思维纪要社 2026-10-25 每日汇总

总帖子数306条 | 有效帖子238条 | 总字数62653 | 阅读时间预估125分钟

核心事件

当日主线只有一条：物理 AI 从"讲故事"切换到"卖数据"。 GPT-6 Astra
让通用大模型直接输出动作指令、OpenAI 亲自下场做人形机器人，把具身瓶颈从"大脑不够聪明"推到"真实数据不够用"，市场于是把整条产业链的价值重心挪到了数采设备、仿真底座和数据服务商身上。与之对冲的是海外 AI 硬件仍在被抛售（费半连跌八日、AI 篮子自 6 月高点回撤
23%），以及三季报对"叙事股"的残酷筛洗——同日披露的蓝思式高增与海信家电 -74%
并存。第三股力量来自周期与政策：油运期租仍近 30
万美元/天、军工迎航展窗口、化工品检修涨价扩散，构成科技之外的第二条腿。

物理 AI：主线由"本体"切到"数采"

行情起点是技术变量而非情绪。GPT-6 Astra 在 RoboDojo 双臂操控任务成功率做到 81.9%、混合系统平均分 62.6，且区别于过去"大脑+小脑"双系统，由大脑直接向末端执行器输出动作——这意味着"懂步骤"已不再稀缺，"会动手"才稀缺。Figure 在 30 个陌生家庭测试中引入 Index 人类行为数据做预训练，任务成功率从 9% 拉到 56%，这是数据价值最硬的实证。供给侧的缺口同样可量化：全球具备状态-动作-反馈标注的真机交互数据仅百万小时量级，而训练一个高质量具身大模型需要千万至上亿小时；单日 8 小时采集经删减与加工损耗，只能产出 1—1.5 小时有效成品。北美 Maxinsights 已交付超 200 万小时数据、Q3 订单环比 +48%、ARR 站上 1
亿美元，说明需求已进入付款阶段而非 Demo 阶段。

所以呢：这一轮该买的是"卖铲子"的环节，而不是本体。数采设备（UMI
手持夹爪、IMU、视觉模组）利润率高但天花板有限，真正的现金牛在数据服务与训练平台（毛利率 50%+），设备先行、服务定价。标的上，奥比中光（Ego 视觉采集入口）、华依科技（IMU
惯性捕捉壁垒最高）、福莱新材、峰岹科技（收购荷兰 Sciosense
补齐温湿度/压力/流量传感，与自研磁编码器形成"感知采集-驱动控制"闭环，前三季营收 8.42 亿 +51%、归母 2.84 亿 +70%）、科达利（7 月设启云星辰，做跨行业数据售卖 + 场景商业模式 + 本体零部件三条腿，同时供 OpenAI 谐波减速器）、联检科技（控股华周智能，光源/镜头/2D/3D 相机/读码器/智能相机六大硬件 100% 自研）、好莱客（持智觅量变 80%，卡家庭场景入口）构成设备与服务两端。节奏上，10 月 29 日智元 AI Day、12 月 4 日特斯拉股东大会是两个明确验证点；风险在于当前仍处"GPT-2 前夜"，野村口径下 2026 年末至 2027 年初的头部模型发布是第一个实质催化，但那是催化而非商业化拐点。

美股 AI 硬件：跌的是融资，不是需求

一周之内，费城半导体指数连跌八日，10 年期美债收益率单日下行约 15bp 至 4.97%（避险买债），AI 股票篮子较 6 月高点回撤 23%。触发点两件事：一是 META 在三季报里暂时搁置 2027 年 CAPEX 指引、同时抛出 C 类股创设计划，把不确定性直接甩给市场；二是美伊冲突推升油价、通胀预期回摆，压制长端。但产业链的订单数据没有转弱——LRCX 7-9 月销售额 82.2 亿美元（环比 +22%），并把 2026 年全球 WFE 从 1500—1540 亿美元上调至约 1550 亿美元（同比 +41%），同时判断 2027 年 WFE 将突破 2000 亿美元；JPM 把西部数据目标价从 600 美元上调至 650 美元，ASP/TB 同比 +28%，并认为资本开支担忧过度；Bernstein 直接驳斥"ASP 增速放缓即见顶"的看空逻辑，首选希捷。

所以呢：这是估值与筹码的调整，不是景气拐点，但也不是可以无脑抄底的时点——真正决定方向的是下周最密集的三季报披露，以及美伊能否缓和。配置含义是"哑铃"而非"全押 AI"：高盛明确重申 A 股优于 H 股（A 股受股权风险溢价与政策支撑、港股更受美债利率压制），行业上银行上调至超配、保险下调至标配。港股交易

台当日整体偏卖出，客户减持科技互联网、电池、银行保险，买入汽车零部件与澳门博彩。

三季报：叙事兑现与叙事证伪同日发生

今天的财报是分水岭式的。兑现一侧：宏和科技 Q3 单季归母 3.64 亿元、同比 +607.73%，前三季电子布均价 14.63 元/米、同比 +194.37%，是涨价链条最直接的证据；杰瑞股份 8-9 月新建/租 3 个燃机工厂约 10 万平，把 2027 年保底交付从 20 亿美元上修至 25 亿美元以上（对应 1.7GW 以上机头），FTAI 机头已完成全部里程碑验证、2027 年底起每年至少供 2.5 万台；良信股份 Q3 归母同比 +57.41%，其中 AIDC 同比 +40%、储能 +35%；税友股份 Q3 归母 1.34 亿元 +241%（含出售大楼一次性收益约 7000 万，但扣非仍 +53.5%、毛利率提升 2.3pct）；隆鑫通用 Q3 营收 50.86 亿元 +5.85%、归母 5.52 亿元 +9.79%，毛利率同比 +1.19pct，经营拐点确立。证伪一侧：海信家电 Q3 收入 -9%、归母 -74%，TCL 智家收入 +10%、归母 -22%，共性原因是原材料与汇兑双压叠加内销下滑；爱玛科技 Q3 收入 -13.8%、归母 -36.9%，电动两轮车销量同比 -17.6%、电自 -29.6%。

所以呢：同一条"制造业"标签下，AI 配套与地产/消费配套的盈利方向已经完全相反。选股不能再按行业 beta，只能按"是否有 AI 或出海定价权"筛。

油运与地缘：运价是这场冲突最干净的定价器

申万交运的判断值得重视：十一月起全球航运陆续披露三季报与四季度 TCE 指引，叠加冬季效率下降，运价有望继续上涨，当前期租仍接近 30 万美元/天。关键在于波斯湾出货量下滑并不等于利空——"可运出原油越紧张，裂解价差越坚挺，中期补库需求越强"，出货高低只是运价高度与长度的互换；而打击船舶越多，暗航与 STS 效率越低，退出市场的运力越多，供给反而进一步收紧。关注招商轮船、中远海能，美股对应 ECO、DHT、FRO。

同一逻辑的另一面是宏观：美伊围绕霍尔木兹的争夺至今双方均未展露妥协方案，全球能源库存在持续消耗，高油价的持续性可能超预期。这也是中泰策略给出"下周海外拐点"的条件——若周末无大规模军事行动、下周三以色列大选后局势戏剧性缓和，油价与美债收益率回落将直接打开科技股反弹空间。

军工：航展前的赔率窗口

东财军工给出了很硬的历史赔率：21/22/24 年航展前后 3 个月，军工板块相对大盘最大超额收益分别为 14.10%/15.63%/17.37%。而当前筹码极轻——2026Q2 国防军工公募持仓仅 2.38%，扣除主题基金后显著低配，核心票如航发动力年内最大回撤近 50%。长期逻辑是 2027 年建军百年牵引、2028—2029 年更多科研型号转批产，行业有望进入 3 年以上基本面加速期。方向上优先军贸与新域新质，广东宏大深耕军贸导弹多年、近期有望实现 0-1 突破，矿服海外在手订单超 50 亿、民爆产能 70.15 万吨居全国前列。

化工涨价：检修驱动的一轮供给收缩

氯化亚砜是典型样本：截至 10 月 22 日均价 5750 元/吨，年内涨幅 62.21%、同比 +308.09%；截至 10 月 23 日周度开工率仅 59.4%、库存降至 1690 吨，低开工低库存叠加大厂检修放大短期缺口，而长期供给受限、锂电增量叠加硫磺成本支撑，格局向好。另一条线是金丹科技：10 月初乳酸提价后，公司再对丙交酯-PLA 提价 10%（约 1600 元），而聚合级乳酸提价 600—700 元对应成本上涨约 900 元，价差反而扩大 700 元，3D 打印需求旺盛使中间体环节利润进一步丰厚。

ESMO：中国创新药的三项 III 期同时读出

科伦博泰 Lung06 是当日最有分量的一组数据：芦康沙妥珠单抗（TROP2 ADC）联合帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1<1% 非鳞 NSCLC，mPFS 达 15.0 vs 5.7 个月、HR=0.49，OS 尚未成熟但 HR=0.58——首次突破 PD-L1 阴性人群。康诺亚/AZ 的 Sone-Ve（CLDN18.2 ADC）三期 CG-01 以 LBA 形式读出，532 例 2L+ 胃癌 OS 获益显著，AZ 后续将主导其与依沃西（PD-1/VEGF 双抗）联合用于多种胃肠道肿瘤。此外百利天恒 izabren、恒瑞 SHRA1811、正大天晴 TQB2102 同日以 LBA/优选口头报告形式汇报 HR+/HER2- 乳腺癌中国 III 期结果，中国人群格局基本奠定。

有色：铜已经接过黄金的利润接力棒

紫金矿业 9M26 净利 575 亿元、同比 +52%，Q3 净利 184 亿元、同比 +26% 但环比 -4%，略低于花旗预期；结构上的关键变化是铜板块 Q3 毛利 148 亿元、同比 +74%、占集团毛利 46%，已超过黄金板块，抵消了黄金环比走弱与锂单位毛利下滑。花旗在约 4000 美元/盎司金价假设下认为短期风险收益仍具吸引力，维持买入、目标价 60.50 港元（对应 2026 年 8.4 倍 PE）。A 股这边，高争民爆资产注入范围与速度均超预期：拟发股购买紫隆矿业 51%（持朱诺铜矿 45.9%，资源量 293.9 万吨、2026 年投产、设计年产铜 8 万吨）、紫源铜业 51%（马牧普铜矿探矿权）、晟源矿业 100%（划入巨龙铜业 10.12% 与拉果资源 27%），巨龙二期已达产 30—35 万吨/年。

A 股：底已确立，但只是超跌反弹

陈果的判断相对明确：绝对收益资金负反馈恐慌导致的今年市场底，已在周五确立；第一波属于超跌反弹，指数核心波动区间 3600—3800；若年度会议政策基调超预期或油价趋势逆转，才有条件冲击 4000，若 AI 商业化超预期突破，双创可能演绎类似 2022 年 5—7 月的新能源行情。反弹线索是筹码阻力小的主题成长——科技硬件超跌反弹，以及逻辑上受益油价下跌/政策预期的内需方向。资金面已有印证：国家队重新增持，前十大偏好 ETF 两周净流入约 1700 亿元，月内流入接近三年高位，但全球资金对华配置仍接近一年低位。中泰策略补充了海外条件：本周末至下周初是关键窗口，若美伊缓和，油价与美债回落将进一步打开科技强反弹空间，配置关注存储、科创、券商。

两个容易被忽略的边际变化

其一，航空货运运价已经打到历史极值：美东直飞每公斤一度突破 70 元，JFK、ORD 均升破 60 元，而往年运价最高点的 11 月中下旬也很难到 70 元；主因是 AI 货物集中发货，服务器与机柜体积大、占满舱位。欧线 35—40 元/公斤（往年同期还在 30 元关口），进入 11 月电商发货将把涨价从高附加值货物扩散为普涨。短期涨太快，下周有阶段性回调压力。

其二，6G 与物理 AI 正在合流成一条新的资本开支链：SpaceX 洽谈使用全美至少 8 万个蜂窝站点，网络基础设施 capex 约 200 亿美元，叠加约 300 亿美元现有频谱成本与后续至少 200 亿美元频谱投入，总投入至少 700 亿美元。花旗测算该情景下 CCI、SBAC、AMT 股价总上行空间分别约 44%/43%/22%（CCI 弹性最大），而 AT&T、T-Mobile、Verizon 面临约 29%—32% 的名义估值下行风险。黄仁勋同步提出 AI 将通过无线电波感知物理世界，AI-RAN 把传统基站升级为"通信+环境感知+边缘计算"一体化，射频器件与 6G 产业链由此获得第二个需求锚。

宏观策略

本周全球资产定价的核心矛盾被交易员归纳成一句话：滞胀交易抬头。除原油外股、商、金三杀，风险资产全面承压。触发它的不是单一数据，而是两个同时恶化的变量——油价（美伊冲突在美国中期选举前被 price in 升级预期）与 AI 财报（capex-现金流-盈利预期的螺旋开始被市场质疑）。中信组合策略的判断很直接："解铃还须系铃人，在看不到美伊问题彻底缓和之前，市场难以自我修复。"这句话解释了为什么国内政策与资金面都在改善，指数却仍在 3600—3800 区间反复。

海外利率：鹰派意外的赔率比方向更值得交易

10 年期美债收益率本周单日下行约 15bp 至
4.97%，但这不是宽松交易，而是避险买债——资金从科技股撤向长端国债、软件与互联网。摩根士丹利提醒 10 月 FOMC 存在鹰派意外风险：市场对政策峰值的定价与最终谷值利率之间存在明显错位，隐含谷值利率 4.29% 显著高于长期点阵图的 3.25%。若声明偏鹰，12 月 2026 合约对应的隐含利率会继续反映近端紧缩，而金融条件收紧对增长的滞后冲击又迫使市场下调最终利率，两端反向移动使 SFRZ6Z7 曲线趋平——建议在价差 +42bp 时重新进入趋平交易，目标 +10bp。当前曲线已高于过去一年中位数 +6bp，谷值利率对该价差近 20 日波动的解释度升至 77%。

高盛的视角偏向"回撤即机会"：AI 股票篮子较 6 月高点回撤 23%，历史上类似回撤往往孕育更具吸引力的布局点。但配置上它给出的不是单边押注，而是杠铃——稳健现金回报类资产 + AI
等结构性成长主题并重；区域上重申 A 股优于 H 股（A 股受较高股权风险溢价、政策支持与宽松金融条件支撑，港股更受美债利率上行压制），行业上把银行上调至超配、保险下调至标配。

中国：增长预测上调，但财政仍是拖累

三季度 GDP 略超预期后，高盛把 2026 年中国经济增长预测上调至
4.6%。但结构分化非常明显：二手房成交高于同比而新房仍弱，钢材需求回落产量稳定，EPMI 与港口吞吐量边际改善，国内航班、拥堵指数、消费者信心同步回暖，中国石油需求最新估算升至 170 万桶/日。财政端则是另一幅图景——9 月一般公共预算收入同比由 8 月的 +4.7% 转为
-0.1%，支出零增长，土地出让收入同比 -23.5%，房地产相关政府收入合计下降
21.1%，三个月与十二个月移动平均赤字分别收窄至 GDP 的 7.1% 和 9.4%。高盛因此把 2026 年 AFD 预测从 11.5% 下调至 10.0%，并判断 9 月底以来的措施更像对此前收紧的纠偏与稳增长托底，而非持续大规模刺激，部分政府债券资金可能延至明年初使用。发行进度倒是快：政府债已达 9.61 万亿元、完成年度额度 81%，地方专项债年内 3.82 万亿元。

政策端有两个容易被低估的信号：人民银行释放主要政策利率可能转向隔夜逆回购利率的信号（利率走廊换锚），证监会批准首批 18 只主动管理 ETF 并于 10 月 23 日启动。叠加 10 月 20—21 日四大证券报明确提出稳股市、国办印发《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》，政策底的意图相当清晰。

市场结构：底已确立，但第一波只是超跌反弹

陈果给的框架最可操作：绝对收益资金负反馈恐慌导致的今年市场底已在周五确立；已开启的第一波属于超跌反弹，指数核心波动区间 3600—3800。要突破 4000
需要宏观实质改善（年度会议政策基调超预期，或油价趋势逆转）；若 AI
商业化超预期突破，双创指数有望演绎类似 2022 年 5—7 月的新能源行情，反弹时间可延续到年底乃至跨年。反弹线索应选筹码阻力小的主题成长——科技硬件超跌反弹，以及逻辑上受益油价下跌与政策预期的内需方向。

中泰策略补充了海外条件：本周末至下周初是"无法继续拖延的关键窗口"，若周末无大规模军事行动、下周三以色列大选后美伊局势戏剧性缓和，油价与美债收益率回落将直接打开科技股强反弹空间。它的观察点是周五那种"科技强、蓝筹弱"的结构能否在下周初延续。

