思维纪要社 2026-10-23 每日汇总

总帖子数481条 | 有效帖子369条 | 总字数93765 | 阅读时间预估188分钟

核心事件

当日主线是一句"深蹲之后的绝地反击"：隔夜费城半导体暴跌 6.7%、纳指跌 2.9% 的外围冲击下，A 股早盘一度杀到创业板跌近 4%，随后国家队与宽基 ETF 合力把指数从深水区硬拉回来，沪指收涨 0.89%、创业板指涨 4.16%、成交放量至 1.96 万亿。但真正决定后续弹性的不是指数，而是资金找到了新的进攻方向——物理 AI（数据采集），机器人板块以"筹码干净 + GPT-6 Astra 落地"双理由领涨，同时一批三季报超预期的硬件公司（寒武纪、深南、奥士康、科翔、大族）提供了业绩底。一句话概括：流动性风险被政策资金接住，产业主线从"AI 算力硬件"切向"AI 物理落地"。

一、A 股深 V 反转：国家队接住了流动性，但接不住情绪

昨日市场流传"高杠杆热钱账户强制平仓、AI 龙头连锁踩踏"，高盛交易台核实后指出龙头并未发生连锁强平，仅有极少数个股小规模平仓；真正的托底动作是收盘前十分钟国家队入场，加上隔夜头部公募集中自购（单家 5000 万 – 2 亿）。今日的反弹是这套组合拳的延续：西部策略测算国家队昨日净买入约 500 亿元（沪深 300 近 240 亿、上证 50 超 45 亿、双创约 160 亿），已相当于 7 月 17/20 日那轮峰值（550 亿）的量级。

盘面给出了三个可验证的信号：一是量能，两市成交 1.96 万亿、较上日放量 4276 亿，创业板 ETF 易方达（159915）单日成交 195 亿元创 2024 年 10 月 9 日以来新高，沪深 300ETF 华泰柏瑞、科创 50ETF 华夏均超 150 亿——放量下跌转放量上涨，是资金结构改善的前提；二是结构，银行开始补跌、创业板接棒，"银行股息率已无优势、宁德股息率反超四大行"的比价关系说明防御资金在松动；三是产品端，首批 18 只主动 ETF 发售首日合计募集超百亿，摩根、易方达双双触及 20 亿上限并启动比例配售。

所以呢：广发金工安宁宁把当前定义为"未来两年最大的一次机会"，依据是本轮创业板指自 1530 点涨至 4372 点后已回吐 63.2%（618 位 2616 点，当前 2577 点），深证 100 回吐 66.1%、大盘成长 63.2%，成长 100、科创 50、中证 500、中证 1000、中证全指全部回吐过半。但买方 18 家管理人的共识更冷静——"高利率平台期 + 存量博弈 + 产业趋势未破坏 + 政策底确认"，意味着指数级机会缺位、个股级阿尔法才是主战场；且林荣雄坦言 2600 点这条最后的尺子"现在也破了"。反弹能做，但不宜按 V 型反转定价。

二、物理 AI：从"讲故事"进入"卖数据"，这是当日唯一有增量的主线

催化是三重叠加的。模型侧，GPT-6 Astra 在宇树 10/22 生态大会上零训练、无额外编程直接控制人形机器人完成绘画、洗笔、围棋落子与导航规划，王兴兴判断物理 AI 将在 2 – 3 年内被突破；OpenAI 确认独立开发人形机器人、拟以约 82 亿美元收购李飞飞 World Labs、2027 年展示原型。数据侧，特斯拉电话会明确"训练数据是 Optimus 核心瓶颈"，将建 Optimus 学院先造 1 – 2 万台机器人自我对弈，周产 2 万台至少还需一年。政策侧，10/20 工信部表态正起草新一代智能制造政策、国家数据集团在雄安挂牌、江苏发布《物理 AI 与世界模型高质量数据集建设行动计划（2026 – 2028）》、苏皖数据标注城市联盟签约超 60 亿元。

这直接改变了产业链的价值分配：模型能力越强，瓶颈越往数据端移。当前全球可用具身数据约 50 万小时，2030 年目标 100 亿小时，按 100 元/小时估算对应万亿级市场；智元数采专家给出的价格带很具体——真机遥操作 500 – 1000 元/有效小时、无本体采集 200 – 400 元、Ego 第一视角 50 – 100 元、仿真 20 – 50 元。北美一级市场已经在重定价：Snorkel AI 一年多从 13 亿涨到 35 亿美元、AfterQuery 五个月从 3 亿到 32

亿、Mercor 达 200 亿美元。

所以呢：这一轮炒的不是本体，是"卖铲子"的数据链。当日被反复点名的方向包括——光学动捕（利亚德，子公司虚拟动点 OptiTrack 为全球龙头）、Ego
数采设备（龙旗科技与智元觅蜂合作、创维数字整机方案、世纪恒通首家交易所口径确认承接 Ego
数据业务）、IMU（华依科技已批量进入智元 UMI 头戴+手腕方案，整套配置 5 颗）、深度相机（奥比中光、海康）、数据手套（福莱新材、汉威科技）、数据服务（海天瑞声、中广天择，后者 2025 年数据集营收 2000 万、部分 Ego 交互数据集近万小时级）。更值得跟踪的是杰克科技：10/28 发布缝制人形机器人，8
小时效率已达人工 50% – 70%、24 小时日产 1.8 – 2 倍，客户 ROI 控制在 2 年内，2027Q2 起放量，对应全球近 1 亿服装工人、10% 可替代即千亿级空间。机器人板块的另一半逻辑是筹码：深跌一年、跌幅
50%、机构基本走干净，"买在分歧"的赔率确实比追高算力硬件好。

三、三季报：硬件链的业绩是真的，只是此前没人愿意给估值

当日最密集的超预期来自 PCB/封测/设备一线。寒武纪前三季营收 95.26 亿（+106.76%）、归母 37.15 亿（+131.49%），单 Q3 营收 35.31 亿、归母 14.04 亿均创历史新高，单季毛利率 58.69% 环比再升
2.6pct，更关键的是 9 月末存货 116.65 亿 + 预付 30.44 亿合计 147 亿、较上年末净增逾 90 亿——战略备货已经把 Q4 与明年的交付预期写在了报表上。深南电路 Q3 营收 104.78 亿（+66.3%）、归母 18.78 亿（+94.4%），ASIC 客户放量顺利、已进入海外 GPU 客户供应名录。奥士康 Q3 归母 3.72 亿（+329%），剔除泰国工厂亏损 5 – 6kw 与减值 4kw 后主业约 4.7 亿，超此前 3.5 亿指引上限。科翔股份 Q3 营收 18.5 亿（+101%）、归母 3.1 亿扭亏，陶瓷混压 PCB（氮化铝）与北美大厂合作研发中。大族激光 Q3 营收 80.61 亿（+58%）、归母 8.89 亿（+137%），1 – 9 月新增订单 243 亿（PCB 100 亿、3C 40 亿）、在手约 118 亿。光库科技 Q3 营收 8.29 亿（+106%），预付款较年初 +626% 反映锁料扩产。同花顺前三季营收 47.94 亿（+47%）、归母 20.37 亿（+68.9%）、合同负债 30.91 亿（+74.68%）。

所以呢：这组数据的意义不在单季利润，而在验证"AI 硬件景气没有掉头"。当市场用 Meta 搁置 2027 capex 指引来否定整条链时，国内中报口径的订单、存货、预付款三项同步扩张，说明产业侧的排产并未跟随股价调整。

四、存储与 HDD：这轮周期被机构明确判定"没见顶"

西部数据 FY27Q1 营收 43.81 亿美元（+55%）、Non-GAAP EPS 4.64 美元（超预期 13.2%）、毛利率 58.1%（同比 +14.2pct），FY27Q2 指引营收约 51 亿、毛利率 60% – 61%、EPS 约 5.80
美元，全部大幅高于市场；管理层称核心客户需求能见度延伸至 2030 – 2031 年。花旗维持美光"买入"、目标价 1300 美元，模型给出 DRAM 2027/2028 需求 +30%/+35%（供给 +19%/+22%）、HBM 供需比 -21%/-36%、HBM4 12hi 价格从 2026 年约 2 美元/Gb 升至 2027 年 4 – 5 美元/Gb、NAND 2027 年涨价 45.3%。伯恩斯坦直接驳斥"ASP 增速放缓=周期见顶"的看空论，认为季度环比涨幅拉长看仍处历史极强水平。国内存储电话会给出的份额线索也值得记：长江存储 2026 年国内市占率有望突破 45% 甚至 60%、全球 NAND 份额已超
15%；长鑫主力仍是手机内存，服务器投入存在内部博弈。

五、COINS 法案：把创新药的"政策尾部风险"削掉了一截

美国财政部 10/22 发布 163 页拟议规则（NPRM），将生物技术新增为第六个受管领域（前五个为半导体与微电子、超级智能系统、量子信息、高性能计算、高超音速），分"须申报"与"禁止"两级。关键点是规则未包含美国药企与中国药企的授权（license）交易，限制集中于病原体及可武器化生物技术、脑机接口、生物制造设备与测序/质谱等设备；最终规则预计 2027 年 3
月发布，现处征求意见阶段。当日创新药板块大跌，更多是流动性 + 情绪定价而非基本面变化；对照数据是 2026 年以来国内创新药 BD 首付款已超 107 亿美元（约 750 亿元）、交易总包超 1650 亿美元（约 1.15 万亿元），不到 10 个月已大幅超越 2025 年全年。

六、军贸与地缘：从"避险叙事"变成"订单叙事"

洛马 26Q3 末在手订单 2920 亿美元、环比 +27%，单季订单收入比达 4 倍，其中导弹与火控在手 1425 亿美元、较 2025 年末增长 205.5%；美国防部推动 PrSM 精确打击导弹产量扩至 4 倍，PAC-3 导引头扩至 3 倍。CRS 提到行业 2026 年新机产量预计 1400 – 1500 架、后续目标年产超 2100 架。时间窗口上，以色列议会大选 10/27、美国中期选举 11/3（Polymarket 隐含民主党拿众议院 91% – 92%、参议院 64% – 65%），叠加 12 月 7 – 13 日中国航展，军贸板块具备"事件+订单"双催化。

七、电力设备与 SOFC：AI 缺电逻辑的第三次上修

西门子把未来几年燃机年均需求从 100GW 上修至 110 – 120GW，本次 Q4 预告再上修到 130 – 140GW；1 – 3Q26 燃机新签订单 40GW（Q3 单季 15GW），含预约协议客户总承诺 95GW。Bloom Energy Q3 营收 12.36 亿美元（+138.1%）、Non-GAAP 营业利润率 23.1%，全年指引第三次上调至 44 – 46 亿美元，弗里蒙特与纽瓦克全投产将具备 10GW 产能。国内链条上，先导基电卡位 SOFC 电解质片/连接体（单 GW 价值量 3 – 4 亿美元、打包毛利率 30%+，2027 年底形成约 3GW 供应能力）、云意电气成立 SOFC 合资（SrCo 基阴极可把工作温度降至 550 – 650°C、系统成本目标 6000 元/kW 以下）。

八、光通信：产能锁定比订单公告更有信息量

英伟达计划 2027 年年中将 CPO 光引擎产能提升 15 倍，其 20 亿美元投资的两家激光器厂商中已有一家 InP 产能基本售罄、订单排至 2027 年底；Coherent 3 月 2 日 8-K 显示英伟达以 256.80 美元/股认购 778.8 万股、总额 20 亿美元并获优先拿货权，Lumentum 同日签 20 亿美元合作协议。Lumentum 交流称受 FCC 65% BOM 规则讨论影响，CW 与 EML 产能规划比年初更激进，2026 年激光芯片出货预计 1.4 亿颗（CW 约 1000 多万颗），2027 年总产能规划 1.5 亿颗。国内当日出现集体公告潮：中际旭创、新易盛（拟 8 – 10 亿元回购）、光迅科技、源杰科技、联讯仪器均披露"在手订单饱满、交付正常"。配套测试端，优利德发布 67GHz 矢量网络分析仪（可扩至 110GHz），224G PAM4 单通道基频逼近 56GHz 使 VNA 从研发工具变成产线刚需，67GHz 以上国产单价超 150 万元、较 13.5 – 50GHz 的约 50 万元涨价超 200%。

九、消费：不是复苏，是"跌透了之后的比价"

食品饮料连续 6 年下跌创历史之最，估值处历史 15% 分位、机构持仓 1.49%、白酒持仓跌破 1% 创历史新低——国泰海通据此判断"最大下降阶段过去、结构性见底，地产酒率先、高端陆续"。乳制品被浙商食饮定义为"双拐点 β"：散奶价格已回升、合同奶价平稳，龙头液奶收入有望先于行业转正。9 月餐饮数据分化明显：海底捞同店 -3.3%（翻台 4.2 次/天、同比 +0.4）、太二 +2.2%、小菜园 +17%（堂食客流 +58%），茶咖中古茗 +13%、霸王茶姬 +12% 领跑。商用车则被当作红利替代品：中国重汽 H/宇通/中国重汽 A/潍柴股息率 7.4%/7.0%/6.5%/4.5%，逻辑是复制 2024H1"红利扩散"路径。

十、被忽略的两条暗线：离岸信托补税与量化空头拥挤

一是离岸信托补税落地：7 月 24 日财政部/税务总局新规要求中国税收居民通过离岸信托取得的收益缴 20% 个人所得税，算法为（装入时市值 − 财产原值 − 合理费用）× 20%。这对早年把股权装进信托的中概创始人构成实质现金压力，布鲁可当日电话会已明确"减持系一次性补税资金需求、后续无大额减持"，类似案例还会陆续出现。二是空头拥挤度：全球股票做空/买入比率达约 5 倍、做空杠杆处于过去 5 年第 99 百分位，一旦流动性转向，逼空风险同样极端——这与摩根大通"AI 抛售接近尾声、仓位重置已限制下行"的判断互为印证。

宏观策略

宏观层面的核心变化，是资产定价的分母正在从"AI 过热 + 流动性收缩"向"AI 降温 + 流动性缓和"迁移。这个切换并不温柔：它先以科技股杀估值的形式出现（隔夜纳指 -2.6%、费半 -6.7%），再以美债利率下行（10Y 跌 15bp 至 4.95% – 4.97%、5Y 跌 15bp 至 4.8%、30Y 跌 10bp 至 5.30%）和黄金下跌 2.74% 至 4027 美元的形式确认"衰退交易"的特征。对 A 股而言，这意味着外围的传染是风偏层面而非基本面层面——这也是今日能在早盘 -4% 后拉回的制度性前提。

一、海外：Meta 成了压垮情绪的最后一根稻草，但逻辑上未必是坏事

隔夜美股的关键不是跌幅，而是跌的原因。Meta 三季度营收 646 亿美元、同比 +26%，广告与下季指引都不弱，盘后一度上涨；真正的转折发生在市场细读报表之后——公司一方面把今年资本开支推到 1350 亿 – 1400 亿美元区间、自由现金流降至 -21 亿美元（剔除 99 亿美元一次性法律费用后经营层面仍承压），另一方面暂时搁置 2027 年 capex 指引、同时抛出创设 C 类股的计划为后续巨额股权融资铺路。中信前瞻的点评很直接：这个安排看似精明利己，却把不确定性留给了市场，直接引爆了"AI 融资链是否可持续"的集体焦虑，Meta 债券 CDS 利差进一步攀升。特斯拉则是反向样本——资本开支从 250 亿下调至 200 亿美元，照样被嫌弃。钱花多了不行、花少了也不行，本质是市场不再为"只讲未来不给回报"的 AI 故事付溢价。

这里有个容易被情绪掩盖的判断：小摩策略师 Panigirtzoglou 指出，自 9 月中旬以来全球股票持仓结构已显著重置，持仓指标较前期高点大幅回落，仓位调整本身正在限制进一步下探，AI 相关抛售"或已接近尾声"。更结构性的证据是空头拥挤度——全球股票做空/买入比率约 5 倍、做空杠杆处于过去 5 年第 99 百分位，这意味着一旦方向反转，逼空同样会非常剧烈。国内卖方也有类似推演：AI 降温会同步压低美国通胀中真正值得担忧的部分（未形成工资-通胀螺旋、就业呈低薪增长），美联储继续加息的风险反而随之下降。

所以呢：海外的主要矛盾短期不是"AI 投资回报"，而是"中东地缘 + 中期选举"的组合。胡塞武装 48 小时内对沙特实施 4 次军事行动（国防部大楼、法赫德国王国际机场、阿美石油设施、艾卜哈机场），WTI 已升至 99.33 美元、单季涨约 50%，油价成了最直接的观察指标。11 月 3 日中期选举前，若民主党拿回国会（Polymarket 隐含众议院 91% – 92%、参议院 64% – 65%），对伊朗政策的制约会增强——这是"不确定性落地"的时间锚。

二、国内：政策底是硬的，盈利底还没确认

流动性的托底已经形成三层结构。第一层是汇金：彭博测算其上半年套现约 2310 亿美元 ETF、7 月重启建仓、目前已重新部署 430 亿美元，剩余约 1880 亿美元"子弹"，按当前买入速度可支撑约 75 个交易日。第二层是国家队日内操作：西部策略测算昨日净买入约 500 亿元（沪深 300 近 240 亿、上证 50 超 45 亿、双创约 160 亿、500 与 1000 约 60 亿），买入范围几乎覆盖所有品种，量级与 7 月 17/20 日的 550 亿峰值相当。第三层是产品与机构的自发/半自发行为：首批 18 只主动 ETF 首日募集超百亿，摩根与易方达触及 20 亿上限提前结募并比例配售；隔夜富国、易方达、华夏等公募整齐划一地各宣布自购 2 亿元——这种一致性大概率带窗口指导色彩。

但买方并不把托底等同于反转。18 家管理人的共识被浓缩为"四重叠加态"：高利率平台期 + 存量博弈 + 产业趋势未破坏 + 政策底确认。具体约束是：美联储重启加息、10Y 美债一度触及 5.34%、油价单季涨 50%，三重压力共同压在分母端；A 股成交萎缩四成、日均 1.85 万亿，确认存量博弈。结论是"轻指数、重个股"，指数级机会缺位、个股级阿尔法成为主战场。12 家主观私募的分歧也很典型：泽元看空港股（信贷脉冲与两融指标偏谨慎、地产投资逻辑受损）、复胜以红利做底仓并关注港口航运供需错配、聚鸣刘晓龙高现金仓位跟踪 Meta Muse 类 C 端 AI 消费、聚鸣王文祥仍重仓 AI 科技但承认内需承压。最值得警惕的一条信号来自某前重仓 AI 的机构："国内 AI

供应链阶段性高点已经出现"，并配套指出再融资 + 大股东减持是内部人用脚投票。

三、区域市场：A 股与港股修复，北亚仍在去风险

亚洲收盘涨跌分化，但方向性很清楚——中国市场是唯一的亮点，北亚仍在被半导体拖累。内地沪深 300 +1.71%、创业板 +4.0%，靠国家队 ETF 买入托底；港股恒指 +0.70%、国指 +0.9%、恒生科技 +2.0%，成交 2500 亿港元，重上 23000 点，南向资金净卖出放缓至 2 亿美元（前一日 12 亿美元），领涨的是必需消费 +2.1%、非必需消费 +1.6%、资讯科技 +1.6%，领跌电信 -0.4%、金融 -0.3%、能源 -0.2%。韩国 KOSPI 从盘中 -4.1% 修复至 +0.30%（5550.3 点），但全靠 SK 海力士 +4.4% 单骑救主，指数内 719 只下跌、173 只上涨，外资净卖出 7.29 亿美元、其中科技净卖 6.72 亿；日本 -0.34%，银行与半导体设备走弱；澳大利亚 -0.13%（资源、黄金、锂矿拖累）；印尼 +1.04%（Danantara 主权基金持续买入）；印度 -0.81% 跑输、中小盘跌幅更大；中国台湾地区因台风休市。

一个细节值得留意：高盛香港午间综述指出，南向资金已连续七日净卖出、仅上午就卖出超 9 亿美元，但恒指依然走强——这说明推动港股的是外资/本地资金的板块轮动（切向电动车、消费、内需），而非南向托底，轮动性质比趋势性质更强。

四、A 股内部结构：从"避险抱团"到"成长接力"

昨日的杀跌带有明显的"杀白马祭天"特征：为应对赎回，机构先卖流动性最好的资产，从白酒卖到家电、电网设备、电池龙头。今日的结构改善体现在两点：一是银行补跌、创业板接棒，防御资金的松动是风险偏好修复的必要条件（"银行股息率已无优势、宁德股息率反超四大行"是最直白的比价证据）；二是题材端出现穿越性主线，机器人被视为"10 月 13 日短剧"的同类——先有情绪抱团、再有资金接力。上证 50 的翻红仍靠银行、保险、白酒支撑，说明权重端的修复是"被买"而非"想买"。

量化视角提供了位置感：创业板指自 1530 点至 4372 点涨幅 186%，61.8% 回撤位为 2616 点，当前 2577 点已回吐 63.2%（实际跌幅 41.1%），深证 100 回吐 66.1%、大盘成长 63.2%，成长 100（59.8%）、科创 50（57.6%）、中证 500（51.9%）、中证 1000（51.0%）、中证全指（50.8%）全部回吐过半，融资择时三指数同步触发。广发金工据此把当前定义为"未来两年最大的一次机会"。反面意见同样要记录：林荣雄承认"极限回撤 60% 对应创业板 2600 点"这条最后的线"现在也破了"，只能"期待神兵天降"，并对自己团队" M 顶策略"过于深入人心表达了歉意。

五、政策与制度：两条容易被低估的线索

一是离岸信托补税的实际冲击。 7 月 24 日财政部、税务总局新规要求中国税收居民通过离岸信托取得的收益缴纳 20% 个人所得税，公式为（装入信托时市值 − 财产原值 − 合理费用）× 20%。问题在于大量中概公司股价已从上市时腰斩甚至跌去 90%，按"装入时市值"计税意味着在亏损状态下仍要产生现金税负，这直接解释了近期部分港股公司股东的集中减持（布鲁可已明确表态"减持系一次性补税资金需求，后续无大额减持需求"）。这条线索会持续影响港股中小市值公司的股东行为。

二是资本市场的产品供给在逆周期加速。 首批 18 只主动 ETF 在指数暴跌次日发售仍能首日破百亿、两只触顶比例配售，说明渠道与窗口指导的合力仍在；结合汇金的 ETF 增持路径，本轮托底的工具箱已从"买宽基"扩展到"发产品 + 买产品"的闭环。

六、策略含义：三条可执行的配置思路

第一，位置优先于叙事。在创业板回吐 63%、全市场回吐过半的位置上，讨论"AI 是否见顶"的赔率已经不对称；摩根大通"仓位重置限制下行"与空头 99 分位拥挤度共同指向"反弹可做"，但买方"存量博弈"的判断决定了应做结构不做指数。

第二，用红利对冲分母，用成长博弹性。高盛中国策略维持 A 股超配、港股标配，上调银行至超配、下调保险至标配，建议"哑铃型"——一端价值/红利/现金回报对冲利率波动，一端 AI
等结构性成长。国内卖方给出的红利替代品是商用车（中国重汽 H 7.4%、宇通 7.0%、中国重汽 A 6.5%、潍柴 4.5% 股息率），逻辑是复制 2024H1 红利扩散路径。

第三，跟踪两个可验证的转折信号：一是油价能否稳住（决定海外风偏与通胀预期），二是国家队买入能否从"托而不举"转为连续净流入（今日 1.96 万亿量能与 ETF 放量是积极信号，但仍需验证持续性）。若两者同时改善，反弹的斜率会显著优于当前市场预期；若油价继续上冲破 100 美元并向 110
靠拢，则滞胀交易会重新压制成长股估值。

港美股海外

海外市场的关键词是"分化到极致"：道指与罗素 2000 微涨 2 个基点，纳指却跌 2.90%，标普 500 跌 1.21% 收 7663 点，费城半导体指数单日暴跌 6.7%（盘中一度 -7%）创 6 月以来最大跌幅。这不是普跌，是资金从"AI
资本开支叙事"向"利率与避险资产"的单向搬迁——10Y 美债收益率跌 15bp 至 4.95%，VIX 升至 18.49，黄金跌 2.74% 至 4027 美元，比特币跌 3.87% 至 81309 美元，WTI 反而涨 2.26% 至 99.33
美元。债券与软件成为避险方向，全美交易所成交 187.11 亿股（年内日均 185.35 亿股），标普收盘集合竞价有 62 亿美元买盘。

一、美股：财报越好、跌得越狠的一夜

Meta 是这轮情绪的总开关。 三季度营收 646 亿美元、同比
+26%，广告业务与下季指引都强，盘后一度上涨；但报表细读后市场彻底转向——今年资本开支预计花掉 1350 亿 – 1400 亿美元，自由现金流降至 -21 亿美元（剔除 99
亿美元一次性法律费用后经营层面仍在承压），更关键的是公司暂时搁置 2027 年 capex 指引，同时抛出创设 C 类股的计划为后续巨额股权融资铺路。市场读出的信号是"连最赚钱的广告公司都要靠股权融资养 AI"，Meta 债券 CDS 利差随之走阔。

特斯拉是反向印证。 三季度营收 280.46 亿美元、营业利润同比 -56%，资本开支从 250 亿下调至 200
亿美元，结果同样被抛售。UBS 的拆解值得一读：削减更可能来自 Robotaxi、Optimus
与太阳能/工厂建设节奏，而非 AI 算力降速，公司仍目标 2026 年底达到 400MW AI 训练算力（当前约 265MW，Q4 还需新增约 135MW）；但 3Q26 相关披露合计使 EPS 增厚约 0.11 美元，剔除后约 0.37 美元、低于 0.45 美元共识，汽车剔除退款后毛利率约 16.8%、能源调整后约 23.1%，均低于报告口径。UBS 给 Neutral、目标价 425 美元。Optimus
侧的信息更关键：弗里蒙特已进入早期爬坡、首批达量产质量下线，但灵巧手仍是最大硬件难点，周产 2 万台至少还需一年，AI5 约 2027 年 4 月集成、2027 年底才对外交付。

存储与 HDD 是当夜唯一"业绩硬到无法反驳"的板块。 西部数据 FY27Q1 营收 43.81 亿美元（同比 +55%、环比 +17%），Non-GAAP 净利 17.79 亿美元（+164%），EPS 4.64 美元（超彭博预期 13.2%、超指引上限），毛利率 58.1%（同比 +14.2pct、环比 +3.7pct），云业务 39 亿美元、同比 +54%、占比 88%；FY27Q2 指引营收约 51 亿、毛利率 60% – 61%、EPS 约 5.80 美元，全部大幅高于预期，管理层称核心客户需求能见度已延伸至 2030 – 2031 年。花旗维持"买入"、目标价 740 美元。美光方面，花旗维持"买入"与 1300 美元目标价，模型给出 DRAM 2027/2028 需求 +30%/+35%（供给 +19%/+22%）、HBM 供需比 -21%/-36%、HBM4 12hi 价格从 2026 年约 2 美元/Gb 升至 2027 年 4 – 5 美元/Gb、NAND 2027 年涨价 45.3%。伯恩斯坦则专门撰文驳斥"ASP
增速放缓即周期见顶"，认为季度环比涨幅拉长历史看仍处极强水平。

半导体与工业的财报呈"分化但不崩塌"。 德州仪器 Q3 营收 60.55 亿美元创单季新高（+28%）、归母 24.25 亿美元（+78%）、毛利率 64.2%（同比 +6.8pct），工业同比 +40% 以上、数据中心 +95%，模拟业务 49.1 亿美元（+32%）——在费半暴跌的夜里，模拟芯片恰恰是"AI
属性偏弱所以躲过一劫"的那一类。卡朋特科技（报告期实际为 26Q3）营收 7.982 亿美元、同比 +8.8% 但环比

-6.2% 不及预期（受检修扰动），利润创第一财季纪录、SAO 利润率持平高位，27 – 29 年利润 CAGR 指引 +20% 以上；管理层一句"客户下单水平甚至不足以支撑波音/空客现有生产速率"值得记住——航发订单与价格仍在上行，但国防需求受中期选举导致的预算不明确影响而延后。

