同比 +5.4%（Q2 为 +5.6%），季调后环比年化增速由 5.2% 大幅放缓至 4.4%；人均名义消费支出同比增速由 3.8% 降至 3.5%，季调后环比年化增速更从 3.6% 骤降至 0.2%，交通通信及教育文化娱乐类支出明显走弱。消费板块的"结构性韧性"叙事面临总量数据的直接对冲。

政策与贸易风险

出口管制呈双向加码态势。国内方面，商务部与科技部 10 月 16 日联合公布光伏技术出口管制提案，拟将 12 项光伏技术（涵盖多晶硅、硅片、电池片等上下游环节以及源代码、基础算法模型、核心设备）纳入禁止或限制出口目录，其中大规模多晶硅生产、大尺寸薄片硅片生产及钙钛矿电池生产列为禁止出口（光伏终端产品不在管制范围内）；10 月 19 日两部门宣布强化两用物项管控，对日表述转强硬，我国氧化钇出口量持续下降、9 月累计同比 -27%、对日出口趋零，欧洲市场氧化钇报价年内上涨 200% 以上、内外价差近 150 倍。海外方面，欧盟 10 月 21 日披露割草机器人反倾销调查首次终裁，初步税率库犸动力 45.6%、宝时得 53.3%，正式终裁条例法定截止日为 2027 年 1 月 19 日，此前仍可多轮抗辩。这类管制的共同特征是"政策不确定性高于实际影响"，但会持续压制相关出口链的估值。

国内监管收紧带来短期出货冲击。两轮车行业针对电动自行车原定 11 月 1 日开始的新 3C 认证，可能因前期检查不合规情况较多而全面暂停（尚未最终确定），对应企业四季度电自出货将全面受影响（电摩、电轻摩不受影响），对企业今年利润影响较大。

大宗商品与成本风险

锂价继续下行。本周 SMM 电池级碳酸锂 9.9 万元/吨、周环比 -4.8%；锂辉石精矿（CIF 中国）1485 美元/吨、周环比 -1.3%；期货主力 LC2701 收 9.4 万元、周环比 -4.7%。虽然本周继续去库 0.4 万吨至 13.0 万吨，但上游库存反增 0.2 万吨、正极厂去库 0.2 万吨，价格对去库反应钝化，说明供给压力仍大于需求改善。

猪价维持低位且四季度仍有下行压力。现货价格当前约 10 元/千克，机构判断 2026Q4 生猪价格将较 Q3 环比下行，价格拐点大概率要到 2027Q2—Q3；行业处于深亏去化阶段，短期养殖企业利润仍将承压。

能源与原材料成本对中游形成挤压。煤价虽未明显上涨但电价环比改善空间有限；油价高位推高航空货运成本且无法完全转嫁；欧元贬值虽降低部分企业财务费用，但汇率波动本身已成为利润的扰动项——杰瑞股份前三季度汇兑损失 3.73 亿元、福耀玻璃三季度因美国工厂火灾修复与质量赔付合计影响净利润约 1.5 亿元。

个股与治理风险

控股股东减持与税务问题引发个股闪崩。布鲁可暴跌超 18%，因控股股东减持套现 2.1 亿元人民币，公司回应与信托补税有关，后续资金缺口以及是否会继续减持暂未沟通。此类风险的特征是突发性强、缺乏前瞻信号，且往往与离岸税务新规的执行节奏相关。

定增与股权激励的摊薄需要跟踪。青达环保向实控人的定增已获批文、进入发行阶段；松发股份拟推不超过 8.52 亿元的员工持股计划（二级市场购买，覆盖不超过 5370 人）。这类事项本身偏正面，但发行时点与规模会影响短期股价表现。

业绩"超预期"的可持续性需甄别。多家公司三季度利润大幅增长源于一次性因素或低基数，例如汇兑损益、资产处置、政府补助、减值冲回、偶发项目收入确认等；在需求端未实质改善的背景下，需区分经营性改善与报表扰动，避免将一次性利润外推为趋势。

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。