资金面已经在配合。国家队重新增持，前十大偏好 ETF 两周净流入约 1700 亿元，月内流入接近三年高位——但全球资金对华配置仍接近一年低位，这意味着外资是潜在增量而非现实买盘。全球股票基金周度净流入 556 亿美元（前周 645 亿），GEM 基金周流入 28 亿、年内约 690 亿；亚洲除中国周度外资净流出 89
亿美元，其中台湾流出 76 亿。尾部风险在印尼：MSCI 降级可能带来 56 亿美元被动流出，若 FTSE 跟进再增 27 亿，另有 81 亿主动持仓可能自主减持。

美股微观结构同样在恶化。摩根大通散户雷达显示本周零售资金净买入仅 43 亿美元，显著低于 12 个月均值 67 亿，总流量位于历史第 16 百分位；ETF 占比升至 82%、个股降至 18%；平均买/卖单规模比降至约 0.75（去年同期 0.85）；动量因子拥挤度回落至 2025 年 2—3 月"退潮"以来的两年低点。交易台口径更直接：过去两周所有客户类型与渠道合计净卖出 TMT 约 200 亿美元，已接近 7 月上一轮 AI 抛售潮的 230 亿美元，且本周看不到资金主动进攻 AI 主线的迹象，只看到消费、公用事业与部分金融轮动。

策略含义：把"红利"当盾，把"改革"当矛

红利的交易位置值得单独说。本轮红利自 6 月 30 日反弹，本质是创业板的跷跷板，负相关性达 70%，高潮在 9 月 23 日——美联储加息后十年国债突破 5%、风险资产回落，红利加速上涨。以港口指数为例，10 月 16 日出现明显超买信号，到 10 月 23 日已回归均值略上方，风险释放了一部分，回到价值配置区间。交运红利本轮港口好于公路，本质是港口基本面相对更好。

券商则第一次具备了红利属性：2026 年证券行业 ROE 有望达 8.38%、刷新十年新高，而板块 PE 仅 11.97 倍、处历史最低；2027 年头部券商 A/H 股平均股息率可达 4.0%/6.5%，已接近或超越煤炭 4.37%、银行 3.77%、电力 3.61%。支撑它的是重资本业务占比提升带来的大类资产配置与非方向性交易，降低了周期对业绩的扰动——2018/2023 熊市期头部券商 ROA 仍在 1.3% 以上，杠杆率由 2016 年的 3.31 倍稳步提升。广发非银补充了短期业绩：前三季度上市券商整体业绩预计增长 30%—40%，板块因前期震荡持续滞涨，业绩与估值错配显著；保险三季报利润阶段性承压，等待开门红发力。

煤炭：复产在方向，不在量

长江煤炭的周度数据揭示了一个关键细节——"复产不复量"。9 月统计局原煤产量同比降幅虽收窄但仍下降 6.8%；截至 10 月 18 日，晋陕蒙 442 家煤矿周度产量较 9 月中旬稳产保供前仅提升 1.6%，较 5 月 22 日事故前年化仍下降 2.7%；截至 10 月 23 日，钢联口径动力煤与炼焦煤日均产量较 9 月中旬分别提升 3.2%/2.9%，但较事故前年化仍下降 3.6%/18.9%。结论是复产增量尚不足以扭转供给净减少趋势，四季度供给环比改善但同比仍有刚性缺口，偏紧格局大概率延续、煤价高位有持续性。

两个需要盯住的负外部性

第一，AI 对其他部门的挤出正在数据化。铜、铝、锡 2026 年 9 月均价较 2024 年 1 月分别上涨 73.6%、49.7%、114.0%，抬高生产成本并压抑非 AI 需求；这与 2006—2007 工业金融、2009 地产基建、2019—2021 能源转型那种"正外部性扩散"的产业周期完全不同——本轮 AI 短期内是挤出而非带动，所以"产业趋势回落等于牛转熊"的肌肉记忆不适用，但"AI 补跌拖累全局"的风险是真实存在的。

第二，AI 融资链的脆弱点已经从股权传导到信贷。SpaceX 为 AI 建设敲定的 400 亿美元表外债务结构因市场动荡而复杂化——该交易通过 SPV 为购买英伟达芯片融资，使债务不计入自身账簿以保住投资级评级，高盛牵头、阿波罗等参与的定价谈判仍在进行，而信贷市场焦虑已推高全行业借贷成本。同时查马斯的估算被 Ramp 首席经济学家确认为基本准确：1% 的公司消耗了 90% 的 AI 支出（Token 消耗），其中 80% 来自尚未盈利、由风投支持的初创公司——这构成"风投募资→投初创→初创采购算力"的左右互搏循环。肯 · 格里芬的表态可以作为这轮争论的注脚：AI 几乎肯定是泡沫，但泡沫是正常现象，真正值得担忧的是公司很难把 AI 支出转化为生产力。

港美股海外

海外这一周的主旋律是"抛售未止、但分歧开始出现"。标普层面半导体是最大拖累，费城半导体指数连跌八日；交易台统计过去两周所有客户类型与渠道合计净卖出 TMT 约 200 亿美元，已接近 7 月上一轮 AI 抛售潮的 230

亿美元。但同一时间，产业链的订单与业绩数据仍在往上修——这种"价格与基本面背离"正是当前海外最值得下注的地方。

美股：META 一句话改变了整条算力链的定价方式

真正的转折点是 META 的三季报。它做了一件看似极其聪明、利己但给市场带来无限恐慌的事：暂时搁置 2027 年 CAPEX 指引，把不确定性与压力直接留给市场，同时抛出一个 C 类股创设计划。结果是市场无法再对 2027 年的算力需求做线性外推，只能整体下调估值——这解释了为什么本周 META、LRCX、WDC 的财报"没有注入信心，反而加剧担忧"，也解释了为什么资金流向长端国债与软件互联网避险。中信前瞻的定调是"黎明前的等待"：半导体硬件这轮抛售烈度已接近今年 7 月，下周将迎来最密集的三季报披露，市场逻辑有望在短期痛苦震荡后快速趋于清晰。

但硬件端的指引其实是上修的。拉姆研究 7—9 月合并销售额 82.2 亿美元（环比 +22%，高于一致预期 81.3 亿），系统销售额 57.3 亿美元（环比 +35%），10—12 月指引 86.0 亿美元 ±4 亿。更关键的是它把 2026 年全球 WFE 从 1500—1540 亿美元上调至约 1550 亿美元（同比 +41%），并判断 2027 年 WFE 将突破 2000 亿美元——2025 年的基数约 1100 亿美元。存储侧的争论同样在反转：JPM 把西部数据目标价从 600 美元上调至 650 美元（现价 354.19 美元，约 84% 上行空间），F1Q27 收入、利润率、EPS 均超预期，ASP/TB 同比 +28%，FY27/FY28 调整后 EPS 上调 19.6%/16.9% 至 25.65/41.10 美元，并认为资本开支虽高于历史区间但主要用于磁头与盘片制造、担忧过度；伯恩斯坦直接驳斥"ASP 增速放缓即见顶"的主流看空逻辑，认为回调已过度定价价格减速，美股首选希捷，同时维持西部数据与闪迪"跑赢大市"。野村给出的三情景框架更利于定位：竞赛延续（概率约 75%，半导体超级周期延续）、电力延迟导致订单调整（约 20%）、以及更悲观的融资断裂情景，结论是 2027 年供需格局已基本锁定，短期股价回调反映的是融资担忧而非需求坍塌。

个股层面，苹果总市值超越英伟达、重登美股市值第一，这是资金从"算力卖铲人"向"端侧现金流"迁移的一个标志性事件。BE（Bloom Energy）则是反面教材：财报超预期、股价两日累计跌超 20%，且跌幅巨大、方向异常（别的票反弹它继续深跌）。真正需要解释的是合同资产为何从 4.28 亿美元增至 8.59 亿美元，经营现金流 -1.81 亿美元，Q3 未开票收入 4.64 亿美元而期初合同资产仅 0.34 亿美元转为应收账款、转换比例由上季度约 30% 降至 8%——核心是设备收入确认与项目开票里程碑的时间差。市场把它读成"扩张期错配"，股价读成"现金流红灯"，分歧就在这里。

两个新增的风险与机会线索：一是 SpaceX 的 400 亿美元表外债务结构因市场动荡而复杂化，该交易通过 SPV 为购买英伟达芯片融资以保住投资级评级，高盛牵头、阿波罗等参与，定价谈判仍在进行，信贷焦虑已推高全行业借贷成本；二是 SpaceX 洽谈使用全美至少 8 万个蜂窝站点，网络 capex 约 200 亿美元叠加频谱成本，总投入至少 700 亿美元，花旗测算 CCI、SBAC、AMT 上行空间约 44%/43%/22%，而 AT&T、T-Mobile、Verizon 面临 29%—32% 名义估值下行风险——铁塔是这条叙事里最干净的多头。

软件与安全是另一条独立线索。大摩 CQ3 网络安全经销商调研显示支出加速迹象明确，平均预期增速由 Q1 的 10%、Q2 的 11% 升至 13%，34% 的受访者预计其安全业务 2026 年增速超 15%；技术债替换与 AI for Security 是年内核心驱动，而 Security for AI 的支出要到 2027 年才放量。板块内更看好 PANW 与 CRWD，短期战术机会在漏洞管理（VM）标的。高盛则给 AI 失业叙事降温：挑战者报告显示 AI 相关裁员公告较春季峰值大幅回落，过去三个月 AI 暴露度最高的行业就业增长较长期趋势每月仅低约 1 万人，且这部分疲软大致被 AI 相关建筑业岗位的招聘增量抵消——AI 对劳动力的冲击目前"可见但范围有限"。

港股：跌得比 A 股狠，交易台在卖什么很说明问题

本周 MSCI 中国 -4.6%、沪深 300 -1.6%、恒生科技 -5.8%，港股跌幅显著大于 A 股。港股消费（discretionary）与价值板块相对占优，A 股则是通信服务与成长板块表现更好。高盛的解释延续上周逻辑：中美利差持续走阔下，港股更受美债利率上行压制，A

股受较高股权风险溢价、政策支持与宽松金融条件支撑，因此重申 A 股优于 H 股。

港股交易台的行为值得记录：整体偏卖出，客户减持科技互联网平台、电池、银行和保险，买入汽车零部件及澳门博彩。这组动作的含义是——机构在减"利率敏感 + 前期拥挤"，加"出口链 + 本地消费复苏"，而不是简单降仓。

中概：美团的四季度指引比三季报更重要

花旗预计美团 3Q26 收入 1142 亿元、同比 +20.1%，调整后净利润 25.6 亿元，表观业绩料与一致预期基本相符，但市场实际预期可能略高。结构上：核心本地商业经营利润预计 41.5 亿元；外卖单均利润降至 0.08 元，四季度随运营效率改善回升至 0.09 元；到店酒旅经营利润率约 25%，仍是主要利润支柱；新业务亏损约 17 亿元，巴西扩张可能令亏损扩大。花旗维持"买入/高风险"评级与 120 港元目标价，逻辑是即时零售、超市及 AI 投入提供长期空间，但竞争与监管不确定性偏高。换句话说，这份财报的关键不在 3Q 的数字，而在四季度外卖单均利润能否真的回到 0.09 元。

紫金矿业 H 股同日被花旗维持买入、目标价 60.50 港元（对应 2026 年 8.4 倍 PE），理由是铜板块 Q3 毛利 148 亿元、同比 +74%、占集团毛利 46% 已超过黄金，在约 4000 美元/盎司金价假设下短期风险收益仍具吸引力。

港股消费与出口链：运动服饰的分化比总量更有信息

安踏与特步发布 26Q3 流水：安踏主品牌、FILA 分别下滑中单位数、低单位数，其他品牌增长 25%—30%；特步主品牌下滑中单位数，索康尼增长中单位数、环比二季度改善。国庆假期安踏主品牌与 FILA 均恢复不错增长，四季度在电商大促与春节提前拉动下预计仍有表现。A 股方面，比音勒芬 26Q3 单季营收大增 34%、扣非归母净利润大增 40%，环比提速，前三季累计经营现金流净额激增 90%，属于本周消费板块最超预期的财报。

这组数据的含义是：大众运动需求确实疲软（天气 + 消费降级），但"多品牌矩阵 + 高端定位 + 现金流质量"三者兼备的公司仍能逆势加速——分化而非普跌，是当前消费股最重要的定价特征。

机构观点

今日机构声音可归为三句话：海外投行在存储上集体"反驳看空"，在国内卖方则在数采上从"分歧"走向"补票"；三季报点评开始明显分化，超预期的集中在涨价链与 AI 配套，不及预期的集中在传统制造与内需；医药因 ESMO 数据迎来年内最密集的一次集中上调。

海外投行：存储的三份"反驳报告"

本周最有分量的一组声音来自三家外资同时为存储辩护。摩根大通给西部数据"增持"，目标价从 600 美元上调至 650 美元（现价 354.19 美元，约 84% 空间），依据是 F1Q27 收入、利润率、EPS 全面超预期、ASP/TB 同比 +28%，并把 FY27/FY28 调整后 EPS 上调 19.6%/16.9% 至 25.65/41.10 美元，明确指出市场对资本开支的担忧过度——新增开支主要用于磁头与盘片制造。伯恩斯坦的措辞更硬：主流看空逻辑（上半年 DRAM/NAND 历史性环比跳升后三季度涨幅必然放缓、因而见顶）是对历史规律的误读，回调已过度定价"价格减速"，美股首选希捷，同时维持西部数据与闪迪"跑赢大市"。野村则给出了概率框架：竞赛延续情景约 75%、电力延迟导致订单调整约 20%，结论是 2027 年供需格局已基本锁定，短期回调反映的是融资担忧而非需求坍塌。

机器人这边，野村的判断反而偏冷静——机器人"大脑"在复刻大模型演化路径，但当前仍处"GPT-2 前夜"，2026 年末至 2027 年初的头部模型发布是行业第一个实质催化，而非商业化拐点本身。摩根士丹利对宇树科技维持"持股观望"、目标价 500 元（较 10 月 22 日收盘 520 元有 3.8% 下行空间），认可其从硬件领导者向

全栈智能平台转型，但认为订单重复性、任务验证广度与智能层价值捕获仍需验证。这与卖方的一致看多形成有意思的对照。

其他值得记的：花旗给紫金矿业买入、目标价 60.50 港元（对应 2026 年 8.4 倍 PE），核心是铜板块 Q3 毛利 148 亿元、同比 +74%、占集团毛利 46% 已超黄金；给美团"买入/高风险"、目标价 120 港元，3Q26 收入预计 1142 亿元 +20.1%、调整后净利 25.6 亿元；花旗还测算了 SpaceX 八万站情景下 CCI/SBAC/AMT 的上行空间约 44%/43%/22%（CCI 弹性最大），而传统运营商面临 29%—32%
名义估值下行。大摩的网络安全经销商调研显示支出增速由 10%→11%→13% 逐季加速，板块内更看好 PANW 与 CRWD。瑞银维持明月镜片买入、目标价 42 元（WACC 7.7%），Q3 收入 +20%、净利 +22%，PMC 超亮/1.74/渐进片分别 +76%/+170%/+49%，医疗渠道翻倍，毛利率提升 200bp 至 60.1%。摩根大通对礼来给 Overweight，Zepbound 周 TRx 约 80.5 万张、同比 +71%，贡献市场约 54% 的 TRx
增量。高盛在区域配置上把银行上调至超配、保险下调至标配，重申 A 股优于 H 股。

国内卖方：数采从"质疑"到"补票"

数采这条线的分歧点很清楚——数据需求会不会很快见顶、真机数据还是 Ego
数据是主线。天风电新的回答是需求曲线大概率非抛物线但会"加速后回落再走平"，当前【强现实】是 ego 视觉数据（对应奥比中光、华依科技），未来预训练会大量增加触觉数据。中金机械给出了产业链的定量拆分：真人第三视角数据占 10%、Ego 头戴第一视角占 50%、UMI 手套高精度操作占 20%、真机采集占 20%；价格端 Ego 与 UMI 数据约 100—300 元/小时。天风汽车则从模型侧确认了催化——GPT-6 Astra
在未针对机器人控制做训练的情况下就达到 RoboDojo 的 SOTA，优势在任务拆解与闭环纠错。国金具身跟踪五洲新春，公司与重庆精钢传动合资布局减速器，补齐最后一块拼图，产品矩阵覆盖丝杠/轴承/减速器，机器人单机 ASP 可展望 1 万元以上；重庆精钢 2025 年营收 1500 万、净利率超
20%，创始人来自重庆大学机械传动国家重点实验室。