电力与散热链条继续超预期。 Bloom Energy Q3 营收 12.36 亿美元（同比 +138.1%、环比 +16%）、首次破 12 亿，产品毛利率 37.9%（含前三季累计 3740 万美元关税追回），Non-GAAP 营业利润率 23.1%，全年指引第三次上调至 44 – 46 亿美元（中值上调 4.5 亿，vs 彭博一致预期 41 亿）；资本开支 1.53 亿美元、年初至今 2.31 亿美元，弗里蒙特与纽瓦克全投产将具备 10GW 产能。唯一瑕疵是营运现金流转为 -0.27 亿美元（存货、合同资产、应收账款增加，合同资产环比 +3.1 亿至 4.3 亿），公司称与客户数据中心落地进度相关、属单季扰动。

软件与网络安全是资金的新去处。 ServiceNow 宣布企业级 AI Agent 产品 Arc 正式 GA，作为 EmployeeWorks 组成部分免费包含于 Foundation/Advanced/Prime 全套餐，可跨工作流、邮件、Teams 自主规划执行数分钟至数天的长周期任务，并通过 Super Intelligence Control Tower 与 NVIDIA OpenShell 实现运行时权限管控（Mac 已上线、Windows 数周内）。大摩借 PHP2Shell 漏洞事件（影响高达 70% 的网站、补丁未就绪前已外泄、多家机构预防性关停站点）重申看多网络安全板块，逻辑是"重大突发事件风险本身就是配置理由"。

二、美股个股层面：卖方在做什么调整

伯恩斯坦把 CoreWeave 下调至"跑输大盘"、目标价从 74 美元砍到 51 美元，核心测算是要完成已签约待交付订单储备还需筹集约 850 亿美元（其中 90 亿已由现有授信覆盖），而无担保信用市场虽仍开放、融资利率却已到 15% 以上——这是"新云"（neocloud）资金链担忧的最具体量化。摩根大通则从另一侧给出判断：AI 相关抛售"或已接近尾声"，全球股票持仓结构自 9 月中旬已显著重置、仓位调整开始限制进一步下探。大摩对康宁维持"等权重"，预计 Q3 小幅超预期（企业业务增速目标 >75%、Q2 为 65%），但高额资本开支与产能爬坡成本压制利润率，且部分一级服务商正在重新分配约 15% – 20% 的光纤采购支出。大摩对欣兴电子维持"增持"：英伟达在柏林 GTC 将其列为三年内基板产能提升 2.5 倍的三家合作方之一，产能预订对应匡福（KF）二厂 2027Q2 扩建、2028 年中满产，有望降低其 537 亿新台币 2026 年资本支出的产能过剩财务风险。JPM 对诺基亚维持"增持"（目标价 18 欧元 / ADR 20.50 美元）：3Q26 AI 与云新增订单约 15 亿欧元、过去 12 个月持续订单约 48 亿欧元，若转化率接近 FY26 的 96%，FY27 光网络与 IP 网络增速可能从指引的 25% – 30% 升至约 42%。

三、港股：全场唯一的亮点，但靠的是轮动不是南向

恒指涨 0.70%、国指 +0.9%、恒生科技 +2.0%，成交 2500 亿港元，重上 23000 点。结构上，必需消费 +2.1%、非必需消费 +1.6%、资讯科技 +1.6% 领涨，电信 -0.4%、金融 -0.3%、能源 -0.2% 垫底；南向资金净卖出收窄至 2 亿美元（前一日 12 亿美元），但已连续七日净卖出、仅上午盘就卖出超 9 亿美元——指数仍能走强，说明推力来自外资/本地资金的板块轮动（切向电动车、消费、内需），而非南向托底。高盛交易台同时观察到价值股抛压持续。

中国电信前三季营收 3801 – 3824 亿元（同比 -3.59%）、归母 262 亿元（-14.84%），但剔除增值税影响后主营基本稳定、可比口径归母保持增长，经营现金流 977.17 亿元（+11.92%）；结构上通信收入 3131 亿、智能收入 462 亿（占主营 12.86%），移动用户净增 662 万至 4.45 亿、5G 净增 2858 万至 3.30 亿。按最新收盘价，港股 26 年预期股息率 6.4%、A 股 3.6%——这是"AI 转型叙事 + 类债属性"的典型组合。

富智康集团（港股）被天风电子定义为"结构优化进入兑现期"：三大板块成型（智能制造、车载电控、设备与机器人），安卓手机占营收从 2021 年前约 94% 降至略高于五成，车载 TCU 由 4G 推进至 5G 并延伸至

ZCU/HPC，2026H1 欧洲分部收入同比 +29.8%；毛利率由 FY2024 的 2.36% 提升至 2026H1 的 4.14%，2026H1 归母净利同比 +51%。智能戒指龙头 Oura 全部由其代工（终端售价 300 – 400 美元），6 月起已生产备货。

周大福 FY27Q2 集团零售值同比 -0.5%（内地 -5.3%、港澳及其他 +33.2%），内地直营同店 +2.2%、加盟 -2.9%，定价黄金首饰同店 +11.1% 显著优于计价 +1.7%，但内地同店销量 -9.7%、定价/计价黄金 ASP 升至 1.01/1.02 万港元；港澳同店 +29.6%（香港 +24.0%、澳门 +47.3%），客流旺盛。结构含义很清楚：量在缩、价在升、海外在补。

恒科三季度前瞻的整体基调是"波动主要在反应宏观风险"：阿里整体改善，腾讯与 B 站略有下修但广告仍 20%+ 增速，美团 Q3 基本 inline、外卖 10 月数据应很好、Q4 UE 有望奔 0.4 – 0.5，小米新车锁单数据超预期。

四、中概与互联网：花旗说"接近投降水平"

花旗指出中国互联网板块年初至今下跌 23%，10 月 22 日恒指 -3%、恒生科技 -5%，本轮卖压可能来自资金再配置、AI 变现预期降温、潜在盈利下调及融资担忧。关键是压力测试结论：腾讯与阿里 2026 – 2028 年资本开支预测上调约 80% – 130%、对应盈利预测下调 2% – 14%，但即使盈利再下修 10% – 30%，板块估值仍具吸引力，尤其是扣除净现金后的估值——PDD、美团、满帮部分估值已接近过去五年低位，百度、拼多多、唯品会、京东扣净现金远期 PE 约 0.3 倍、2.4 倍等量级。

个股层面，再鼎医药完成 2.5 亿美元 PIPE：以 22.04 美元/ADS（约 17.28 港元/普通股，1 ADS=10 股）配售 1134 万股 ADS，较 10 月 21 日纳斯达克收盘 24.20 美元折让约 8.9%，占发行后扩大股本约 9.06%，TCG Crossover 领投——在板块情绪低点完成大额融资，本身是个正面信号。

港股的隐忧仍是离岸信托补税。7 月 24 日新规要求中国税收居民通过离岸信托取得的收益缴 20% 个税，公式为（装入信托时市值 − 财产原值 − 合理费用）× 20%；大量中概公司股价已从上市时腰斩，按"装入时市值"计税意味着亏损状态下仍产生现金税负。布鲁可已明确"减持系一次性补税资金需求、后续无大额减持需求"，这类股东行为会在未来数季度持续出现。

五、其他海外公司速览

奢侈品分化明显。爱马仕 Q3 营收 41.0 亿欧元、实际汇率 +5.5%/固定汇率 +4.3%，低于彭博一致预期 +5.3%；亚太（除日本）固定汇率持平（预期 +1.6%）、日本 +9.6%、美洲 +8.8%、中东 -4.5%，皮具仍双位数增长。开云 Q3 营收 33.5 亿欧元、报告口径持平、可比 -1.0%（预期 +0.8%），亚太除日本 -8.0%（占比 30%，中国大陆仍是主要拖累、韩国强劲）、北美 +1.0%（Q2 为 +10%）、日本 +4.0%、西欧持平（连续第三季改善），直营零售可比 -3.0%。两家共同指向同一件事：中国客群的奢侈品消费仍未修复。

Deckers（UGG/HOKA 母公司）FY27Q2 收入 14.81 亿美元、同比 +3.5% 低于预期 1.7%，但 EPS 2.31 美元超预期 28.8%（含关税退款 0.28 美元，剔除后仍超 13%），毛利率 60.5%（+4.3pct）；批发 +5.5%、DTC -1.8%，国际市场领跑，全年收入指引下调。

Medpace（海外临床 CRO）Q3 收入 7.16 亿美元（+8.5%）、EBITDA 1.72 亿美元（+16.0%）、EPS 4.84 美元（+25.4%），EBITDA 利润率 24.0%（去年同期 22.5%）；净新签订单创历史新高，上调全年盈利指引，管理层称客户决策与项目推进较去年加快、RFP 不再反复修订——这是全球医药投融资回暖的领先指标。

南方铜业 3Q26 指引 4Q 铜产量环比小幅增长、扣除副产品前现金成本环比持平或小幅改善；Tia Maria 投产推迟至 1H28（资本开支预算仍 18 亿美元），Cuajone 选厂由 9 万吨/日扩至 12 万吨/日接近最终决策（资本开支 6.8 亿美元、年均增产 5.5 万吨铜与 0.14 万吨钼）。Fortescue 1QFY27 则表示在评估中国、澳洲仓储物流选项，库存空间耗尽后不会继续开采承担倒运成本、倾向把矿石留在地下，铁桥项目继续全力支持爬产降本——铁矿供需的边际松动信号。

机构观点

当日机构声音的基调可以概括为"一边认错、一边抄底"：外资在给 AI 硬件链做减法（下调 CoreWeave、给特斯拉中性），内资在给超跌资产做加法（寒武纪、锂电、医疗器械、白酒、军工）。真正有信息量的分歧不在方向，而在"AI 硬件到底是阶段性高点还是估值错杀"——这个问题的答案决定了 Q4 是结构性反弹还是趋势反转。

一、外资大行的三张"定价表"

最激进的上调给了一家存储设计公司。 高盛维持兆易创新"买入"、12 个月目标价 413 元（报告期股价 276.75 元，隐含 49.2% 空间），核心驱动是利基 DRAM 提价与产品升级、SLC NAND 量价齐升、AI 带动高端存储需求；2026 – 2028 年净利预测分别上调 160%/61%/49%，预计 3Q26 毛利率约 66.7%。但高盛自己在模型里留了钩子：2027 年净利润可能同比下降 27%、毛利率明显回落，盈利高点与可持续性仍需验证。

最谨慎的下调给了一家新云。 伯恩斯坦把 CoreWeave 降到"跑输大盘"、目标价 74→51 美元，测算要完成已签约待交付订单储备还需筹资约 850 亿美元（90 亿已由授信覆盖），无担保信用市场虽开放但融资利率已达 15% 以上。同一家机构在存储上却是多头——专门撰文驳斥"DRAM/NAND 涨价放缓=周期见顶"，认为季度环比 ASP 涨幅拉长历史看仍处极强水平。同一份研究体系里，对"卖铲子的"看空、对"卖内存的"看多，这个反差本身就是当下 AI 交易的核心矛盾。

最完整的中资配置框架来自高盛中国策略。 维持 A 股超配、港股标配，理由是中美利率周期分化下高美国利率会压制离岸估值与资金流入，而国内宽松金融条件、资本市场政策与沪深 300 在 2026Q2 约 20% 的利润增长支撑 A 股；结构上采用"哑铃型"——一端价值/红利/现金回报对冲利率波动，一端 AI 等结构性成长；评级调整是上调银行至超配、下调保险至标配，公司层面提示广告、保险、建材与部分医疗项目面临盈利或执行压力。花旗对中国互联网的判断更进一步：板块年初至今跌 23%、情绪"接近投降水平"，但腾讯与阿里资本开支上调 80% – 130% 仅对应盈利下修 2% – 14%，压力测试显示即使盈利再下修 10% – 30%，扣净现金估值仍具吸引力。

其余外资评级更偏个股：花旗维持美光"买入"、目标价 1300 美元，维持西部数据"买入"、目标价 740 美元；UBS 给特斯拉 Neutral、目标价 425 美元，并明确指出资本开支下调不等于 AI 算力降速（2026 年底 400MW 目标不变，当前约 265MW）；JPM 维持诺基亚"增持"（18 欧元 / ADR 20.50 美元），认为 AI 与云订单（3Q26 新增 15 亿欧元、12 个月 48 亿欧元）足以把 FY27 光网络与 IP 增速从指引 25% – 30% 推到约 42%；大摩维持欣兴电子"增持"（英伟达基板产能预订落地匡福二厂 2027Q2 投产）、康宁"等权重"（企业业务增速 >75% 但利润率受产能爬坡压制）；花旗对黄金矿商维持 AngloGold Ashanti 与 Gold Fields"买入"，但提示前者 Q3 EPS 与 EBITDA 环比降 7%/4%、后者 AISC 同比升 30%。

二、国内卖方：在"物理 AI"上形成了罕见的共识

这是当日最密集的推荐方向，且各家切入点不同、结论一致——数据采集的价值量大于零部件。中金机械的判断最直接："人形机器人本轮变化，数据采集远大于零部件"，依据是 Astra 在 RoboDojo 基准 10 项任务平均得分领先第二名 37%、复杂场景理解准确率从 68% 提升至 89%、动作决策时延压缩至 85ms。东吴计算机王紫敬把它上升到季度主线级别："很有可能成为四季度到明年春季的主线，产业已跑通 scaling law，数据成为最稀缺资源"。申万计算机给出产业链三方向（算法与平台、感知层、执行层），并提示 AMD 收购 World Labs、英伟达 Cosmos/Isaac/Omniverse/GR00T 技术栈的巨头卡位。天风机械则落到具体零部件：峰岹科技（灵巧手四合一芯片、空心杯电机供货 Tier1）、汉威（电子皮肤适配北美龙头）、创世纪（供货宇树/长盈/立讯/蓝思）、新泉（关节模组组装）。国金机械的选股框架是"有安全垫+机构参与"（宇树科技、博众精工、杰克科技、龙旗科技）与"卡位好+弹性大"（福莱新

材、凡拓数创、利亚德）。招商机械对杰克科技的定性最有画面感——"物理 AI 的 coding 时刻"，理由是客户愿意给数据（杰克只做硬件不做衣服）、缝制是 SOP 最成熟的行业、Astra 已在刚性材料抓取与泛化性上验证提升。

三、被"超跌"两个字串起来的推荐

寒武纪是被覆盖最密的一只。天风计算机与国金通信同日给出点评，口径一致：Q3 业绩略超预期（单季营收 35.31 亿 +104.47%、归母 14.04 亿 +147.74%，毛利率 58.69% 环比 +2.6pct），存货 116.65 亿 + 预付 30.44 亿合计 147 亿、较上年末净增逾 90 亿，"备货指标再创新高"指向 Q4 与明年交付放量。国金通信直接把结论写成"国产算力的至暗时刻已过"。

锂电与 SOFC 被招商电新定义为"底部坚定推荐"。逻辑有三条：龙头处历史估值底部、2027 年 1 月 1 日出口退税取消前 Q4 排产很好、消费税与退税会向下游传导（政策本意是反内卷）；需求端明年动储合计仍有 20% 以上增长。标的给得很长：亿纬锂能、宁德时代、华盛锂电、蔚蓝锂芯、尚太科技、恩捷股份、佛塑科技、天赐材料；SOFC 核心是先导基电、春晖智控、振华股份。

医疗器械被华安医药判定为"政策扰动见底 + Q3 业绩稳健"的底部品种：门诊量 Q3 回升、IVD 检测服务价格征求意见稿多省下发且价格整体平移、神经介入耗材国家集采开始产品信息维护、脊柱/运动医学/人工晶状体续采已开展、手术机器人集采在调研中且出海加速。另一家机构的表述更狠："医疗器械已跌 5 年、估值低位、没有套牢盘，集采降价 6 年已 price in，甚至最近部分省份集采出现涨价。"

白酒是"跌出来的价值"最典型样本。国泰海通食饮的数据组合很有说服力：食品饮料连续 6 年下跌创历史之最、估值处历史 15% 分位、机构持仓 1.49%、白酒机构持仓跌破 1% 创历史新低；判断是"最大下降阶段过去、结构性见底，地产酒率先、高端陆续，2027 年报表有望企稳并与动销匹配"，重点配置贵州茅台、迎驾、今世缘，陆续配置泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、五粮液。浙商食饮则重申乳制品"双拐点 β"：26 年行业大盘降幅收窄、龙头液奶收入有望先于行业转正，散奶价格已回升，推荐伊利（经营改善+高股息+估值修复）、蒙牛（弹性），关注新乳业、妙可蓝多，上游看优然牧业、现代牧业、天润乳业。

四、周期与制造：涨价与订单两条线

燃气轮机是"需求上修最猛"的环节。国金机械梳理西门子的三次上修：100GW → 110 – 120GW → 130 – 140GW（考虑 AIDC 拉动），1 – 3Q26 新签订单 40GW、含预约协议客户承诺 95GW；首推涡轮叶片（价值量占比高、是产业链瓶颈），推荐应流股份（8 – 10 月各 3 台炉子达产、9 月与西门子签长协、每年重燃订单不低于 7 亿元量级）、关注万泽股份。

金刚石散热是"下周可能有重大进展"的埋伏方向。开源机械给出节奏：芯片内封装近结散热量产最快，国产 GPU 首次大批量量产订单在即、合格供应商交付量逐月递增，2026 年末是小批量起点、2027 年是量产元年，CPU 下一代方案也有望导入；标的是沃尔德、国机精工，关注四方达、力量钻石、杰普特。

工程机械与出口链的拐点被反复确认。华创机械给柳工"2027 年 PE 不到 8 倍"的估值锚：9 月挖机、装载机销量分别同比 +14.4%、+17.9%，挖机提价 3 – 5% 逐步落地、汇兑扰动减弱，海外收入占比超 50% 且 2026 年海外收入预计增长 25%+。招商机械则把视线转向北交所：8 支北交所主题基金 9 月全部获批、10 月进入发行，预计带来接近 40 亿元增量，选股标准是"业绩好、产业卡位核心、相较主板有折价"，看好鸿仕达（半导体先进封装 Lid-Attach 设备国内龙头、切入台达 AI 电源供应链、NV 自动化设备中为纬创核心供应商）与腾信精密。

光通信的无源环节被中信通信单独拎出来。汇聚科技当前市值约 230 亿元、预计 26 年净利 20 亿元、对应 26 年 PE 仅 10 倍，"是目前光通信领域最便宜的公司之一"；Q3 MPO 收入环比大几十增长、高密度线（MMC 等）占比超 15%、MPO 毛利率今年可达 40% 以上，shuffle+MPO

新品加速开拓新客户，并与立讯协同补足无源能力、切入 CPO 等新版块。

五、金融工程与总量：位置比叙事重要

广发金工安宁宁的观点变化值得单独记一笔：924 第一根阳线时提示 4000 以上、7 月调整时提示进入长周期震荡，截至昨日开始提示"当前市场是未来两年最大的一次机会"。依据是 61.8% 黄金分割——创业板指自 1530 点涨至 4372 点（+186%），61.8% 位为 2616 点，当前 2577 点已回吐 63.2%（实际跌幅 41.1%），深证 100 回吐 66.1%、大盘成长 63.2%，成长 100、科创 50、中证 500、中证 1000、中证全指全部回吐过半，融资择时三指数同步触发。反面声音来自林荣雄：极限回撤 60% 对应创业板 2600 点这条"最后的线"已破，只能"期待神兵天降"。

保险被申万非银判定为"可以边际乐观"：高基数 + 新版报行合一 + 权益波动使三季度业绩承压成为共识，预计部分险企兑现债券浮盈平滑利润；10 月起部分公司启动 2027 年"开门红"部署，推荐中国财险、中国太保、中国人寿(H)、新华保险、中国平安、中国人保、阳光保险、中国太平。

六、医药：政策风险的重新定价

天风医药杨松团队对 COINS 法案的解读是当日最实用的政策研判：NPRM 纳入六大领域（半导体与微电子、超级智能系统、量子信息、高性能计算与超算、高超音速、新增生物技术），生物技术项下禁止投资特定生物衍生化、脑机接口、生物制造设备与测序/流式/质谱/生信分析/自动化科研设备，但创新药 BD、CXO 及上游产业链经营不受管辖，且草案未限制纯 License 交易，最终规则预计 2027 年 3 月发布。东吴医药朱国广团队据此定性为"中国创新药 BD 政策风险 de-risking"，认为板块当日大跌是流动性与情绪定价，建议逢低布局。

业绩侧的分化很明显：凯莱英 Q3 收入 17.88 亿（+24.04%、CER +28.25%，较 Q2 的 +9.59% 明显加速）、归母 3.32 亿（+81.49%），单季利润增速年内首次转正；普洛 Q3 CDMO 收入 6.42 亿（+42%），管理层维持全年扣非 +10% 目标、Q4 收入预计同比 +50% 以上；三诺生物 Q3 归母 +395.16%（低基数）、毛利率 54.07%（+10.78pct）；迪哲医药舒沃替尼在美正式上市、9 月 29 日已收阿斯利康 6 亿美元首付款；中国生物制药 TQB2102 成为全球首个发布三期结果的 HER2 双抗 ADC（HER2-low mPFS 16.4m vs 5.5m、HR=0.29）；信达生物 IBI343 三期数据（mPFS 5.5m vs 2.9m、HR=0.47）。反面是昆药集团前三季营收 -42.70%、归母亏损 3.66 亿（中成药集采扩围 + 营销模式变革偏差），说明集采对中药的杀伤仍未结束。

七、军工：从"低配反转"到"订单兑现"

广发军工给出的海外订单数据是硬支撑：洛马 26Q3 末在手订单 2920 亿美元、环比 +27%，单季订单收入比 4 倍，导弹与火控在手 1425 亿美元、较 2025 年末 +205.5%，美国防部推动 PrSM 产量扩至 4 倍、PAC-3 导引头扩至 3 倍；CRS 提到 2026 年新机产量 1400 – 1500 架、后续目标年产超 2100 架。国内机构的表述是"历史低配的基本面反转行业，十五五规划落地在即，核心军贸兑现中"，重点推荐中航沈飞、航发科技、航发动力、锐科激光、复旦微电、国科军工。

值得关注

未来两周是一个"事件密度极高、而基本面信息快速衰减"的窗口：10 月 31 日三季报披露完毕后，市场将进入约 4 个月的无财报窗口，这意味着 11 月起的定价将高度依赖政策事件、产业催化与资金行为，而非业绩验证。以下按可验证性排序，列出值得盯的线索。

一、日历上最硬的五个日期

10 月 27 日，以色列议会大选。多频道民调显示内塔尼亚胡选情不利，大概率进入悬浮议会、组阁谈判困难。这条线的意义不在以色列本身，而在"美以伊三方博弈"是否会在大选后重新升级——胡塞武装过去 48 小时已对沙特实施 4 次军事行动（国防部大楼、法赫德国王国际机场、阿美石油设施、艾卜哈机场），WTI 已在 99.33 美元。若油价站上 100 美元并向 110 靠拢，滞胀交易会重新压制成长股估值，这是当前 A 股反弹最大的外部变量。

10 月 28 日，杰克科技发布缝制人形机器人。这是物理 AI 从"叙事"转向"可验收产品"的第一个明确节点。需要验证三件事：8 小时效率是否真达人工 50% – 70%、客户 ROI 能否控制在 2 年内、2027Q2 起放量的路径是否给出量化指引。若三项达标，服装这一"万亿级、SOP 最成熟"的场景会被重新定价，并外溢到缝制设备链与数采链。

10 月 31 日，三季报披露收官。当日及前后是业绩地雷与超预期的最后集中释放期。已披露的口径显示硬件链（PCB、封测、设备、存储）确定性最高，消费与中药集采链压力最大（昆药前三季营收 -42.70%、归母亏损 3.66 亿是最极端的样本）。收官后需立刻切换到"真空期思维"——历史上真空期的超额收益更多来自主题与政策，而非业绩。

11 月 3 日，美国中期选举。Polymarket 隐含民主党拿众议院 91% – 92%、参议院 64% – 65%。市场的一致推演是"民主党拿回国会即对伊朗政策形成制约"，因此选举结果本身可能就是地缘不确定性的解除时点。反过来，若共和党守住两院，油价与避险资产的定价需要重做。

11 月 18 – 19 日，APEC 领导人非正式会议在深圳举行。这是一个被低估的催化：重大外交事件前后风险偏好通常有阶段性修复，且深圳本地股、开放相关主题往往有事件性交易机会。同期还需关注 11 月 Anthropic IPO——它可能首次给出模型公司完整的基本面指引，是"AI 泡沫论"最直接的反证或实证。

二、反弹能不能延续：四个可量化的观察指标

广发金工给出的位置判断是"未来两年最大的一次机会"，但其可持续性需要四项数据来确认，建议逐日跟踪：

一是量能。今日 1.96 万亿、较上日放量 4276 亿是必要条件；若后续回落到 1.5 万亿以下而指数不跌，说明筹码锁定良好；若缩量下跌，则今日只是超跌反抽。

二是国家队行为的连续性。西部策略测算昨日净买入约 500 亿元（接近 7 月 17/20 日 550 亿峰值），今日盘面在 10:20、14:00 后两次通过沪深 300ETF 放量推动。关键不是单日金额，而是能否从"托而不举"转为连续净流入——彭博测算汇金剩余约 1880 亿美元"子弹"、按当前速度可支撑约 75 个交易日，这个时间窗本身就是政策底的隐含期限。

三是杠杆出清进度。融资余额已从年内高点回落约 5600 亿元（-18.7%），融资择时三指数（沪深 300 与科创 50 于 10/16、创业板指于 10/19）同步触发买入信号并进入 20 个交易日持有期。若 11 月上旬融资余额止跌回升，说明增量资金开始进场。

四是历史节奏的对照。2015 年 9 月 15 日至 11 月 25 日创业板指用 47 个交易日涨 61.2%，2022 年 4 月 26 日至 7 月 7 日用 49 个交易日涨 32.5%——两次大底反弹的节奏都是 7 – 10 周、幅度 30% – 60%。若本轮按此推演，结构首选创业板指、科创 50、半导体，时间约 2 个月、幅度 30% – 50%。这个框架给了明确的止盈参照，也给了明确的证伪条件：若 3 周内涨幅不足 10%，则需重新评估。

三、物理 AI：从"谁在做"转向"谁在收钱"

这一轮的核心矛盾会在未来 2 – 4 周内从"概念归属"切换到"订单归属"。可跟踪的具体节点包括：国产 GPU 金刚石散热首次大批量量产订单是否落地（开源机械称"可能在很短很短的时间"，2026 年末小批量、2027 年量产元年）；宇树生态大会后的开发者生态与订单进展；智元 ViGAR 世界-动作模型开源后的复现与商用节奏；以及最关键的——数采订单的公开披露。目前已有明确订单线索的是汉威科技（数采设备获海外头部机器

人客户订单、间接供应 F 机器人）、华依科技（IMU 批量进入智元 UMI
方案）、世纪恒通（交易所口径确认承接 Ego
数据业务）。建议把"是否披露具体金额/小时数"作为区分真伪标的的硬标准，只有价格（真机遥操作 500 – 1000 元/有效小时、Ego 50 – 100 元）而没有量的公司，估值弹性难以持续。

同时需警惕一个反向逻辑：若 GPT-6 Astra 这类基座模型真的把"大脑"问题解决了，价值量会进一步向"数据 + 本体"集中，中间层的专用模型/仿真软件公司可能被挤压。天风电新的表述很到位——"数据从成本项变成资产项"，北美一级市场 Snorkel AI（13 亿→35 亿美元）、AfterQuery（3 亿→32 亿）、Mercor（200 亿美元）的估值跳升是最好的前瞻指标。

四、AI 资本开支叙事：三个必看的验证点

第一是 Meta 的 2027 年 capex 指引何时补回。 本次搁置是引发全球抛售的直接原因，若在 Q4 电话会或投资者沟通中重新给出，AI 硬件的估值压制会明显缓解；若继续模糊，则"股权融资养 AI"的担忧会持续压制整个板块。

第二是新云（neocloud）的融资成本。 伯恩斯坦测算 CoreWeave 还需筹资约 850 亿美元、无担保融资利率已达 15% 以上。未来数周需跟踪其债券价格、CDS 与新增授信进展——这是"AI 融资链是否断裂"最灵敏的体温计。

第三是模型公司 ARR 的月度数据。 7 月以来市场担忧 Anthropic ARR 增速放缓，但 OpenAI 与 Anthropic 合计在 8 – 9 月月均新增 ARR 159 亿美元、接近 4 月的约 170 亿；若按月度增量 150 亿外推，年底两家合计 ARR 有望达 1800 亿美元、为 2025 年末的 5.9 倍（增速仍快于前两年的 4.7 倍和 3.8 倍）。11 月 Anthropic IPO 是这条线最关键的验证窗口。