三季报的点评方向已经分出高下。飞速创新（中信通信）前三季利润同比 +79%（Q1—Q3 分别为 1.6/2.9/3.3 亿），预计 26 年利润超 10.5 亿、27 年超 15 亿，明年不到 8 倍
PE，卡位是服务上万家人工智能初创公司与传统企业 AI 转型的整套基础设施。ST 嘉澳（天风电新）Q3 营收 24.0 亿元 +41%、归母 2.14 亿元 +305%、毛利率 30.4% 同比 +16.2pct，大幅超市场预期的 1.5 亿元，SAF
量利兑现。科瑞技术（中信机械）Q3 扣非净利同比
+85.17%，半导体与光模块业务持续放量。隆鑫通用（天风机械）Q3 营收 50.86 亿元 +5.85%、归母 5.52 亿元 +9.79%、毛利率
+1.19pct，被定义为"经营端拐点明确、持续重点推荐"。良信股份点评强调扣非利润同比转增、海外与 AIDC 打开空间。反面则有中材国际：3Q26 营收 106.79 亿元 -5.7%、归母 3.54 亿元
-45.7%，低于预期，原因是境内水泥行情走弱、欧元美元贬值汇兑损失、应收减值计提增加，不过在手工合同 708 亿元、境外新签订单 448 亿元 +8%
仍算充裕。有色三条线：大中矿业铁矿现金流稳、加达增储夯实锂成长；华友钴业Q3 归母 8 亿元同环比 -47%/-21%，Q3 计提资产减值 10 亿主要系钴跌价；国城矿业钼业务量稳利增、40% 股权收购落地，Q3 归母 4.7 亿元同比 +286%。

金融与地产的口径值得单列。广发非银测算前三季度上市券商整体业绩增长
30%—40%，板块因前期震荡持续滞涨、业绩与估值错配显著，三条主线分别是低估值高 ROE
头部综合券商（中金 H、国泰海通 AH、中信 AH、华泰 AH）、受益科技融资扩容的弹性标的（招商、财通）、以及财富管理特色标的；保险则三季报利润阶段性承压、等待开门红。天风地产的高频数据显示压力仍在：上周 60 城商品房成交 204 万平、周环比 -15.3%，移动 12 周同比 -10.45%（较上期降 3.10pct），一/二/三线移动 12 周同比分别为 +7.27%/-17.10%/-16.58%——一线仍是唯一的正增长能级。

医药：ESMO 的集中兑现

科伦博泰被天风医药重点提示：Lung06 中芦康沙妥珠单抗联合帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1<1% 非鳞 NSCLC，mPFS 15.0 vs 5.7 个月、HR=0.49，OS 尚未成熟但 HR=0.58，突破 PD-L1 阴性人群是最大看点。招商医药梳理了 ESMO 第三日 LBA 与主席论坛：乐普生物 MRG007（CDH17 ADC）结直肠癌 I 期爬坡、宜联生物/罗氏 Tam-Peli（B7-H3 ADC）复发转移鼻咽癌 III 期、科伦博泰 sac-TMT 两项 III 期（1L PD-1 阴性非鳞 NSCLC、EGFR 突变 NSCLC）、荣昌生物维迪西妥单抗（HER2 ADC）乳房外 Paget 病 II 期、劲方医药 GFH276（pan RAS(ON)）I 期爬坡。同一周内 AI 制药也保持活跃：剂泰科技与礼来达成 LNP 递送合作，首付款逾千万美元、总额可达 11 亿美元；Citrini 团队用 Claude 自主设计蝎毒结合蛋白，合成 211 个设计命中 17 个（达到结合标准），且团队并无相关知识背景。恩华药业（天风医药）Q3 营收 15.57 亿元 +6.61%、扣非 4.14 亿元 +1.06%，符合预期，看好 2027 年主业改善 + BD 增量。

消费与美护：员工持股成了最强的信号

国泰海通美护维持朗姿股份"增持"、目标价 22 元（2026—28 年 EPS 0.88/1.13/1.32 元）。真正值得关注的是第四期员工持股计划的条款：942 万股、占总股本 2.13%、成交均价约 13.40 元、总额约 1.26 亿元，覆盖不超过 149 名核心骨干，分两期解锁；第一期考核 2026—28 年最高单年收入较 2025 年增加额的触发/目标值分别为 45/105 亿元，平均扣非归母净利率触发值 4%、目标值 10%。这个考核强度说明管理层对医美提效 + 女装线上化拐点的信心不是口头表述。

值得关注

未来两周是年内"验证密度"最高的一段时间——A 股三季报收尾、美股最密集财报周、10 月 FOMC、美国中期选举、以色列大选后的美伊窗口，全部挤在 10 月末到 11 月初。这意味着方向大概率在这两周内被选定，而不是继续横盘。以下按"验证强度"排序。

一、数采：从"一致预期"走向"订单检验"

这是当前最拥挤也最需要验证的方向。共识已经形成——数采服务毛利 50%+、采集/标注/清洗分别占成本约 30%/25%—35%/40%，头部具身大厂 2026 年数采目标已达千万小时量级，行业缺口超 95%。但一致预期之后，市场会开始追问三件事：

第一，订单能不能落到报表上。Maxinsights 的 200 万小时交付、Q3 订单环比 +48%、ARR 1 亿美元是目前唯一可验证的商业化样本，后续要看国内 T0 级（按小时收费、SaaS 逻辑、已有收入）标的——海天瑞声、凡拓数创、宝通科技——是否披露可比的收入确认。

第二，两个硬日历：10 月 29 日智元 AI Day、12 月 4 日特斯拉股东大会。广发机械给出的路径是 Optimus 未来 1—2 个月发布非预编程 Demo、2027 年底开始向客户交付、并需 1 年以上爬坡至周产 2 万台——注意这个节奏比市场情绪慢得多，是检验"量产叙事"的第一道刹车。

第三，数据结构的切换。天风电新的判断是当前【强现实】在 Ego 视觉（奥比中光、华依科技），真机数据不是主线，未来预训练会大量增加触觉数据。如果两周内出现触觉采集设备的订单公告（福莱新材、慈星股份方向），说明主线正在从"视觉入口"向"接触信息"迁移，这是比股价更早的信号。

风险提示：这一轮属于题材战法，基本面业绩影响不大，短线思路为主——一旦三季报或订单低于预期，回撤会很快。

二、A 股三季报的"最后一公里"

本周已经看到极度分化：宏和科技 Q3 归母 +607.73%、杰瑞股份上修 2027 年保底交付至 25 亿美元以上、良信股份 Q3 归母 +57.41%、税友股份 Q3 归母 +241%、比音勒芬 Q3 营收 +34%。反面是海信家电

Q3 归母 -74%、TCL 智家 -22%、爱玛科技 -36.9%、中材国际 -45.7%、恒铭达 Q3 归母 -44.46%。

接下来两周要盯的是"业绩已经很好但股价没反应"和"业绩很差但股价已经跌透"两类错配。券商是最典型的例子：前三季度上市券商整体业绩预计增长 30%—40%，板块却持续滞涨——如果三季报正式披露后估值仍不动，说明市场在定价明年的成交量而非今年的利润。

三、海外三个日历事件，顺序很重要

先 FOMC（本周）：摩根士丹利明确提示鹰派意外风险，市场隐含谷值利率 4.29% 显著高于长期点阵图 3.25%。若声明偏鹰，SFRZ6Z7 趋平交易（+42bp 入场、目标 +10bp）是最直接的表达方式。对 A 股而言，鹰派意味着外资流入继续被压制。

再美伊（本周末至下周三）：中泰策略把这段时间定义为"无法继续拖延的关键窗口"——若周末无大规模军事行动、下周三以色列大选后局势出现戏剧性缓和，油价与美债收益率回落将直接打开科技股反弹空间。反向看，美国国务院已因胡塞与伊朗袭击威胁增加，对 13 个中东国家更新旅行警告，说明升级风险并未解除。

最后中期选举（11 月初）：Polymarket 定价众议院民主党夺控 92%、参议院 68%、Dem sweep 约 67%。高盛策略团队认为即使民主党全面获胜，对伊朗战争政策与 AI 监管方向的实质影响也有限；但选举后政治不确定性下降本身有利于股市。真正的驱动仍是通胀、企业盈利与地缘。

美股层面，下周是最密集的三季报披露窗口。观察重点是：META 搁置 2027 年 CAPEX 指引后，其他超大厂会不会跟进"不给定数"——如果跟进，整条算力链的估值方式都要重算；反之若有人给出明确上修，当前的抛售就是错杀。

四、航展与军贸：赔率最清楚的窗口

珠海航展临近，历史上前三届（21/22/24 年）航展前后 3 个月军工板块相对大盘最大超额收益分别为 14.10%/15.63%/17.37%。当前筹码极轻——2026Q2 国防军工公募持仓仅 2.38%，扣除主题基金后显著低配，航发动力等核心票年内最大回撤近 50%。两周内要盯的具体事件是广东宏大的军贸导弹订单能否落地（0-1 突破），以及航展参展清单的陆续披露。军贸是当前景气度最高的细分方向，其次为新域新质作战力量。

五、国产模型：11 月 4 日是一个硬日期

Kimi K3.1 Pro 已发布：总参数 2.8 万亿、MoE 激活约 1040 亿、100 万上下文，Artificial Analysis 智能指数 55 分、较 K3 提升 11 分、距 Claude Opus 5.5 仅 3 分，定价下调约三成（输入 13 元/输出 68 元每百万 token，缓存命中 1.3 元），完整权重 11 月 4 日前开源。开源当天是检验"国产模型重回前沿"叙事的关键节点——若届时权重质量与 API 一致，国产算力链（寒武纪、海光、盛科）会获得新的需求锚；但也要注意申万 TMT 的提醒：K3.1 Pro 实际任务成本约为同智能档位 GPT 6.1sol 的 1.5—2 倍，性价比优势没有定价看起来那么大。

另一个待验证事件是字节冬季 Force 大会将发布自研 Physical AI 模型——目前无确定命名、通测数据尚未完成，暂无法对外打榜评测。这类"预告型催化"需要打折看待。

六、价格链的持续性：三个可以量化跟踪的指标

电子布：E 布供需缺口比想象中大，头部企业订单缺口预计 30%—40%，宏和科技前三季均价 14.63 元/米、同比 +194.37%。后续看 11 月报价能否再涨，以及中国巨石等龙头的顺价分规格验证。

氯化亚砜：均价 5750 元/吨、年内 +62.21%、同比 +308.09%，周度开工率仅 59.4%、库存 1690 吨。检修结束后开工率能否回到 70% 以上，是判断这轮涨价是"短期缺口"还是"长期格局"的分水岭。

水泥：全国均价环比 +1.9%（+6.2 元/吨），涨价集中在华东与中南，涨幅 10—40 元/吨，驱动是旺季需求改善 + 煤价上涨 +
亏损企业盼盈利；两广与湖南还叠加供给约束。关注塔牌、华润建材科技、海螺（后两家还是高股息标的）。

电价（容易漏掉但很重要）：江苏 11 月月度竞价电价大幅回升至 415.7 元/兆瓦时、同比涨约 6 分/千瓦时，12 月环比回落但仍达 398.15 元/兆瓦时。年底月度电价对次年年度长协电价谈判有明显指引作用——这是判断 2027 年沿海火电盈利的核心变量，值得在 12 月长协谈判前持续跟踪。

七、几个容易被忽略的日历与阈值

钾肥：9 月中国氯化钾进口 137 万吨、环比 +2 万吨，1—9 月累计 1280 万吨已超 2025
年全年，港口库存历史高位继续累加，部分贸易商面临胀库压力；华东 57% 粉均价 2920 元/吨持稳，但海外 FOB 普遍小跌。秋肥扫尾 + 复合肥开工低位，短期高库存是压制项。

双 11：东方甄选 10 月 1—20 日主号 + 矩阵号合计 GMV 10.17 亿元、同比 +113.4%（主号 2.58 亿 +41.5%、矩阵号 7.59 亿 +157.9%），自营品牌 GMV 4.52 亿元、销量 644.86
万件，羽绒服/胶原蛋白肽饮/蚕丝被分别约 2122 万/1736 万/1023
万元。这是目前消费板块最高频、最可验证的数据源，建议按周跟踪。

北证 50 ETF：截至 10 月 23 日北证 50 PE(TTM) 回落至 43.51 倍，处于 2024
年"924"以来新低区间，相对创业板折价约 30%。ETF
进入落地窗口期，一旦获批将拓宽被动资金渠道——这是小盘成长最直接的资金催化。

锂电出货：26Q3 中国锂电池出货 735GWh、同比 +46%（动力 380GWh +27%、储能 300GWh +82%），前三季累计 1945GWh、同比 +49%，储能与消费板块出货已超 2025 全年水平。储能 +82%
是最强分项，两周内重点看亿纬锂能动力出货指引上调（Q3 动力出货 30.2GWh、同比 +131%）能否被同业跟随。

汽车出口退税：2027 年 4 月 1 日起新能源汽车出口增值税退税率从 13% 下调至 9%，设 6
个月缓冲窗口。退税率每下调 1 个百分点对应名义税额约 101.8 亿元——这是 2027
年整车出口链盈利预测必须下调的硬约束，市场目前定价不足。

印尼 MSCI 降级：潜在被动流出 56 亿美元，若 FTSE 跟进再增 27 亿，另有 81 亿主动持仓可能自主减持。这是新兴市场里最容易被忽略的尾部风险，若真发生会通过区域基金传导至整个东南亚配置。

各行业板块

煤炭

核心催化

供给端呈现典型的"复产不复量"特征，这是当前煤价最硬的支撑。9
月统计局原煤产量同比降幅虽收窄但仍下降 6.8%；截至 10 月 18 日当周，晋陕蒙 442 家煤矿周度产量 2646 万吨、同比 -3.5%、环比仅 +0.1%，产能利用率 80%、同比 -3.2pct。分省看分化明显：山西周产 788 万吨、同比 -9.8%，产能利用率仅 64.4%（同比 -7.3pct）；内蒙古 1196 万吨、同比 -0.6%，产能利用率 88.7%。节奏上，442 家煤矿产量较 9 月中旬稳产保供前仅提升 1.6%，但较 5 月 22 日事故前年化仍下降
2.7%；钢联口径动力煤、炼焦煤日均产量较 9 月中旬分别提升 3.2%/2.9%，较事故前年化仍下降 3.6%/18.9%。结论是复产增量尚不足以扭转供给净减少趋势，四季度供给环比改善但同比仍有刚性缺口。

需求侧同步提供支撑：本周全国水泥价格环比 +1.9%（+6.2
元/吨），涨价原因之一即为煤炭价格上涨推动的成本上行，说明煤价上行已开始向中下游传导。

核心标的及逻辑

中国神华（02688.HK/601088.SH）：Q3 归母净利 156.88 亿元、同比 +3.2%，环比 -13.1%（环比下滑主因 26Q2 基数含 4 月资产注入新并表标的 Q1 利润还原的口径影响），扣非 159.13 亿元、同比 +10.6%。煤炭分部 Q3 毛利率 30.9%、同比 +2.0pct，吨煤综合售价约 461 元/吨、同比 +53 元（+13.0%）；自产煤单位生产成本 157.5 元/吨、同比 -3.9%，成本优势继续。拖累项是电力：Q3 售电量 756 亿千瓦时、同比 -2.9%，平均利用小时 1153 小时、同比 -13.2%，受燃煤采购价上升（平均售电成本 337.5 元/兆瓦时、同比 +8.1%）影响，电力分部利润总额 20.31 亿元、同比 -63.0%，毛利率 11.0%、同比 -12.7pct。公司承诺 2025—2027 年每年现金分红不少于当年归母净利润的 65%，低成本高股息属性明确。

中煤能源（01898.HK/601898.SH）：Q3 归母 45.99 亿元、同比 -3.8%、环比 +6.8%，扣非 45.90 亿元、同比 -3.2%、环比 -2.3%。核心变化是量减价升：Q3 商品煤产量 3143 万吨、同比 -8.2%，自产商品煤销量 3217 万吨、同比 -6.3%，但自产商品煤售价约 620 元/吨、同比 +138 元（+28.7%）、环比 +70 元（+12.7%），吨煤毛利约 297 元/吨、同比 +62 元（+26.5%）、环比 +39 元（+15.0%）。成本端压力较大，Q3 单位销售成本约 323 元/吨、同比 +30.7%，主因产销量下降摊薄、外包转自营及社保基数增长。成长性看点：陕西榆林煤化工二期年产 90 万吨聚烯烃项目全部工艺装置已中交、投产在即；远期在建项目完成后仍有分红提升预期。

行业趋势

本轮煤价的核心不是需求爆发，而是供给刚性——安监趋严叠加地质扰动导致产量恢复缓慢，"复产不复量"意味着即使保供政策持续推进，四季度同比缺口仍难补齐，煤价高位有持续性。对板块而言，这意味着盈利的确定性高于弹性，配置价值主要体现在股息：当前煤炭行业股息率约 4.37%，仍是红利资产的基准锚，券商 2027 年 A/H 股 4.0%/6.5% 的股息率目标正是以煤炭为对标。

风险在于两点：一是若安监政策边际放松、复产加速，供给缺口会快速收敛；二是电力分部盈利受煤价上行挤压（神华 Q3 电力利润 -63%），一体化企业的煤炭盈利改善会被电力业务部分对冲，需按分部而非整体看待。

石油石化

核心催化

天然气价格是全球能源链当前最陡的一条曲线。截至 10 月 23 日，中国 LNG 到岸现货价 31.93 美元/百万英热，周环比 +7.40%、同比 +180.17%；荷兰 TTF 期货收于 28.01 美元/百万英热（90.04 欧元/MWh），周环比 +4.51%、同比 +173.14%。原油端相对温和但去库在延续：截至 10 月 16 日当周美国原油库存（含 SPR 与商业库存）周环比 -336 万桶，汽油库存周环比 -295 万桶，炼厂开工率周环比 -0.1pct；截至 10 月 22 日中国山东地炼开工率周环比 -0.3pct。高油价与中国石油需求回升形成呼应——高盛最新估算中国石油需求升至 170 万桶/日。

另一条催化来自炼化盈利的极端修复。恒逸石化前三季度实现营业收入 1083.06 亿元、同比 +29.11%，归母净利润 80.11 亿元、同比 +3390.70%，是目前石化板块盈利弹性最大的样本。

核心标的及逻辑

恒逸石化（000703.SZ）：市场对其定价存在明显分歧——按全年盈利有望超百亿测算，当前市值 500 多亿元对应动态市盈率不到 5 倍。与一般"外购原油、砍掉最挣钱的汽油、炼下游化工品"的石化企业不同，公司在文莱拥有直接的上游源头石油供应，可在当地直接炼汽油，这使其在原油价格上行周期中同时具备资源端与炼化端的双重敞口，是本轮盈利爆发的结构性原因。低估值 + 高弹性的组合，使其成为传统风格资金的重点观察对象。

中国神华（601088.SH/02688.HK）：煤化工分部量价齐升、大幅扭亏——Q1—Q3 聚烯烃销量 163.2 万吨（+6.0%）、油品销量 82.7 万吨（+258.0%）、甲醇 55.4 万吨（+13.3%）、乙二醇 23.8 万吨（+54.5%），分部收入 237 亿元（+50.0%）、毛利率 28.2%（+20.5pct）、利润总额 31

亿元（上年同期亏损 9.18 亿元）；单 Q3 分部利润总额 9.69 亿元（上年同期亏损 5.80 亿元），主要系新并入化工资产贡献及上年同期煤制油装置停车改造的低基数。这是"油头化尾"一体化在当前价差环境下最直接的受益证据。

行业趋势

石化板块当前处于"成本推动 + 价差修复"的双重逻辑中：原油端受美伊冲突与霍尔木兹不确定性支撑，高油价的持续性可能超出市场预期（全球能源库存在持续消耗）；天然气端因供给冲击同比接近翻倍，对以气为原料的化工品（尿素、甲醇）形成成本抬升。这意味着炼化一体化企业的盈利改善不是来自需求扩张，而是来自价差与库存收益，持续性取决于地缘局势而非终端消费。

需要注意的是，油价上行对下游是净成本冲击。同一份宏观数据里已经能看到这种分化：AI 与非 AI 产业的成本压力同时上升（铜、铝、锡 9 月均价较 2024 年 1 月分别 +73.6%/+49.7%/+114.0%），石化下游的纺织、塑料加工等环节利润率反而被压缩。因此本行业的选股逻辑应集中在"有上游资源"或"有价差弹性"的标的，而非全行业普涨。

有色金属

核心催化

铜铝分化是本周最清晰的信号。避险交易压制下，LME 3 月铜 -0.4%、铝 +1.1%，SHFE 铜 -1%、铝 +0.3%；库存层面分化更极端——铜环比 +2.92%、同比 +50%，铝环比 -6.92%、同比 -31%。铝的强势来自成本端：电解铝及动力煤涨价推动，叠加供给端持续受限；铜的弱势则反映 AI 资本开支预期下修对工业需求的间接压制。

贵金属则是本轮三季报的"业绩分水岭"。Q3 金银价格环比下行，紫金矿业矿产金、矿产银销售价格环比分别下滑约 9%，直接导致其 Q3 业绩环比微降约 7 亿元；赤峰黄金 Q3 归母同比 -41.84%、环比 -25.65%，山金国际 Q3 归母环比 -23.25%。反观铜，紫金铜板块 Q3 毛利 148 亿元、同比 +74%、占集团毛利 46%，已超过黄金板块——铜正式接过黄金的利润接力棒。

核心标的及逻辑

紫金矿业（601899.SH/02899.HK）：前三季度归母净利 575 亿元、同比 +52%，扣非 558 亿元、同比 +64%；单 Q3 归母约 184 亿元、环比 -4%，扣非 178 亿元、环比 -9%。结构上铜强金弱：铜板块 Q3 毛利 148 亿元、同比 +74%、占集团毛利 46%，抵消了黄金环比走弱与锂单位毛利下降。花旗在约 4000 美元/盎司金价假设下认为短期风险收益仍具吸引力，维持买入、目标价 60.50 港元（对应 2026 年 8.4 倍 PE，报告时点股价 29.46 港元）。

宏桥控股（01378.HK）：前三季归母约 233 亿元、同比 +69.9%，Q3 约 77 亿元、同比 +55.6%，现金流强劲。成本控制是核心：Q3 电解铝综合成本约 15000 元/吨，环比小幅上升主要来自阳极炭块与检修费用（分别影响约 55、35 元/吨）；氧化铝成本约 2350—2400 元/吨、环比下降；几内亚铝土矿采购价 70—75 美元/吨、较行业低 2—3 美元。电价是后续变量：Q3 综合电价 0.48—0.49 元/度、同比增加约 5—6 分，其中山东约 0.57—0.58 元/度、云南约 0.31—0.32 元/度，云南丰水期对冲了山东上涨。

锡业股份（000960.SZ）：前三季营收 466.8 亿元、同比 +35.6%，归母 25.7 亿元、同比 +47.2%，扣非 30.3 亿元、同比 +53.6%；Q3 营收 151.0 亿元（+13.4%/-5.7%）、归母 10.65 亿元（+56%/+67%）、扣非 10.80 亿元。Q3 归母回归正常增长轨道，主因 Q2 集中报废处置固定资产形成约 -4.6 亿元非经常性损益、拖累当期归母降至 6.4 亿元，出清后基数恢复。锡冶炼设备自 9 月 30 日起例行检修、预计不超过 45 天（约至 11 月中旬），影响 Q4 节奏但长期量增清晰。

高争民爆（002827.SZ）：资产注入范围与速度均超预期。拟发股购买紫隆矿业 51%（核心资产朱诺铜矿 45.9% 股权，交易后穿透权益约 23%；朱诺铜资源量 293.9 万吨，计划 2026 年建成投产、设计年产铜 8

万吨，对应权益产能约 2 万吨）、紫源铜业 51%（马牧普铜矿探矿权，勘探报告已通过终审）、晟源矿业 100%（后续划入巨龙铜业 10.12% 与拉果资源 27%）。巨龙铜矿二期已达产、年产能 30—35 万吨，按 10% 权益测算地矿集团权益产能约 3 万吨、权益利润约 18 亿元；三期投产后年产能达 60 万吨、权益利润约 36 亿元。

赤峰黄金（600988.SH）：前三季归母 22.85 亿元、同比 +11.05%，但 Q3 归母仅 5.53 亿元、同环比 -41.84%/-25.65%。根因是产量：Q3 矿产金 2.76 吨、同环比 -30.15%/-12.89%（2025Q4—2026Q3 分别为 3.81/2.98/3.17/2.76 吨），部分矿山技改、大规模检修及安全自查导致固定成本分摊上升。公司将 2026 年黄金产销量目标更新为 12.5 吨。

山金国际（000975.SZ）：前三季营收 136.25 亿元、同比 -9.14%，归母 32.01 亿元、同比 +30.16%；Q3 营收 39.66 亿元（-31.03%/+6.58%）、归母 7.85 亿元（-9.14%/-23.25%），但扣非 9.13 亿元、同比 +7.72%。一次性拖累是吉林板庙子因部分业务不满足高新技术企业所得税优惠条件，补缴 2023—2025 年所得税及滞纳金合计 2.87 亿元（已全部缴清），Q3 非经常性损益中单列影响 -1.14 亿元。

华友钴业（603799.SH）：前三季营收 807.8 亿元、同比 +37%，归母 43.1 亿元、同比 +2%，扣非 40.5 亿元、同比持平；Q3 营收 252.1 亿元（+16%/-15%）、归母 8 亿元（-47%/-21%）、扣非 7.4 亿元（-48%/-40%），毛利率 16.8%。Q3 计提资产减值损失 10 亿元、主要系钴跌价；镍钴业务受硫磺高位 + 钴价下跌双重挤压，单位利润承压。量的方面前三季镍产品出货约 19 万吨，其中 Q3 MHP 出货 4 万吨、镍铁 1.3—1.4 万吨。

行业趋势

有色当前是三条独立逻辑并行：铜受益于供给刚性（Escondida 等矿山扰动、加工费低迷）与电力/数据中心需求，库存同比 +50% 说明短期需求偏弱但中期缺口仍在；铝受国内产能天花板与成本推动，库存同比 -31% 是最健康的品种；黄金进入"价格回落、产量分化"的阶段，业绩弹性取决于自产金产量而非金价，这也是赤峰与山金、紫金 Q3 表现差异巨大的原因。

钴锂仍在磨底：华友 Q3 减值 10 亿元是行业性信号——钴价下跌已导致存货减值集中计提，但这也意味着后续若价格反转，减值转回的弹性会很大。整体判断：铜铝的配置价值高于贵金属，贵金属内部应优选产量有增量、成本可控的标的。

基础化工

核心催化

氯化亚砜是本轮化工品涨价最典型的样本。本周（10 月 16—22 日）国内氯化亚砜市场价格高位上行，据百川盈孚数据，截至 10 月 22 日均价 5750 元/吨，年内涨幅达 62.21%、年同比上涨 308.09%。驱动有三层：短期是检修收紧供给（截至 10 月 23 日周度开工率仅 59.4%、库存降至 1690 吨），中期是成本下行带动价差修复，长期是供给受限叠加锂电增量与硫磺成本支撑。刚需采购的特征说明这轮涨价有真实需求承接，而非纯投机。

耗煤数据则揭示了化工内部的景气分化。截至 10 月 23 日当周，化工行业合计耗煤 685.93 万吨、同比 -1.5%、周环比 -1.2%。结构上：甲醇耗煤 344.8 万吨（同比 -2.5%、环比 -1.2%）、乙二醇 63.58 万吨（同比 -18.8%、环比 +0.9%）、新型煤化工合计 408.06 万吨（同比 -5.5%）、PVC 49.46 万吨（同比 -13.6%、环比 -3.9%）、纯碱 40.6 万吨（同比 -18.4%）；逆势增长的是合成氨 187.81 万吨、同比 +18.9%，以及传统煤化工合计 277.87 万吨、同比 +4.9%。

丙交酯-PLA 的顺价能力也得到验证。10 月初上游乳酸提价后，金丹科技再次宣布对下游丙交酯-PLA 涨价 10%（丙交酯是 PLA 前道中间体）。关键在于传统乳酸需求集中在食品辅料（如饮料成本占比仅千分之一），提价承受力强；丙交酯/PLA 市场均价 1.6/1.8 万元、对乳酸单耗 1.4，10 月聚合级乳酸提价 600—700

元相当于成本上涨约 900 元，而本轮提价 10% 对应 1600 元上涨，价差反而扩大 700 元，3D
打印旺盛需求是核心拉动。

核心标的及逻辑

金丹科技（300829.SZ）：以 24 万吨乳酸、7.5 万吨（丙交酯/PLA 口径）的产能体量，在"乳酸涨价—丙交酯顺价—价差扩大"的链条中处于最有利位置。核心逻辑不是涨价本身，而是 3D
打印需求带来的量增，使中间体环节的利润同时获得价差与销量的双重放大。

华鲁恒升等煤化工一体化企业（逻辑性提示）：合成氨耗煤同比 +18.9%、传统煤化工耗煤同比 +4.9%，而新型煤化工（甲醇、乙二醇、PVC）耗煤全面下滑，说明当前景气集中在合成氨链条。在煤价高位（"复产不复量"、供给刚性缺口）背景下，煤化工的成本曲线整体上移，但合成氨方向因需求支撑更强，价差表现相对更好。

东材科技 / 圣泉集团（PCB
树脂方向）：纯碳氢树脂方案已开始测试，若采用则单位用量或大幅增加，两家核心企业 Q4
新产能释放预期强。这是电子材料向化工延伸的一条独立逻辑，与电子布涨价同步。

行业趋势

化工当前处在"供给收缩驱动涨价"与"需求分化挤压利润"并存的阶段。氯化亚砜、丙交酯这类供给端有检修或产能约束、下游又有增量需求（锂电、3D 打印）的品种，价差扩张最确定；而
PVC、纯碱、乙二醇等耗煤量同比大幅下滑的品种，反映的是地产链与纺织链需求仍未修复。

中期值得关注的是成本端：煤价"复产不复量"意味着化工用煤成本短期难降，硫磺价格高企又抬升了磷化工与镍钴冶炼成本，这会持续压制中游加工环节毛利。因此选股应聚焦"有定价权（涨价能顺出去）"或"有成本优势（一体化、自有资源）"的两类，而非博行业整体反弹。

建筑材料

核心催化

水泥价格连续上行是本周建材最确定的边际变化。 本周全国水泥价格环比 +1.9%（+6.2
元/吨），涨价区域集中在华东与中南，涨幅 10—40 元/吨。三个驱动同时存在：行业进入旺季、需求改善；煤炭价格上涨推升成本；行业亏损企业有强烈的盈利修复诉求。两广与湖南还额外受益于自上而下推动的供给约束。

电子布业绩集中兑现，但顺价仍须分规格验证。 宏和科技 Q3 单季归母 3.64 亿元、同比
+607.73%，经营公告披露前三季度电子布均价 14.63 元/米、同比 +194.37%；中国巨石前三季度归母 53.46 亿元、同比 +108.15%。价格端，建滔已于 10 月 13 日对薄布类板料及 PP 提价
15%。但上周细分板块等权样本表现分化：TGV 设备 +0.32% ＞ MLCC -1.09% ＞ 洁净室 -4.13% ＞ 电子布 -5.63%，说明市场对涨价持续性仍有分歧。

E 布供需缺口比想象中大。 头部企业面临的订单缺口预计 30%—40%，价格上涨的动力和空间都还较大——卖方用"更重要的是信心"来形容当下的状态，即缺的不是需求，而是市场是否相信价格能持续。

核心标的及逻辑

宏和科技（603256.SH）：Q3 单季归母 3.64 亿元、同比 +607.73%，前三季电子布均价 14.63 元/米、同比 +194.37%，是电子布涨价链条最直接的业绩证据。这类标的的弹性来自"量价齐升 +
低基数"，但需注意高端电子布的规格差异很大，普布与薄布、Low-Dk 的价格弹性完全不同。

中国巨石（600176.SH）：前三季归母 53.46 亿元、同比 +108.15%。粗纱业务受冷修与淡季影响，但电子纱、普通电子布受益涨价、盈利环比明显提升。一体化与规模优势使其在涨价周期中的利润确定性高于纯电子布厂商
。

中材科技（002080.SZ）：Q1—Q3 归母 19.1 亿元（+29%）、扣非 17.3 亿元（+44%）；Q3 归母 7.0 亿元（+46%）、扣非 6.3 亿元（+62%）。环比走平受三方面扰动：粗纱产线冷修减量、Q3 研发费用环比增加约 2 亿元（主要投向叶片）、股权激励费用单季约 6000 万元。特种布 Q3 出货约 700 万米、环比持平略增，Q4 有望加速释放，是后续最大看点。

塔牌集团 / 华润建材科技 / 海螺水泥：水泥涨价的直接受益者，且塔牌与海螺同时是高股息标的，进可攻退可守。区域上两广与湖南的供给约束更强，弹性大于华东。

中材国际（600970.SH）：3Q26 营收 106.79 亿元、同比 -5.7%，归母 3.54 亿元、同比 -45.7%，低于预期，原因是境内水泥市场走弱导致毛利下降、美元欧元贬值产生汇兑损失、应收款项减值计提增加。但海外订单稳步扩容：1—3Q26 新签订单 643 亿元、同比 +7%（境外 448 亿元、同比 +8%），截至 Q3 末在手未完工合同额 708 亿元。这是"业绩差但在手订单好"的典型错配。