五、存储与 HDD：跟踪价格而不跟踪股价

这轮存储周期的分歧全部集中在"ASP 环比涨幅放缓是否等于见顶"。未来 1 – 2 周可跟踪的硬数据是：Q4 DRAM/NAND 合约价谈判结果（伯恩斯坦认为环比涨幅仍处历史极强水平）、HBM4 12hi 价格（花旗预计从 2026 年约 2 美元/Gb 升至 2027 年 4 – 5 美元/Gb）、以及国内长鑫/长江存储的份额进展（长江存储 2026 年国内市占率有望破 45% 甚至 60%、全球 NAND 份额已超 15%）。西部数据给出的"需求能见度延伸至 2030 – 2031 年"与 FY27Q2 指引（营收 51 亿、毛利率 60% – 61%）是两个可以季度验证的锚。

六、政策与监管：四条明确的截止日

COINS 法案公众意见征询截止 2026 年 12 月 7 日，最终规则预计 2027 年 3 月发布。需重点盯"药物化合物"的技术范围界定，以及 License-out、股权投资、并购等不同交易结构是否被区别对待——目前草案明确未限制纯 License 交易，这是创新药 BD 逻辑的关键保护条款。

加拿大/墨西哥双反案件预计 2026 年 12 月 17 日前后公布商务部终裁，2027 年初公布 ITC 产业损害终裁。已披露税率显示库犸动力 45.6%、宝时得 53.3%、其余应诉企业 47.0%、未应诉 53.3%，且使用中国 subassembly 在加拿大组装的产品同样可能按中国原产处理。若终裁维持，2027 年行业可能出现"需求 +20% 以上、同时低价进口供给受限"的组合，本土产能的价格与盈利弹性值得重估——这是割草机器人/OPE 链最被忽视的一条线。

FCC 65% BOM 规则的讨论进展直接影响光模块与激光器的产能规划。Lumentum 已明确因该规则讨论而把 CW 与 EML 产能规划做得比年初更激进，说明产业侧在按"最严假设"备产；若规则最终放松，短期是利好（订单前置），若落地则需重估供应链的地域分配。

离岸信托补税的后续案例。 布鲁可已披露"减持系一次性补税资金需求"，后续需跟踪还有哪些港股公司出现类似公告——这类减持与基本面无关，但对股价的短期冲击真实存在，是可以提前规避的风险。

七、医药：ESMO 数据与 BD 节奏

ESMO 会议（10/23 – 27）是当周最重要的临床数据窗口，已披露的重磅结果包括中国生物制药 TQB2102（全球首个三期 HER2 双抗 ADC，HER2-low mPFS 16.4m vs 5.5m、HR=0.29）、信达生物 IBI343（CLDN18.2 ADC，mPFS 5.5m vs 2.9m、HR=0.47）。会后需跟踪两项：一是这些数据能否转化为 BD 交易（2026 年至今国内创新药 BD 首付款已超 107 亿美元、总包超 1650 亿美元，已大幅超越 2025 年全年）；二是 COINS 草案的情绪修复能否带来板块估值修复——当前大跌更多是流动性与情绪定价，而非基本面变化。

八、军工与资源：事件驱动的两条辅线

军工的窗口很明确：以色列大选（10/27）→ 美国中期选举（11/3）→ 12 月中国航展。海外订单侧已有硬数据支撑（洛马在手 2920 亿美元、环比 +27%，导弹与火控 1425 亿美元、较 2025 年末 +205.5%，PrSM 产量扩 4 倍、PAC-3 导引头扩 3 倍），国内机构的判断是"历史低配 + 十五五规划落地在即 + 军贸兑现"，科技资金已开始增配。

资源侧关注两条：一是铜（南方铜业 Tia Maria 推迟至 1H28、Cuajone 扩产接近最终决策），二是铁矿石（Fortescue 表示库存空间耗尽后倾向把矿石留在地下、不再承担倒运成本）。两者都指向"供给端的边际收缩"，若叠加中国需求端政策发力，Q4 资源股的弹性会重新出现。

九、需要盯住的负面信号清单

若出现以下任一情形，应下调对反弹的预期：油价突破 110 美元；10Y 美债重新上到 5.2% 以上；国家队连续 3 个交易日净买入低于 100 亿元且指数下行；融资余额在 11 月中旬前再度单周下降超 500 亿元；Meta 在 Q4 电话会继续模糊 2027 年 capex；CoreWeave 类新云主体出现债务违约或评级下调；创业板指反弹 3 周累计涨幅不足 10%（说明超跌修复动能衰竭）。

各行业板块

煤炭

核心催化

三季报集中披露，煤炭板块呈现"量减价升、盈利分化"的格局：新集能源 Q3 吨煤售价（不含税）约 630 元/吨、同比 +22.75%、环比 +9.6%，价格弹性直接对冲了产量下滑；电投能源蒙东 3600 大卡褐煤 Q3 均价 343 元/吨、同比 +4.4%、环比 +3.0%，长协销售为主使盈利稳定性更强。中煤能源则体现另一种模式——Q3 商品煤产量 3143 万吨、同比 -8.2%（动力煤 -9.9%、炼焦煤 +19.7%），但销量 6302 万吨、同比 +2.2%，靠贸易煤补量维持收入。

核心标的及逻辑

新集能源：前三季营收 127.25 亿元、同比 +41.23%，归母净利 17.47 亿元、同比 +18.33%；Q3 营收 48.32 亿元（+51.06%）、归母 5.30 亿元（-4.74%）。收入高增而 Q3 利润小幅下滑，主因商品煤对外销量 242.09 万吨、同比 -22.19%、环比 -27.86%，量的收缩抵消了价格弹性——后续看点是售价能否维持 630 元/吨以上、以及对外销量能否恢复。

中煤能源：前三季营收 1156.36 亿元（+4.6%）、归母 127.49 亿元（+2.1%）、扣非 131.34 亿元（+6.0%）；Q3 归母 45.99 亿元（同比 -3.8%、环比 +6.8%）。扣非增速高于归母、且环比改善，说明主业经营在修复；自产煤销量同比 -6.3% 但环比 +1.4%，是环比转正的关键。

电投能源：前三季归母 76.85 亿元（+43.6%）、扣非 64.16 亿元（+59.2%）；Q3 归母 23.92 亿元（同比 +32.6%、环比 -27.3%，环比下降主因 Q2 基数含白音华煤电 Q1 利润还原的口径影响）、扣非 23.79 亿元（同比 +82.2%、环比 +15.8%）。扣非同比 +82.2%
是板块内最强的单季弹性，验证了煤电一体化在煤价上行期的利润放大效应。

行业趋势

当前煤炭的核心矛盾是"价格上行、产量收缩"。三家公司 Q3 产量同比均为负（新集 -0.92%、中煤 -8.2%），但售价同比普遍上涨（新集 +22.75%、电投褐煤 +4.4%），说明供给端受安监与核定产能约束、需求端在迎峰度冬前有补库支撑。这种"量减价升"结构对长协占比高的公司更有利——价格弹性可以完整保留，而销量波动被长协平滑。中期看，若冬季用煤需求超预期，现货比例高的公司弹性更大；反之若来水与新能源出力恢复，火电用煤需求会被进一步挤压，需跟踪日耗与港口库存的边际变化。

石油石化

核心催化

油价重新成为核心变量。 WTI 单日上涨 2.26% 至 99.33 美元/桶，布伦特 26Q3 季度均价 91.3 美元/桶、同比 +34%、环比 -5%。驱动是地缘而非需求：胡塞武装在 48 小时内对沙特实施 4 次军事行动（国防部大楼、法赫德国王国际机场、阿美石油设施、艾卜哈国际机场），叠加 10/27 以色列大选与 11/3 美国中期选举，油价成为市场判断海外风险偏好的第一指标。

油价上行对两类公司的意义完全相反。 一是以乙烷为原料的轻烃路线，油价涨而乙烷价格不涨（Q3 乙烷进口均价 3288 元/吨、同比持平），成本红利反而扩大；二是自产非常规气公司，量价齐升直接体现在报表。这是当日两家公司业绩爆发的共同背景。

核心标的及逻辑

卫星化学：前三季营收 464.1 亿元（+33.5%）、归母 90.6 亿元（+141.2%）、扣非 90.2 亿元（+112.9%）；Q3 营收 157.0 亿元（+38.8%）、归母 28.3 亿元（+180.0%）、扣非 29.7 亿元（+121.3%），但环比分别为 -13.0%/-31.1%/-27.6%。核心逻辑是轻烃一体化带来的成本剪刀差——乙烷价格未随原油上涨，而产品端 Q3 乙烯/乙二醇/丙烯/丙烯酸均价分别为 8044/5693/8720/7429 元/吨，环比 -0%/+19%/+3%/-17%，价差分化中乙二醇最亮眼。Q3
环比回落需注意：这是产品价差收窄与检修节奏共同作用，不代表成本优势削弱。

首华燃气：前三季营收 26.97 亿元（+32.35%）、归母 3.39 亿元（同比增加 3.41 亿元，扭亏）、扣非 3.36 亿元；Q3 营收 9.50 亿元（同比 +35.85%、环比 +1.48%）、归母 1.52 亿元（同比增加 1.62 亿元、环比 +14.15%）。产量爬坡是最硬的支撑：Q3 天然气产量 3.05 亿方、同比 +34%，销量同比 +19%，Q3 新投 7 口井（煤层气水平井 5 口），10 月已投 9 口煤层气水平井、投产数量超三季度；日均产量从 Q3 的 320 – 340 万方提升至 10 月初 340 万方、目前已达 370 万方/日。公司现有煤层气储量 888 亿方。需注意 Q3 有约 1000 万元一次性费用（二季度投产井反排液处理费 + 股权激励预提 400 – 500 万元），实际经营更佳。

行业趋势

石油石化的中期逻辑正在从"油价 β"转向"成本结构 α"。当布伦特在 90 美元以上、而美国乙烷因自身供需宽松价格持平时，轻烃裂解路线的相对成本优势会被放大，这也是卫星化学连续两个季度利润翻倍的根源；反之若油价回落至 70 美元以下，油头与煤头的价差会重新收敛，轻烃路线的超额收益将被压缩。

天然气侧的机会更偏"量的确定性"。首华燃气的日产从 340 万方爬到 370 万方、10 月新井投产超三季度，说明煤层气区块已进入产能释放期；这类公司的估值锚不是气价，而是产量增速与储量接续（888 亿方储量是安全垫）。风险在于冬季气价若因保供政策被压制，量增可能被价减部分抵消。

有色金属

核心催化

电解铝的利润结构在电价与铝价之间做对冲。 宏桥控股 Q3 归母净利 77.02 亿元、同比 +55.6%，但环比拆解很能说明问题：云南丰水期低电价（环比降约 1 毛）贡献 +5.8 亿元、山东煤电价上涨约 0.2 毛拖累 -2.1 亿元、铝价环比回落 520 元拖累 -5.8 亿元、发货量回归正常减少 -7.1 亿元，最终电解铝板块净利环比 -9.2 亿元，Q3 吨净利约 4768 元。成本端的季节性（丰水期）是当期利润超预期的关键，而非铝价。

海外铝企给出的是"量稳价平、溢价走强"的组合。 挪威海德鲁 3Q26 收入环比 -8% 至 521.28 亿挪威克朗，经调整 EBITDA 环比 +2% 至 90.89 亿、经调整净利环比 -5% 至 43.72 亿，略不及预期；电解铝产量环比 +1% 至 50.3 万吨、氧化铝 -1% 至 149.3 万吨、铝土矿 -9% 至 241.0 万吨；电解铝销售均价环比 -1% 至 3240 美元/吨，但产品溢价环比 +19% 至 673 美元/吨，氧化铝实现价格环比 +4% 至 365 美元/吨。公司预计 4Q26 电解铝实现溢价回落至 550 – 600 美元/吨区间——这暗示欧洲现货紧张在缓解。

铜的供给扰动仍在延续。 南方铜业 3Q26 指引 4Q 铜产量环比小幅增长、扣除副产品前现金成本环比持平或小幅改善；Tia Maria 投产推迟至 1H28（机械安装与工程设计耗时超预期，资本开支预算仍 18 亿美元）；Cuajone 选厂由 9 万吨/日扩至 12 万吨/日已接近最终决策（6.8 亿美元、年均增产 5.5 万吨铜与 0.14 万吨钼），并研究进一步扩至 15 万吨/日的可行性。

黄金当日下跌，但矿商基本面未变。 金价单日跌 2.74% 至 4027 美元，花旗预计金矿商 11 月 5 日起陆续披露三季度业绩：AngloGold Ashanti 受金价环比 -5% 与 Iduapriem 洪水、Sukari 落石影响，Q3 EPS 与 EBITDA 预计环比 -7%/-4% 至 1.83 美元/19 亿美元，产量约 73.5 万盎司，预计派息 0.8 美元/股；Gold Fields 产量约 65.1 万盎司、环比持平、同比 +2%，略高于市场预期，但 AISC 同比上升 30%。花旗维持两者"买入"。

核心标的及逻辑

宏桥控股：Q3 归母 77.02 亿元、同比 +55.6%，现金流净额 76.56 亿元、资本开支仅 11.7 亿元，自由现金流质量优异。氧化铝板块 Q3 均价环比基本持平，但减值冲回下滑使减值环比 +1.5 亿元至 2.56 亿元。核心看点是云南水电铝的成本优势能否在枯水期延续——若 4Q 云南电价回升，吨净利 4768 元的水平会承压。

南矿集团：10 月 22 日公告拟以 1275 万美元受让 BDLP 持有的目标公司 51% 股权，已探获局部资源量显示北部 III 号矿体矿石量约 114 万吨、金金属量约 7.4 吨、平均品位 6.49g/t，南部及深部具备成长为大中型多金属矿的增储潜力。2026 上半年营收 6.7 亿元（+8.56%）、归母 3972.9 万元（受海外投入与汇兑损失扰动），金属矿山订单爆发式增长、海外业务放量。被定位为"最便宜的黄金资源股"，并有 2027/2028 两期业绩考核的员工持股。

高争民爆：控股股东变更为西藏地矿集团已完成控制权划转，拟更名"西藏地质矿产发展股份有限公司"，主业拓展为"矿山投资开发 + 民爆生产销售服务"，定位"西藏国资下属唯一矿产资源开发上市平台"。近期股价调整主因大盘情绪、有色板块走弱与获利兑现，公司尚有约 1/4 回购规模未完成，回到回购价区间提供安全边际。

行业趋势

有色金属当前是三条独立逻辑并行：电解铝看电价与吨净利（宏桥云南丰水期优势在 4Q 面临考验，海德鲁溢价从 673 美元回落至 550 – 600 美元预示欧洲紧张缓解）；铜看供给扰动（南方铜业 Tia Maria 推迟至 1H28、Cuajone 扩产待批，新增供给的兑现时间普遍后移）；黄金看实际利率与地缘（金价单日 -2.74% 但地缘风险未解，矿商 AISC 同比 +30% 说明成本通胀正在侵蚀价格弹性）。

值得注意的一个跨界信号：黄金珠宝零售的数据与金价走势出现背离——周大福 FY27Q2 内地同店销量 -9.7% 但定价黄金首饰同店 +11.1%、ASP 升至 1.01/1.02 万港元；六福 FY27Q2 零售值 +8%（Q1 为 +32%）、按重量计价黄金同店销售额 +22%。这说明高金价正在把消费从"克重"推向"定价"，量的收缩被价的提升对冲，对上游是需求端的隐性降温。

基础化工

核心催化

成本端出现方向性变化：硫磺崩塌式下跌。 硫磺近一周下跌 25%、自高点回落约 50%，目前价格 5241 元/吨，已接近中东冲突前水平。这对以硫磺为原料的磷化工、复合肥、氯化亚砜等链条是成本端的实质性拐点——产品价格若维持、原料成本大幅回落，价差会快速扩张。当日两家公司的业绩与逻辑都建立在这个背景上。

表活龙头的量价齐升在三季报中得到确认。 丽臣实业前三季营收 47.52 亿元、同比 +36.56%，归母净利 2.16 亿元、同比 +114.57%，扣非 2.08 亿元、同比 +122.22%，净利翻倍的核心是销量增长与产品结构升级，而非单纯涨价。

核心标的及逻辑

丽臣实业：Q3 单季营收 17.60 亿元（同比 +38.59%、环比 +11.23%）、归母 6078 万元（同比 +33.78%、环比 -21.77%）。前三季综合毛利率 11.71%、同比提升 1.68pct，但 Q3 毛利率 10.51%、同比 -0.60pct、环比 -1.35pct；Q3 资产减值 872.86 万元 + 信用减值 581.29 万元合计 1454.16 万元，同比增加 899.82 万元、环比增加 740.01 万元——Q3 利润环比下滑主要是减值一次性拖累，而非经营恶化。出海拓展是中期成长主线，收入增速（+38.59%）显著快于利润增速说明仍处份额优先阶段。

卫星化学：前三季营收 464.1 亿元（+33.5%）、归母 90.6 亿元（+141.2%）、扣非 90.2 亿元（+112.9%）；Q3 营收 157.0 亿元（+38.8%）、归母 28.3 亿元（+180.0%）、扣非 29.7 亿元（+121.3%），环比 -13.0%/-31.1%/-27.6%。核心是乙烷-原油价差：Q3 布伦特均价 91.3 美元/桶（同比 +34%）、乙烷进口均价 3288 元/吨（同比持平），原料未跟随原油上涨，轻烃一体化路线的成本红利被完整保留。产品端 Q3 乙烯/乙二醇/丙烯/丙烯酸均价 8044/5693/8720/7429 元/吨，环比 -0%/+19%/+3%/-17%，乙二醇是唯一显著改善的品种。

行业趋势

基础化工当前的机会集中在"原料跌、产品稳"的价差扩张型品种。硫磺从高位回落 50% 是最重要的边际变化，它会依次传导至磷肥（磷酸一铵/二铵成本下降）、复合肥（新洋丰这类以硫磺为重要成本项的公司弹性最大）、以及氯化亚砜（凯盛新材 10 万吨/年产能，硫磺理论消耗系数 0.2695，价差每扩大 1000 元/吨对应年化税后利润增量约 0.7 – 1 亿元量级）。

另一条主线是轻烃路线的相对优势。只要布伦特维持在 90 美元以上而美国乙烷因自身供需宽松价格持稳，卫星化学这类公司的单吨盈利就会持续超预期；反之若油价回落至 70 美元附近，油头与轻烃的价差收敛，超额收益会被压缩。这也是当前化工板块最需要跟踪的一组相对价格（布伦特/乙烷、硫磺/磷酸、纯苯/苯乙烯），而不是绝对价格。

建筑材料

核心催化

水泥仍在"量价齐跌 + 成本刚性"的双杀区间。 华润建材科技 26Q1-3 营收 128.3 亿元、同比 -14.9%，归母净利亏损 9.4 亿元（去年同期盈利 1.6 亿元）、同比 -675.6%；单 Q3 营收 41.9 亿元（-13.9%）、归母亏损 4.0 亿元（去年同期亏损 0.1 亿元）。更值得警惕的是单吨模型：Q3 水泥销量 1186 万吨、同比 -16.0%，单吨价格 204 元（同比基本持平）、单吨成本 201 元（同比 +18 元）、单吨毛利仅 4 元（同比 -18 元）——价格守住了，成本却涨了，毛利被完全吃掉。

消费建材的分化在"量的韧性"上。 北新建材 Q3 收入 64.45 亿元、同比 +1.54%（Q1/Q2 分别为 -1.32%/-11.54%，Q3 转正），石膏板销量约 5 亿平、环比增长约 0.6 亿平，但均价 5.4 元/平米、环比下降 0.3 元/平米——以价换量特征明显。

核心标的及逻辑

北新建材：前三季收入 190.76 亿元（-4.17%）、归母 19.05 亿元（-26.35%）、扣非 18.63 亿元（-26.4%）；Q3 收入 64.45 亿元（+1.54%）、归母 5.3 亿元（-19.4%）、扣非 5.45 亿元（-14.64%）。收入端已现改善（Q3 转正、环比量增 0.6 亿平），但盈利端仍受价格下行压制。中期看点在 2025 年整合龙牌后的渠道与份额协同，以及存量房翻新对石膏板需求的托底——这是"量能修复、价格待稳"的典型底部形态。

华润建材科技：Q1-3 水泥销量 3698 万吨（-6.2%）、单吨价格/成本/毛利 205/196/10 元（同比 -26/+3/-30 元）；Q3 销量 1186 万吨（-16.0%）、单吨毛利仅 4 元。唯一亮点是混凝土销量 1298 万方、同比 +24.0%，产业链延伸在补水泥的下滑。当前是典型的周期底部亏损，弹性取决于错峰生产与供给侧约束能否真正落地。

行业趋势

建筑材料的核心矛盾是"需求下行速度快于供给出清速度"。水泥侧，Q3 销量同比 -16%
说明地产新开工的拖累仍在加深，而单吨成本同比 +18 元（煤炭、电力、人工）使价格持平也无法阻止毛利归零；这意味着只有实质性的错峰限产（而非自律倡议）才能推动价格上行，参考此前广东环保督察超产整改带来的两轮涨价，区域性供给约束仍是最有效的催化剂。

消费建材侧，石膏板的"量增价跌"反映了两个现实：一是存量翻新与保障房需求确实在托底总量，二是行业竞争使涨价难以传导。这类公司的估值修复需要看到两个信号之一——原材料（废纸、护面纸、煤炭）价格回落带来的毛利率回升，或地产竣工端数据止跌。

此外，材料端有一条与地产无关的暗线值得跟踪：先进封装带来的玻璃基板（TGV）升级。全球 CoWoS 需求预计从 2026 年的 138.4 万片增至 2027 年的 268.2 万片（+94%），玻璃基板是材料升级的核心方向，TGV 成形与激光改性构筑核心壁垒，海外龙头密集布局、预计 2027 年放量，国产设备在键合（国产化率不足 25%）、超扫、直写光刻（渗透率从 2025 年 7.7% 到 2030 年 21.3%）、隐切（划片机国产化率 <15%）四个环节存在替代空间。这是建材行业中唯一具备"AI 属性"的细分，但其业绩兑现要等到 2027 年。

建筑装饰

核心催化

当日建筑装饰板块缺乏基建订单、开工率、专项债投向等常规高频数据，唯一具备实质内容的线索是民爆与矿山开发的资产重估——高争民爆控制权划转完成，主业从单一民爆向"矿山投资开发 + 民爆生产销售服务"双主业转型，"西藏国资下属唯一矿产资源开发上市平台"的定位被明确。

核心标的及逻辑

高争民爆：7 月底公告控股股东拟变更为西藏地矿集团，8 – 9 月初高效完成控制权划转；公告明确地矿集团入主后公司拟更名为"西藏地质矿产发展股份有限公司"，主业拓展为"矿山投资开发"与"民爆生产销售服务"两大板块。近期股价调整主要受大盘整体情绪、有色板块走弱以及短线获利资金集中兑现影响，矿产资源注入预期与业务转型的核心逻辑未发生变化，且资本运作服务中标结果已明确、相关工作在推进。当前价位已回到公司回购价区间，尚有约 1/4 回购规模未完成，安全边际相对明确。

行业趋势

建筑装饰板块当前的主要矛盾仍是"订单在哪里"。地产新开工的下行已由水泥数据侧面验证（华润建材 Q3 水泥销量同比 -16.0%、单吨毛利仅 4 元），基建侧则缺乏能对冲的力量——在地方财政与专项债投向尚未出现结构性变化前，传统房建与基建订单的修复难以期待。

在这种背景下，板块内值得关注的只有两类：一是具备资源或资产注入逻辑的转型标的（如高争民爆的西藏矿产平台定位），其估值锚不在建筑订单而在资源储量与注入节奏；二是受益于制造业资本开支的专业工程公司（洁净室、电子厂房、数据中心机电），这类订单与 AI 算力建设直接挂钩，是目前建筑行业中唯一景气上行的细分。当日帖子未提供后者的具体标的与订单数据，暂不做延伸推演。

电力设备

核心催化

锂电被卖方定义为"底部坚定推荐"。招商电新的逻辑有三层：一是龙头普遍处于历史估值底部；二是 2027 年 1 月 1 日出口退税取消前，Q4 排产大多很好；三是消费税与出口退税会向下游传导，政策本意是反内卷。需求端判断也不悲观——明年动储合计仍有 20% 以上增长。

SOFC 进入"业绩+订单"双验证期。Bloom Energy Q3 营收 12.4 亿美元、同比 +138%，毛利率 33.8%（提升约 4.53pct），营业利润 2.25 亿美元同比大幅增长，全年指引上调至 45 亿美元左右（约 +10%）且利润率指引不变；SOFC 在手订单持续增长，AIDC 之外的分布式发电需求也在快速增长，并已开始收到碳捕集系统订单。国内链条同步推进：先导基电卡位电解质片/连接体（单 GW 价值量 3 – 4 亿美元、打包毛利率 30%+，2027 年底形成约 3GW 供应能力）、云意电气成立 SOFC 合资公司（SrCo 基阴极可把工作温度降至 550 – 650°C，中期系统成本目标 6000 元/kW 以下）。

欧洲海风政策出现积极变化。10 月 16 日德国联邦参议院通过 WindSeeG 修订意见，针对 2023 – 2025 年已中标但未做 FID 的约 16GW 项目，建议把 35 年运营期延伸至存量项目、允许负补贴款延期或分期缴纳并设一次性退出机制；新项目建议取消无补贴优先竞价、直接采用双向差价合约（CfD）。2023 – 2025 年德国海风拍卖累计授予 17.8GW、其中约 16GW 尚未 FID，高额负补贴竞价叠加成本上升已使部分项目经济性承压——此次修法若落地，将显著改善开发商的投资预期。

核心标的及逻辑

盛弘股份：前三季营收 27.71 亿元（+25.05%）、归母 3.66 亿元（+32.31%）、扣非 3.66 亿元（+37.42%）；Q3 营收 10.12 亿元（+18.51%）、归母 1.38 亿元（+16.58%，环比 -3.08%）。经营质量优于表观增速：Q3 末存货 10.15 亿元（同比 +13.0%、环比 +35.7%）、合同负债 4.40 亿元创单季历史新高（同比 +33.1%、环比 +20.6%），前三季经营性现金流 5.05 亿元（+44.29%），单 Q3 净现比 246%（Q2 为 161%）。Q3 毛利率 39.95%（同比 -1.43pct、环比 -0.84pct）主要受出货结构与充电桩价格战影响。看点是中压 UPS、HVDC、SST 等 AIDC 产品的放量节奏，存货与合同负债双高指向 Q4 集中交付。

星源材质：前三季营收 44.9 亿元（+52%）、归母 3.5 亿元（+209%）、扣非 3.2 亿元（+1900%）；Q3 营收 18.4 亿元（同比 +74%、环比 +17%）、归母 1.5 亿元（同比 +972%、环比 -14%）。隔膜出货 Q3 14.5 亿平（干法 3 亿平、环比翻倍；湿法 11.5 亿平），全年预计 57 – 58 亿平（+20%），2027 年预计 70 亿平。第二曲线是 MFC 压电陶瓷：MFC 是半导体气路系统核心部件（长期被 Horiba、Fujikin 垄断），压电陶瓷控制阀占 MFC BOM 约 35% – 40%（ASP 1500 – 2000 元）；公司 2027 年 MFC 订单需求指引超 60 万支，26Q4 核心客户 GK 已下达 10 万支订单，按 73% 权益测算归母贡献有望达 5000 万元。

尚太科技：Q3 营收 25.92 亿元（同比 +22.37%、环比 +11.97%）、归母 3.50 亿元（同比 +50.92%、环比 +59.90%）。吨净利表观 3.1k+，还原坏账政策变更（影响 6 – 7kw）后约 2.6k、再剔除政府补助（约 4kw）后仍略超预期。2027 年出货预计 70 万吨以上（+50%+），山西四期 20 万吨投产在即、海外 5 万吨年底至明年初落地、山西五期 20 万吨计划 27Q2 投产；行业内率先布局无烟煤替代石油焦、预计 27Q1 量产，降低远期成本扰动。

正泰电源：前三季收入 28.64 亿元（+11%）、归母 0.9 亿元（-34%）；Q3 收入 10.6 亿元（同比 +20%、环比 +8%）、归母 0.22 亿元（同比 -44%、环比 -59%）。订单指标强于利润：Q3 末存货 23.75 亿元（环比 +20%、同比 +62%，积极备货）、合同负债 3 亿元（环比 +46%、同比 +31%，历史新高），Q4 储能与逆变器进入交付旺季。