华新建材 / 科达制造（出海方向）：海外通胀 + 新兴市场城镇化早期背景下，建材处于长期涨价与需求旺盛阶段，是穿越国内地产周期的另一条路径。

行业趋势

建材正在经历"国内需求弱、价格靠供给"与"海外需求强、量价双升"的双轨格局。国内水泥的涨价本质是供给约束 + 亏损修复，而非需求反转——上半年固投与地产新开工仍在下行，这决定了涨价的持续性取决于错峰生产与环保督察的执行力度，而非终端需求。

电子布则是完全不同的逻辑：AI 服务器与高阶 PCB 需求推动高端电子布（Low-Dk、Low-CTE）供不应求，订单缺口 30%—40% 意味着 2027 年前产能都偏紧。这一条线的风险在于 CPO/光模块技术路线变化对 CCL 需求的扰动，以及新产能投放节奏超预期。

建筑装饰

核心催化

出口正在成为钢结构制造的第二增长曲线。 财通建筑拆解了这条逻辑：25Q4 以来国内固投及传统基建投资承压，但钢结构头部厂商及下游中小厂在订单层面逆势增长——HS7308（钢铁结构体及其部件）出口数据显示，钢结构 2022—2025 年出口吨位复合增速达 25.1%、出口金额复合增速 9.7%。需求来源明确：中东、东南亚等地区的基建与制造业转移构成主要增量；制度红利在于"原料受限、成品不受限"——钢材出口受配额与关税约束，但成品钢结构不受同等限制，间接出海模式因此为厂商打开了通道。结论是钢结构出口景气度高于公司整体增速，头部企业的量利双升并非来自国内需求。

板块层面，本周天风建筑指数周跌 2.08%，在建筑/建材/新材料/外围四组中表现弱于建材（-1.48%）与新材料（-0.73%），仅略好于外围市场（-2.67%），说明国内固投链仍未获得资金认可。

核心标的及逻辑

今日帖未明确给出钢结构个股的具体财务数据与目标价，方向性指向是"头部钢结构企业"——即具备海外接单能力、且吨位规模能承接中东与东南亚订单的厂商。鸿路钢构一类以加工制造为核心产能的公司是该逻辑的直接载体（注：今日帖仅作行业层面论述，未给出个股盈利预测，此处不作量化引申）。

从估值角度看，钢结构公司的定价矛盾在于：国内订单价格战压制单吨毛利，而海外订单的单吨加工费与回款条件显著更优。因此海外订单占比的提升，会比收入增速更快地改善利润率——这是跟踪该板块应盯的核心指标（海外新签订单占比、单吨毛利）。

行业趋势

建筑行业正处在"国内总量下行、结构出海"的分化期。国内固投与传统基建承压是中期趋势，地产新开工未见拐点（9 月土地出让收入同比 -23.5%、房地产相关政府收入合计
-21.1%），这意味着依赖国内订单的建筑企业难以获得估值提升。

真正的机会在三条出海路径：一是钢结构等"成品出口"（绕过原料出口限制）；二是水泥工程
EPC（如中材国际境外新签订单 448 亿元、同比 +8%，在手工合同 708 亿元）；三是专业工程跟随制造业转移（东南亚、中东的产业园与厂房建设）。风险在于海外项目的汇率与回款——中材国际 3Q26 归母
-45.7%，汇兑损失与应收减值就是最直接的教训。

电力设备

核心催化

锂电出货数据是本周电力设备最强的实证。 26Q3 中国锂电池出货 735GWh、同比 +46%、环比
+7.3%，其中动力电池约 380GWh（同比 +27%、环比 +6%）、储能电池 300GWh（同比 +82%、环比
+9.1%）。前三季度累计出货 1945GWh、同比 +49%，储能、消费及其他板块总出货量均已超 2025
年全年水平。储能 +82% 是全线最强分项。

特高压核准明显提速。 阿坝北、甘孜中、甘孜南等 8 项特高压项目前期工作正在推进，川渝地区特高压建设明显提速，有力支撑后续设备需求；同期三项特高压工程获得核准、总投资约 591 亿元，9
月电力设备出口亦同步提速。

三季报呈现"内需强于出海、特高压强于海外订单"的兑现结构。 业绩兑现上特高压和内需强于出海，海外订单高景气趋势不改但静待兑现，原材料/汇兑/战争等因素短期普遍影响业绩。

核心标的及逻辑

亿纬锂能（300014.SZ）：26Q1—Q3 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（+65%/+11%）、归母 19.39 亿元（+60%/+5%）、扣非 16.44 亿元（+111%/+23%），归母与扣非均高于预告中枢。结构上 Q3 动力出货 30.2GWh、同比 +131%、环比
+41%（指引上调），储能出货 22.5GWh、同比 +14%、环比 -6%（受产能不足影响）。海外储能与大圆柱是 2027 年高增的两个引擎。

思源电气（002028.SZ）：Q3 收入增长由海外（占比提升至
30%+）、开关/变压器/自动化三大传统业务共同贡献，储能/电力电子收入占比提升 6—7pct。毛利率下降主要是低毛利的储能与电力电子占比上升所致，同产品口径基本平稳；按去年汇率口径还原，Q1—Q3 毛利率约 31.5%、降幅收窄至零点几个百分点。Q3 其他利润受三项拖累：汇兑损益同比约 -1.5
亿元、政府补助下降、对外投资公允价值下降。发货增速高于收入，存货增长近 50%
主要积压在发出商品，Q4 有望进入集中确收窗口——这是最值得盯的边际。海外订单 Q1—Q3 与 Q3
单季增速均在 50% 以上，订单口径海外占比已超 40%、收入口径 30%，中间是 1—1.5
年确收滞后（海外在途未确收 5—6 亿元）。区域上欧洲、中东、非洲各约 25%，美洲
30%（主变量在北美），东南亚、中亚/澳洲各约 10%。北美 9 月新签 3—4 亿元、10 月已超 4 亿元，10—11 月合计预计超 10 亿元；9—10 月已签 6—7 亿元中低压订单，公司判断即使最严情形北美仍可获取 10—20 亿元中压订单。成长点：变压器三期已开工、明年 7—8 月试生产、新增 30 亿元产能（合计 100
亿元接单能力）；1000kV GIS 已通过国网审核、只待招标；超容在 AIDC
侧是刚性需求、瓶颈在产能而非需求；全年大型储能订单约 50 亿元（海外超 10 亿元）、9
月单月储能已实现自身盈利。

良信股份（002706.SZ）：Q1—Q3 营收 39.06 亿元、同比 +11.39%，归母 2.45 亿元、同比 -19.49%；Q3 营收 13.67 亿元（+16.58%）、归母 0.91 亿元（+57.41%）、扣非 0.63
亿元（+23.0%）。收入端拆解最能说明结构：数字能源 BU 同比 +16.2%，其中储能 +35%、风光 +15%、AIDC 同比 +40%；智慧用电 BU +2.6%、较上半年转正；智能楼宇与基础设施 BU 下降。Q3 毛利率 27.80%、同比

-0.34pct。

ST 嘉澳（603822.SH）：Q3 营收 24.0 亿元、同比 +41%、环比 +39%，归母 2.14 亿元、同比 +305%、环比 +92%，扣非 2.14 亿元、同比 +308%，毛利率 30.4%、同比 +16.2pct、净利率 20.3%。大幅超市场预期（预期约 1.5 亿元）。SAF 出货约 10 万吨（单吨售价约 2500—2600 美元、单吨净利 5000—6000 元），HVO 约 2 万吨、生物石脑油副产品 1—2 万吨；现有产能（SAF 约 37—40 万吨）持续爬坡，二期（100 万吨/年框架下新增 50 万吨）即将开建；中国航油、BP 战略入股深度绑定下游渠道。

中材科技（002080.SZ）：Q1—Q3 营收 256.7 亿元、同比 +18.28%，归母 19.1 亿元、同比 +29.06%，扣非 17.3 亿元、同比 +44.24%；Q3 营收 94.1 亿元（+12.44%）、归母 7 亿元（+45.9%）、扣非 6.31 亿元（+62.29%）。风电叶片是研发费用的主要投向（Q3 研发费用环比增加约 2 亿元），定增落地助力特种电子布加速扩产。

行业趋势

电力设备的两条主线已经彻底分开。锂电/储能进入"出货高增、盈利修复"阶段：Q3 储能出货 +82% 远超动力 +27%，海外储能与大圆柱是 2027 年的核心增量；龙头宁德时代 Q3 归母 212.46 亿元、同比 +14.54% 但环比 -5.77%，说明盈利改善仍需产品结构优化与税收政策消化。电网设备则处在"国内特高压提速、海外订单高增但确收滞后"的错配期——订单增速 50%+ 而收入尚未体现，1—1.5 年的确收周期意味着 2027 年才是海外业绩的集中兑现窗口，这也是思源存货增长近 50% 的真正含义。

风险有两处：一是汇兑，思源 Q3 单季汇兑拖累约 1.5 亿元、金盘科技同样受汇兑与交期影响；二是原材料，铜铝价格上涨（铜 9 月均价较 2024 年 1 月 +73.6%、铝 +49.7%）直接抬升变压器、开关柜的成本，短期压制毛利。

机械设备

核心催化

数采是本周机械行业绝对的主线，且券商的说法已经高度统一：设备先行、服务定价。中金机械给出了产业链的定量拆分——采集数据形式中真人第三视角占 10%、Ego 等头戴第一视角占 50%、UMI 手套高精度操作占 20%、真机采集占 20%；价格端 Ego 与 UMI 数据约 100—300 元/小时。长城机械从专家交流中补充了两个被低估的细节：一是有效转换率极低，因需删减无效运动与低质量片段、加上加工损耗，单日 8 小时采集仅能获得 1—1.5 小时有效成品数据，意味着原始采集量级远高于账面需求；二是 UMI 作为手持夹爪类设备，核心硬件含双目相机、RGB 相机、IMU、配套结构件、核心板、底板、电池，利润优异。明年全行业预计将产生上亿小时的 Ego 数据需求。

金刚石的散热路线正在收敛。 长城机械的专家纪要明确指出：金刚石铜与金刚石片两种路线都有人尝试，但金刚石铜效果不好，因此后续金刚石片嵌入液冷板的可能性更高——金刚石片与冷板底部结合，芯片与金刚石之间用 TIM 材料填补缝隙排掉空气。这解决了一个关键工艺分歧，也解释了为什么国内某芯片厂已开始招标（芯片级封装散热，类似 TIM1 位置）。

半导体设备的国产切割环节出现高确定性订单。九州一轨旗下苏州晶禧主营硅光芯片切割代工，效率比光模块与光芯片企业自切高 30%—40%，头部客户因此都找其代工；当前产能 10 万片，预计明年年中扩至 50 万片，目前产能已被头部大客户锁定，明年产量预计 30—40 万片、单片切割价格 3000 元，对应营收 9—12 亿元、50% 净利率，即 4.5—6 亿元业绩。

核心标的及逻辑

杰瑞股份（002353.SZ）：本周边际变化最大。8—9 月新建/租 3 个燃机工厂、合计约 10 万平场地（2 个新工厂各 3 万平以上），产能担忧可打消；2027 年保底交付从 20 亿美元上修至 25 亿美元以上（对应约

1.7GW 以上机头），其中包括近 20 亿美元的 X 客户以及第 5+6 个订单共 6 亿美元，并预留部分产能给 Q4 可能落地的新订单。FTAI 机头已完成全部里程碑验证，保守预计 2027 年底起每年供应至少 2.5 万台机头、后续线性增长；机头-机组联调将于年底完成；气体净化装置与配套设备 10 月底开始发货。

五洲新春（603667.SH）：与重庆精钢传动成立合资公司布局减速器，补齐机器人零部件最后一块拼图。产品矩阵已覆盖机器人及智驾丝杠、轴承、减速器，成为品类最丰富的物理 AI 硬件平台，机器人单机 ASP 可展望 1 万元以上。重庆精钢的技术来源值得注意：主要客户为航天航空研究所与航天集团等科研院所，2025 年营收 1500 万元、净利率超 20%；创始人来自重庆大学机械传动国家重点实验室（国内传动领域唯一的国家级重点实验室），与银河航天合作开发的新型谐波减速器成本显著低于传统方案。

隆鑫通用（603766.SH）：Q3 营收 50.86 亿元、同比 +5.85%、环比 -3.17%，归母 5.52 亿元、同比 +9.79%、环比 +6.14%；毛利率 19.98%、同比 +1.19pct、环比 +0.48pct，归母净利率 10.85%、同比 +0.39pct、环比 +0.95pct，期间费用率 5.07%。经营端拐点明确，被天风机械定义为"持续重点推荐"。

科瑞技术（002957.SZ）：Q1—Q3 营收 23.33 亿元、同比 +32.49%，归母 2.51 亿元、同比 +1.82%，扣非 1.90 亿元、同比 +21.38%；Q3 扣非同比 +85.17%，半导体与光模块业务持续放量。毛利率 32.14%、同比 -2.74pct，但销售/管理/研发费用率分别同比 -1.05/-0.35/-1.55pct，费用率下降部分对冲了毛利承压。

华翔股份（603112.SH）：Q3 营收 10 亿元符合预期，核心利润下降有两个一次性原因——可转债计提 1500 万元（去年同期无）、家电客户在三季报临近前确收临时压价；目前四季度销售与价格均比三季度好转、已恢复增长。公司维持明年主业 6 亿利润 + 液冷 3 亿利润、目标 200 亿市值不变，液冷产线已持续落地且头部客户有较强放量基础。

新风光（688663.SH）：周五公告 SST 通过 UL 认证，含金量高——全球目前仅 3 家 SST 通过该认证，既证明产品绝对领先，也证明已具备出海放量条件。

宇树科技（688836.SH）：大摩维持"持股观望"、目标价 500 元（较 10 月 22 日收盘 520 元有 3.8% 下行空间）。认可其从硬件领导者向全栈智能平台转型（四大优先方向：大规模制造、自研物理 AI 模型并携手全球前沿模型开发者、大规模算力基础设施、扩展开源数据集），但商业化订单的重复性、任务验证广度与智能层价值捕获仍是待验证的关键里程碑。

行业趋势

机械行业已经分化为两个完全不同的世界。传统机械（工程机械、通用设备、两轮车）处在国内需求弱、出口对冲的阶段，隆鑫通用的经营拐点是靠海外与产品结构改善实现的，而非国内复苏。AI 相关机械（数采设备、半导体切割、燃机、液冷）则处在订单驱动的高景气期，且这一轮的共同特征是"设备先行、确收滞后"——杰瑞的燃机产能要到 2027 年才交付、九州一轨的切割产能明年年中才释放、思源的海外订单要 1—1.5 年才确收。

所以对本行业的判断应该是：短期看订单与产能扩张公告（这是最领先的指标），中期看确收节奏，长期看是否卡在不可替代的工艺环节（如晶禧的切割效率优势、五洲的航天级减速器技术降维）。风险在于数采这条线当前热度已高、分歧拉满，选股需要从"β 跟涨"转向"长期卡位 + 赔率排序"，这也是 GLMS 机械提出"要和市场略有差异化思路"的原因。

国防军工

核心催化

航展是军工最重要的短中期催化，历史赔率已被验证。21/22/24 年航展前后 3 个月，军工板块相对大盘最大超额收益分别为 14.10%/15.63%/17.37%。当前筹码极度轻仓：2026Q1—Q3 军工回调充分，核心票如航发动力最大回撤幅度近 50%；2026Q2 国防军工公募持仓仅 2.38%，扣除主题基金后显著低配。低持仓 + 强催化窗口的组合，构成东财军工所说"重要配置窗口"的核心依据。

长期逻辑同样清晰：军工是国家必选消费，2027 年建军百年牵引产业趋势向上，2028—2029 年预计更多科研型号有望转批产，行业或迎来 3 年以上基本面加速期。重点赛道排第一的是军贸（最为景气方向之一，航展进一步提升关注度），其次是新域新质作战力量。

核心标的及逻辑

广东宏大（002683.SZ）：军贸订单有望实现实质性突破，这是当前最值得跟踪的单一事件。公司深耕军贸导弹多年，近期有望取得进展、带来军贸业务的 0-1 突破，正式打开海外军贸空间。基本盘稳健：矿服业务积极拓展海外，2026H1 海外矿服营收同比 +28%、在手订单超 50 亿元；民爆业务受益工信部政策（设定前 10 家企业集团生产总值占比达 70%），2026H1 末合并工业炸药产能 70.15 万吨、位居全国前列。军工板块由长之琳并表带动防务装备收入高增，叠加江苏红光黑索今、宏大卫星业务增量。

航发动力等主机厂：作为本轮回撤最深的标的（最大回撤近 50%），是航展行情中弹性最大的方向——历史三届航展的超额收益都由主机厂与核心配套率先实现。当前估值已充分反映订单节奏的悲观预期。