海伦哲：前三季收入 17.84 亿元（+38.32%）、归母 2.0 亿元（+13.42%）；Q3 收入 6.07 亿元（同比 +24.56%、环比 -7.71%）、归母 0.73 亿元（同比 -21.76%）。储能消防子公司及安盾 Q3 业绩约 0.9 亿元（环比略降，季节性确收节奏），海外储能出货高增、Q4 确收有望提速；特种车辆受电网采购节奏影响。Q3 期间费用 1.21 亿元、同比 +120%，是利润下滑的主因。

博力威：Q3 营收 12.6 亿元（同比 +72%、环比 +24%）、归母 0.44 亿元（同比 3.5 倍、环比 -2%），Vinfast 电摩电池业务增长迅速，电摩+储能加速出货，Q4 收入预计继续快速增长。传音控股的储能业务同样被单独提

出——已在尼日利亚、巴基斯坦跑通本地化模式，被视为"中期有望再造一个传音"的增量。

行业趋势

电力设备正处在三条逻辑的交汇处。第一条是锂电的"政策底 + 排产底"：出口退税取消（2027/1/1）会前置 Q4 需求，而反内卷导向下的价格传导（消费税、退税成本向下游转移）意味着龙头毛利率有望触底；尚太、星源、富临精工的 Q3 吨净利改善已提供初步验证。

第二条是 AI 供电链从"预期"到"订单"：盛弘的合同负债创新高、正泰电源存货同比 +62%、先导基电的 3GW 扩产计划、BE 全年第三次上调指引，都指向同一个事实——AIDC 与分布式发电的电力设备需求正在从概念进入交付。这条线的关键变量是美国缺电的持续性（BE 管理层称"美国缺电是长期的事情"）与国内中压 UPS/HVDC 的国产替代进度。

第三条是海风的政策修复：德国 16GW 存量项目的救济方案若通过，将缓解欧洲开发商在负补贴竞价下的经济性压力，对国内海风零部件出口是间接利好，但传导需要时间（立法仍在推进阶段）。

机械设备

核心催化

杰克科技把"物理 AI"落到了具体产品上。 公司将于 10 月 28 日发布缝制人形机器人，这是当日机械板块最明确的事件催化。可验证的三个指标：8 小时工作模式下效率达人工 50% – 70%、24 小时连续运行日产为人工 1.8 – 2 倍（3 人工作量对应 1 – 1.5 台）、客户 ROI 控制在 2 年以内；节奏上目标是 2026 年 10 – 20 个核心客户完成验证、2027Q2 起放量。技术路线是"策略层大模型 + 自研小模型工具包"的 Harness 架构，已试用 Astra 模型并在刚性材料抓取与泛化性上看到提升，壁垒来自 20 年面料数据 + 200 万客户。

半导体设备出现资本开支上修的硬信号。 长电科技拟将 2026 年投资计划从 110.1 亿元调增至 182.0 亿元，其中固定资产类投资从 99.8 亿元调增至 173.1 亿元，理由是把握行业机遇、匹配客户需求、加快先进产能布局——这是封测端对先进封装需求最直接的回应。

工程机械的"汇兑基数"发生反转。 去年 Q3 开始汇兑大幅亏损，意味着从今年 Q3 到明年全年都是低基数，汇兑扰动基本解除；叠加 9 月挖机、装载机销量分别同比 +14.4%、+17.9%，挖机提价 3 – 5% 逐步落地，行业竞争有望从价格战转向盈利修复。

核心标的及逻辑

大族激光：前三季营收 214.74 亿元（+68.92%）、归母 21.77 亿元（+152.19%）、扣非 23.01 亿元（+304.87%，非经常性损益净额 -1.24 亿元，含金融资产公允价值变动及处置损益 -2.02 亿元），毛利率 35.52%（+2.95pct），期间承受汇兑损失约 2.2 亿元。Q3 单季营收 80.61 亿元（+58.07%）、归母 8.89 亿元（+137.03%）。分业务：PCB 78 亿元（+100%）、3C 消费 43 亿元（+120%）、锂电装备 23 亿元（+75%）、半导体 15 亿元（+14%）、通用小功率近 18 亿元、高功率近 22 亿元（+17%）。订单是最强支撑：1 – 9 月新增订单 243 亿元（PCB 约 100 亿、3C 约 40 亿、锂电约 25 亿、封测约 7 亿），加 2025 年结转 90 亿元合计 333 亿元，已确认 214.7 亿元、在手未确认订单近 120 亿元，全年有望实现 300 亿元收入。

大族数控：Q3 营收 28.56 亿元（同比 +87.77%、环比 -5.73%）、归母 5.87 亿元（同比 +157.08%、环比 -7.36%）、毛利率 39.28%（同比 +5.29pct、环比 +2.83pct）。Q3 环比下滑主因设备行业确认收入受客户产能阶梯式建成影响、具有波动性，不代表基本面趋势；全线产品订单大幅增长，高精度背钻、高阶 HDI 及 mSAP 钻孔等高附加值产品产销两旺。

优利德：10/23 正式发布 VNA7000 系列矢量网络分析仪（10MHz – 67GHz，可扩展至 110GHz，动态范围 >135dB，频率分辨率 1Hz，测量速度 30 μs/点，差分四端口，可对接 MES 实现产线自动化）。核心逻辑是量价齐升：224G PAM4 单通道基频逼近 56GHz 使 67GHz 以上 VNA

从研发工具变为产线刚需；13.5 – 50GHz VNA 单价约 50 万元、67GHz 以上国产单价超 150 万元（通胀超 200%），预计 2028 年算力设施相关 VNA 市场空间超 120 亿元。主业上半年收入、利润增速分别 32%、43%。

柳工：海外收入占比超 50%、海外毛利率显著高于国内，2026 年海外收入预计增长 25%+；挖机提价 3 – 5% 落地叠加汇兑扰动减弱，Q3 业绩拐点确立，新一期股权激励强化改革预期，当前 2027 年 PE 不到 8 倍。同板块的逻辑可参考更广义的表述：收入只要有 15% 增速、利润就有 40%+ 增速（经营杠杆），且几乎不需要新增资本开支、总资产周转率提升即可带来盈利能力提升。

长盈精密：参股天机智能 19.48%，天机背靠安川电机、行业内首个研发并使用 MEMS 力矩传感器，2025 年量产全球首台力控人形双臂并交付，同时提供遥操作与数据采集系统，已与多家海外头部客户直接对接出货；长盈负责制造端，2026H1 已披露交付约 86 万件人形机器人精密零组件并承接整机订单。

速腾聚创：2026 上半年激光雷达出货约 72 万颗、Q3 近 60 万颗，截至 Q3 累计 130 万颗；2026 年车载目标 120 – 180 万颗、泛机器人目标 90 – 100 万颗。机器人雷达覆盖割草机、无人配送、工业 AGV/AMR、叉车、清洁、矿卡、Robotaxi、人形机器人，客户含宇树、智元，机器狗领域市占率 70% – 80% 以上。

鸿仕达（北交所）：半导体先进封装 Lid-Attach 设备国内龙头，明年伴随国内先进封装扩产有望爆发式增长；在 NV 自动化设备中为纬创核心供应商；最新切入台达 AI 电源供应链。北交所的逻辑是 8 支主题基金带来约 40 亿元增量资金 + 相对主板的估值折价。

应流股份：燃机涡轮叶片是产业链瓶颈环节（海外龙头 HWM、PCC 扩产谨慎），公司 2026 年 8 – 10 月各有 3 台炉子达产、产能加速爬坡，9 月与西门子签署长协、每年重燃订单不低于 7 亿元量级。

行业趋势

机械板块当前是"三条腿走路"。第一条是物理 AI 的设备化：杰克（缝制）、长盈（本体结构件+力控）、速腾（感知）、优利德（测试）、博众精工（端侧硬件）分别卡在不同环节，共同点是订单/产品已经可验证，而非纯概念。这条线的风险在于 2027 年才放量、当期业绩贡献有限，估值需要靠事件持续催化。

第二条是 AI 硬件资本开支的国内映射：长电 Capex 上修至 182 亿元、大族在手订单近 120 亿元、大族数控高阶 HDI/mSAP 产销两旺，说明国内封测与 PCB 设备的景气是真实的。第三条是传统制造的周期修复：工程机械的汇兑低基数 + 提价落地 + 海外增长，构成"便宜 + 3 年维度业绩向上 + 下跌因素解除"的组合，这也是当前市场环境下最容易被接受的逻辑。

另有一条独立线索值得跟踪：金刚石散热正处于"首次大批量量产订单在即"的临界点（芯片内封装近结散热量产最快），2026 年末小批量、2027 年量产元年，标的集中在沃尔德、国机精工、四方达、力量钻石、杰普特。

国防军工

核心催化

海外防务订单进入"订单收入比 4 倍"的极端景气。 洛马 26Q3 末在手订单 2920 亿美元、环比 +27%，单季订单收入比达 4 倍；其中导弹与火控业务在手订单 1425 亿美元，较 2025 年末增长 205.5%。管理层表示 2027 年已有大量任务签约并进入执行，预计四大业务板块收入均将增长。扩产目标同样明确：美国国防部正推动 PrSM 精确打击导弹产量扩至原来 4 倍，公司季后向波音授予供应合同、目标将 PAC-3 导引头产量扩至 3 倍。CRS 亦预计，预算明确后国防材料采购与紧急订单有望集中释放；行业 2026 年新机产量预计 1400 – 1500 架，后续目标年产超 2100 架。

地缘时间窗口高度集中。 以色列议会大选将于 10 月 27 日开启，多频道民调显示内塔尼亚胡选情不利、大概率进入悬浮议会且组阁困难；美国 11 月 3

日中期选举，Polymarket 隐含民主党拿下众议院概率 91% – 92%、参议院 64% – 65%。叠加胡塞武装 48 小时内对沙特实施 4
次军事行动，避险情绪与军贸订单预期同步升温。调研路演反馈显示科技资金已开始增配军贸。

国内是"历史低配 + 十五五规划落地在即"的组合。 军工是今年跌幅居前、机构配置处于历史低位的板块，核心军贸正在兑现，同时大飞机（商发）的产业节奏与前景明确，形成"低配 + 反转 + 催化"的三重条件。

核心标的及逻辑

锐科激光：前三季营收 29.34 亿元（+17.11%）、归母 2.57 亿元（+109.05%）、扣非 2.16 亿元（+223.10%）；Q3 营收 10.25 亿元（+21.78%）、归母 0.98 亿元（+96.34%）、扣非 0.91 亿元（+163.27%）。合同负债是最强前瞻指标：Q3 末 1.57 亿元，较年初 0.38 亿元增长 316.29%、较 26H1 的 0.84 亿元环比增长 86%、单季增加 0.73 亿元、较 25Q3 末增长 171%，主要系本级主业持续恢复。后续看特种、超快、保偏光纤多领域放量。

新雷能：前三季营收 10.93 亿元（+17.74%）、归母 -0.90 亿元（同比减亏 0.52%）、扣非 -0.95 亿元（同比减亏 7.68%）、毛利率 41.18%（+1.14pct），经营现金流 2647 万元由负转正。Q3 营收 3.69 亿元（同比 -2.01%）、归母 -0.16 亿元（环比减亏 49.17%）。AI 业务受上游元器件供货限制未起量（Q3 营收仅 0.4 – 0.5 亿元、环比持平），但军工+通信传统业务环比显著提升、板块整体已具备盈利能力；拖累项是股权激励摊销（26 年合计 0.39 亿元）与转固。机构判断"G 链需求即将迎来转折点"。

应流股份（燃气轮机叶片，与航发同属高温合金链条）：西门子燃机需求三次上修至 130 – 140GW/年，海外叶片龙头 HWM、PCC 扩产谨慎，公司 2026 年 8 – 10 月各 3 台炉子达产，9 月与西门子签长协、每年重燃订单不低于 7 亿元量级。海外对标卡朋特科技（27Q1 利润创纪录、27 – 29 年利润 CAGR 指引 +20% 以上）印证了"航发订单与价格仍在上行"。

军工组合推荐：中航沈飞、航发科技、航发动力、锐科激光、复旦微电、国科军工。

行业趋势

军工当前处于"外需订单爆发 + 内需规划落地"的罕见共振期。外需侧的证据链已经完整：洛马订单收入比 4 倍、导弹与火控在手订单 +205.5%、PrSM 扩产 4 倍、PAC-3 导引头扩产 3 倍，说明全球防务补库不是短期行为；商航侧 2026 年新机产量 1400 – 1500 架、目标年产 2100 架以上，带动的补料与维修需求同样共振。

内需侧的逻辑更偏"预期修复"：十五五规划落地在即，军贸从"签协议"进入"交付兑现"，而机构配置仍处历史低位。这意味着军工的弹性主要来自"低配资金的回补"，而不是业绩超预期——一旦市场风险偏好回升，低配板块的边际买盘会明显放大。

需要提示的风险是：军贸订单的确认周期长、且受地缘政治影响大，若以色列大选后中东局势缓和（悬浮议会 + 组阁困难本身就意味着政策僵局），避险溢价可能快速回吐；同时卡朋特管理层的表述（"客户下单水平甚至不足以支撑波音/空客现有生产速率"）提醒我们，国防需求短期仍受美国预算不明确（中期选举）影响而下单延后。

汽车

核心催化

9 月新能源车份额继续向头部集中。 摩根士丹利口径：小米汽车、特斯拉份额环比分别提升 0.6 与 0.8 个百分点，其余品牌持平或出现最高 1 个百分点的环比下滑；年初至 9 月同比维度，零跑提升 2.4 个百分点、蔚来 1.5 个百分点、理想与小米各约 0.5 个百分点。新车型周期仍是份额关键——理想 i6、小鹏 L05 随交付爬坡有望推动份额进一步提升。

电动两轮车的 3C 认证风波是短期最大扰动。 10 月以来认证暂停已有预期，今日传闻 11 月电自 3C 认证需全部更换新证，若严格执行可能导致 11

月各家面临无电自出货。背景是两家认证机构被要求整顿（中汽认证 10 月 8 日前、华诚认证 10 月 23 日前），国庆前后认证机构对生产企业进行飞行检查（大型企业节前、小型企业节后）。影响程度排序为九号 < 爱玛 < 雅迪：九号因电自占比小、25Q4 基数低且 10 月在各家认证暂停时几乎无车型暂停，受影响最小。

AI 需求正通过功率半导体传导到汽车链。 德州仪器 Q3 营收 60.55 亿美元（+28%，超指引中值）、毛利率 64.2%（+6.8pct）、EPS 2.62 美元（超指引上限），其中工业同比 +40% 以上、数据中心 +95%；新能源汽车 800V 高压平台与工业自动化渗透率提升带动汽车需求稳步放量。Q4 指引营收 58 – 63 亿美元、EPS 2.45 – 2.79 美元，均高于市场预期。

核心标的及逻辑

松原安全：前三季收入 23 亿元（+27%）、净利 2.12 亿元（-18.78%）；Q3 收入同比 +36%、环比 +19%，净利 0.89 亿元（同比 -12.02%、环比 +83%）。结构改善非常清晰：安全带 4.6 亿元（+26%，毛利率 29%、环比 +1pct）、气囊 2.3 亿元（+51%，毛利率 21%、环比 +3pct）、方向盘 1.9 亿元（+123%，毛利率 13%、环比 +3pct）。Q4 指引收入 11 – 12 亿元、净利率 12.5% – 13%（环比 Q2 提升 2 – 3pct），对应净利 1.4 – 1.6 亿元、全年约 3.5 – 3.7 亿元；2027 年目标收入 45 亿元、净利率 12% 对应 5.4 亿元。客户结构为吉利、奇瑞、零跑、长城、理想。

小米集团：SOTP 估值给予主业 26E 净利 334 亿元 × 25x PE + 汽车收入 1200 亿元 × 0.7x PS，AI 暂不估值，目标市值 9000 亿元以上、空间 50%+。手机端控量保价、ASP 连续创历史新高、全年毛利率预期上修 1pct 至 9%；IoT 国补高基数窗口在 26H2 退出叠加出海加速；汽车整车 Beta 不利预期出清 + 澎程新车系 26Q4 蓄势待发，左侧预期有望抢跑报表利润回升（预计 26Q4/27Q1）。

美利信（T 链结构件一供）：北美工厂直供特斯拉机器人结构件，目前是 T 结构件一供且今年能形成机器人结构件收入；T 确定执行器与电机壳体单机价值量大，公司直供并为一供。通信业务核心客户华为与爱立信，占其 5.5G/6G 壳体 60% 份额，同时对接高端散热产品制造，是"算力散热新军"。

江铃汽车：Q3 营收 94 亿元（同比 +2.5%、环比 -8.7%），在商用车整体平淡的背景下维持正增长。

理想汽车：发布连山平台，整合自研电池、电驱动与充电体系，符合条件前提供电池终身起火保障；目标 10 分钟补能 500 公里续航，SiC 技术可增加 30 公里续航并多出 24mm 座舱空间；已建成超 4200 座充电站、2.3 万根以上充电桩、设备可用率 99.9%。管理层的核心战略是"动力 + 算力"，以此锚定具身智能。

行业趋势

汽车板块当前有三条独立的价格逻辑。第一条是整车份额战进入"新品驱动"阶段：9 月数据显示份额向特斯拉、小米、零跑集中，而理想的份额修复依赖 i6 的交付爬坡——这意味着整车股的超额收益越来越依赖单一车型的成败，而非行业总量。

第二条是零部件的机会从"配套量"转向"单车价值量"。松原安全的方向盘业务同比 +123%、气囊 +51%，增速远超安全带 +26%，说明智能化/被动安全升级带来的单价提升比配套量增长更快；美利信则是"从汽车结构件跨界机器人结构件"，单车价值量从千元级跳到万元级。

第三条是政策扰动带来的短期错杀。电动两轮车的 3C 认证换证若严格执行，11 月可能出现阶段性断供，但由于各家的电自占比不同（九号最小、雅迪最大），影响是非对称的——这类事件通常带来的是"错杀 + 修复"的交易机会，而非趋势变化，关键是确认换证的实际执行力度。

计算机

核心催化

物理AI从概念走向产业兑现，成为四季度最强主线。 OpenAI 下场布局机器人，GPT-6 Astra 在机器人任务上的跑分已优于 VLA/WAM 等专用模型，王兴兴判断物理AI将在 2-3

年内被突破。政策端同步加码：10 月 20 日国新办发布会工信部表示正研究起草新一代智能制造政策，同日国家数据集团在雄安挂牌。产业端催化密集，英伟达 GTC 发布 Isaac Lab 3.0 与 Isaac OS，特斯拉电话会提出 Optimus Academy 万台级机器人自主练习计划，智元联合北大开源 ViGAR 世界-动作模型，宇树生态大会明确从硬件厂商转向物理AI平台方。

瓶颈从算力转向数据，数采环节被重估。 全球可用具身智能数据目前约 50 万小时，2030 年目标 100 亿小时，按 100 元/小时估算对应万亿级市场；单 OpenAI 一家的采购量即达 500 万 – 1000 万小时。数据从"成本项"变成"资产项"，头部具身大厂 2026 年数采目标已达千万小时量级。数据形态上，普通第一视角视频供给快速增加，但带可执行动作、3D 几何与跨本体映射能力的 Ego/UMI 训练级数据仍然稀缺。

国产算力三季报落地，龙头指引反转。 寒武纪 26Q3 营收 35.31 亿元（同比 +104%、环比 +13.5%），归母 14.04 亿元（同比 +148%），单季均创历史新高；前三季营收 95.26 亿元、归母 37.15 亿元。三季度末存货 116.65 亿元，环比增加 34.17 亿元，预付款同步高增，战略备货指向 Q4 及明年交付放量，毛利率 58.7% 连续三个季度抬升。

市场层面，10 月 23 日出现深 V 反转。 隔夜费城半导体指数大跌 6.7%，A股开盘恐慌但午后放量拉升，沪指涨 0.89%、深成指涨 2.79%、创业板指涨 4.16%，银行补跌、成长接棒，国家队尾盘出手托市。首批发售的 18 只主动 ETF 首日合计募集超百亿，多只触及 20 亿元上限。

核心标的及逻辑

算力芯片与国产替代：寒武纪为国产算力龙头，备货与应付共振确认订单能见度，市场视其为"至暗时刻已过"的标志；同链条关注海光信息、沐曦、天数智芯、燧原科技、壁仞、摩尔线程。翱捷科技通过地平线旗下地瓜机器人切入物理AI机器人 ASIC，单颗 4nm 芯片定价 400 – 500 美金；亿田智能与燧原成立合资公司（持股 51%），算力租赁小步快跑。

数据采集与感知层：杰克科技是 Astra 落地机器人的应用第一股，服装场景稀缺性强、试错成本低，目标 10 月 28 日发布缝制人形机器人，26 年 10 – 20 家核心客户验证 ROI、27Q2 起放量；海康威视Q3 成长加速、估值处近十年低位；天准科技卡位端侧实时控制，累计新签订单 35 亿元以上（2025 全年仅 24.5 亿），为智元大脑主供；汉威科技数采设备已获海外头部机器人客户订单并间接供应 F 客户，触觉、力觉、IMU 全线布局；睿创微纳红外感知对冲北美资本开支不确定性，27 年估值仅 13.6 倍。

PCB 与封装：深南电路26Q3 营收 104.78 亿元（同比 +66.3%）、归母 18.78 亿元（同比 +94.4%），高端突破叠加扩产打开天花板；奥士康Q3 归母 3.72 亿元（同比 +329%），8 月末在手订单较 Q2 涨价 60% 以上，27 年 PE 仅 7 倍；中富电路、科翔股份（陶瓷混压 PCB 扭亏）、大族数控（Q3 营收 +87.8%）同步受益。封测端长电科技先进封装扩产持续推进，前三季归母同比 +69.6%。

模拟与功率半导体：晶丰明源Q3 并表营收 10.1 亿元（同比 +161%），涨价落地兑现，DrMOS 放量待观察；富满微与其同属 LED 驱动+电源功率本土厂商，共享功率半导体涨价红利；兆易创新获高盛维持买入、目标价 413 元（较现价 49.2% 空间），利基 DRAM 与 SLC NAND 量价齐升，2026 – 2028 年净利预测分别上调 160%/61%/49%。

软件与 AI 应用：同花顺前三季营收 47.94 亿元（+47%）、归母 20.37 亿元（+68.9%），合同负债 30.91 亿元同比 +74.7% 指向订单充足；金蝶国际Q3 净新增 ARR 同比 +46.9%，AI 原生合同突破 10 亿元；税友股份Q3 归母同比 +241%；焦点科技AI 麦可付费渗透率持续提升，剔除股份支付后归母 +16.6%；赛意信息首个算力项目已形成稳定收入利润，在手订单 83 亿元；中国科传AI 版权数据变现前三季近 3 亿元、Q3 单季 1.5 – 2 亿元。

光通信与存储：中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技集体公告订单需求强劲，1.6T/800G 高端光模块及 NPO/XPO 下一代光互连需求加速释放；光库科技Q3 营收 8.29 亿元（+106%）、归母 1.42 亿元（+124%）。存储端西部数据 FY27Q1 营收 43.81 亿美元（+55%）、核心客户需求能见度延伸至 2030 – 2031 年，伯恩斯坦驳斥"ASP 增速放缓即周期见顶"的看空论调。

行业趋势

物理AI 的产业逻辑正沿"算力基础设施→核心算法（世界模型/VLA/仿真孪生）→感知层→执行层→场景应用"五环节自上而下传导，价值分布呈现"数据采集弹性大于零部件"的特征。基座模型能力跃升后，通用大模型直接参与机器人控制成为可能，专用模型的训练时间与理解能力劣势被打破，行业进入 scaling law 兑现阶段。

短期市场分歧集中在 AI 资本开支的可持续性。看多方的核心论据是：OpenAI 与 Anthropic 8 – 9 月月均新增 ARR 约 159 亿美元，接近 4 月的 170 亿美元增量，按此节奏年底合计 ARR 有望达 1800 亿美元；美股七姐妹暂不会下修 capex，回调更多来自杠杆去化而非基本面。谨慎方则关注中东地缘、美债高利率对成长股估值的压制，以及 AI 债券价格走弱反映的融资端压力。

节奏上，四季度至明年春季的行情主线大概率围绕物理AI 展开，但需区分"有订单、有业绩"与"仅主题"两类标的。数采、本体、ASIC 三条支线的确定性高于纯概念映射，PCB、存储、光模块等有实际涨价与在手订单支撑的环节具备业绩安全垫。

电子

核心催化

海外半导体剧烈调整后的分化，成为板块最大变量。 隔夜费城半导体指数下跌 6.7%、盘中一度跌超 7%，半导体设备、存储、光通信、CPU 全线重挫，仅有 AI 属性偏弱的模拟芯片相对抗跌；MEGA 7 中除苹果外均被波及，资金转向债券与软件避险。触发因素并非基本面，而是泛林业绩强劲却指引受限、东京电子资本支出承压（跌 6.99%）、特斯拉将本财年资本开支从 250 亿美元下调至 200 亿美元、Meta 加大投入反被嫌弃——"花多不行、花少也不行"的定价逻辑反映出市场对 AI 回报周期的耐心正在耗尽。

存储与模拟的基本面反而在超预期。 西部数据 9 月季度营收 43.81 亿美元（同比 +55%）、EPS 4.64 美元，12 月季度指引约 51 亿美元、毛利率 60% – 61%、EPS 约 5.80 美元，全面高于买方预期上限；伯恩斯坦专门驳斥"DRAM/NAND 涨价放缓即周期见顶"的看空论调。德州仪器 Q3 营收 60.55 亿美元创单季历史新高（同比 +28%）、毛利率 64.2%（同比 +6.8pct）、EPS 2.62 美元，工业与数据中心双轮驱动，验证下游需求广泛复苏。

先进封装扩产是最确定的产业信号。 长电科技将 2026 年投资计划从 110.1 亿元上调至 182.0 亿元，其中固定资产类投资从 99.8 亿元上调至 173.1 亿元，为把握行业机遇、匹配客户需求加快先进产能布局。大摩跟踪显示英伟达在柏林 GTC 将欣兴电子列入"三年内基板产能提升 2.5 倍"的三家合作方之一，产能预订协议支持其中国台湾匡福厂扩建，新增产能自 2027Q2 投产。

散热与新材料进入量产前夜。 金刚石散热中芯片内封装近结散热最贴近热源，国产 GPU 的首次大批量量产订单临近，后续合格供应商交付量预计逐月递增，更多国内芯片厂与海外客户预计从 2027 年起导入。

核心标的及逻辑

PCB 与覆铜板：深南电路26Q3 营收 104.78 亿元（同比 +66.3%）、归母 18.78 亿元（同比 +94.4%），毛利率 34% 以上，高端突破叠加扩产打开天花板；奥士康Q3 营收 21.27 亿元（同比 +45%）、归母 3.72 亿元（同比 +329%），8 月末在手订单较 Q2 涨价 60% 以上，Q4 业绩继续受益，27 年 PE 仅 7 倍；宏和科技电子布 Q3 营收 9 亿元（同比 +207%）、归母 3.6 亿元（同比 +608%），单米售价 19.8 元，量价齐升最为陡峭。

设备与零部件：大族激光前三季营收 214.74 亿元（同比 +69%）、归母 21.77 亿元（同比 +152%），其中 PCB 收入 78 亿元（同比 +100%）、3C 收入 43 亿元（同比 +120%），全年有望实现 300 亿元收入；长川科技、强一股份、华峰测控、精智达受益长电 Capex 上修；半导体零部件关注恒运昌、京仪装备；星源材质MFC 压电陶瓷 26Q4 新增 10

万支订单，该部件长期被日企垄断，价值量占 MFC BOM 约 35% – 40%。

模拟与功率：晶丰明源Q3 并表营收 10.1 亿元（同比 +161%）、毛利率 41.2%，涨价落地兑现，DrMOS 放量为后续看点；富满微同属 LED 驱动+电源功率本土厂商，MOS 产品线 Q4 有望跟随大厂提价。海外对标德州仪器需求复苏广度超预期。

端侧与消费电子：视源股份Q3 收入同比 +44%、业绩同比 +104%、扣非 +149%，液晶显示主控板卡受存储涨价推动价格上升，家电控制器进入批量交付；传音控股150 美金以上价格带销量占比提升至两位数，储能高增叠加端侧 AI 平台价值重估；富智康手机营收占比从 2021 年前的 94% 降至五成出头，车载电控 TCU 由 4G 推进至 5G 并延伸至 ZCU；裕同科技作为 OpenAI 硬件新品包装核心供应商受益端侧放量；沃尔德子公司鑫金泉深度绑定立铠精密，金刚石声学振膜切入 OpenAI 端侧供应链。