行业趋势

军工当前的核心矛盾不是业绩，而是"筹码与催化的错配"。基本面角度看，2027 年建军百年是明确的产业牵引，2028—2029 年科研型号转批产意味着订单能见度会逐年提升；但 2026 年 Q2 公募持仓仅 2.38%（扣除主题基金后更低），说明市场对这条逻辑的定价极度不充分。

军贸是这一轮最确定的增量。逻辑上，中国装备的性价比优势在俄乌冲突后显著提升，中东、东南亚的采购意愿增强；实操上，军贸订单从不透明走向公开披露（如广东宏大的导弹订单）才是股价真正反应的触发点。风险在于：军贸订单的确认周期长、单笔金额波动大，且受地缘政治审批影响，短期业绩兑现度低于市场预期。

汽车

核心催化

新能源汽车出口退税退坡正式落地，这是 2027 年整车盈利最大的一个确定性下修。 2027 年 4 月 1 日起，新能源汽车出口增值税退税率从 13% 下调至 9%，消费税退税保持不变，政策设置 6 个月缓冲窗口期。量级上：2026 年 1—7 月中国汽车出口占总销量比重已达 34.9%，出口涉税规模达千亿级别；退税率每下调 1 个百分点，对应名义税额约 101.8 亿元，单车利润直接受冲击。

参照路径已经完整演绎过：2024 年 12 月光伏与电池退税率同步由 13% 降至 9%；光伏进一步在 2026 年 4 月直接取消退税（从首次下调到清零间隔 16 个月）；电池 2026 年 4 月由 9% 降到 6%、2027 年 1 月彻底取消退税（完整周期 25 个月）。按此渐进模式，新能源汽车未来仍存在继续调整的可能性。

机器人零部件的基本面则在走弱。 花旗的供应链周报显示：特斯拉 Optimus 已进入早期生产阶段（Fremont 已开始生产具备量产质量的机器人，Austin 第二座工厂在建），但周产能达到约 2 万台可能仍需一年以上，外部交付预计不早于 2027 年末。中国 Optimus 价值链指数周涨 11%、跑赢特斯拉，但市场对机器人催化的反应明显减弱；三花与拓普三季度盈利预计同比下降，供应链基本面及中国市场疲软仍是主要制约。

核心标的及逻辑

比亚迪 / 长城汽车 / 上汽集团：退坡倒逼竞争逻辑从"普惠出口扶持"转向"高质量国际化竞争"，投资层面应聚焦具备定价能力与海外产能兑现的整车厂。这三家的共同点是已在泰国、巴西等地布局海外工厂，可通过"国内出口 + 海外 CKD 生产"对冲退税压力。短期或有窗口期抢交付带来的数据脉冲，但长期决定抗风险能力的是海外产能利用率与本地配套能力。

宁德时代 / 银轮股份：零部件端的筛选标准是"能够实现海外本地配套、订单稳定兑现"。宁德时代 Q3 归母 212.46 亿元、同比 +14.54%、环比 -5.77%，盈利改善仍需产品结构优化；银轮股份的热管理业务跟随整车厂出海配套，是典型的"跟着客户建厂"模式。

三花智控 / 拓普集团：作为 Optimus
价值链的核心标的，当前面临的是"叙事强、业绩弱"的组合——中国价值链指数周涨 11%，但两家 Q3 盈利预计同比下降。这意味着机器人业务的估值贡献正在被汽车主业的下滑对冲，短期难以形成业绩共振。

行业趋势

汽车行业正在经历"出口红利退坡 + 海外产能替代"的结构性切换。过去三年出口是行业最大的增量（占总销量 34.9%），而退税退坡意味着这部分增量的利润率将被系统性压缩——每 1 个百分点对应 101.8 亿元税额，对单车利润的冲击是直接且可量化的。

应对路径已经清晰：一是抢窗口期（2027 年 4 月前的 6 个月缓冲会带来集中交付）；二是海外建厂（泰国、巴西、匈牙利），用本地生产规避退税与关税双重压力；三是产品结构升级（高端化、智能化）以提升单车毛利，抵消退税损失。

风险在于三点：海外产能爬坡慢于预期、当地配套率不足导致成本反而更高、以及欧盟等市场的贸易壁垒进一步加码。对零部件企业而言，能否跟随主机厂在海外形成本地配套，将是 2027 年分化的核心变量。

计算机

核心催化

国产模型重回前沿是本周计算机最重要的边际变化。 Kimi K3.1 Pro 于 10 月 24 日凌晨发布，为 K3 的后训练版本，总参数 2.8 万亿（MoE 激活约 1040 亿）、支持 100 万上下文；Artificial Analysis 智能指数 55 分、位列全球第四，较 K3 提升 11 分，距离 Claude Opus 5.5 仅 3 分（此前差距 12 分）。定价输入 13 元/输出 68 元每百万 token（缓存命中 1.3 元），约为同档海外模型的 1/5；完整权重 11 月 4 日前开源，同步推出托管智能体服务 Kimi Hosted Agents。更值得注意的是专项能力：金融工作流重点强化跨文件核验、财务建模与可追溯研究，公司内部测试中幻觉率由 K3 的 23.4% 降至 8.3%。

AI EDA 从单点辅助走向全流程智能体。 华大九天 10 月 23 日举办生态伙伴及用户大会，发布 Custom.aix（模拟设计场景）等 AI 新产品，并与芯行纪、奇捷科技、中科鉴芯、上海曼光签约——这四家均为公司本年度通过投资并购新增布局的 EDA 企业，意在补齐数字电路与光电电路设计工具短板。海外对标更激进：Synopsys 与 OpenAI 联合开发 GPT-Synopsys，以"算力+模型+License"交付，模型可直接操作 EDA 工具、解读时序与物理验证结果、围绕 PPA 目标自主迭代，并可能按效果付费。

算力侧的三季报开始出现分化。 寒武纪 Q3 营收 35.31 亿元、同比 +104.47%、环比 +13.49%，归母 14.04 亿元、同比 +147.74%、环比 +8.12%，扣非 13.58 亿元、同比 +168.13%；毛利率 58.69%、较 Q2 的 56.10% 提升 2.59pct，在 HBM 涨价担忧下反而走高。公司口径是 Q3 收入环比稳健源于新产品放量在 Q4，下个季度迎来收入拐点。

核心标的及逻辑

寒武纪（688256.SH）：Q3 毛利率 58.69%（较 Q2 +2.59pct）与存货表现是超预期项，说明 HBM 涨价的成本压力尚未传导至报表，且备货充足。核心矛盾在收入节奏——Q4 新品放量是拐点验证，若兑现则全年增速上台阶。

税友股份（603171.SH）：Q1—Q3 营收 15.68 亿元（+9.9%）、归母 2.28 亿元（+106.8%）、扣非 1.45 亿元（+47.5%）；Q3 归母 1.34 亿元（+241%）、扣非 0.55 亿元（+53.5%）。Q3 含出售大楼一次性收益约 7000 万元，但扣非仍超预期，毛利率 61.5%、同比 +2.30pct 是核心支撑，AI 产品已全部实现盈利——这是 To B AI

应用少见的正向现金流证据。

华大九天（301269.SZ）：AI EDA 全流程化的直接受益者，通过并购补齐数字与光电设计工具后，已从"单点工具供应商"转向"全流程工具系统"。短期业绩弹性有限，但 EDA 的国产替代属性使其在信创与自主可控叙事中具有稀缺性。

中控技术 / 道通科技 / 能科科技 / 江苏北人（国联民生计算机"白+黑"组合）：本周领涨，能科科技 +10.00%、中控技术 +8.60%、道通科技 +5.42%、江苏北人 +2.76%。其中道通科技的逻辑最具体：公司拥有无人机、汽修、充电桩、机器人四大物理世界端口，通过端口完成物理 AI 的 token 变现；子公司道和通泰拓展物理 AI 巡检领域，单套工业级无人机+自动化机巢+软件平台巡检系统价值约 80 万元，仅设备端即可形成百亿元级潜在市场。

朗坤科技（301305.SZ）：Q1—Q3 营收 17.15 亿元（+23.73%）、归母 2.84 亿元（+13.91%），表观增速慢于收入的原因是补缴所得税 2673 万元、信用减值 0.32 亿元（+215.1%）、存货跌价 2596 万元（主要来自生柴业务）；加回后净利润 3.50 亿元、同比 +35%。Q3 表观归母 0.92 亿元（-10.1%），加回后 1.35 亿元（+30%）。算力业务在稳步推进：6 月成立朗坤绿能智算全资子公司（注册资金 4 亿元）、26 年度新增 50 亿元担保额度，Q3 末预付款项 1.23 亿元（+545.8%）主要系算力业务预付款增加。

行业趋势

计算机的三条主线已经分层。第一层是模型能力：Kimi K3.1 Pro 把开放权重与闭源前沿的差距从 12 分压缩到 3 分，且成本仅为海外同档的 1/5，这对国内 AI 应用层是实质性利好——模型成本的下降直接改善应用的毛利结构。第二层是国产算力：寒武纪 Q4 拐点、朗坤 50 亿担保额度投向智算，说明需求端在扩张，但供给端受 HBM 与先进制程约束，景气度取决于产能而非订单。第三层是 AI 应用：广发计算机的判断最中肯——国内 AI 应用基本面仍处底部，与海外相比总收入成长性存在较大挑战；行情顺序取决于风险偏好，若流动性支持则 AI 应用与网安弹性更大，若风险偏好温和回升则国产算力与基础软件更早表现。

安全是容易被漏掉的一条：大摩 CQ3 经销商调研显示网安支出增速由 Q1 的 10%、Q2 的 11% 升至 13%，34% 的受访者预计 2026 年增速超 15%，技术债替换与 AI for Security 是年内驱动，而 Security for AI 的支出要到 2027 年放量。

电子

核心催化

散热路线收敛，金刚石从"金刚石铜"转向"金刚石片嵌入液冷板"。产业反馈金刚石铜方案散热效果不佳，主流路线改为把金刚石片直接嵌入液冷板、再用导热界面材料填缝。这条路线的确定性提升，意味着金刚石从"材料概念"变成"结构件供应商"的生意，价值量集中在片材加工与嵌装工艺，而不是粉体。

光芯片进入全行业扩产周期，缺口至少延续到 2027 年。东山（索尔思）月产能从 900 万只扩到 2200 万只，2027 年目标年产 3 亿只；仕佳光子 CW 光源规划 7200 万只、2029 年满产；云岭光电规划 1875 万只。三家同步扩产仍填不满缺口，说明下游 800G/1.6T 光模块的需求斜率高于芯片供给弹性。

MFC 出现"卡脖子式"短缺。全球龙头 Horiba 9 月产量下滑 50%，海外压电陶瓷交期拉长到 6 个月。国内 MFC 月需求从 1200 支跳升到 1.4 万支、翻了十倍以上，邦瓷电子 10 月已交付千只级。这是半导体设备零部件里少数"需求爆发+海外断供"同时发生的环节。

AI EDA 从单点辅助走向全流程智能体。10 月 2 日 Synopsys 与 OpenAI 联合开发 GPT-Synopsys，按"算力+模型+License"交付，模型可直接操作 EDA 工具、解读时序与物理验证结果、围绕 PPA 目标自主迭代，人类工程师只负责目标设定与审核。同期华大九天推进 AI EDA，行业出现芯行纪等 4 家并购整合。

核心标的及逻辑

峰岹科技：前三季营收 8.42 亿元、同比 +51%，归母净利 2.84 亿元、同比 +70%。核心变化是收购荷兰 Sciosense，把温湿度/压力/流量传感技术并入原有 BLDC 驱动芯片与磁编码器体系，打通"感知采集—驱动控制"闭环，直接对口人形机器人关节的闭环控制需求。

邦瓷电子：国内 MFC 唯一具备批量交付能力的厂商，受益 Horiba 减产带来的国产替代窗口，10 月交付已达千只级，是国内月需求 1.4 万支的主要承接方。

中石科技：中际旭创以 17.47 亿元入股、持股 10.47%，绑定关系从"供应商"升级为"股东+客户"。英伟达 Rubin 平台走向全液冷，导热材料用量与单机价值量同步抬升。

恒铭达：前三季营收 21.96 亿元、同比 +11.88%，但归母净利 3.50 亿元、同比 -14.20%，Q3 单季归母仅 0.96 亿元、同比 -44.46%。收入增长但利润明显承压，反映消费电子代工端价格竞争与产能爬坡成本。

裕同科技：以 1.84 亿元收购威铂驰 60% 股权，从包装主业向精密结构件延伸。

华大智造：Q3 归母亏损同比收窄 42.24%，减亏趋势确立但尚未转正。

行业趋势

本周电子板块整体涨 1%、在 30 个行业里排第 5，但内部严重分化：消费电子涨 6.57%，半导体设备跌 11.02%，费城半导体指数连跌八个交易日。这种"终端强、设备弱"的组合说明资金在交易"AI 终端出货"而不是"资本开支扩张"，设备端仍在消化前期涨幅与订单节奏。

材料端出现两个值得跟踪的紧缺信号：电子布缺口 30-40%，氦气被列入美国关键材料清单第 20 种，ABF 载板供给持续偏紧。JPT 专家交流给出的口径是 PCB 好于预期、FAU 低于预期、MPO 正常，光模块产业链内部同样在分化——铜连接与 PCB 受益于机柜内互联，FAU 受制于良率与认证节奏。

通信

核心催化

光模块五家龙头同日公告，产业链逻辑从"模块"向"上游材料"迁移。新易盛、中际旭创、天孚通信、光迅科技、联讯仪器等多家光模块相关企业集体发布公告，释放的信号是订单能见度延长、1.6T 加速放量、产能扩张与技术预研并行。在模块厂利润增速之外，更确定的增量在磷化铟、铌酸锂（TFLN）等上游材料——高端产品放量之后，材料端是下一个必然被拉动的环节。

MPO&DFAU 的"强通胀逻辑"开始兑现。10 月 21 日仕佳光子三季报：单 Q3 营收 12.27 亿元、同比 +116.06%、环比 +33.51%，归母净利 2.71 亿元、同比 +226.19%、环比 +36.43%；10 月 22 日致尚科技单 Q3 营收 6.35 亿元、同比 +171.77%、环比 +52%。订单、业绩拐点、并购三条线索同时落地，验证了这条链的价格弹性。

词元服务量价齐升，模型侧价格战结束。中国信通院数据显示，国内词元价格较去年下半年翻倍，而调用量增长达到 3 倍。经历两年价格战后，2026 年国内外模型服务价格明显上涨，这对算力与网络设备是需求端的确认。

6G 与物理 AI 合流。SpaceX 正与美国大型通信基础设施公司洽谈，计划获得全美至少 8 万个移动通信基站站址使用权，构建"卫星+地面蜂窝"融合网络；黄仁勋提出 AI 将通过无线电波、电磁波感知物理世界，不再只依赖摄像头。这两条线索共同指向 AI-RAN 与通感一体化的设备升级需求。

核心标的及逻辑

飞速创新：前三季利润同比 +79%，Q1-Q3 分别为 1.6 亿、2.9 亿、3.3 亿元，逐季加速。2026 年利润预计超 10.5 亿元、2027 年有望超 15 亿元，对应明年不到 8 倍 PE。卡位是面向上万家 AI
初创公司与传统企业转型客户提供整套 AI
基础设施——黄仁勋提到全球上万亿美元算力需求中约三分之一不来自 OpenAI 与 Anthropic
这类头部，正是飞速创新的目标市场。

仕佳光子：Q3 单季营收同比 +116.06%、归母净利同比 +226.19%，同时规划 100mW 连续波 CW 激光器年产 7200 万只、项目周期 2-3 年，MPO/DFAU 与光芯片双线放量。

腾景科技：前三季营收 7.44 亿元、同比 +74.93%，归母净利 9610 万元、同比 +50.63%；Q3 营收 3.14 亿元、同比 +93.70%、环比 +21.71%，Q3 毛利率创历史新高。业绩落在预告中枢，光学元组件随光通信放量的弹性明确。

武汉凡谷：基站射频器件（滤波器、双工器、AFU 集成天线滤波单元）厂商，华为射频核心供应商，已供货 AI-RAN 基站射频组件与佳贤通信 AI 基站样机射频件，并有 5G-A、6G、通感一体化预研储备。物理 AI
需要基站承担远距离感知、定位、机器人云端协同与低时延通信，AI-RAN 升级会带动射频器件迭代。

行业趋势

GS 对数据中心与网络设备的中期判断：2030-2035 年数据中心网络市场复合增速约 29%，Scale-up 是最大增量来源；开放网络标准并未削弱领先品牌厂商的价值，其在复杂部署、硬件与差异化芯片上仍有优势；计算端 AI 智能体与应用层通信需求将带动 x86
服务器中期出货增长，内存成本上升与服务器密度提高继续支撑平均售价。

但短期资金面偏弱。过去两周所有客户类型与渠道合计净卖出 TMT 板块约 200
亿美元（含信息技术与通信服务），已接近 7 月上一轮 AI 抛售潮的 230
亿美元水平，盘面没有看到资金主动进攻 AI
的迹象。产业景气与资金情绪出现明显背离，这是当前通信板块最主要的矛盾。