新兴显示与感知：视涯科技硅基 OLED 在像素密度、对比度、响应速度与轻薄度上优于 Fast LCD，2027 年 Meta VR 设备全面转向硅基 OLED，备货自 2026 年 6 月启动，PICO 等国产厂商跟进；苏州固锝参股明皜传感，IMU 芯片已送样机器人客户，IMU 是 Ego 数据采集的核心硬件；睿创微纳需求不依赖北美与 AI 资本开支，27 年估值仅 13.6 倍，具备组合对冲价值。

其他涨价链：侨源股份占据四川液氯约 50% 供给、仅 5% 外销客户锁价，价格弹性充足，景气有望延续至 2027 年春季，彭州基地 2027 年下半年加码电子特气；三环集团MLCC 尚未交易业绩、回购力度彰显信心，明年 110 亿利润对应 15 倍。

行业趋势

电子板块当前呈现"海外杀估值、国内杀情绪、基本面在改善"的三重错位。从三季报看，PCB、覆铜板、存储、模拟、设备零部件的收入与毛利率普遍超预期，涨价与订单能见度可延伸至 2027 年；但股价受制于全球 AI 交易拥挤度去化与杠杆平仓，估值已完成大幅压缩，部分二线 PCB 已跌至 15 倍以下。

结构上，硬件反弹顺序大致为 MLCC（尚未交易业绩）→ 业绩强势的低估值 PCB → 超跌半导体零部件，逻辑是"先修估值、再修业绩"。中期看，先进封装扩产、ABF 载板产能预订、金刚石散热量产三条线索的产业确定性最高，均直接绑定 AI 算力硬件的物理瓶颈，而非单纯的需求预期。

风险点在于海外资本开支节奏的分歧：特斯拉下调 capex 与 Meta 上调 capex 同时被市场惩罚，说明定价已从"看投入"转向"看回报"，若四季度 AI 应用侧收入验证不及预期，硬件端仍可能面临二次杀估值。

通信

核心催化

四大光模块龙头同日集体公告，罕见地同步确认下游景气。中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技一致表示客户订单需求强劲，1.6T、800G 等高端光模块需求将保持快速增长，NPO、XPO 等下一代光互连产品需求亦有望逐步释放；国内市场方面，AI 算力基础设施建设快速推进，400G、800G 产品需求有望进一步增长。四家同时发声在历史上并不多见，指向 2027 年需求能见度已从"预期"变为"订单"。

英伟达 CPO 路线图给出最硬的产能指引。 公司计划到 2027 年年中将 CPO 光引擎产能提升 15 倍，CPO 采用 InP 磷化铟激光器；英伟达投资 20 亿美元的两家激光器厂商中，已有一家的 InP 产能基本售罄、订单排至 2027 年底。10 月 21 日披露的产能扩张名单覆盖基板、封装、测试、光引擎共六家供应商，激光器厂商未列入其中，说明激光器供应资源早已被提前锁定。

Lumentum 的产能规划比年初显著激进。 受美国 FCC 关于 65% BOM 条例讨论影响，公司对 CW 与 EML 光芯片的产能规划大幅上修，扩产幅度远超年初计划。2026 年激光芯片总出货量预计 1.4 亿颗，其中 CW 激光芯片约 1000 多万颗，其余绝大部分为 EML，反映出高速率光模块对光源的结构性拉动。

海外光通信股价先行修复。 美股光通信板块盘前普涨，Lumentum 涨 2.97%、Coherent 涨 2.79%、应用光电涨 3.40%、康宁涨 2.20%、迈威尔涨
1.77%，与费城半导体整体大跌形成反差，资金在硬件内部从算力芯片向光互连迁移的迹象明显。

核心标的及逻辑

无源光器件是最优弹性方向：业绩 Q2/Q3
连续超预期、价值量随速率升级通胀、且不受出口政策直接压制。蘅东光绑定 AFL 与 Coherent；天孚通信深度配套英伟达；光库科技26Q3 营收 8.29 亿元（同比 +106%）、归母 1.42 亿元（同比 +124%），前三季毛利率 38.17%、净利率 15.62%，备料扩产提速叠加安捷讯收购加速；仕佳光子MPO 多客户放量并进入康宁 FAU；致尚科技Q3 营收 6.35 亿元（同比 +172%、环比 +52%）、归母 0.42 亿元实现扭亏，MPO 扩产与 MPC 认证进展顺利，Senko 与 PH 合作深化；杰普特获 Viaphoton 订单并与 Coherent 合作；太辰光配套康宁、康普。

汇聚科技是估值最低的无源标的：当前市值仅约 230 亿元，预计 2026 年净利润 20 亿元，对应今年 PE 仅 10 倍，比大光模块厂商更便宜。Q3 MPO 收入环比 Q2 有大几十的增速，高密度线（MMC 等）占比超过 15%，G 客户放量是核心驱动。

有源与光纤：永鼎股份前三季营收 54.30 亿元（同比 +49.57%）、归母 7.43 亿元（同比 +125.75%），毛利率同比提升 14.86pct 至 28.72%，Q3 营收 20.91 亿元（同比 +52.56%），光纤出货略有下滑但四季度产能爬坡将迎利润拐点。上游材料端，磷化铟、铌酸锂被视为下一代光互连的"硬通货"，供给约束强于需求波动。

测试设备：优利德发布 VNA7000 系列 67GHz 矢量网络分析仪，覆盖 10MHz – 67GHz、可扩展至 110GHz，典型动态范围 >135dB、频率分辨率 1Hz、测量速度 30 μs/点，直接匹配 1.6T 光模块电气接口与下一代高速器件测试需求。此前 224G 检测需搭配 67GHz 以上高频 VNA，该产品补齐了国产高端网分的关键缺口。

运营商：中国电信前三季营收 3801 亿元（同比 -3.59%）、归母 262.07 亿元（同比 -14.84%），剔除增值税影响后主营收入基本稳定、归母按可比口径保持增长。移动用户净增 662 万户至 4.45 亿户，5G 用户净增 2858 万户至 3.30 亿户、渗透率 74.2%，宽带净增 37 万户至 2.01 亿户，手机上网流量同比 +12.7%，现金流改善支撑 AI 转型投入。

海外对标：诺基亚3Q26 新增订单约 15 亿欧元，过去 12 个月持续订单约 48 亿欧元（不含交付期超 12 个月的订单）。若供应链改善且订单转化率接近 FY26 约 96% 的水平，FY27 光网络与 IP 网络收入增速有望从指引的 25% – 30% 升至约 42%，JPM 维持增持。

行业趋势

光通信的产业逻辑正从"跟随算力资本开支"转向"独立于算力的速率升级周期"。1.6T 时代的核心变化是光源用量与单价的同步抬升——CPO 架构下光引擎数量倍增、InP 激光器产能成为硬约束，而硅光、薄膜铌酸锂等新路线尚未形成规模替代，导致上游光芯片的紧缺程度高于中游模块。

从业绩节奏看，2026Q3 是无源器件集中兑现的季度：MPO、FAU、光引擎配套等环节的收入增速普遍在 100% 以上，且毛利率随高密度产品占比提升而改善。有源模块厂商则受制于产能爬坡与产品结构切换，Q3 增速相对温和，但四季度起随 1.6T 放量有望迎来利润拐点。

风险主要来自两方面：一是 FCC 65% BOM
等本地化条款若最终落地，可能重塑供应链份额；二是光通信股价与 AI 算力芯片高度联动，若海外 AI 交易继续去杠杆，估值修复会被推迟。但相对而言，无源器件因业绩确定性与政策免疫性，回撤中的配置价值高于纯

算力标的。

传媒

核心催化

AI 影视从概念验证进入作品落地期。 博纳的 AI
电影《三星堆》已上映，业内反馈"一半镜头堪比真实电影镜头"；芒果的《后西游记》同步推进，被视为 AI 影视多模态的两大标杆。国内首部运用 AI 技术制作并取得国家电影局公映许可证的院线电影于 10 月 23 日正式上映，标志着 AI 内容从实验片走向商业院线。红果与海外红果的数据持续飙升，被视为"AI 应用真能赚钱"的直接证据——AI
影视同时是未来消耗算力最大的领域之一，这条逻辑把传媒与算力需求绑定在一起。

游戏板块三季报呈现"国内承压、海外接棒"的分化。 吉比特前三季营收 54.96 亿元（同比 +22.53%）、归母 15.85 亿元（同比 +30.55%），其中境外收入 10.95 亿元、同比 +86.27%；但单 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%），主因国内核心产品流水回落与投资收益减少，欧美版增量仅部分对冲。

出版板块出现成本驱动的利润弹性。 南方传媒三季度业绩同比 +51%、大幅超预期，核心来自毛利率提升 7pct：教育书店业务合并早于股权收购，9 月起新华书店配送服务切换带来成本节省；纸张成本下降贡献 3000 – 4000 万元；教育书店人员整合已启动，节约具备可持续性。

物理AI 的数据采集向传媒内容公司外溢。 头部具身大厂 2026 年数采目标达千万小时，2030 年全球人形机器人本体市场规模约 2500 亿元，数据采集（硬件+数据服务）占整体成本约 25%，对应 600 亿元以上市场空间。具备第一视角内容生产能力的传媒公司因此获得新的估值锚。

核心标的及逻辑

吉比特：前三季营收 54.96 亿元、归母 15.85 亿元，经营活动现金流净额 19.15 亿元（同比 +3.02%）。产品端《问道》系流水 14.06 亿元（同比 -6.2%）保持旗舰稳健度，一款新品流水 8.32 亿元（同比 +163.5%），大陆版 12.44 亿元（同比 +6.7%）；欧美服进入完整运营季度贡献 3.90 亿元流水，叠加 2025 年 7 月上线中国港澳台与日本地区，推动境外收入高增。分红延续高比例，拟每 10 股派现 60 元、合计 4.31 亿元。

网易：3Q26 预计收入同比 +4% 至 295 亿元，Non-GAAP 营业利润同比 +32% 至 117 亿元，Non-GAAP 归母净利润同比 +9% 至 104 亿元（彭博一致预期 105 亿元）。旗舰手游相对稳健，PC 畅玩服收入递延仍有贡献，一款主力产品受四周年庆典（6 月 26 日 – 7 月 24 日分三波推进）与暑期红利拉动流水涨势较好。2027 年新游矩阵是后续核心看点。

赤子城科技：前三季总收入 9.27 – 9.48 亿美元（同比 +33.8% – 36.8%），社交业务 8.35 – 8.50 亿美元（同比 +35.3% – 37.8%），累计下载约 11.3 亿次（较 6 月末 +5.0%）、平均 MAU 约 3653 万（+8.8%）；创新业务 0.92 – 0.98 亿美元（同比 +21.1% – 28.9%），由 AI
短剧驱动。拉美与日本市场拓展成功，世界模型首次落地游戏社交场景。

南方传媒：Q3 业绩同比 +51%，毛利率提升 7pct，成本端三项改善（配送服务整合、纸价下行、人员合并）均具可持续性，是出版板块中盈利弹性最明确的标的。

中广天择：2024 年开始布局物理AI 数据，2025 年已实现数据集营收 2000 万元，已披露第一视角动作交互、双手 3D
等数据产品，是传媒板块中稀缺的"内容能力→训练数据"映射标的。

AI 影视产业链：内容制作端关注博纳影业、芒果超媒、华策影视、慈文传媒、光线传媒、上影；IP 与阅读端关注阅文集团、掌阅科技、中文在线；技术与工具端关注昆仑万维、宝通科技、奥飞娱乐。短剧方向情绪弹性最大，慈文传媒尾盘封板走出二波形态，但需注意题材轮动节奏。

行业趋势

传媒板块当前的定价逻辑已从"内容周期"转向"AI 应用变现"。游戏公司的估值锚是海外发行能力与新品储备，出版公司的估值锚是成本端改善与教育资产整合，影视公司的估值锚则是 AI 降本带来的人均产出跃升。三条线索的共同点是：业绩兑现速度慢于预期，但一旦兑现，利润弹性大于传统内容周期。

AI 影视的商业闭环仍待验证。当前的主要瓶颈不是技术（镜头质量已接近可用），而是渠道与分账模式——院线对 AI 内容的接受度、平台对 AI 短剧的采购定价、以及版权归属规则都尚未成熟。红果系数据的爆发提供了一个正面样本，但其可持续性需要观察用户留存而非单纯播放量。

短期看，传媒板块的beta 更多来自市场情绪修复而非基本面，题材属性强于配置属性；中期应聚焦两类公司：一是海外发行已跑通、能用外币收入对冲国内周期（吉比特、赤子城、网易）；二是拥有独占性内容资产、可直接转化为训练数据或 IP 授权（中广天择、阅文、中文在线）。

食品饮料

核心催化

板块估值与机构持仓双双创历史极值。 食品饮料板块已连续 6 年下跌、创历史之最，估值处于历史 15% 分位；机构持仓比例降至 1.49%，其中白酒机构持仓跌破 1%，为历史新低。这种"估值底 + 持仓底"的叠加，是判断左侧机会的核心前提。

白酒报表调整已较充分，行业最大下降幅度阶段过去。
结构性见底的特征开始出现：部分高端与地产酒龙头动销企稳，渠道进入实质去库存阶段。经过 2025 – 2026 年两年深度调整，2027
年有望实现报表企稳并与动销重新匹配。节奏上判断为地产酒率先见底、高端白酒陆续见底。

消费逻辑发生根本性迁移。 中国酒业协会秘书长指出，白酒消费逻辑已从"应酬干杯"转向"日常微醺"，年轻客群与悦己需求正成为行业主导力量，产品逻辑已从"渠道推动"转为"用户需求决定"，得用户者得天下。这一变化意味着传统以商务场景为核心的量价模型失效，定价权向产品创新与场景运营转移。

杀白马行情构成短期压制。 近期市场持续出现"杀白马祭天"，部分基金为应对赎回，先卖出流动性好的白马股以缓解净值压力，白酒首当其冲。此类行为是磨底期的典型特征，历史上多次出现，属于流动性冲击而非基本面恶化。

核心标的及逻辑

优先配置已见底的地产酒与高端酒：贵州茅台作为高端白酒定价锚，品牌力与现金流稳定性最强，是板块修复的第一顺位；迎驾贡酒、今世缘在区域市场竞争格局中占据优势，动销企稳信号相对明确，属地产酒率先见底的代表。

陆续布局深度调整、即将出清的标的：泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、五粮液均经历较深调整，渠道库存与报表压力的释放接近尾声，一旦动销拐点确认，利润弹性大于已见底品种。这类标的适合在右侧信号出现后加仓，而非左侧重仓。

非白酒方向：晓鸣股份26Q3 营收 3.53 亿元（同比 +29.5%、环比 +13.8%）、归母 0.42 亿元实现同比扭亏（增幅 2651.5%）、环比 +72.1%，核心驱动是蛋价景气；Q3 蛋鸡产品销量 6447 万羽（同比 +2.1%、环比 -7.7%），环比下滑源于高温补栏淡季与 Q2 蛋价冲高后的集中补栏。预计全年商品代蛋鸡雏销量 2.7 – 2.8 亿羽，2027 年有望突破。

行业趋势

食品饮料正处于"基本面磨底、估值见底、情绪筑底"的三底叠加阶段，但三者修复的节奏并不一致。估值与持仓的修复可以很快（一旦资金回流），而报表与动销的修复需要 2 – 4

个季度，因此行情大概率呈现"先估值修复、后业绩验证"的两段式结构。

白酒行业的核心矛盾已从"需求不足"转为"模式失效"。过去依赖商务宴请与渠道压货的增长模型，在年轻客群主导、悦己消费崛起的背景下难以复用；能够完成产品结构年轻化、场景运营精细化的酒企，才具备穿越周期的能力。这意味着板块内部的分化会大于整体弹性，选股的重要性高于择时。

风险点在于：一是去库存进度若低于预期，2027 年报表企稳的判断需要后移；二是消费力恢复依赖居民收入预期改善，宏观若继续走弱，日常微醺的增量难以对冲商务场景的存量下滑；三是机构持仓已极低，但低持仓本身不构成上涨理由，需要增量资金的实际进入。

社会服务

核心催化

9 月餐饮同店数据出现环比改善，Q3 整体好于 Q2。 正餐板块分化明显：海底捞同店店效同比 -3.3%、太二 +2.2%、小菜园 +17%；海底捞 9 月翻台率 4.2 次/天（同比 +0.4、环比 8 月 -0.4），小菜园堂食客流同比 +58%、翻台率约 3.7 次/天（同比
+1）。年初至今同店销售降幅已收窄至高单位数，是年内最明确的边际改善信号。

快餐与茶咖的复苏斜率更陡。 肯德基、麦当劳、必胜客、老乡鸡店效分别 +1.8%、+2.3%、+1.8%、+16%；茶咖堂食同店店效蜜雪 +3.6%、古茗 +13%、沪上阿姨 +5.3%、茶百道 +8.5%、霸王茶姬 +12%。需注意上述为堂食口径，计入外卖后同店增速会低于该水平，反映外卖补贴对堂食的分流仍在持续。瑞幸、库迪店效分别 -1.7%、-1.0%，星巴克 +3.7%，显示平价咖啡赛道已进入存量竞争。

奢侈品端客流仍是主要制约。 开云集团 26Q3 总营收 33.5 亿欧元，报告口径同比持平、可比基础上 -1.0%，略低于彭博一致预期的 +0.8%。多数品牌的转化率、平均售价与客单价保持积极趋势，问题集中在到店客流不足，而非消费意愿下降。

核心标的及逻辑

餐饮连锁：海底捞翻台率同比回升但环比回落，反映暑期旺季后需求自然回落，需观察四季度旺季表现；小菜园是数据中最亮眼的正餐标的，堂食客流同比 +58%、翻台率同比 +1，单店模型验证度提升；太二同店转正，说明酸菜鱼品类已完成出清。快餐端老乡鸡店效 +16%，显著优于西式快餐的个位数增长，中式性价比路线更契合当前消费环境。

茶咖赛道：古茗（+13%）、霸王茶姬（+12%）增速领先，验证了下沉市场与产品创新的双重驱动；蜜雪冰城（+3.6%）、沪上阿姨（+5.3%）、茶百道（+8.5%）处于中间梯队；瑞幸、库迪店效转负，价格战的后遗症开始显现，行业从"扩店驱动"转向"单店效率驱动"。

免税与出行：9 月免税月报显示客流恢复但仍受制于出国游分流，需结合四季度海南旺季政策观察。

海外奢侈品：开云集团分地区看，亚太除日本同比 -8.0%（收入占比 30.0%），中国大陆仍是主要拖累、韩国保持强劲增长；北美同比 +1.0%（占比 24.0%），较 Q2 的 +10.0% 明显放缓；日本同比 +4.0%（占比 10.0%），旅游消费仍有支撑、珠宝业务贡献突出；西欧同比持平（占比 29.0%），连续第三个季度改善，本地与游客消费均较 Q2 好转。整体呈现"中国弱、日本稳、欧美筑底"的格局。

行业趋势

社会服务板块的核心变量已从"客流恢复"转为"客单价与翻台率的平衡"。疫情后修复的红利基本耗尽，2026 年的增长必须来自单店模型的优化——要么通过产品结构提升客单价，要么通过运营效率提升翻台率。9 月数据显示，能做到两者的品牌（小菜园、老乡鸡、古茗、霸王茶姬）同店增速普遍在双位数，而依赖补贴与扩店的品牌（瑞幸、库迪、海底捞）增速已明显放缓。

餐饮供应链的成本环境相对友好。年初至今食材价格温和，租金谈判空间扩大，人工成本因灵活用工普及而趋稳，这为同店改善向利润率的传导提供了条件。但要警惕外卖平台补贴退坡后，堂食与外卖的结构性再平衡可能带来的短期波动。

中期看，行业集中度提升是确定趋势。中小餐饮在需求疲软与成本刚性下加速退出，龙头凭借供应链与品牌优势承接份额。选股应聚焦"单店模型可复制、现金流为正、扩张不依赖融资"的公司，而非单纯的门店数量增长故事。

纺织服饰

核心催化

服装制造成为物理AI落地最快的场景，缝制设备环节率先兑现。杰克科技定于10月28日发布缝制人形机器人，是A股物理AI应用落地的先行者。行业空间测算：全球服装工人近1亿人，其中10%的简单重复工序可被替代，对应约1000万工人，按10万元/台保守估算对应万亿级市场。

效率与投资回报已跨过客户认可线。杰克缝纫机器人在8小时工作模式下效率达人工的50%–70%，24小时连续运行状态下日产可达人工的1.8–2倍，3人工作量对应1–1.5台设备，客户投资回报周期控制在2年以内。节奏上目标2026年完成10–20家核心客户ROI验证，2027Q2起放量。

Astra模型赋能效果已被电话会确认。公司自研的工序小模型与原子技能包在Astra模型下价值进一步凸显，可减少机器人的人工干预比例、缩短新工序调试部署时间、降低交付成本。宇树生态大会提出2027–2028年实现模型与机器人硬件深度统一，为行业节奏提供了外部参照。

奢侈品服装端呈现"日本美洲强、亚太持平"的分化。爱马仕26Q3总营收41.0亿欧元，按实际汇率同比+5.5%、固定汇率+4.3%，弱于彭博一致预期的+5.3%；前三季累计营收122.6亿欧元，固定汇率+5.5%。分地区固定汇率增速：欧洲+7.2%、日本+9.6%、亚太（除日本）持平、美洲+8.8%、中东-4.5%。亚太收入16.5亿欧元占比最高但增速持平，低于市场预期的+1.6%；皮具仍保持双位数增长。

核心标的及逻辑

杰克科技是纺织服饰板块中唯一具备"物理AI+制造场景"双重属性的标的，核心壁垒在于三重稀缺性：

一是数据获取成本极低。公司只做硬件不做衣服、不参与数据转卖，客户天然愿意开放生产数据；相较于地推式数采，杰克只需在销售流程中增加几个交流环节即可获得海量真实工序数据，且其自动化设备本身可观察手部动作与流程环节，数据体量即将迎来质变。

二是场景标准化程度高。缝纫及成衣生产是有成熟SOP的行业，物理AI的落地难度远低于柔性装配等场景，公司采用"策略层大模型+自研小模型工具包"的Harness架构，已试用Astra模型并在刚性材料抓取与泛化性上取得提升。

三是客户资产沉淀深厚。20年面料数据积累与200万客户构成难以复制的护城河，从数据到本体到客户的全栈穿透能力，使公司能够完成业务闭环而非停留在单点技术。

爱马仕作为奢侈品服装的定价锚，其区域数据具有行业风向标意义：亚太（除日本）增速持平说明中国高净值消费仍未恢复，日本+9.6%与美洲+8.8%则受益于旅游消费与本地需求，皮具双位数增长印证了"越贵越好卖"的K型分化逻辑。

丽臣实业作为表面活性剂龙头，前三季营收47.52亿元（同比+36.56%）、归母2.16亿元（同比+114.57%）、扣非+122.22%，综合毛利率11.71%（同比+1.68pct）；Q3单季营收17.60亿元（同比+38.59%、环比+11.23%），归母6078万元（同比+33.78%），受资产减值873万元拖累环比下滑21.77%，但量价齐升逻辑未变，出海拓展支撑成长。

行业趋势

纺织服饰的产业逻辑正在被两条线重塑：一条是制造端的自动化替代，另一条是消费端的 K 型分化。

制造端，服装是劳动密集型程度最高的行业之一，全球近 1
亿工人、工序高度标准化、试错成本低，使其成为物理AI
最理想的试验田。缝制机器人的经济性拐点已经出现——2 年投资回报、24 小时产能 1.8 – 2
倍，意味着替代不再依赖补贴或政策推动，而是纯商业逻辑驱动。若 2027Q2
如期放量，行业将进入"设备商向解决方案商转型"的价值重估阶段。

消费端，奢侈品与大众服饰的分化持续加剧。爱马仕皮具双位数增长与亚太整体持平并存，说明高端客群的购买力并未消失，只是消费地理发生了转移（日本、欧洲承接了中国游客的海外消费）。这对国内服装品牌的启示是：单纯依赖国内门店扩张的增长模型已经失效，具备海外渠道与品牌溢价的公司在分化中占据优势。

风险方面，制造端需关注客户ROI 验证的实际进度，若首批 10 – 20 家客户中有较多未达标，放量节奏会推迟；消费端需关注中国高净值人群消费信心的恢复时点，这直接决定亚太区增速能否转正。

轻工制造

核心催化

电动两轮车 3C 认证整顿引发供给端扰动。 10 月以来 3C
认证暂停已有预期，两家认证机构被要求整顿：中汽认证需在 10 月 8 日前完成、华诚认证需在 10 月 23 日前完成（后者主要覆盖汽车认证）。国庆假期前后认证机构对生产企业开展飞行检查，大型企业节前接受调查、小型企业集中在节后。市场传闻 11 月电动自行车 3C 认证需全部更换新证，若严格执行将导致部分企业 11
月面临无车可出货的局面。

影响程度呈现"九号 < 爱玛 < 雅迪"的排序。 九号受影响最小，一是同期电动自行车占比很小，二是 2025Q4
两轮车基数很低，且 10 月在渠道端已有备货安排；爱玛居中；雅迪因电动自行车业务占比最高、老证存量最大，潜在冲击最为直接。这一排序本质上是产品结构与渠道库存的差异，而非认证能力的差异。

轻工出口链在汇率与成本双重压力下逆势改善。 永艺股份 26Q3 毛利率 22.0%、同比
+1.6pct，在人民币升值与化工类原材料涨价背景下实现逆势提升，Q3 汇兑损失约 3000 万元、前三季累计约 9000 万元，若不考虑汇兑影响，实际经营改善幅度更大。

眼镜与口腔护理的高端化逻辑持续兑现。 明月镜片高折产品合计已占常规镜片 46.3%，1.74
系列单季销售额同比 +169.8%；登康口腔 Q3 单季毛利率 52.4%、同比
+6.5pct，产品结构升级直接抬升盈利中枢。

核心标的及逻辑

永艺股份：26Q1-Q3 收入 40.8 亿元（同比 +17.3%）、归母 2.25 亿元（同比 +17.4%）、扣非 2.24 亿元（同比 +21.3%）；Q3 收入 15.45 亿元（同比 +19.4%）、归母 0.88 亿元（同比 +49.1%）、扣非 0.89 亿元（同比 +61.1%），收入与利润双双提速。毛利率逆势改善来自三方面：销售规模增长带来的规模效应、精益改善与管理变革的降本增效、部分产品价格上调。前三季汇兑损失约 9000 万元是主要表观拖累，中期价值凸显。

登康口腔：26Q1-Q3 收入 14.3 亿元（同比 +16.1%）、归母 1.61 亿元（同比 +18.3%）、扣非 1.47 亿元（同比 +32.4%）；Q3 单季收入 4.64 亿元（同比 +20.2%），增速较 Q2 提升 6.8pct，扣非 0.55 亿元（同比 +32.5%）。毛利率 52.6%（同比 +2.1pct）、Q3 单季 52.4%（同比 +6.5pct）。Q3 销售费用率 30.8%、同比 +5.3pct，系开学季与双十一备战主动加大投放，属战略性投入而非效率恶化。

明月镜片：26Q3 营收 2.7 亿元（同比 +20.3%）、归母 0.7 亿元（同比 +21.9%）、扣非 0.6 亿元（同比 +33.0%），收入利润均超预期。前三季镜片收入 6.1 亿元（同比
+18.5%），增速快于整体。大单品表现突出：PMC 超亮系列 4854 万元（同比 +76.3%、占镜片收入 18.2%）、1.74 系列 3679 万元（同比 +169.8%、占 13.8%）、渐进多焦点 1664 万元（同比 +48.8%、占

6.2%）。渠道端直销收入 3.8 亿元、占比 51.5%，医疗渠道 Q3 收入同比 +113.3%，是增速最快的增量来源。

好太太：26Q1-Q3 收入 11.63 亿元（同比 +9.8%）、归母 1.57 亿元（同比 +9.6%）、扣非 1.47 亿元（同比 +5.4%）；Q3 收入 4.10 亿元（同比 +7.2%）、归母 0.55 亿元（同比 -4.0%）、扣非 0.56 亿元（同比 -1.4%）。家居需求疲软环境下，依靠智能产品渗透率提升与产品结构升级维持收入平稳增长，但毛利率同比承压，主要受成本波动与线上竞争加剧影响。后续弹性取决于核心部件自制比例提升与原材料价格回落。