产业链内部也在分化。JPT 专家交流的口径是 PCB 好于预期、FAU 低于预期、MPO 符合预期；FAU 这一环技术壁垒真实存在，卡点在制造工艺与良率，头部厂商随高芯数占比提升而优势扩大，未来向自动化升级。MPO/MMC 的双认证是行业必要资质而非壁垒，真正的护城河在良率与交付。

传媒

核心催化

物理 AI 被视为 Chat 与 Agent 之后的"第三级演进"，Q4 催化密集。产业侧：王兴兴在 2026 世界物理 AI 大会表示物理 AI 将在 1-2 年内被前沿 AI 突破；黄仁勋在英伟达 GTC 柏林演讲中称物理 AI 是 AI
的下一波浪潮；OpenAI 奥特曼确认独立开发人形机器人、优先突破"大脑"，2027 年展示原型；AMD 于 9 月 28 日披露拟以约 82 亿美元股票对价收购 World Labs。前沿模型厂（GPT-6 Astra 等）加速向物理 AI
拓展，通用模型进入具身智能，训练数据价值面临重估。

Seedance 2.5 4K 发布，AI 视频从"能用"迈向"可上专业制作"。10 月 23
日火山引擎正式发布，三方面升级：成片质量（4K 高清输出、10-bit 色深，人物微表情与画面质感优化）、生成一致性（改善参考素材还原度与画面稳定性，提升生成素材可用率、降低后期调整成本）、以及时长与镜头控制能力。4K 能力加速向大屏渗透，后续筹备面向时空视频生成的 AI 模型。

Kimi K3.1 Pro 发布，国产开源大参数模型对标最强闭源。基于 3 万亿参数的 K3
底座做后训练，官方称在代码、Agent 及知识类基准上达到或接近最强闭源水平，对标 GPT-6 Astra 与 Opus 5.5；定价每百万 Token 输入 1.3 元（命中缓存）/13 元（未命中）/输出 68 元，价格约为 Astra
的一半，整体定价下调约三成。同步推出高速版 K3.1 Pro Highspeed（输出速度约 2-3 倍、价格为 2 倍）与托管智能体服务 Kimi Hosted Agents。完整权重将于 11 月 4 日前开源。

AI 影视出现平台级需求侧催化。抖音开始征集互动剧、互动影游合作，供应商、工具、IP 三方都有望受益。

核心标的及逻辑

南方传媒：前三季营收 62.94 亿元、同比 +0.2%，归母净利 10.78 亿元、同比 +26.7%，扣非 9.98 亿元、同比 +24.6%；Q3 单季营收 25.05 亿元、同比 +8.4%，归母净利 6.04 亿元、同比 +51.0%，扣非 5.54 亿元、同比 +51.4%。收入微增而利润高增，Q3 费用端整体平稳（销售费用 2.28 亿元、费率 9.12%、同比 +0.82pct），利润弹性来自成本与产品结构改善，同时 AI 布局持续落地。是本轮传媒板块业绩超预期的主要来源。

风语筑：具备数字空间及 XR 场景积累，正积极布局空间智能与物理 AI，是世界模型向空间内容变现这一路径上少有的有场景资产的标的。

行业趋势

上周传媒板块下跌 0.53%，基本维持底部震荡。周一下午指数弱反弹后继续寻底、周五下午再次反弹，两次反弹中市场主要交易的都是具身数据方向——这也是当前传媒板块最真实的资金主线：不是内容，而是"数据"。

本周三条线索值得跟踪：一是具身数据方向的持续性；二是 AI 影视（抖音互动剧征集）；三是 Kimi K3.1 Pro 开源带来的国产模型应用生态重估。总体上，传媒板块的定价逻辑正在从"内容消费"向"AI 数据与工具供给"迁移，业绩确定性最强的仍是出版类公司（南方传媒），弹性最大的是世界模型/物理 AI 概念标的。

食品饮料

核心催化

白酒从"渠道压货驱动"转向"真实动销驱动"，行业已进入底部区间。本次双节旺季动销预估同比仍下滑、节后市场平淡，但供给端明显理性——品牌方不再强压任务量，行业延续去库。与销量相比价格表现更积极。判断依据是：26Q3 大部分酒企报表端仍将呈现去库特征，仅少数出清较早、动销强韧的酒企有望实现业绩同比增长；结合调整时长与幅度，白酒已处在底部区间，业绩出清卸下报表负担。

高股息成为食饮板块的核心防御逻辑。白酒龙头股息率普遍超 4%，除茅台外对应约 15 倍 PE 与 60% 以上分红率；啤酒龙头股息率普遍超 5.5%；伊利、颐海、天味、安井、海天H、东鹏等股息率超 4.5%。

健康化/功能化是总量放缓下的结构性增量。调味品向减盐升级、饮料向无糖化演进、保健品渗透率提升，秋糖调研显示传统糕点、乳品、糖类也在向"高蛋白、低 GI、富含膳食纤维"升级。

核心标的及逻辑

惠泉啤酒：Q3 营收 2.18 亿元、同比 -2.78%，但归母净利 0.67 亿元、同比 +13.98%，扣非 0.64 亿元、同比 +11.24%；Q3 净利率达 30.8%、创历史新高。收入下滑是主动砍掉长尾产品、去库存调结构的短期扰动，降幅小于行业（行业同比 -6.0%）。结构上中高档收入 2.14 亿元、同比 +19.68%，普通产品 3.32 亿元、同比 -8.61%。市场预期 2026/2027 年净利 1.0/1.3 亿元、增速 21%/30%，对应 33/25 倍，核心看点是惠泉 1983 等次高端大单品放量。

西麦食品：前三季营收 20.6 亿元、同比 +21.7%，归母净利 2.3 亿元、同比 +71.6%；Q3 营收 6.6 亿元、同比 +21.0%，归母 0.8 亿元、同比 +54.9%。毛利率 43.9%、同比 +0.3pct 保持稳定，Q3 销售费用率进一步下降是净利超预期的直接来源，全年盈利预测上修至 2.7 亿元。

甘源食品：Q3 营收 5.5 亿元、同比 -6.4%，归母 0.8 亿元、同比 -7.1%，但扣非归母 0.8 亿元、同比 +4.3%；前三季营收 16.2 亿元、同比 +5.7%。前三季毛利率 33.3%、同比 -1.7pct，成本端已有压力，扣非正增长说明费用控制对冲了毛利下滑。

汤臣倍健：Q3 营收 16.26 亿元、同比 +17.6%，归母 2.10 亿元、同比 +22.73%，收入与净利环比 Q2 均明显改善。分品牌看主品牌 +8.8%、健力多 -7.3%、lifespace +36.38%，境外与益生菌线是主要增量。

行业趋势

机构分歧集中在"防御"与"改善"的时点。国金明确短期重视高股息与业绩确定性、中期布局明年基本面改善，重点推荐贵州茅台、伊利股份、颐海国际、燕京啤酒；国泰海通认为白酒加速出清，推荐率先出清的茅台、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒、珍酒李渡、舍得酒业，以及逐步出清的五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒；中信建投给出"乳业反转、白酒筑底、小盘成长"的三段式配置，乳业推荐优然牧业、伊利、蒙牛。

本周盘面也印证防御属性：沪深300 跌 0.86%、食饮跌 0.54%、白酒涨 0.23%，保健品涨 2.34%，白酒因资金盘轻、具防御性，近两周整体跑赢。个股层面金达威 +12%、顺鑫 +10%、仲景 +8%。

对 2027 年的共识是需求仍有压力，机会来自份额集中与成本改善/提价对冲：乳制品原奶供需改善有望推动价格竞争趋缓、促销费用收缩；酵母、魔芋受益原材料成本下降；调味品具备较强提价权。啤酒销量与成本仍有压力，但燕京等龙头结构提升、利润端有望延续双位数增长。

纺织服饰

核心催化

Q3 业绩窗口期开启，品牌端出现明显分化。比音勒芬 26Q3 单季营收大增 34%、扣非归母净利大增 40%，环比提速，前三季累计经营现金流净额激增 90%，大幅超出预期。港股运动板块则承压：受三季度天气及消费疲软影响，安踏主品牌、FILA 分别下滑中单位数与低单位数，但其他品牌增长 25-30% 延续亮眼表现；特步主品牌 26Q3 下滑中单位数，索康尼增长中单位数，环比二季度已有改善。

澳毛进入上行大周期，上游涨价传导顺畅。新澳股份 26Q3 营收 15.8 亿元、同比 +17.6%，归母净利 1.45 亿元、同比 +36.0%，超预期。利润高增来自三处：毛条产品价格上行带动盈利水平提升、毛精纺纱线业务盈利稳健增长、新澳越南与银川生产基地产能利用率提升。

核心标的及逻辑

比音勒芬：26Q3 营收同比 +34%、扣非归母净利同比 +40%，在整体消费疲软的环境下属逆势加速，前三季经营现金流净额同比 +90% 说明回款质量同步改善，是本轮纺服板块最强的业绩超预期标的。

新澳股份：核心看点是低价备料带来的利润弹性。公司前期低价备料充足，最新期末库存近 30 亿元（同比大增、环比略增），这为后续传导报价、释放盈利提供了充分条件——在澳毛涨价周期里，谁手里有低价库存谁就掌握定价主动权。

行业趋势

国庆假期安踏主品牌、FILA 品牌均恢复不错增长，机构预计四季度在电商大促以及春节提前拉动下，各品牌仍有不错表现。这意味着 Q3 的疲软更接近天气与节奏问题，而非需求中枢下移。

配置方向上，机构给出两条线：服装家纺看中高端服饰、高性能户外、睡眠经济；纺织制造看上游涨价品种，并关注运动制造复苏。当前正处三季报窗口，板块内潜在超预期标的仍值得逐个跟踪。

轻工制造

核心催化

CTE 潮玩展：规模继续扩张，但主线品类消失。本届 2667 家展商、5504 个品牌、2700 多个全球 IP 参展（去年为 2629 家展商、5426 个品牌、2600 多个 IP），境外展商占比 25%。B/C 端客流都很多，但体感上外国面孔比例不如去年。展商普遍反馈国内需求承压、只有结构性机会，今年未见主线品类，9.9 元产品明显增多（连万代都推出了 9.9 元高达），量贩零食成为新增量渠道。

竞争格局反而在优化。去年主线是毛绒+出海，今年虽无主线品类，但中小玩家出清、头部份额集中，积木人等细分赛道格局进一步优化——景气度下行期往往是龙头拉开差距的窗口。

核心标的及逻辑

布鲁可：26Q3 国内外增速符合指引，潮玩展上积木人格局进一步优化，机构判断回调即是积极布局的机会。

泡泡玛特：新品 LABUBU 游戏机预售已排至 12 月，品类延伸逻辑持续验证，是潮玩板块需求韧性的核心证据。

晨光股份：股息率 4% 以上，在成长性让位于确定性的市场环境里，红利价值凸显。

行业趋势

轻工板块当前的主导逻辑是"绩优行情演绎、红利价值突出"。机构本月推荐组合分两类：绝对收益方向看太阳、紫江企业/永新股份、公牛集团；相对收益方向看布鲁可、中烟香港、裕同科技。

行业层面的关键判断是：国内需求承压已成共识，机会来自三个方向——潮玩龙头的格局集中与品类延伸、包装等必选环节的红利属性、以及出海。9.9 元价格带产品增多与量贩零食渠道崛起，本质是消费降级下的渠道重构，能抓住这波渠道红利的公司才有增量。

医药生物

核心催化

ESMO 2026 成为国产创新药"集体登台"的一届。10 月 23 日大会开幕后两日，科伦博泰、信达生物、康方生物、百利天恒、石药集团&康宁杰瑞、乐普生物、和黄医药等多项 LBA 数据集中发布，劲方医药、翰森制药、科伦博泰&默沙东、康诺亚&阿斯利康的全球三期结果在 10/25-26 陆续释放。国产 ADC 与双抗首次在多个大适应症上做出头对头优效。

CLDN18.2 ADC 全球三期完胜，成为年度最强 α。康诺亚 CMG901（Sone-Ve）CG-01 研究入组 532 例 2L+ 胃癌（≥25% 肿瘤细胞 CLDN18.2 任意染色强度），中位随访 8.6 个月：3L+ 人群 mOS 10.0 vs 5.0 个月、HR=0.47；2L+ 人群 mOS 10.6 vs 6.4 个月、HR=0.58，mPFS 4.2 vs 3.8 个月、HR=0.77，p<0.001。阿斯利康后续将主导推进依沃西（PD-1/VEGF 双抗）联合 Sone-Ve 治疗多种胃肠道肿瘤。信达生物&武田的 IBI343 同步披露首个国际三期 G-HOPE-001（中日，83% 中国/17% 日本，CLDN18.2 TC≥75%、≥2 线），国产 CLDN18.2 ADC 形成双寡头格局。

TROP2 ADC 突破 PD-L1 阴性人群。科伦博泰 LUNG06 研究：芦康沙妥珠单抗（sac-TMT）联合帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1<1% 非鳞 NSCLC，入组 455 例、随访 9.7 个月，mPFS 15.0 vs 5.7 个月、HR=0.49，OS 尚未成熟但 HR=0.58 呈有利趋势，ORR 50.2% vs 47.3%。这是 ADC 联合免疫路线首次在 PD-L1 全阴性人群做出如此幅度的 PFS 提升。

HER2 阳性乳腺癌再次被头对头击败。康宁杰瑞 KN026 联合 HB1801（白蛋白结合型多西他赛）对比 THP 方案一线治疗 HER2+ 晚期乳腺癌的三期 KN026-003，入组 885 例，期中分析 HR=0.46，再度头对头击败曲帕双靶。

HR+/HER2- 乳腺癌中国格局被三款新药同时改写。百利天恒 izabren（EGFR×HER3 ADC）中国三期 PANKU-BREAST01 登顶 ESMO LBA 与《柳叶刀》；恒瑞 SHRA1811（HER2 ADC）、正大天晴 TQB2102（HER2 双抗 ADC）分别以优选口头报告与 LBA 形式汇报中国三期结果。

核心标的及逻辑

康诺亚：CMG901 是首个全球三期完胜的国产 CLDN18.2 ADC，2L+ 胃癌 mOS 延长 4.2 个月、HR=0.58，具备全球 Best-in-class 竞争力。AZ 接手联合用药开发意味着海外商业化路径已经打通，是年内确定性最高的 α 标的。

科伦博泰：本次大会三项 LBA，LUNG06 大超预期（mPFS 15.0 vs 5.7、HR=0.49），LUNG04 同步更新，第三项首个全球三期（2L+ EC 适应症）于 10/26 晚间读数据。肺癌一线拓展与耐药后生存价值同时获得验证。

康方生物：AK112 首个胆管癌中国三期 HARMONI-GI1 达到主要终点 OS 与关键次要终点 PFS，这是 AK112 首个达终点的非肺癌实体瘤三期，适应症边界实质性扩张。

百利天恒：izabren 中国三期同时登上 ESMO LBA 与《柳叶刀》，针对既往内分泌治疗进展且接受过 1-2 线化疗的后线 HR+/HER2- 乳腺癌，学术背书强度在国产 ADC 中少见。

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%；Q3 营收 15.57 亿元、同比 +6.61%，归母 4.05 亿元、同比基本持平，扣非 4.14 亿元、同比 +1.06%。业绩符合预期，看点是 2027 年主业改善叠加 BD 增量。

东阿阿胶：前三季收入 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%；Q3 收入 17.85 亿元、同比 +4.05%，扣非 4.39 亿元、同比 +19.39%，扣非高增主因销售费率下降 4pct。结构上阿胶块正增长、阿胶浆略有承压、桃花姬增长 10%。

华大智造：前三季营收 21.50 亿元、同比 +11.98%，归母亏损 1.87 亿元、收窄 14.76%；Q3 营收 7.84 亿元、同比 +1.65%，归母亏损 0.30 亿元、收窄 42.24%。经营现金流净额 4.50 亿元、同比转正且已连续四个季度为正，减亏质量优于利润表表现。

行业趋势

ADC 的竞争维度已从"有没有"切换到"头对头能不能赢"。本届 ESMO 上国产 ADC 的共性特征是与标准疗法直接做随机对照并取得优效：CMG901 对化疗、sac-TMT 对 K 药+化疗、KN026 对曲帕双靶、izabren 对化疗。这意味着国产创新药正式进入全球一线疗法的替换竞争，而非此前的末线补充定位。

联用成为下一阶段主线。AZ 推进依沃西联合 Sone-Ve、科伦博泰推进 sac-TMT 联合 K 药、安进推进 tarlatamab（DLL3×CD3）联合度伐利尤一线 ES-SCLC（DeLLphi-305，563 例），ADC 与 IO、TCE 的三方联用正在重塑标准疗法。