行业趋势

轻工制造的分化正在加剧，核心变量是"能否用产品结构升级对冲需求疲软"。

能够做到的公司（明月镜片、登康口腔、永艺股份）呈现出共同特征：大单品或高端系列增速远超整体、毛利率逆势提升、渠道结构向高毛利方向迁移（医疗渠道、直销、跨境电商）。这类公司的利润增速普遍快于收入增速，说明增长质量在改善而非以价换量。

做不到的公司（好太太）则陷入"收入微增、利润下滑"的困境，家居耐用品需求与地产竣工高度绑定，在存量房更新需求尚未形成规模替代前，行业整体弹性有限。

电动两轮车的 3C 认证扰动属于供给端事件性冲击，短期会造成出货节奏紊乱与渠道补库，但中期反而有利于行业集中度提升——中小厂商认证资源与合规成本承受能力弱，龙头在换证完成后可承接退出份额。需注意传闻尚未获官方确认，实际执行力度存在不确定性。

出口链的风险集中在汇率。人民币升值对以美元结算的出口企业形成持续压力，永艺前三季汇兑损失已达 9000 万元量级，若升值延续，即便经营改善也难以完全体现在报表上。

医药生物

核心催化

COINS 法案草案落地，最关键的结论是"License 交易被明确排除"。 10 月 22 日美国财政部投资安全办公室发布 163 页拟议规则制定通知（NPRM），拟依据《全面对外投资国家安全法案》更新"对外投资安全计划"，将生物技术新增为第六个对外投资管制领域，分"须申报"与"禁止"两级管理。草案中没有限制纯 License 交易，创新药 BD、CXO 及上游产业链的日常经营均不受管辖；禁止性技术主要影响股权投资、债务融资、合资及并购交易。规则仍处征求意见阶段，最终规则预计 2027 年 3 月发布。

政策风险实质性 de-risking，但短期仍压制情绪。 市场此前担忧生物技术被纳入审查会切断 BD 出海通道，草案明确排除纯授权交易后，这一核心担忧解除。当日的板块大跌是流动性因素与政策情绪叠加所致，而非基本面变化，情绪杀跌后估值已回到相对低位。

创新药 BD 规模创历史新高。 2026 年以来我国创新药 BD 交易首付款超 107 亿美元（约 750 亿元人民币），交易总包超 1650 亿美元（约 1.15 万亿元人民币）；不到 10 个月，首付款与里程碑规模均已大幅超越 2025 年全年，首付款增幅达 50%。这说明跨国药企对中国管线的采购需求在加速，而非收缩。

ESMO 中国数据密集发布，多个"全球首个"。 中国生物制药 TQB2102 成为全球首个发布 III 期结果的 HER2 双抗 ADC，可同时结合 HER2 胞外域Ⅱ区（帕妥珠单抗位点）与Ⅳ区（曲妥珠单抗位点），研究纳入 269 例未接受过化疗的 HER2-low 乳腺癌患者。信达生物 IBI343（CLDN18.2 ADC）在 203 例经 2 – 4L 治疗的胃癌患者中对照化疗 205 例，mPFS 5.5 vs 2.9 个月（HR=0.47）、mOS 9.9 vs 7.4 个月（HR=0.63），获益明确。恒瑞医药瑞康曲妥珠单抗 HORIZON-Breast06 III 期纳入 551 例 HER2 低表达晚期乳腺癌患者，按 1:1 随机分组。微芯生物合作伙伴 HUYABIO 公布西达本胺联合纳武利尤单抗一线治疗晚期黑色素瘤全球 III 期数据，15 个国家入组 404 例。

迪哲医药舒沃替尼在美国正式上市。 10 月 22 日阿斯利康官网宣布该药针对 EGFR 20ins 突变二线患者在美国上市，公司已于 9 月 29 日收到 6 亿美元首付款，依据为 2026 年 7 月 14

日宣布的全球独家授权协议（8 月 31 日生效）。这是中国创新药"授权—上市—收款"完整闭环的标杆案例。

核心标的及逻辑

CXO 与上游：凯莱英前三季收入 53.95 亿元（同比 +16.52%、CER +20.00%）、归母 8.52 亿元（同比 +6.49%，H1 为 -15.71%、增速转正）、经调整净利 10.74 亿元（同比 +21.81%）、经调整净利率 19.90%（同比 +0.86pct）；Q3 收入 17.88 亿元（同比 +24.0%）、归母 3.32
亿元，收入明显提速、盈利能力大幅提升。普洛药业前三季 CDMO 收入约 20.54 亿元（同比 +21%），Q3 单季 6.42 亿元（同比 +42%），在手订单同比 +50%，Q4 交付有望延续 +50%、毛利率有望修复至 35.5% 以上；Q3 利润受汇兑损失（前三季影响约 6300 万元）与人员扩张（薪酬增加约 5000 万元）拖累，管理层维持全年扣非 +10%、CDMO 28 亿元的目标。海外对标三星生物Q3 收入 1.49 万亿韩元（同比 +18.5%）、EBITDA 利润率 50.4%，全年收入增长指引上调至 20%；赛默飞Q3 收入 121.4 亿美元、调整后 EPS 6.69 美元均超预期。

创新药：三生制药、信达生物、中国生物制药、恒瑞医药、迪哲医药、再鼎医药、微芯生物构成 ESMO 数据与 BD 兑现的核心组合。再鼎医药完成 2.5 亿美元 PIPE 私募配售，以每 ADS 22.04 美元发行 1134 万股 ADS（对应 1.134 亿股普通股），净额约 2.41 亿美元，为后续管线推进补充弹药。吉利德以 12.75
亿美元首付款收购瀚辰星泰 IL-23R 抑制剂管线全球权益（HCXT-2001 为口服大环肽、具延长半衰期特征、处Ⅰ期），验证了口服环肽平台的商业价值，国内同类平台公司受益于估值对标。

医疗器械：板块已连跌 5
年、估值处低位且无套牢盘，海外收入占比持续提升、明年汇兑影响有望收窄；国内集采降价已历时 6 年、基本 price in，部分地区集采甚至出现涨价现象。设备端关注联影医疗、迈普医学、开立医疗、澳华内镜、新华医疗，家用端关注鱼跃医疗、可孚医疗、三诺生物、微泰医疗。政策扰动正在见底：门诊量 Q3
逐步提升，院端与零售端需求均在恢复；IVD 检测服务价格征求意见稿多省已下发、价格整体平移，对出厂价影响较小；神经介入耗材国家集采已开始产品信息维护，脊柱、运动医学、人工晶状体等耗材续采推进。

IVD 与诊断：艾德生物前三季营收 8.70 亿元（同比 +0.48%）、归母 2.47 亿元（同比 -5.84%）、扣非 2.37 亿元（同比 -5.30%），汇兑损失 4384 万元（上年同期为收益 370 万元），扣除汇兑影响后归母 2.84 亿元、同比 +9.67%；毛利率 82.49%（同比 -1.25pct）、扣非净利率 27.26%，高管增持彰显信心。华大智造前三季营收 21.50 亿元（同比 +11.98%）、归母 -1.87 亿元（同比减亏 14.76%）、利润总额减亏
47.03%，剔除汇兑影响后利润总额大幅减亏 83.18%；经营活动现金流净额 4.50 亿元（上年同期 -4.19 亿元），已连续四个季度经营净现金流入，毛利率约 57%。

中药与专科药：恩华药业前三季营收 47.76 亿元（同比 +6.81%）、归母 11.46 亿元（同比 +3.63%）、扣非 11.59 亿元（同比 +4.59%），前三季归母已达 2024 年全年水平；Q3 营收 15.57 亿元（同比 +6.61%）、归母 4.05 亿元基本持平，研发费用增长与院内政策环境影响利润表现。东阿阿胶前三季营收 49.40 亿元（同比 +3.65%）、归母 13.30 亿元（同比 +4.39%）、扣非 12.59 亿元（同比 +8.97%），经营现金流 4.00
亿元、同比减少 9.10 亿元，系授信政策阶段性使用导致回款减少 3.84
亿元及大宗物资采购加大。昆药集团前三季营收 27.22 亿元（同比 -42.70%）、归母 -3.66 亿元、扣非 -4.36 亿元，受中成药集采持续扩围、医保支付改革与零售终端格局重塑影响，叠加自身营销模式变革落地偏差。三诺生物前三季营收 38.40 亿元（同比 +11.20%）、归母 3.72 亿元（同比 +76.12%）、扣非 3.52 亿元（同比 +94.86%）；Q3 营收 13.03 亿元（同比 +9.54%、环比 +0.42%）、归母 1.50 亿元（同比 +395.16%）、扣非 1.41 亿元（同比 +538.8%），CGM 快速放量与毛利率持续提升是主因，去年同期子公司 THI
与罗氏专利交叉授权支出形成低基数。

互联网医疗：平安好医生前三季收入 35.08 亿元（同比 -5.8%）、净利 2.48 亿元（同比 +35.0%）、经调整净利 2.58 亿元（同比 +19.5%），净利率 7.1%（同比 +2.14pct），Q3 收入 10.24 亿元（同比 -16.2%），收入收缩但盈利质量改善。

行业趋势

医药板块当前的定价矛盾在于"政策风险的情绪冲击"与"产业兑现的实际进度"之间的错位。COINS 法案草案明确排除纯 License 交易，意味着中国创新药出海的最主要路径（授权首付款+里程碑）不受阻断，而股权投资、合资等重资产模式才会受限——这实际上强化了"轻资产授权"模式的相对优势。

从基本面看，三条线索同时在兑现：一是 BD 交易规模创历史新高（首付款 107 亿美元、总包 1650 亿美元），跨国药企对中国管线的需求未因政策担忧而减弱；二是 ESMO 上多项中国 III 期数据达到国际水准（HER2 双抗 ADC、CLDN18.2 ADC、PD-1 联合方案），从"跟随"进入"并跑"；三是 CXO 订单与产能利用率回升（凯莱英 Q3 收入 +24%、普洛 CDMO 在手订单 +50%），上游景气度确认。

医疗器械的底部特征最为完整：估值连跌 5 年、集采降价 price in、政策扰动见底、海外收入占比提升、汇兑影响明年收窄。这类"利空出尽+边际改善"的组合，通常是左侧布局的最佳窗口。

风险需关注三点：一是 COINS 最终规则（预计 2027 年 3 月）若扩大解释范围，仍可能影响部分交易结构；二是集采在中药、生物类似药等新领域的扩围节奏，昆药集团的营收腰斩即为警示；三是创新药估值对 BD 预期的敏感度过高，若单季度 BD 金额环比回落，情绪容易反复。

公用事业

核心催化

SOFC 开始进入公用事业公司的正式资源规划。 Bloom Energy 26Q3 业绩说明会透露，SOFC 已被公用事业公司考虑纳入表前输配电资源，且可适配成本可控的 CCS 实现零碳排放。这一转变的意义在于：燃料电池从"备用电源"升级为"电网侧可调度资产"，需求天花板从工商业自备电站扩展到公用事业资本开支。

现场供电的渗透率路径被首次量化。 公司预计美国所有工商业设施中，2030 年有 25%、2035 年有 35% 的场景将完全使用现场供电。若该路径成立，意味着电网增量需求的一部分将转向分布式现场发电，对传统公用事业的输配电投资节奏构成结构性影响。

产能与订单同步验证。 BE 26Q3 营收 12.36 亿美元（同比 +138.1%、环比 +16.0%）、毛利率 33.8%（同比 +4.6pct、环比 +0.4pct），连续 6 个季度营收与利润超预期，全年指引第三次上调。Q3 资本开支 1.53 亿美元、年初至今 2.31 亿美元，当前产能约 1.8GW、接近年底预期的 2 – 2.5GW，本轮扩产完成后产能将超过 10GW。此外美国陆军已有条件地向合作伙伴授予长期租约，允许其在陆军设施内使用 BE 产品，场景边界进一步拓宽。

煤层气产量爬坡与煤价回升形成双重支撑。 首华燃气 Q3 天然气产量 3.05 亿立方米（同比 +34%）、销售量同比 +19%，新井投产 7 口、煤层气水平井 5 口，10 月已投产 9 口煤层气水平井、数量超过三季度；日均产量从 320 – 340 万方提升至 370 万方/日。新集能源 Q3 煤炭吨售价约 630 元（同比 +22.75%、环比 +9.6%），价格弹性对冲了销量下滑。

核心标的及逻辑

Bloom Energy（BE）：作为 SOFC 龙头，核心逻辑已从"题材"转为"经营杠杆兑现"——营收增长 138% 而运营费用仅增 26%，规模效应释放幅度远超市场预期。产能规划从当前 1.8GW 扩至 10GW 以上，对应 2025 – 2028 年 SOFC 放量有望连续翻倍。订单驱动的资本开支加速（Q3 单季 1.53 亿美元）是产能落地的直接证据。需注意昨夜美股"缺电板块"集体下跌主要受 AI beta 影响，与公司基本面无关。

首华燃气：Q1-Q3 营收 26.97 亿元（同比 +32.35%）、归母 3.39 亿元（同比增加 3.41 亿元、实现扭亏）、扣非 3.36 亿元（同比增加 3.42 亿元）；Q3 单季营收 9.50 亿元（同比 +35.85%、环比 +1.48%）、归母 1.52 亿元（同比增加 1.62 亿元、环比 +14.15%）。Q3 受二季度投产井前期费用（反排液处理费等）确认与股权激励费用预提（约 400 – 500 万元）合计影响成本费用约 1000 万元，实际经营质量优于报表。公司现有煤层气储量 888

亿方，北部勘探区提供中长期成长空间，前三季经营活动净现金流达 13 亿元。

新集能源：Q1-Q3 总营收 127.25 亿元（同比 +41.23%）、归母 17.47 亿元（同比 +18.33%）；Q3 营收 48.32 亿元（同比 +51.06%）、归母 5.30 亿元（同比 -4.74%）。产销端承压：Q3 商品煤产量 470 万吨（同比 -0.92%、环比 -10.65%）、总销量 477.88 万吨（同比 -5.08%、环比 -10.26%），其中对外销量 242.09 万吨（同比 -22.19%、环比 -27.86%）；但吨售价 630 元（同比 +22.75%、环比 +9.6%）有效对冲，营收仍高增。利润同比微降反映成本端压力。

盛弘股份：前三季营收 27.7 亿元（同比 +25.1%）、归母 3.7 亿元（同比 +32.3%）、扣非 3.7 亿元（同比 +37.4%）；Q3 营收 10.1 亿元（同比 +18.5%、环比 -0.3%）、归母 1.4 亿元（同比 +16.6%、环比 -3.1%）。Q3 出货受季节性扰动，但期末存货达 10.15 亿元（同比 +13.0%、环比 +35.7%），指向 Q4 出货环比恢复较快增速。Q3 毛利率 39.95%（同比 -1.43pct、环比 -0.84pct），受出货结构与充电桩业务影响，中压 UPS 放量是后续盈利改善的关键。

红利类防御资产：商用车板块在高股息属性上具备类公用事业特征。按今年利润预测，中国重汽H、宇通客车、中国重汽A、潍柴动力股息率分别为 7.4%、7.0%、6.5%、4.5%，且基本面以出口为导向、趋势稳中向上。当前市场氛围与 2024H1 类似，当时银行、电力等纯红利资产先涨，随后高股息商用车跟涨，2024H1 月涨幅达 30% – 80%。

行业趋势

公用事业的核心变量正在从"电价与煤价的跷跷板"转向"电力系统的结构性重构"。

供给端，分布式现场供电的渗透是最值得关注的长期趋势。BE 给出的 2030 年 25%、2035 年 35% 工商业设施完全自供电的路径，若兑现将显著削弱电网输配电量的增长斜率。但反过来看，AI 数据中心带来的增量用电需求远超分布式可覆盖的规模，两者并非替代关系而是分层——分布式解决"快"（建设周期短、可快速上线），电网解决"大"（吉瓦级集中供电），这也解释了为什么公用事业公司同时在做两件事：采购 SOFC 作为表前资源，并加大输配电投资。

价格端，煤炭与天然气的分化在延续。煤价 Q3 环比上涨 9.6%、同比上涨 22.75%，而煤层气企业受益于产量爬坡与气价稳定，量价齐升的逻辑更为顺畅。火电企业的盈利则取决于煤价上行能否向电价传导，在当前电价市场化改革尚未完成的阶段，这一传导存在时滞。

风险方面，一是 SOFC 的扩产节奏若快于订单落地，会出现产能利用率不足；二是煤层气企业的产量爬坡依赖新井投产进度，单季度投产数量波动会直接影响业绩节奏；三是红利资产的吸引力高度依赖利率环境，若美债利率继续上行，高股息板块的相对优势会被削弱。

交通运输

核心催化

快递行业"反内卷"效果在单票价格上开始显现。 申通快递 3Q26 单票快递收入 2.12 元、同比提升 0.07 元，单票营业收入 2.15 元、同比提升 0.07 元，而单票营业成本 1.99 元、同比仅增加 0.03 元，单票毛利 0.16 元、同比提升 0.04 元。价格涨幅持续高于成本涨幅，是行业从"以价换量"转向"量价平衡"的直接证据。

件量与份额同步提升，规模效应强化。 3Q26 公司完成快递 76.6 亿件、同比 +17.6%，市占率达 15.0%、同比提升 1.9pct、环比提升 0.5pct。在行业整体增速放缓的背景下，份额逆势提升说明网络覆盖与价格策略的调整开始见效。

利润弹性显著大于收入弹性。 3Q26 归母净利润 5.4 亿元、同比 +78.7%，扣非归母净利润 5.6 亿元、同比 +74.2%，扣非高于归母反映非经常性损益为负。单票费用 0.07 元同比持平、单票所得税 0.02 元同比增加 0.01 元，最终单票归母净利 0.07 元，利润增长几乎全部来自单票毛利的改善而非费用压缩。

核心标的及逻辑

申通快递是本轮快递价格修复中最直接受益的标的之一。核心逻辑有三层：

一是价格端拐点明确。单票收入同比 +0.07 元、单票成本同比仅 +0.03 元，单票毛利同比 +0.04 元，毛利率改善幅度达到 33%。这一改善并非来自一次性补贴，而是行业监管引导下"低价倾销"行为收敛的结果，可持续性较强。

二是份额与件量形成正循环。市占率同比 +1.9pct 至 15.0%，件量增速 17.6% 高于行业平均，规模扩大进一步摊薄中转与运输成本，为后续价格策略提供空间。

三是利润基数低、弹性大。单票归母净利仅 0.07 元，处于通达系较低水平，任何单票毛利的边际改善都会带来利润的高倍数增长。3Q26 归母 +78.7% 已初步验证这一杠杆效应。

需注意的风险是非经常性损益为负（扣非 5.6 亿元高于归母 5.4 亿元），以及单票所得税同比增加 0.01 元反映税收优惠政策的边际变化。

行业趋势

快递行业正处在"反内卷"政策红利与需求增速放缓的交叉点。

政策端，监管部门对低价倾销的约束持续强化，主要产粮区（义乌、广东等）的快递价格已出现实质性上调。这一变化对行业的深远影响是：过去依靠资本开支与价格战争夺份额的扩张模式失效，竞争焦点转向网络效率、服务质量与单票成本控制。

需求端，电商件增速随社零放缓而回落，直播电商与退货件成为增量来源，但退货件的单票价值低于正向件，对收入结构形成一定拖累。行业总量增速预计维持在双位数附近，份额向头部集中的趋势不会改变。

盈利端，价格修复的持续性取决于两点：一是监管执行的力度能否维持，二是头部企业是否会因份额诉求而重新降价。从 3Q26 数据看，申通的"价格涨、成本稳、份额升"三者同时成立，说明当前处在良性竞争的窗口期。

中期看，快递板块的估值修复需要"单票利润持续改善"的连续验证，单季度数据尚不足以确认趋势，需观察四季度旺季（双十一）的价格执行情况。

房地产

核心催化

外资机构对中国房地产的判断转向"框架跟踪"而非"方向性结论"。 摩根大通发布中国房地产监测与底部评估图表手册，覆盖新房及二手房销售、房价、租金、施工、库存、土地市场和政策等核心指标。报告通过历史下行周期对比、租金回报率、房价收入比、家庭形成及城市分级等方法判断销售与房价底部，并测算城中村改造对房地产投资、销售及新开工的潜在拉动。但由于原文未展示完整图表数值，也未给出明确的底部时点，该报告更适合作为持续跟踪框架，而非单一方向性交易结论。

地产链需求仍在磨底，Q3 出现边际改善迹象。 北新建材前三季收入 190.76 亿元（同比 -4.17%）、归母 19.05 亿元（同比 -26.35%）、扣非 18.63 亿元（同比 -26.4%）。分季度看，Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 -1.32%、-11.54%、+1.54%，Q3 收入增速由负转正，是年内首次改善。

"量增价跌"是最典型的底部特征。 Q3 石膏板销量约 5 亿平、环比增长约 0.6 亿平，但均价约 5.4 元/平米、环比下降 0.3 元/平米。销量回升说明下游开工与装修需求有边际修复，价格下行则反映行业产能过剩与竞争加剧，企业以价换量的现象尚未结束。

核心标的及逻辑

北新建材：Q3 收入 64.45 亿元（同比 +1.54%）、归母 5.3 亿元（同比 -19.4%）、扣非 5.45 亿元（同比 -14.64%）。收入端已止跌回升，但利润端仍承压，核心矛盾是石膏板均价环比下滑 0.3 元/平米侵蚀毛利。2025 年公司整合龙牌公司后，行业格局有所优化，但需求疲软环境下提价能力受限。后续弹性取决于两点：一是地产竣工端的修复节奏，二是公司在石膏板以外（防水、涂料）第二曲线的拓展进度。

地产链相关标的：在当前环境下，具备以下特征的标的相对占优——一是收入结构中存量更新（旧改、翻新）占比高，受新房开工下滑影响小；二是具备定价权或成本优势，能在价格战中维持毛利；三是现金流健康、不依赖地产客户账期。北新建材在石膏板领域的份额优势符合第二条，但第一条与第三条仍需观察。

行业趋势

中国房地产正处于"政策底已现、销售底未明、投资底在后"的三段式下行尾部。

政策端，城中村改造是本轮最重要的增量工具。JPM 的测算框架显示，城中村改造对房地产投资、销售及新开工均有潜在拉动，但实际效果取决于资金到位速度与拆迁进度——这两者在当前地方财政约束下都存在不确定性。

销售端，新房与二手房的分化在加剧。二手房以价换量、挂牌量高企，对新房形成直接分流；新房销售则受制于开发商信用与交付预期，改善型需求成为主要支撑。租金回报率与房价收入比是判断底部的核心指标，当前一线城市租金回报率仍低于无风险利率，意味着房价尚未达到"持有性价比"的均衡点。

投资端，新开工的企稳滞后于销售 2 – 4 个季度，而竣工又滞后于新开工 2 – 3 年。这意味着即便销售在 2026 年底企稳，地产链上游材料（水泥、玻璃、石膏板）的需求拐点也要等到 2027 年下半年才会出现。

风险方面，一是政策刺激的边际效用递减，城中村改造若推进慢于预期，投资端难有起色；二是房企信用风险若再次暴露，会打断销售修复的链条；三是地产链企业的应收账款减值压力尚未完全释放，报表风险可能滞后于经营风险。

银行

核心催化

银行股在 10 月 23 日出现补跌，市场结构随之改善。
当日银行板块大跌，资金从红利防御品种撤出、转向创业板，指数午后放量拉升，沪指收涨 0.89%、深成指涨 2.79%、创业板指涨 4.16%。银行补跌是这轮反弹的关键前提——前期资金过度抱团银行避险，导致成长股流动性被抽离，只有银行让出筹码，市场才能形成有效正向反馈。

股息率优势已经消失，是银行补跌的根本原因。 经过持续上涨，银行股息率已无明显吸引力，宁德时代的股息率甚至已超过四大行。这意味着"高股息避险"的配置逻辑对银行的支撑正在弱化——当红利资产的收益率低于成长龙头的分红率时，资金没有理由继续为防御付溢价。

外资对银行的态度转向乐观。 高盛中国策略维持 A 股超配、港股标配的判断，在中美利率周期分化背景下，高美国利率将压制离岸股票估值与跨境资金流入，而宽松的国内金融条件、资本市场支持政策及沪深300 盈利增长继续支撑 A 股。板块配置上，上调银行至超配、下调保险至标配，建议以价值、红利和现金回报资产对冲利率波动，同时配置 AI 等结构性成长主题。

红利资产的轮动路径提供历史参照。 当前市场氛围与 2024H1 类似：情绪低迷、资金聚集红利防守。2023 年底最先上涨的是银行、电力等纯正红利资产，到 2024 年初高股息属性的商用车随后跟涨，2024H1 月涨幅达 30% – 80%。若美债、油价、通胀、AI
融资等叙事延续，红利类资产仍是资金的选择，但领涨品种会从银行向其他高股息行业扩散。

核心标的及逻辑

银行板块：当前的核心矛盾是"基本面稳健"与"估值已充分反映"之间的错配。一方面，银行资产质量在化债政策推进下压力缓释，净息差虽仍在下行但降幅收窄，分红率保持稳定；另一方面，股价经过长期上涨后股息率降至缺乏吸引力的水平，配置性价比下降。外资上调至超配的依据更多是相对配置（在利率波动环境下银行仍是"价值+红利+现金回报"的组合），而非绝对收益空间。

红利扩散方向：在银行让出筹码后，具备高股息且基本面有改善的行业更可能接棒。商用车是典型代表——中国重汽H、宇通客车、中国重汽A、潍柴动力按今年利润预测的股息率分别为 7.4%、7.0%、6.5%、4.5%，均高于银行当前水平，且基本面以出口为导向、趋势稳中向上，格局稳定、技术迭代不快、现金流良好。

保险板块：高盛下调至标配，反映在利率上行环境下保险负债端成本刚性与资产端收益波动的矛盾，以及权益市场波动对投资收益的冲击。

行业趋势

银行板块的投资逻辑正在经历一次根本性切换：从"高股息避险"回到"息差与资产质量"。

过去两年银行上涨的核心驱动是无风险利率下行背景下的红利重估，股息率从 6% 以上压缩至 4% 附近，估值修复基本完成。当股息率不再具备相对优势时，股价的后续空间必须来自盈利改善，而这取决于三个变量：一是净息差的企稳时点（取决于 LPR 与存款利率的调整节奏），二是资产质量（取决于地产与地方债务的风险化解进度），三是中间业务收入（取决于资本市场活跃度）。

从宏观环境看，中美利率周期分化是当前最重要的背景。美国利率维持高位会压制全球风险资产估值、吸引资金回流美元资产，对 A 股银行形成"外资流出"的压力；但国内宽松的金融条件与资本市场支持政策又提供了托底。这种"外部收紧、内部宽松"的组合，决定了银行股大概率呈现震荡而非趋势性行情。

对市场整体而言，银行补跌是健康信号。它意味着资金从防御转向进攻，风险偏好实质性回升。但需注意，若反弹过程中银行再度被拉抬，往往是"护盘"而非"进攻"的特征，反而会削弱反弹的持续性——10 月 23
日上午曾出现拉银行保险救市、AI
科技继续下挫的局面，市场随即失去动能，直到下午转向成长股才形成有效反弹。

非银金融

核心催化

保险三季报增速承压已成市场共识，但压制因素正在被消化。 高基数、新版"报行合一"以及权益市场波动三重压力下，市场对险企三季度业绩的预期已充分下修。在此背景下，机构判断可以边际乐观——理由是预期差的空间已被压缩，业绩落地后反而可能形成"利空出尽"的修复窗口。

部分险企或兑现债券浮盈平滑利润。 三季度末，为平滑季度利润波动，部分险企可能兑现部分债券浮盈。这一操作在利率上行的环境中具备可行性——过去几年积累的债券浮盈规模较大，出售部分持仓可对冲权益端与负债端的当期压力。需注意这类利润的质量低于承保利润与经常性投资收益，属于一次性调节。

2027 年"开门红"部署启动，是四季度最重要的前瞻信号。 时间进入 10 月后，部分公司已开始 2027 年"开门红"业务部署。开门红的预收保费规模直接决定次年一季度新业务价值的基数，其推进力度与产品定价策略，是判断 2027 年行业增长的关键观察点。在"报行合一"全面实施后，产品费率与渠道费用透明度提升，开门红的产品结构大概率向分红型、增额终身寿等兼具保障与储蓄属性的品类倾斜。

外资对保险的配置态度转向中性。 高盛中国策略在板块配置上下调保险至标配，同时上调银行至超配。这一调整反映在利率上行环境下，保险负债端成本刚性与资产端收益波动的矛盾——相较银行，保险的利润对权益市场的敏感度更高，在波动加剧的环境下确定性偏低。

核心标的及逻辑

综合险企：中国平安负债端与资产端最为均衡，代理人渠道改革已进入收获期，医疗养老生态的协同效应逐步体现在新业务价值率上；中国人寿(H)
作为寿险龙头，对利率变化的敏感度最高，在债券浮盈兑现与开门红节奏上具备主动权。

财险与高股息品种：中国财险是板块中确定性最强的标的，车险综合成本率保持稳健、非车业务结构优化，且分红率稳定，在当前"价值+红利+现金回报"的配置主线下更受资金青睐。

弹性品种：新华保险、中国太保对权益市场的 beta 最高，一旦资本市场回暖，净利润与内含价值的修复弹性最大；中国人保受益于财险与健康险的双轮驱动；阳光保险、中国太平估值处于低位，属于赔率型选择。

行业趋势

非银金融的核心矛盾是"资产端决定弹性、负债端决定估值"。

资产端，利率环境是决定性变量。美债利率维持高位、国内 10 年期国债收益率上行，对险企形成双向影响：一方面，新增固收资产收益率提升有利于改善再投资收益与利差损预期；另一方面，存量债券持仓面临浮亏压力，若计入其他综合收益会侵蚀净资产。三季度末兑现浮盈的操作，本质是在两者之间做时间上的腾挪。

负债端，"报行合一"的影响正在从冲击转为常态。该政策压降了渠道费用、提升了费差益，但也降低了代理人销售积极性，导致新单保费增长承压。行业正在通过产品结构转型（分红险、增额终身寿）与渠道多元化（银保、经代）来对冲，效果需要 2 – 3 个季度验证。

估值端，保险股的内含价值倍数处于历史低位，但低估值本身不构成上涨理由。真正的催化剂有三：一是长端利率企稳回升，缓解利差损担忧；二是权益市场转暖，投资收益超预期；三是开门红数据超预期，确认负债端增长。三者中，开门红是最早可验证的信号，也是四季度最值得跟踪的变量。

风险方面，一是若权益市场继续调整，险企净利润与净资产会双重承压；二是"报行合一"若进一步收紧，渠道产能恢复可能慢于预期；三是高基数效应会延续至 2027 年一季度，同比数据的改善需要更长时间。

商贸零售

核心催化

黄金珠宝呈现"内地弱、海外强"的极端分化。 周大福 FY27Q2 集团零售值同比 -0.5%，其中内地 -5.3%（占比 83%）、港澳及其他 +33.2%（占比 17%）；内地直营同店 +2.2%、加盟
-2.9%，直营韧性强于加盟，表现优于大盘。公司发布正面盈利预告，FY27H1 净利润预计同比
+90% – 100%，主因黄金借贷合约公允价值由负转正，叠加终端销售改善。六福集团 FY27Q2 零售值同比
+8%（Q1 为 +32%）、零售收入同比 +23%（Q1 为 +43%），港澳 +17%、内地 -2%、其他市场
+25%；内地零售收入同比 +28%，主要由电商 +28% 带动，国庆期间内地表现超预期。两家公司的共同点是：高基数下增速放缓，但海外与电商成为新的增长引擎。

线下零售渠道结构正在重构。 洽洽三季报交流显示，Q3 瓜子与坚果销售额均有增长、坚果增速较快；线下经销商渠道逐步企稳，盒马、即时零售、零食量贩系统增长较快，山姆、其他电商及海外渠道表现不错，但海外业务受美国市场影响基本持平、略有下降。新品中魔芋素毛肚月销 800 – 1000 万元、素鱼片表现不错、花生果三季度增长较快。这组数据说明：传统经销渠道的份额正被新型零售业态分流，能否抓住零食量贩与即时零售，决定企业的增长斜率。

药店调改进入收获期，非药成为第二增长曲线。 一心堂约 5000 家门店完成品类建设、占总门店
50%，最早调改的 1000 家已运营满 1 年；标杆商圈店月收入提升 30% 以上、非药占比达
30% – 40%，非药综合毛利率约 40%，且调改门店不增加面积、不增加人手。这一模型的意义在于：在药品集采降价、医保支付改革压缩药品毛利的环境下，非药品类提供了不依赖处方外流的增长路径。

区域百货的盈利能力改善超出收入表现。 汇嘉时代前三季营收 19.61 亿元（同比 +4.95%）、归母 1.37 亿元（同比 +70.08%）、扣非 1.22 亿元（同比 +64.05%）；Q3 单季营收 6.26 亿元（同比 +4.87%）、归母 0.39

亿元（同比 +188.87%），利润增速远超收入增速，反映品类结构优化与费用管控的成效。

核心标的及逻辑

黄金珠宝：周大福的核心看点是海外高增与产品矩阵迭代，FY27H1 净利预增 90% – 100% 虽含黄金借贷合约公允价值转正的一次性因素，但终端销售改善是实质支撑；内地渠道优化带来的短期下滑，是高基数与门店结构调整的结果，不影响中长期品牌力。六福集团的电商驱动更为明显，内地零售收入 +28%
全部来自线上，说明在低线城市与年轻客群中，线上渠道的渗透效率高于线下开店。

药店连锁：一心堂具备"业绩超预期 + 调改再造一个一心堂 + 出清受益"三重逻辑共振。5000
家门店完成品类建设意味着调改已从试点走向规模化，标杆店月收入 +30%、非药毛利 40% 的组合，使单店模型的盈利能力显著优于传统药店。在行业出清过程中，中小药店因合规成本与采购劣势加速退出，龙头承接份额。

休闲食品：洽洽的渠道结构变化最具代表性——传统经销企稳、新渠道高增，坚果增速快于瓜子，说明产品结构在向高价值品类迁移。魔芋素毛肚月销近千万的体量，验证了新品孵化能力。需注意海外业务受美国市场拖累，这在其出口占比提升后可能成为持续拖累。

区域零售：汇嘉时代Q3 归母同比
+188.87%、扣非增速同样亮眼，利润弹性来自品类优化与费用率下降，属于典型的"低基数 +
经营改善"组合，但区域性百货的增长天花板受制于门店扩张速度与商圈客流。

奢侈品零售：开云集团26Q3 总营收 33.5 亿欧元、可比 -1.0%，亚太除日本 -8.0%（占比
30%）为主要拖累、韩国保持强劲；北美 +1.0%（占比 24%）较 Q2 的 +10.0% 明显放缓；日本
+4.0%、西欧持平且连续三季度改善。客流是核心制约，转化率与客单价仍积极。

行业趋势

商贸零售的核心变化是"渠道权力的转移"。过去由品牌与经销商主导的分销体系，正在被三类新势力重构：一是零食量贩与折扣店，以极致性价比切走标品份额；二是即时零售，以履约时效切走应急性需求；三是会员店（山姆、盒马），以选品能力切走中产家庭的囤货需求。传统商超与经销商的份额流失是结构性的，不可逆。

黄金珠宝的分化则反映消费地理的迁移。内地零售值下滑与港澳 +33%、其他市场 +25% 并存，说明中国消费者的珠宝购买并未减少，只是转移到了境外。这一趋势对拥有港澳及海外网络的公司（周大福、六福）有利，对纯内地布局的品牌形成压力。同时，金价高位运行改变了产品结构——按件计价的一口价产品占比提升，克重类产品需求下降，这对产品设计与品牌溢价能力提出更高要求。

药店行业的逻辑最为清晰：药品端受集采与医保改革压制，非药端（保健品、医疗器械、日化）成为利润来源。调改的本质是把药店从"卖药的地方"变成"健康消费的场景"，这一转型的成功率取决于门店选址（商圈店优于社区店）与供应链能力（非药 SKU 管理难度远高于药品）。

风险方面，一是黄金价格若大幅回调，会同时冲击存货价值与消费者购买意愿；二是零食量贩业态的扩张速度若超预期，传统品牌的价格体系会被进一步击穿；三是药店调改的单店投入回收周期若长于预期，会拖累现金流。

农林牧渔

核心催化

生猪养殖的现金流亏损已持续超 8 个月，刷新历史最长亏损记录。 猪价持续低于预期正在催化产能超预期去化。展望四季度，消费需求相对平淡而养殖行业现金流压力继续加大，供需矛盾难以扭转，行业亏损记录可能继续被刷新。这意味着亏损不再是短期的价格波动，而是资产负债表层面的持续消耗，中小养殖户的退出会加速。

产能去化幅度与时间跨度均超历史。
机构预计本轮产能去化周期将延续到明年上半年，能繁母猪累计去化幅度或超过 10%。这一幅度显著高于以往周期，叠加政策端"产能常态化调控"的开启，本轮猪周期在持续亏损与政策调控双重影响下，养殖大周期反转可期，且产能调控机制的建立将为行业长期可持续发展奠定基础。

天然橡胶进入"强现实"阶段，产能缺口已经打开。 社会库存低、旺季累库偏低，供给已出现实质性缺口，利好停割期价格。近期回调源于资金止盈、宏观转弱以及对抛储、套保新规的误读，不构成实质利空。橡胶涨价的主因是自身周期而非天气：亚洲产区十余年没有扩种、树龄老化压低单产，而下游轮胎产能持续扩张；今年的高价并未刺激出额外产量，说明割胶已满负荷，在产能利用率极高的情况下利润仍在扩张，这正是产能缺口已现的标志。越南、印尼、泰南确定减产，印尼降幅可能达到 20%；目前进入进口旺季，但进口同比下降 18%，进一步印证供给紧张。厄尔尼诺只是"锦上添花"，历史上其对供给的影响仅有几个点。

蛋鸡价格景气驱动盈利反转。 晓鸣股份 26Q3 营收 3.53 亿元（同比 +29.5%、环比 +13.8%）、归母 0.42 亿元（同比扭亏、增幅 2651.5%、环比 +72.1%）。Q3 蛋鸡产品销量 6447 万羽（同比 +2.1%、环比 -7.7%），环比下滑主要受高温补栏淡季影响，叠加 Q2 蛋价自低位冲高时行业进行过集中补栏。预计 2026 全年商品代蛋鸡雏销量 2.7 – 2.8 亿羽。

核心标的及逻辑

生猪养殖：核心逻辑是"成本与现金流决定生存，产能去化决定弹性"。重点推荐四家龙头——牧原股份成本控制行业领先，在深度亏损期仍能维持正向现金流，是产能去化周期中最具抗压能力的标的；温氏股份采用"公司+农户"模式，轻资产扩张能力更强，一旦猪价反转，出栏弹性大；德康农牧成本优势明显且资产负债表相对健康；神农集团体量较小、业绩弹性最大，属于反转期的进攻性品种。判断本轮投资的核心指标不是当期利润，而是能繁母猪存栏的月度去化速度与行业现金流状况。

天然橡胶：供给端的约束是十年维度的问题——亚洲产区长期不扩种、树龄结构老化，单产提升空间有限；需求端新能源汽车带动轮胎需求刚性增长。海南橡胶、中化国际等拥有种植资源的标的直接受益于胶价上行，轮胎企业则面临成本传导压力，需关注其提价能力。

蛋鸡：晓鸣股份作为蛋鸡苗龙头，盈利完全由蛋价周期驱动，Q3 的扭亏验证了价格弹性。但需注意其销量环比下滑反映补栏节奏的波动，且 2026 年前三季营收同比 -10.1%、归母同比 -75.9%，说明全年业绩仍受上半年拖累，Q3 单季改善尚不足以扭转全年趋势。

行业趋势

农林牧渔的板块逻辑始终围绕"供给周期"展开，但本轮与历史的差异在于政策变量的介入。

生猪方面，过去猪周期的反转依赖"亏损—退出—供给减少—价格回升"的纯市场机制，而本轮叠加了"产能常态化调控"，意味着政策会在产能过剩时主动引导去化、在产能不足时鼓励补栏。这一机制的效果是双向的：一方面缩短了周期的底部时间，另一方面也压制了周期的上行高度。对投资而言，这意味着"反转可期但弹性受限"，龙头的估值修复空间大于业绩弹性空间。

橡胶方面，这是少数供给端存在硬约束的农产品。树木从种植到开割需要 6 – 7 年，即便当前价格高企，短期也无法增加供给，因此价格的上行周期会持续较长时间。需求端，新能源车对轮胎的性能要求提升（低滚阻、高耐磨），单条轮胎的胶料价值量在上升，这为胶价提供了结构性支撑。

蛋鸡与肉禽的周期更短、波动更剧烈，价格对补栏节奏极度敏感。Q2 蛋价冲高引发的集中补栏，会在 4 – 5 个月后转化为供给压力，因此 Q4 至明年一季度蛋价可能面临回落，晓鸣股份的盈利改善的持续性需要观察。

风险方面，一是猪价若因政策收储或二次育肥而短期反弹，会延缓产能去化，反而拉长周期底部；二是橡胶价格若因宏观衰退预期而持续下跌，会打破"强现实"的定价逻辑；三是禽类疫病若爆发，会同时冲击供给与消费。

综合

核心催化

10 月 23 日 A 股走出深 V 反转，成交量成为关键验证。 三大指数集体探底回升，创业板指涨超 4%（此前一度跌超 3%），沪指涨 0.89%、深成指涨 2.79%，全天成交近 2 万亿元。多只宽基 ETF 持续放量，创业板 ETF 易方达单日成交额突破 195 亿元、创 2024 年 10 月 9 日以来新高。放量反弹意味着场外资金实质性进场，而非存量资金的对倒，"弹簧压得越狠、反弹力度越快"的规律再次生效。

国家队单日净买入约 500 亿元，规模与上轮峰值相当。 其中沪深 300 近 240 亿元、上证 50 超 45 亿元、双创类约 160 亿元、中证 500 与 1000 约 60 亿元，买入范围几乎扩大到所有品种。这一规模与 7 月 17 日、7 月 20 日的 550 亿元峰值接近，显示托底力度已回到年内最高水平。

首批主动 ETF 首日售罄，比例配售启动。 摩根基金、易方达基金旗下主动 ETF 均在发行首日达到 20 亿元募集上限并提前结募，对有效认购申请采取比例配售。首批 18 只主动 ETF 首日合计募集规模超百亿，反映在被动产品充分内卷后，资金开始为主动管理能力付费。

创业板指击穿 0.382 极限调整区域。 指数跌破 2600 点，调整幅度已相当于 2015 年 6 – 9 月、2021 年 12 月 – 2022 年 4 月的"灾难式"调整，前两轮 A 浪下跌甚至 B 反之后的 C 浪下跌，最低都未完全跌破 0.382 分位。技术面上，市场已进入历史极端区域。

空头拥挤度达到五年极值，逼空风险积聚。 对冲基金大举做空，令看跌押注接近 5 年高位；全球股票做空/买入比率达到约 5 倍，做空杠杆处于过去 5 年的第 99 百分位。极度拥挤的空头头寸一旦遭遇反弹，容易引发剧烈逼空，这也是当日反弹幅度超预期的技术原因之一。

政策端关注 AI 与就业的平衡。
国务院办公厅印发《关于适应人工智能技术发展助力构建就业友好型发展方式的意见》，提出减缓 AI 应用对就业的替代影响，优先在劳动力紧缺、环境高危等岗位推广，稳慎把握在劳动密集型行业应用的范围、力度与节奏，鼓励企业探索建立失业缓冲期制度。

核心标的及逻辑

新能源与电力设备：亿纬锂能前三季营收 733.90 亿元（同比 +63.08%）、归母 52.40 亿元（同比 +86.11%）、扣非 40.95 亿元（同比 +111.38%）；Q3 营收 276.98 亿元（同比 +64.56%、环比 +10.74%）、归母 19.39 亿元（同比 +60.18%、环比 +4.53%）。尚太科技Q3 营收 25.92 亿元（同比 +22.37%、环比 +11.97%）、归母 3.50 亿元（同比 +50.92%、环比 +59.90%），盈利走入上行通道，毛利率环比降 2 个点系客户提货节奏与石墨化外协涨价影响。平高电气前三季营收 81.53 亿元（同比 -3.36%）、归母 12.31 亿元（同比 +25.34%），Q3 营收 27.78 亿元（同比 +1.39%）、归母 4.14 亿元（同比 +30.50%），利润增速远超收入。

汽车与两轮车：爱玛科技前三季营收 183.9 亿元（同比 -12.8%）、归母 11.0 亿元（同比 -42.1%）；Q3 营收 69.5 亿元（同比 -13.8%、环比 +9.3%）、归母 4.4 亿元（同比 -36.9%）、扣非 3.7 亿元（同比 -43%）。Q3 总销量预计 315 万台（同比 -18%），其中电三轮 17 万台（-15%）、电动两轮 298 万台，量受雨水天气与新标切换影响承压，但单车 ASP 保持提升趋势。隆鑫通用前三季收入 148.62 亿元（同比 +2%）、归母 15.43 亿元（同比 -2%）；Q3 收入 50.86 亿元（同比 +6%）、归母 5.52 亿元（同比 +10%），单季改善明显并拟进行中期分红。中集车辆受益美国半挂车订单复苏，ACT 数据显示 7 月净订单 1.57 万辆（同比 +94%）、8 月 2.42 万辆（环比 +55%、同比近 +200%）、9 月 4.27 万辆（环比 +75%、同比 +311%），季调后 3.67 万辆为过去 55 个月第三高。

出口制造与消费：哈尔斯前三季收入 27.25 亿元（同比 +11.8%）、归母 0.82 亿元（同比 -18.3%），Q3 收入 9.52 亿元（同比 +10.0%）、归母 0.33 亿元（同比 +275.4%）、扣非 +203.0%，单季利润大幅改善。永新股份前三季收入 30.1 亿元（同比 +11.3%）、归母 3.1 亿元（同比 +0.9%），Q3 收入 10.7 亿元（同比 +11.8%），在油价大幅波动下依靠实时调价机制保持韧性。浩洋股份Q3

受经销商观望关税、汇兑损失与中东需求走弱影响承压，但美国 9 月末已恢复发货、10 月订单落地，SGM 单季毛利率提升至 47%（上半年为 30%）、扭亏可期。致欧科技预计 Q3 利润增速约 60%。东方教育秋招人数同比 +6%、新生收款约 +12%，全年经调净利 9.5 – 9.9 亿元、对应 PE 6 – 7 倍、股息率约 8%。布鲁可控股股东减持 1.5% 系离岸信托补税资金需求（税额高于原预估），减持后实控人持股 52%、控制权未变，全年收入 +30% 指引不调整，海外增速与上半年 +228% 接近。

科技与算力：海光信息CPU 海光 5 号对标 AMD Venice 系列、256 核并增加 AI 支持，预计明年 Q1 量产出货；DCU 全年出货 50 万颗，深算 4 号四 die 合封、性能高于 H 系列、对标 B 系列七八十水平，Q4 出货，单 die 价格高于 3 号 50% – 60%。紫光股份新华三国际战略目标国际业务增速 100+%、收入占比 30%，人员从 600 人扩至 3000 人，已在亚欧非拉设立 22 个海外子公司。凌云光以光惯融合动捕切入具身智能数据采集，解决遥操作设备穿戴复杂、精度不足、效率仅为人 1/10 的痛点。杭州柯林为英伟达 Isaac 平台工业场景重要合作伙伴。五洋自控Q3 营收 3.81 亿元（同比 +82.90%、环比 +130.55%）、扣非 0.12 亿元（同比 +1114.30%），受益柯斯宇并表。

其他行业亮点：凯盛新材氯化亚砜 10 月 22 日报价 5750 元/吨、较 9 月底上涨 31.2%，同期硫磺由 5693 元/吨降至 5241 元/吨、下跌 7.9%，理论价差扩大 1488 元/吨、年化增利弹性约 1.1 亿元。天润乳业Q3 收入 7.35 亿元（同比 +8.39%）、归母 0.26 亿元（同比 +131.1%）、扣非 0.35 亿元（同比 +85.7%），Q3 毛利率 18.93%（同比 +4.21pct），疆内 +6.5%、疆外 +13.9%，2024 – 25 年喷粉与淘牛损失显著降低。密尔克卫Q3 利润加速增长、预计 Q4 继续加速，2027 年 PE 仅 12 倍。高争民爆回到回购价范围、约 1/4 回购规模尚未完成。

行业趋势

当前市场处于"技术面极端 + 资金面托底 + 情绪面绝望"的三重底部区域。

技术面上，创业板指击穿 0.382 分位意味着调整幅度已超越历史两轮熊市，继续下跌需要新的基本面利空驱动，而非单纯的情绪宣泄。资金面上，国家队 500 亿元的单日净买入与宽基 ETF 的巨量成交构成实质托底，主动 ETF 首日售罄说明场外资金正在寻找入场工具。情绪面上，对冲基金做空杠杆处于五年 99% 分位，空头拥挤本身就是反转的燃料。

产业层面，三季报呈现出清晰的结构：算力硬件（存储、PCB、光模块、国产芯片）与出海制造（两轮车、半挂车、保温器皿、包装）的业绩确定性最高，而内需消费与地产链仍在磨底。存储专家给出的判断是 2026 下半年供需缺口至少 20%、2027 年约 10%，新增产能要到 2027 – 2028 年才落地，这意味着涨价周期的持续性优于市场预期。拉姆研究 FY27Q1 营收 82.2 亿美元（环比 +22%）超预期，但指引偏弱反映供应链限制仍在。

风险方面，一是反弹的持续性依赖成交量能否维持，若成交回落至 1.5 万亿以下，反弹容易演变为一日游；二是中东地缘（美伊博弈、胡塞武装行动）与中期选举的不确定性仍在，油价上行会重新引发通胀担忧；三是三安光电实控人林秀成被检察机关批准逮捕等公司治理事件，提醒投资者在反弹中仍需甄别个体风险。

家用电器

核心催化

汇兑损失成为家电出口企业三季报的最大扰动项。 TCL 智家 2026Q1-Q3 营收 153.06 亿元（同比 +6.69%）、归母 7.75 亿元（同比 -20.67%）；Q3 单季营收 53.71 亿元（同比 +10.32%）、归母 2.64 亿元（同比 -22.15%）。净利润下滑主因人民币升值产生汇兑损失 2.84 亿元、损失同比增加 3.58 亿元；若剔除汇兑损益影响，前三季归母净利润为 9.43 亿元、同比 +0.70%。Q3 毛利率同比 -4.66pct 至 22.50%，财务费用受汇兑拖累明显。

内销回暖、外销更快的结构在延续。 苏泊尔 26Q3 收入 55.82 亿元（同比 +3.00%），较 Q2 的 -2.9% 明显回暖并重回增长；内外销均有增长，预计内销 +1%、外销 +7%。Q3 归母净利润 4.05 亿元（同比 -4.95%）、扣非 3.83 亿元（同比 -6.95%），归母净利率同比 -0.6pct 至 7.25%，毛利率 23.3%（同比 -0.6pct），主要受原材料价格上涨影响，外销毛利率承压更明显。

制冷剂龙头主动控量挺价，短期牺牲业绩换取价格秩序。 巨化股份 Q3 营收 57.46 亿元（同比 -18.64%、环比 -21.53%），环比减少约 16 亿元，其中制冷剂收入减少 13 亿元是主要因素；Q3 归母净利润 7.71 亿元（同比 -35.58%、环比 -47.78%），毛利率 25.51%（环比 -8.23pct）。核心原因是制冷剂销量 6 万吨、环比减少 2.5 万吨，且减量以价格高、利润高的 HFCs 核心品种为主，因此利润率同步受损。公司判断"至暗时刻已过"，当前经营恢复正常、稳中向好。

AI 内容与家电的跨界关联度提升。 国内首部运用 AI 技术制作并取得国家电影局公映许可证的院线电影于 10 月 23 日正式上映，显示 AI 内容生产已进入院线商业化阶段，对家用显示设备的内容侧需求形成间接拉动。

核心标的及逻辑

白电与厨小电：TCL 智家的核心矛盾是汇兑的一次性冲击与经营基本面的背离——剔除汇兑后归母 +0.70%，说明主营并未恶化，Q3 收入 +10.32% 更显示需求端在改善。后续修复取决于人民币汇率走势，若升值放缓，被压制的利润会集中释放。苏泊尔收入重回增长是最积极的信号，内销 +1%、外销 +7% 的结构说明出口链的韧性优于内需。毛利率下滑 0.6pct 源于原材料涨价，若后续大宗价格回落，盈利弹性会显现；SEB 订单的稳定性为其外销提供了下限保障。

制冷剂与氟化工：巨化股份的短期业绩下滑是主动选择的结果——在 HFCs 配额制下，控量挺价能够维护行业价格秩序与长期盈利中枢，短期的销量与利润损失换取的是价格体系的稳定。从投资角度看，这类"以量换价"的策略通常在配额执行初期造成业绩阵痛，但随着价格上行与配额价值显性化，估值会从"周期股"向"资源股"切换。需关注 Q4 经营恢复正常后的量价修复幅度。

储能配套：海伦哲前三季收入 17.84 亿元（同比 +38%）、归母 2.00 亿元（同比 +13%）；Q3 收入 6.07 亿元（同比 +25%、环比 -8%）、归母 0.73 亿元（同比 -22%、环比 -14%）。储能消防业务受季节性影响，及安盾预计收入 2.2 – 2.3 亿元、净利率稳定、归母贡献约 0.46 亿元；特种车 Q3 归母约 0.27 亿元、同比下滑系终端客户采购节奏影响。Q3 期间费用 1.21 亿元、同比 +120%，是利润承压的重要原因。Q4 为交付旺季，全年预期不变。

行业趋势

家电板块的三季报揭示了两条主线：出口链的汇率敏感性与内需的弱复苏。

出口端，人民币升值对以美元结算的企业形成系统性压力。TCL 智家单季汇兑损失超过 2.8 亿元、苏泊尔外销毛利率承压，都是同一逻辑的体现。这轮升值的特殊性在于，它发生在出口订单回暖的时点，导致"量的改善"被"价与汇的损失"抵消。对投资者而言，需要区分"经营恶化"与"汇率扰动"——后者的修复往往是快速的、一次性的。

内需端，家电以旧换新的政策红利正在边际递减。苏泊尔内销仅 +1%，说明补贴对新增需求的拉动已接近饱和，行业进入存量更新阶段。这一阶段的竞争焦点从"渠道扩张"转向"产品升级与效率提升"，龙头的份额优势会进一步扩大。

制冷剂是家电产业链中少数具备"资源属性"的环节。HFCs 配额制本质上是给行业设定了供给上限，随着配额逐年削减，价格中枢将长期上移。短期控量造成的业绩下滑，放在 3 – 5 年的维度看是价值重估的起点，而非终点。

风险方面，一是人民币若继续快速升值，出口企业的汇兑损失会持续扩大；二是原材料价格（铜、铝、塑料）若维持高位，毛利率修复会被推迟；三是家电以旧换新政策若退坡，内需可能重新转负。

美容护理

核心催化

口腔护理龙头线上线下的同步快增，验证了"功能化产品 + 全域渠道"的有效性。 登康口腔 1-3Q26 收入 14.3 亿元（同比 +16.1%）、归母净利润 1.6 亿元（同比 +18.3%）；3Q26 收入 4.6 亿元（同比 +20.2%）、归母 0.6 亿元（同比 +17.1%）。线下端公司主动倾斜资源投放，Q3
线下收入实现双位数增长，直销与经销渠道同步快增；线上端据久谦及飞瓜数据，Q3 冷酸灵抖音 GMV 同比 +22%、天猫+京东 GMV 同比 +8%，抖音 ROI 维持稳健，天猫在复购与正常流量下同步成长。

产品结构升级直接推动毛利率跃升。 Q3 毛利率同比 +6.5pct（环比
-0.4pct），核心来自功效高价品占比提升，"7 天修护"等大单品带动价格带整体上移。这与行业内普遍依靠促销换量的做法形成鲜明对比——登康的增长是"价升"而非"价换"。

美业职业培训的经营修复与高分红属性并存。
中国东方教育以七大品牌覆盖烹饪、汽车服务、信息技术及美业等领域，截至 2026 年 6 月末运营 233 所学校及中心。2026H1 收入 24.18 亿元、归母净利润 4.55 亿元，分别同比 +10.6%、+13.0%，毛利率提升至 58.3%，业务结构优化与行政效率改善支撑盈利修复。公司持续将盈利转化为股东回报，2025
年度每股末期股息提升至 0.30 港元、股利支付率约 76.6%，兼具经营改善弹性与红利配置价值。

升学分流压力仍在，但降幅有望收窄。 普高扩容持续分流部分初中毕业生，三年制招生下滑的压力尚未完全消化，但降幅存在逐步收窄的可能。就业导向需求推动生源与课程结构调整，短期生源结构变化不改长期技能培训的刚性需求。

核心标的及逻辑

登康口腔是美容护理板块中确定性最强的标的，逻辑有三层：

一是赛道属性优。口腔抗敏属于功能性护理，用户粘性高、复购稳定，对经济周期的敏感度低于彩妆与护肤。在消费分级的环境下，基础功效型产品反而受益于"降级但不降质"的消费心理。

二是产品结构持续上移。功效高价品占比提升带来毛利率 +6.5pct
的跃升，这一改善不是一次性提价，而是产品矩阵整体向高价位迁移的结果，因此可持续性较强。

三是渠道结构均衡。线下直销与经销同步快增，说明传统渠道并未失效；线上抖音 +22%、天猫京东 +8%，说明内容电商的增量被有效承接。全域渠道的健康度优于单渠道依赖型品牌。

中国东方教育的核心价值在于"现金流 + 分红"。76.6% 的股利支付率、0.30 港元的末期股息，使其在当前"价值 + 红利 + 现金回报"的配置主线下具备吸引力。同时，2026H1 收入 +10.6%、归母 +13.0%、毛利率 58.3% 的组合说明经营修复在进行中，美业等新专业的拓展提供了增量。需注意其生源受普高扩容的长期分流影响，三年制招生的恢复是估值修复的关键变量。

行业趋势

美容护理板块的核心矛盾是"渗透率提升"与"客单价下行"的对抗。

从需求端看，护肤与彩妆的渗透率已接近饱和，增长必须来自品类细分（如抗敏、修护、防晒）与场景拓展（医美后修复、男士护理）。口腔护理是少数仍有渗透率提升空间的细分——国内人均口腔护理支出远低于发达国家，电动牙刷、冲牙器、功效牙膏的渗透率均在低位。

从供给端看，国货品牌通过"成分营销 + 内容电商"完成了对国际品牌的份额替代，但这一轮替代的红利正在减弱。下一阶段的竞争焦点是研发能力（自建实验室、临床验证）与供应链效率（自产比例、成本控制），而非单纯的流量投放。

从渠道端看，抖音的高增长伴随 ROI
的持续下滑，品牌必须在"抖音起量"与"天猫承接复购"之间找到平衡。登康的抖音 +22%、天猫京东 +8%
的组合，说明其已初步跑通这一模型。

风险方面，一是若消费力继续走弱，功效型产品的溢价能力会受挑战；二是抖音流量成本上升若快于 GMV 增长，线上盈利会被侵蚀；三是职业培训行业受政策（普高扩容、职业教育规范）影响较大，招生结构的调整期可能长于预期。

环保

核心催化

嘉澳环保三季报业绩大幅超预期，生物质能源业务终于兑现。 26Q3 营收 24 亿元（同比 +40%、环比 +39%）、归母净利润 2.14 亿元（同比 +305%、环比 +92%），显著超出市场预期的 1.5
亿元。这一改善的核心是二季度因装船延迟而未确认的销量在三季度集中兑现，收入与利润同步释放。

销量与产量数据双双走高。 Q3 生物质能源销量 13.9 万吨，兑现了 Q2 未装船部分的销量；产量 21.8
万吨，包含桐乡基地生产的 UCOME。产量高于销量说明公司在主动备货，为后续出口订单做准备，也暗示 Q4 的交付节奏有支撑。

非经常性因素对利润有正贡献，但需区分质量。 Q3 汇兑损失仍有约 2000 万元；投资净收益 -0.22
亿元、公允价值变动收益 +0.82
亿元，这两项主要来自海运延迟定价带来的波动，合计对净利润形成正贡献。这意味着 2.14
亿元的归母净利润中，有一部分来自定价时点差异而非经营改善，扣除后的核心利润质量需打个折扣。

SAF 二期即将开建，是中期最重要的产能增量。
公司在生物航煤（SAF）领域的布局进入实质推进阶段，二期项目开工意味着产能天花板将被抬高。SAF 是欧盟 ReFuelEU
等政策强制掺混要求下的确定性需求，全球供给缺口显著，国内具备出口资质与产能的企业数量有限。

核心标的及逻辑

嘉澳环保是环保板块中少数具备"政策强制需求 + 产能稀缺"双重属性的标的，核心逻辑如下：

一是需求端由政策锁定。欧盟航空燃料强制掺混比例逐年提升，SAF
的需求不依赖经济周期，而由法规刚性驱动。这使得公司的收入能见度远高于传统环保工程类企业。

二是供给端存在资质与产能壁垒。SAF 的生产需要原料（废弃油脂 UCOME）、工艺认证（ISCC
等国际可持续认证）与出口渠道，三者缺一不可。公司已打通 UCOME 到 SAF
的产业链，桐乡基地的产能释放进度是关键跟踪指标。

三是业绩弹性来自价差。生物柴油的盈利由"原料成本（废弃油脂价格）—产品售价（SAF/UCOME 出口价）"的价差决定，Q3 的业绩爆发本质是价差扩大与销量兑现的共振。后续弹性的持续性取决于欧洲 SAF 价格与国内原料价格的相对走势。

需注意的风险是：Q3 利润中含公允价值变动收益 0.82
亿元，属海运延迟定价带来的账面收益，不具备可持续性；汇兑损失每季约 2000 万元的拖累仍在。

行业趋势

环保板块的估值逻辑正在从"工程订单驱动"转向"资源化产品驱动"。

传统环保业务（水务、固废、烟气治理）的成长性受制于地方财政与项目招标节奏，且应收账款质量不佳，估值中枢持续下移。而资源化方向（生物柴油、SAF、再生塑料、废旧电池回收）的产品有明确的国际市场价格，收入不依赖政府付费，现金流质量显著更优。

SAF 是资源化赛道中确定性最高的细分。全球航空业减碳的压力集中在 2030 – 2050 年，欧盟、英国、日本均已立法设定掺混比例，而当前全球 SAF 产量占航煤消费不足 1%，供需缺口巨大。中国的优势在于废弃油脂原料充足（地沟油回收体系成熟），劣势在于国际认证与出口渠道的建立需要时间。

风险方面，一是欧洲若调整 SAF 政策节奏（如推迟掺混时间表），会直接影响需求预期；二是原料废弃油脂的出口竞争加剧（美国、欧洲本土企业也在抢购），可能推高成本、压缩价差；三是产能扩张若快于认证进度，会出现"有产能无订单"的局面。

从板块整体看，环保行业的投资应聚焦"产品有国际定价、需求有政策强制、产能有资质壁垒"的细分，而非依赖政府付费的传统工程业务。

催化日历

10 月 24 日（周六）

- 物理 AI 数据采集专家会（多家卖方同日组织），关注真机采集/UMI/Ego 三条路线的成本与效率对比
- 三季报披露进入高峰，关注下周一开盘前的业绩预告修正

10 月 26 日（周一）

- 首批 18 只主动 ETF 发行第二周，摩根、易方达已完成 20 亿上限配售，关注剩余产品募集节奏
- 关注三季报密集披露期（本周为 A 股三季报最集中的一周）

10 月 27 日（周二）

- 以色列议会大选：内塔尼亚胡选情不利，多数民调指向悬浮议会，组阁谈判难度大
- ESMO 年会收官（10/23 – 27），关注中国生物制药 TQB2102、信达生物 IBI343 等三期数据后续解读

10 月 28 日（周三）

- 杰克科技发布缝制人形机器人：验证效率（人工 50% – 70%）、客户 ROI（≤2 年）、2027Q2 放量路径

10 月 31 日（周五）

- A 股三季报披露收官：此后进入约 4 个月无财报窗口，定价逻辑转向事件与主题

11 月 3 日（周二）

- 美国中期选举：Polymarket 隐含民主党拿众议院 91% – 92%、参议院 64% – 65%
- 选举结果将决定中东政策的制约强度，是油价与避险资产的关键变量

11 月 5 日（周四）

- 全球黄金矿商三季报陆续披露（AngloGold Ashanti、Gold Fields），关注 2026 年运营指引、Obuasi 复产、加纳监管与 Tarkwa 租约

11 月中旬

- Anthropic IPO（11 月内）：可能首次给出模型公司完整基本面指引，是"AI 泡沫论"最直接的验证窗口
- 宁德时代拟 30.5 亿元定增认购富临精工，预计 11 月落地

11 月 18 – 19 日（周三至周四）

- APEC 领导人非正式会议（深圳）：重大外交事件前后风险偏好通常阶段性修复，关注深圳本地与开放主题

11 月 25 日（周三）

- 相关能源公司投资者日，更新长期供气安排与 4Q26 天然气采购价差影响（约 0.9 – 1.1 亿美元负面影响）

12 月 7 日（周一）

- COINS 法案公众意见征询截止：关注"药物化合物"技术范围、License-out 与股权投资/并购等交易结构的限制界定

12 月 17 日（周四）前后

- 加拿大/墨西哥双反案件商务部终裁（2027 年初公布 ITC 产业损害终裁）；已披露税率：库犸动力 45.6%、宝时得 53.3%、其余应诉企业 47.0%、未应诉 53.3%

12 月上旬

- 中国航展（军贸主线的事件催化窗口），关注军贸订单与装备展示

2027 年 1 月 1 日

- 锂电出口退税取消生效，Q4 排产与消费税/退税向下游传导是核心观察点

2027 年 1 月 19 日

- 美国商务部对相关产品反倾销/反补贴终裁截止日期（不追溯征税），关注九号等东南亚产能释放节奏

2027 年 3 月

- COINS 法案最终规则预计发布

其他持续性节点

- 英伟达 CPO 光引擎产能：计划 2027 年年中提升 15 倍，InP 激光器订单已排至 2027 年底
- 长江存储/长鑫存储产能与份额：长江存储 2026 年国内市占率有望破 45% – 60%，全球 NAND 份额已超 15%
- 特斯拉 Optimus：弗里蒙特早期爬坡中，周产 2 万台至少还需一年，AI5 约 2027 年 4 月集成、2027 年底对外交付
- 宇树科技：目标 2027 – 2028 年实现模型与机器人硬件深度统一、走向家庭场景
- 西门子燃机：需求指引已三次上修至 130 – 140GW/年，财年末客户总承诺预计接近 100GW

连板与强势股

当日盘面未提供完整的连板梯队与涨停板统计，仅在个股点评与情绪复盘中出现零散的强势股线索，按可核实内容整理如下：

- 晶丰明源：模拟芯片龙头，20cm 涨停。逻辑是功率半导体涨价红利，向快充、算力电源等高附加值方向拓展；同链条的富满微被点名为"超跌小盘高业绩的模拟弹性标的"，预期 MOS 产品线 Q4 跟随大厂提价
- 华信永道：30cm 涨停，带动券商 IT 情绪；同板块汇金科技涨停，汇金股份、银之杰、财富趋势、指南针同步走强
- 慈文传媒：尾盘封板并走出二波形态（短剧方向的情绪龙头），此前中军标的盘中持续修复
- 寒武纪：Q3 业绩创新高后成为国产算力情绪锚，被多家机构定义为"至暗时刻已过"
- 科翔股份：Q3 扭亏（归母 3.1 亿元）后获浙商机械/电子持续推荐
- 优利德：67GHz 矢量网络分析仪发布，当日获中泰、浙商、中信等多家机械团队同步推荐
- 高争民爆：回到回购价区间，尚有约 1/4 回购规模未完成，被提示为"大盘调整时的独立成长标的"

情绪层面有两个可观察特征：一是机器人成为当日最强题材，"和 10 月 13 日的短剧一样"是市场对其地位的一致定性；二是下午两点后放量维护、锁定中阳线，与本周三"半小时强势后回落"形成明显区别，说明资金在尾盘选择了方向而非撤退。

> 说明：因当日帖子未包含完整的涨停/连板统计数据，以上仅为个股点评与复盘中的零散线索，不构成完整梯队复盘，亦未对连板高度作推断。

ETF关注

当日 ETF 是全场最硬的资金证据，值得单独跟踪。三类产品同时出现异常放量，指向同一个结论——增量资金正在通过被动工具入场，而非通过个股抄底。

宽基 ETF：成交额创阶段新高

- 创业板 ETF 易方达（159915）：单日成交额突破 195 亿元，创 2024 年 10 月 9 日以来新高
- 沪深 300ETF 华泰柏瑞（510300）：成交额超 150 亿元
- 科创 50ETF 华夏（588000）：成交额超 150 亿元
- 沪深 300ETF 天弘（515330）：同步放量

节奏上，盘中有两次集中放量：10:20 – 11:00 与 14:00 之后。西部策略测算，昨日国家队净买入约 500 亿元，其中沪深 300 近 240 亿、上证 50 超 45 亿、双创类约 160 亿、中证 500 与 1000 约 60 亿，买入范围几乎扩大到所有品种，金额与 7 月 17/20 日的 550 亿峰值相当。

更长期的资金弹药来自汇金。彭博测算其上半年套现约 2310 亿美元 ETF、7 月重启建仓，目前已重新部署约 430 亿美元，剩余约 1880 亿美元，按当前买入速度可支撑约 75 个交易日——这个数字可以当作政策底的隐含期限来用。

主动 ETF：首批 18 只首日募集超百亿

- 摩根基金：旗下主动 ETF 首日触及 20 亿元募集上限，提前结募并启动比例配售
- 易方达基金：同日触及 20 亿元上限，提前结募并比例配售
- 富国基金：募集规模达 15 亿元

首批 18 只主动 ETF 发售首日合计募集规模应超百亿。需要留意两点：一是这批产品在指数暴跌次日发售仍能一日售罄，渠道推动与窗口指导的合力明显；二是隔夜富国、易方达、华夏等公募整齐划一地各宣布自购 2 亿元，"这种整齐划一的操作大概都是窗口指导的"。对投资者而言，主动 ETF 提供的是"被动工具 + 主动选股"的中间形态，后续需观察其建仓方向是否集中在创业板、科创与半导体。

策略层面的 ETF 建议（来自当日卖方）

- 广发金工把当前定义为"未来两年最大的一次机会"，结构上首选创业板指、科创 50、半导体，预计时间 2 个月、幅度 30% – 50%；其依据是 61.8% 回撤位（创业板 2616 点，当前 2577 点）与融资择时三指数同步触发
- 交易型选手的建议是"研究最新发行的 ETF，或者前面跌落比较深的科创性质 ETF"——理由是"国家既然开始救市，总不能把钱白白浪费了，必然有个持续的过程"，对厌倦个股博弈的资金，ETF 是更省力的表达方式
- 北交所方向有独立的资金增量：8 支北交所主题基金 9 月全部获批、10 月进入发行准备，易方达北交所优选 3 个月持有期已于 9 月 30 日结束募集（约 5 亿元），预计 8 支基金合计带来接近 40 亿元增量，选股标准是"业绩好、产业卡位核心、相较主板有折价"

一个风险提示

被动资金的买入是"托底"而非"定价"。当宽基 ETF 单日成交创两年新高、而个股下跌家数仍达 84.8%（10 月 22 日数据）时，说明资金在买指数、卖个股。若后续 ETF 放量持续但个股赚钱效应不扩散，反弹会更像"指数修

复"而非"行情反转"——这也是为什么当日真正的赚钱效应集中在机器人这一个题材上。

海外财报速览

- Meta（26Q3）：营收 646 亿美元、同比 +26%，广告与下季指引强劲；但全年资本开支升至 1350 亿 – 1400 亿美元，自由现金流 -21 亿美元（剔除 99 亿美元一次性法律费用后仍承压）；关键动作是搁置 2027 年 capex 指引并创设 C 类股为后续股权融资铺路，债券 CDS 利差随之走阔，成为全球科技股抛售的导火索

- 特斯拉（26Q3）：营收 280.46 亿美元、营业利润同比 -56%；资本开支从 250 亿下调至 200 亿美元（削减主要来自 Robotaxi、Optimus 与工厂建设节奏，AI 算力目标不变，2026 年底 400MW、当前约 265MW）；剔除一次性项目后 EPS 约 0.37 美元（低于 0.45 美元共识），汽车剔除退款毛利率约 16.8%、能源调整后约 23.1%；Optimus 已在弗里蒙特早期爬坡，灵巧手仍是最大硬件难点，周产 2 万台至少还需一年

- 西部数据（FY27Q1）：营收 43.81 亿美元、同比 +55%/环比 +17%，Non-GAAP 净利 17.79 亿美元（+164%），EPS 4.64 美元（超预期 13.2%），毛利率 58.1%（同比 +14.2pct）；云业务 39 亿美元、占比 88%；FY27Q2 指引营收约 51 亿、毛利率 60% – 61%、EPS 约 5.80 美元，全部大幅超预期；核心客户需求能见度延伸至 2030 – 2031 年

- 德州仪器（26Q3）：营收 60.55 亿美元创单季新高、同比 +28%，归母 24.25 亿美元（+78%），毛利率 64.2%（同比 +6.8pct）；工业同比 +40% 以上、数据中心 +95%，模拟业务 49.1 亿美元（+32%），是费半暴跌夜少数"因 AI 属性偏弱而避险"的标的

- Bloom Energy（26Q3）：营收 12.36 亿美元（同比 +138.1%/环比 +16.0%）首次破 12 亿，产品毛利率 37.9%（含前三季 3740 万美元关税追回），Non-GAAP 营业利润率 23.1%；全年指引第三次上调至 44 – 46 亿美元；资本开支 1.53 亿美元，弗里蒙特与纽瓦克全投产将具备 10GW 产能；瑕疵是营运现金流转为 -0.27 亿美元

- 卡朋特科技（报告期实为 26Q3）：营收 7.982 亿美元、同比 +8.8% 但环比 -6.2%、不及预期（检修扰动），利润创第一财季纪录、SAO 利润率持平高位；27 – 29 年利润 CAGR 指引 +20% 以上；管理层称"客户下单水平甚至不足以支撑波音/空客现有生产速率"

- Deckers（FY27Q2）：营收 14.81 亿美元、同比 +3.5%（低于预期 1.7%），EPS 2.31 美元（超预期 28.8%，含关税退款 0.28 美元，剔除后仍超 13%），毛利率 60.5%（+4.3pct）；批发 +5.5%、DTC -1.8%，国际市场领跑，全年收入指引下调

- Medpace（26Q3）：营收 7.16 亿美元（+8.5%）、EBITDA 1.72 亿美元（+16.0%）、EPS 4.84 美元（+25.4%），EBITDA 利润率 24.0%；净新签订单创历史新高，上调全年盈利指引，客户决策与项目推进较去年加快

- 爱马仕（26Q3）：营收 41.0 亿欧元、实际汇率 +5.5%/固定汇率 +4.3%，低于预期；亚太（除日本）固定汇率持平（预期 +1.6%）、日本 +9.6%、美洲 +8.8%、中东 -4.5%；皮具维持双位数增长

- 开云集团（26Q3）：营收 33.5 亿欧元、报告口径持平、可比 -1.0%，略低预期；亚太除日本 -8.0%（占比 30%，中国大陆主要拖累、韩国强劲）、北美 +1.0%（Q2 为 +10%）、日本 +4.0%、西欧持平（连续第三季改善）；直营零售可比 -3.0%

- ServiceNow：企业级 AI Agent 产品 Arc 正式 GA，作为 EmployeeWorks 组成部分免费包含于全部套餐，支持跨工作流自主执行数分钟至数天的长周期任务，Mac 版已上线、Windows 数周内；深化与英伟达合作，计划通过 AI Passport 将 Agent 权限治理延伸至 OpenShell 与 BlueField 硬件层

- 中国电信（26Q1 – Q3）：营收 3801 – 3824 亿元（同比 -3.59%）、归母 262 亿元（-14.84%），剔除增值税影响后主营基本稳定、可比口径归母保持增长；通信收入 3131 亿、智能收入 462 亿（占主营 12.86%）；经营现金流 977.17 亿元（+11.92%）；港股 26 年预期股息率 6.4%、A 股 3.6%

- 周大福（FY27Q2）：集团零售值同比 -0.5%（内地 -5.3%、港澳及其他 +33.2%）；内地直营同店 +2.2%、加盟 -2.9%，定价黄金同店 +11.1% 优于计价 +1.7%，但内地同店销量 -9.7%、黄金 ASP 升至 1.01/1.02 万港元；港澳同店 +29.6%（香港 +24.0%、澳门 +47.3%）

- 富智康集团（26H1）：毛利率由 FY2024 的 2.36% 提升至 4.14%，归母净利同比 +51%；安卓手机占营收从 2021 年前约 94% 降至略高于五成，车载 TCU 由 4G 推进至 5G 并延伸至 ZCU/HPC（2026H1 欧洲分部收入 +29.8%）；智能戒指龙头 Oura 全部由其代工

- 赤子城科技（26Q1 – Q3 预告）：收入 9.27 – 9.48 亿美元（同比 +33.8% – 36.8%），社交 8.35 – 8.50 亿美元（+35.3% – 37.8%），创新业务（AI 短剧驱动）0.92 – 0.98 亿美元；累计下载约 11.3 亿次、平均 MAU 约 3653 万（+8.8%）

- 南方铜业（3Q26 电话会）：4Q26 铜产量预计环比小幅增长、现金成本环比持平或小幅改善；Tia Maria 投产推迟至 1H28（资本开支预算 18 亿美元）；Cuajone 选厂由 9 万吨/日扩至 12 万吨/日接近最终决策（6.8 亿美元、年均增 5.5 万吨铜与 0.14 万吨钼）

- Fortescue（1QFY27）：正在评估中国、澳洲及其他地区仓储物流选项，库存空间耗尽后不会继续开采承担倒运成本、倾向把矿石留在地下；铁桥项目继续全力支持爬产与降本，此前已两次计提减值

⚠ 风险提示

A 股成交已萎缩四成、日均约 1.85 万亿元，确认存量博弈格局。市场传闻部分高杠杆热钱账户出现强制平仓与追加保证金，虽经媒体澄清头部 AI 标的并未发生连锁强平、仅有极少数个股极小规模平仓，但流动性层面的脆弱性已经暴露。监管同时收紧程序化交易接口，miniQMT 与文件单调用被停，量化交易的灵活性受限。

海外方面，对冲基金大举做空令看跌押注接近 5 年高位，全球股票做空/买入比率达到约 5 倍，做空杠杆处于过去 5 年的第 99 百分位。这意味着市场同时存在"继续下跌"与"剧烈逼空"两种反向风险，波动率会被放大而非收敛。

AI 资本开支预期下修的风险

隔夜费城半导体指数下跌 6.7%、盘中一度跌超 7%，半导体设备、存储、光通信、CPU 全线重挫，MEGA 7 中除苹果外均被波及，债券与软件成为避险方向。触发因素并非基本面恶化，而是市场对 AI 投入回报的耐心耗尽：Meta 财报营收超预期、盘后一度上涨，但公司暂搁置 2027 年 capex 指引、且自由现金流转负的情况下仍展现饥渴的融资态度，债券 CDS 利差进一步攀升；特斯拉将本财年资本开支从 250 亿美元下调至 200 亿美元，同样被市场惩罚。"钱花多了不行、花少了也不行"，说明定价逻辑已从"看投入"转为"看回报"。

部分买方观点更为直接：AI 硬件链的贝塔行情已经结束，指数级机会缺位、个股级阿尔法成为主战场。另有观点认为 Anthropic 与 OpenAI 的融资额面临下修，尽管两家合计 ARR 尚未放缓。若四季度 AI 应用侧收入验证不及预期，硬件端可能面临二次杀估值。

利率与通胀的宏观压制

美联储重启加息、10 年期美债收益率一度触及 5.34%、油价单季上涨 50%，三重压力共同构成所有资产定价的分母端。高美国利率将压制离岸股票估值与跨境资金流入，港股等离岸市场更易受冲击。若油价继续上行引发通胀预期反弹，成长股估值将承受额外压力。

中东地缘的尾部风险

胡塞武装在过去 48 小时内对沙特实施 4 次军事行动，目标包括国防部大楼、法赫德国王国际机场、阿美石油公司设施与沙特艾卜哈国际机场。美伊博弈进入白热化阶段，距离美国中期选举不足两周，以色列议会大选将

于 10 月 27 日开启。分析认为特朗普当前处于非理性状态，未来仍有可能通过"最后一击"宣布胜利后退出中东，这一路径的不确定性极高。油价是唯一可跟踪的应对指标——油价与风险资产尚未稳住之前，海外的主要矛盾不是 AI 投资回报，而是地缘失控。

政策与监管的不确定性

美国财政部发布 COINS 法案拟议规则（163 页
NPRM），将生物技术新增为第六个对外投资管制领域，分"须申报"与"禁止"两级。草案明确排除纯 License 交易，创新药 BD、CXO 及上游产业链经营不受管辖，但最终规则预计 2027 年 3 月才发布，中间仍存在解释范围扩大的可能。同期美国提议将生物技术加入敏感技术清单，限制美国对中国生物科技公司的投资。

国内方面，中成药集采持续扩围与医保支付改革已造成实质冲击——昆药集团前三季营收 27.22 亿元、同比 -42.70%，归母 -3.66 亿元、扣非 -4.36 亿元。电动两轮车 3C 认证整顿，传闻 11
月需全部换证，若严格执行将导致部分企业 11
月无车可出货。离岸信托补税新规亦开始影响企业行为，多家公司控股股东因补缴税款减持。

汇率波动的业绩侵蚀

人民币升值对出口企业形成系统性压力，且集中体现在三季报：TCL 智家单季汇兑损失 2.84 亿元、同比增加 3.58 亿元；永艺股份前三季汇兑损失约 9000 万元；普洛药业汇兑影响约 6300 万元；艾德生物汇兑损失 4384 万元；嘉澳环保单季约 2000
万元。多家公司剔除汇兑后利润为正增长，说明经营并未恶化，但报表端的利润失真会直接影响估值判断。

地产链与内需的持续走弱

地产需求疲软仍在拖累上游材料。天山股份前三季营收 471 亿元（同比 -14%）、归母净利润 -48.4 亿元（同比 -357%）、扣非 -51.2 亿元（同比 -254%），Q3 单季归母 -16.5 亿元（同比 -1115%），毛利率 11.8%、同比 -6.4pct。北新建材前三季归母 19.05 亿元、同比 -26.35%，Q3 石膏板销量环增但均价环比下降 0.3
元/平米，"量增价跌"是最典型的底部特征。食品饮料板块连续 6 年下跌、估值处历史 15%
分位、白酒机构持仓跌破 1%，反映内需修复的迟滞。

个股与治理层面的个体风险

三安光电实际控制人林秀成因涉嫌职务侵占、挪用资金罪被检察机关批准逮捕，虽公司称其自 2017 年 7 月起未担任任何职务、不会对生产经营产生重大影响，但治理事件对情绪的冲击不可忽视。布鲁可控股股东因离岸信托补缴税款减持 1.5%，虽控制权未变且无持续减持需求，但暴露了中概股信托架构的税务合规风险。

此外，多家公司三季报存在基数与一次性因素干扰：三诺生物 Q3 归母 +395%
含去年同期专利交叉授权支出的低基数；致尚科技归母 -67%
系去年处置福可喜玛的投资收益抬高基数；吉比特 Q3 归母 -13.3%
受投资收益减少影响。单纯以同比增速判断经营趋势容易误判。

技术面与情绪面的极端状态

创业板指已跌破 2600 点，回吐本轮牛市涨幅的 63.2%（61.8% 黄金分割位为 2616 点），调整幅度相当于 2015 年 6 – 9 月与 2021 年 12 月 – 2022 年 4 月的"灾难式"调整。深证 100 回吐 66.1%、大盘成长回吐 63.2%，同样跌破 618 位。技术面进入历史极端区域，既意味着向下空间有限，也意味着任何反弹都需要成交量的持续验证——若成交回落至 1.5 万亿元以下，反弹容易演变为一日游。

商品与产业链的传导风险

硫磺价格近一周下跌 25%、自高点下跌约 50%，目前 5241
元/吨，虽对复合肥等下游构成成本利好，但对上游硫化工企业形成价格冲击。氯化亚砜价格 10 月 22 日报 5750 元/吨、较 9 月底上涨 31.2%，与硫磺形成反向剪刀差，产业链内部的利润再分配剧烈。制冷剂方面，巨化股份 Q3 营收同比 -18.64%、归母 -35.58%，主动控量挺价造成短期业绩阵痛，反映配额制执行初期的摩擦成本。

以上风险因素交织，使得当前市场呈现"技术面极端、资金面托底、基本面分化"的复杂格局。任何单一逻辑的线性外推都可能失效，需以成交量的持续性与政策落地的实际进度作为核心验证指标。

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。