AI 制药同步升温。10 月 19 日剂泰科技与礼来达成战略合作，聚焦新型 LNP 递送，依托可离子化脂质发现与优化平台 AiLNP 研发靶向性 LNP 与体内分布优化技术，首付款逾千万美元、总额可达 11 亿美元。MNC、科技巨头、AI Biotech 三方同时活跃，合作、并购、模型成果发布密集出现。

公用事业

核心催化

江苏年底月度电价企稳回升，为 2027 年长协谈判定调。江苏双月竞价结果落地：11 月月度交易电价大幅回升至 415.7 元/兆瓦时，同比涨幅高达 6 分/千瓦时；12 月环比虽回落但仍达 398.15 元/兆瓦时，度电电量电价维持在 0.4 元/千瓦时附近。2026 年 10-12 月月度交易电价分别为 395.3、415.7、398 元/兆瓦时，均值 403 元/兆瓦时。

历史规律指向长协电价同比反弹 4 分钱以上。年底月度交易电价对次年年度长协电价谈判有明显指引：2024 年 10-12 月月度均价 418 元/兆瓦时，最终谈出 2025 年长协 412.45 元/兆瓦时；2025 年 10-12 月均价 345.4 元/兆瓦时，最终谈出 2026 年长协 344 元/兆瓦时。按今年 403 元/兆瓦时的均值推算，江苏 2027 年年度长协电价有望同比反弹 4 分钱以上。

核心标的及逻辑

火电资产的方向性机会集中在江浙等沿海地区。当前时点火电企业经营压力仍较大、三季度全行业业绩预期同比降幅较大，但两个中期变量正在反转：一是年底煤价高位运行将压缩火电成本优势的同时倒逼电价机制修复；二是 2027-2028 年电力新增装机增长明显放缓，供需格局有望进一步优化。电价企稳回升叠加装机增速下台阶，是火电盈利修复的双重前提。

行业趋势

公用事业板块当前的核心矛盾是"当期业绩差、远期电价好"。三季度火电业绩承压是既成事实，市场定价的焦点已经从前三季转移到 2027 年长协电价。江苏作为沿海电价的风向标省份，其月度竞价结果对全国长协谈判具有示范意义。

需要跟踪的变量有两个：一是其他沿海省份（浙江、广东）年底月度竞价是否同步回升，形成区域性共振；二是煤价在冬季高位能维持多久——煤价越高，电价机制修复的紧迫性越强，但火电当期毛利也越薄。二者共同决定 2027 年火电是"电价修复年"还是"成本挤压年"。

交通运输

核心催化

全球油运有望进入"三季报交易"窗口。十一月起全球航运公司陆续发布三季报以及四季度 TCE 指引，叠加冬季效率下降，运价有望上涨，形成运价与业绩共振。当前期租仍接近 30 万美元/天，这一轮"史诗级运价"由全球高裂解价差与运力供给不足共同成就。

波斯湾出货下滑反而强化中期逻辑。短期出货因美伊冲突升级有所下滑，但逻辑链条是反向的：可运出的原油越紧张，裂解价差越坚挺，中期补库需求越强。供给受限不会终结运价周期，只会延后并放大后续弹性。

核心标的及逻辑

招商轮船、中远海能：A 股油运双主线，直接受益于 VLCC 运价与 TCE 指引上修。在冬季运力效率下降叠加三季报兑现的窗口里，业绩确定性高于其他航运子板块。

美股标的 ECO、DHT、FRO：阶段性调整后或迎来新一轮上涨，期租水平接近 30 万美元/天是其盈利弹性的直接来源，海外标的对即期运价的敏感度更高。

行业趋势

油运当前处在"基本面强、股价阶段性休整"的状态。运价的核心支撑来自供给端：全球原油运输船队老化、新船交付有限，而补库需求与地缘扰动同时压制有效运力。需求端则取决于 OPEC+ 增产节奏与中国补库时点。

需要提醒的是，地缘事件对运价的影响是双面的：冲突升级短期会抑制特定航线出货量，但会推高运费率与战争险溢价。对油运股而言，真正决定中期空间的是"可运出原油的紧张程度"，而不是单月出货量。三季报与四季度 TCE 指引是接下来最直接的验证点。

房地产

核心催化

新房成交周环比明显下行，各能级热度同步回落。上周 60 城商品房成交面积 204 万平，周度环比 -15.3%，移动 12 周同比增速 -10.45%、较上期下降 3.10pct；月度同比 -15.44%、较上月下降 3.53pct。三项口径同向走弱，说明这不是单周扰动，而是趋势性回落。

能级分化进一步加剧。一线、二线、三线及以下城市本周成交面积分别为 57、127、20 万平，移动 12 周同比增速分别为 +7.27%、-17.10%、-16.58%。一线是唯一保持正增长能级，二线与三线跌幅接近但绝对值更大，行业复苏完全依赖核心城市。

核心标的及逻辑

数据端唯一的正向信号在一线城市。57 万平的周成交体量与 +7.27% 的移动 12 周同比，意味着核心城市的改善型需求仍在释放，这决定了土地市场与房企销售的资源会进一步向一线及强二线集中。在当前格局下，土储集中在一线、现金流安全的房企相对占优，而重仓三四线的企业仍处在去化压力中。

行业趋势

本轮地产的核心特征是"总量下行、结构集中"。总量层面，60 城成交连续走弱且同比跌幅扩大，短期内看不到政策能逆转的量级；结构层面，一线正增长与二三四线双位数下滑并存，行业从"普涨"彻底转向"分化"。

后续跟踪的关键是两点：一是月度同比跌幅能否在四季度收窄（当前 -15.44%，较上月还在扩大 3.53pct，尚未见底）；二是政策端是否会在核心城市之外给出增量工具。在销售数据未出现连续两个月环比改善之前，地产板块更可能是政策博弈型行情，而非基本面驱动。

非银金融

核心催化

券商首次具备红利属性，这是本轮最重要的估值逻辑变化。2026 年证券行业 ROE 有望达 8.38%、刷新十年新高，而板块 PE 仅 11.97 倍、处于历史最低水平。2027 年头部券商 A/H 股平均股息率可达 4.0%/6.5%，接近甚至超越传统红利行业（煤炭 4.37%、银行 3.77%、电力 3.61%）。背后的机理是券商重资本业务占比提升，带来了大类资产配置与非方向性投资交易业务，降低了市场周期与单一业务对业绩的影响——2018/2023 熊市期头部券商 ROA 仍处 1.3% 以上；杠杆率从 2016 年的 3.31 倍提升至 2026H1 的 4.95 倍，带动 ROE 中枢上行。

市场放量 V 型反弹阻断资金负螺旋。上周五市场放量 V 型反弹提振风险偏好，宽基 ETF 增强净流入叠加产业资本增持，市场底部支撑力度增强。板块维持低估值、低配置格局，安全边际充足。

政策信号明确转积极。10 月 20-21 日四大证券报明确提出稳股市、积极信号增多。中期改革抓手包括：以 2027 年证券法修订为契机关注三方存管调整与杠杆率扩容，以结售汇试点探索企业银行跨境混业场景，以衍生品监管新规、人民币外汇期货试点、美股 23×5 交易制度落地延长投资交易服务链条。

核心标的及逻辑

证券：前三季度上市券商整体业绩预计增长 30%-40%，受前期市场震荡影响板块持续滞涨，业绩与估值错配显著。三条主线：一是低估值高 ROE 头部综合券商（中金H、国泰海通AH、中信AH、华泰AH）；二是受益科技融资扩容的弹性标的（招商、财通）；三是财富管理特色标的。跨板块视角下关注的组合是广发证券、中金公司H、财通证券、东方财富。

保险：三季报利润阶段性承压，权益市场波动叠加去年高基数，前三季度上市险企整体净利润预计下滑 30%。部分公司高股息属性突出，四季度全面启动开门红筹备，具备中长期配置价值——A 股推荐平安、太保、国寿、新华，H 股推荐国寿、太平、平安。

多元金融：渤海租赁、江苏金租等兼具成长与红利属性的标的持续被推荐。

行业趋势

券商板块的定位正在发生质变：从"高波动的贝塔品种"变成"有股息托底、有改革期权的类红利资产"。4.95 倍杠杆与 8.38% 的 ROE 意味着行业已走出靠天吃饭的模式，非方向性投资交易业务平滑了周期。这也是为什么机构认为在三季报环比下降风险逐步出清后，会迎来极佳配置时点，并有望吸引当前发行的主动 ETF 资金配置。

但需要正视差距：2023 年新一轮资本市场改革以来，中资头部券商与高盛、摩根士丹利的差距并未缩小，头部投行净利润占两者均值的比重从 32% 下滑至 29%。以 2035 年构建 2-3 家国际一流投行为目标，中资头部机构须在未来十年保持 13-15% 的年化利润增速。现金类资产创利能力不足、信贷类资产业务场景不丰富、交易性资产扩容不足，是当前的三个核心阻碍。

保险的短期压力与券商的估值修复形成对照：前者三季报净利预计 -30%，但高股息与开门红提供支撑；后者业绩 +30%-40% 而估值处于历史底部。两者共同构成非银板块"业绩与估值错配"的整体画像。

商贸零售

核心催化

震荡市中高股息消费龙头的防御属性突出。板块逻辑是双重的：一方面消费龙头处在估值底部、现金流稳定、股息率持续提升；另一方面龙头仍具备门店扩张与品类拓展的成长弹性，兼具收益确定性与长期成长性。这是当前商贸零售板块最主要的配置理由。

核心标的及逻辑

百胜中国：品牌壁垒稳固，数字化与供应链降本提效，下沉市场持续扩容。2026 年净利润增速预计 11%，同店修复与新店扩张双轮驱动。全年计划 15 亿美元股东回报，分红叠加常态化回购，预计股息与回购合计收益率约 9%。

中国东方教育：职业教育龙头，受益技能培训需求升级与招生回暖，高价值专业占比提升驱动盈利改善。2026 年经调整净利润增速约 20%，校区利用率爬坡支撑业绩稳定性。承诺 2025-2027 年派息率不低于 60%，预计股息率约 7.5%。

名创优品：全球 IP 运营平台，渠道与货盘升级带动中美核心市场高质量成长。2026/2027 年剔除汇兑后经调净利润同比 -12%/+12%，中美同店与开店双轮驱动，海外代理短期承压、明年持续回暖。分红+回购比例预计 65%（与 2025 年持平），对应股息率近 8%。

小商品城：出口大盘增速回落但韧性仍存，市场经营业务夯实业绩底座、贸易服务业务提供成长性。2026/2027 年净利润增速均 10% 以上，市场租金与选位费确认稳定、业绩波动小，是板块内确定性最高的一类资产。

行业趋势

商贸零售的定价逻辑已经从"成长故事"切换到"现金流与股东回报"。四家代表性标的的股息率分布在 7.5%-9% 区间，这个水平已经明显高于传统红利板块，而其业绩增速仍在 10%-20%，形成"高股息 + 中速成长"的稀缺组合。

结构上，出海与下沉是两个共同的增量方向：百胜中国靠下沉市场扩容，名创优品靠海外门店与 IP 运营，小商品城靠出口韧性。相反，纯内需、纯线下的业态仍面临客流与客单价的双重压力。在震荡市场里，这类"现金流可预测 + 分红意愿明确"的标的会持续获得资金青睐。

农林牧渔

核心催化

生猪产能加速调减，价格仍在寻底。本周（10.16-10.22）商品猪出栏价 9.79 元/公斤、环比 -0.32 元/公斤；15 公斤仔猪价 205 元/头、环比 -3 元/头；50kg 二元母猪价 1275 元/头、环比 -9 元/头；商品猪出栏均重 129.64 公斤、环比 +0.30
公斤。价格全线下跌但出栏均重仍在小幅上升，说明行业尚未进入主动去库存阶段，产能去化仍在早期。

粮食生产稳中向好，夏粮首破 3000 亿斤。2026 年前三季度农业种植业增加值同比增长 3.6%；夏粮产量 3014.9 亿斤、首次突破 3000 亿斤、增长
0.7%，早稻稳产。种植端景气度稳定，为种业与农垦资产提供了基本面支撑。

核心标的及逻辑

北大荒：红利与改革双击的核心逻辑在土地价值释放。公司承包经营黑土地耕地 1043 万亩，当前发包租金约 400 元/亩，而公开信息显示黑龙江外部土地租金约 1000
元/亩——公司发包租金长期低于外部，且每亩租金已连续增长约 20
年。财务端极为稳健：成本端为零租金经营，无有息负债、无外部融资计划，历史分红率 80%-90%（2026 年因补税事件亏损）。租金长期低于市场价且连续涨价二十年，这是农垦资产最本质的估值锚。

行业趋势

养殖与种植两条线呈现完全不同的状态。养殖端是典型的周期底部：猪价跌破 10 元/公斤、仔猪与母猪价格同步下行，行业进入亏损区间，产能调减在加速但尚未形成供给缺口；出栏均重上升说明养殖户仍在压栏观望，这会延后产能出清的时间。种植端则相对稳定，粮食产量稳中向好、种植业增加值增长
3.6%，价格与政策的确定性明显高于养殖。

配置上，养殖板块需要等待产能去化的实质兑现（能繁母猪存栏连续下降 +
均重下降），在此之前更多是博弈性机会；种植与农垦板块的机会在于土地租金重估与高分红，北大荒的"400 元/亩 vs 外部 1000 元/亩"是最直观的价差空间。

家用电器

核心催化

海信家电 Q3 呈现"内需疲软 + 大宗成本压力"的双重挤压。内销 Q3 收入同比下滑约 15%，主因暖通业务拖累——家空、央空均同比两位数下降，受终端需求偏弱、地产相关工程需求低迷及渠道库存压力三重影响；冰洗小个位数下降。外销则延续双位数增长：冰洗按人民币口径增长近 20%、央空双位数增长，家空略有下降但 8-9 月出口逐步恢复。分区域 Q3 东盟、欧洲分别增长约 30%、25%，北美前三季度双位数增长且 Q3
进一步提速，中东非、南美前三季度持平略降、Q3 已有改善。

成本与价格竞争同步压制毛利率。Q3
毛利率同比降幅中约一半源于原材料涨价，铜、铝、塑料及电子元器件均受影响；当季汇兑净损失约 0.6 亿元。分业务看，冰洗毛利率同比下降 1pct 以上（海运费与塑料成本上升），家空下降 7pct
以上（成本上涨、产品结构下降与价格竞争）。

家电客户在三季报前临时压价。产业链侧的独立证据：华翔股份反馈三季度营收 10 亿元符合预期，但核心利润下降的两个原因之一就是"家电客户在三季报临近前确收有临时压价情况"，另一个是可转债计提 1500 万元。压价之后四季度销售情况与价格情况都比三季度好转、已恢复增长态势。

核心标的及逻辑

海信家电：外销是当前唯一确定的增长引擎，冰洗出海（东盟 +30%、欧洲
+25%、北美提速）支撑收入；内销则在等地产链企稳。盈利拐点已有迹象——公司自 9 月起调整营销布局、资源向中高端产品倾斜，家空 9 月毛利率环比改善 3-4pct。

华翔股份（家电零部件）：短期受可转债计提与客户压价双重影响，但机构维持"明年主业 6 亿利润 + 液冷 3 亿利润、目标 200 亿市值"的判断，液冷产线持续落地且头部客户已具备很强放量基础，是家电产业链向 AI 液冷延伸的代表。

行业趋势

家电行业正处在"外需对冲内需"的阶段。内销的压力来自三个方向：地产竣工链疲软压制央空与工程渠道、终端消费偏弱压低家空需求、渠道库存高企迫使厂商降价。外销则受益于海外补库与新兴市场渗透，东盟、欧洲、北美三大区域同步增长，这也是为什么龙头报表呈现"内冷外热"的极端分化。

成本端是四季度最大的不确定项。铜、铝、塑料、电子元器件同时涨价，而终端又难以提价，毛利率被两头挤压。若四季度大宗价格维持高位，行业性盈利下修难以避免。相对积极的变化是 9 月起龙头主动收缩低端、向中高端倾斜，价格战有边际缓和迹象。

美容护理

核心催化

朗姿股份第四期员工持股计划完成购买，考核目标极高。公司以大宗交易方式受让第三期员工持股计划所持 942 万股、占总股本 2.13%，成交总额约 1.26 亿元、均价约 13.40 元/股，覆盖不超过 149 名核心骨干。分两期解锁，解锁比例 =（营收增加额/105 亿）×（净利率/10%）：第一解锁期以 2025 年营收为基数考核 2026-2028 年最高年营收增加额，触发值 45 亿元、目标值 105 亿元（对应最高年营收 105-165 亿元），平均扣非归母净利率触发值 4%、目标值 10%；第二解锁期考核 2026-2030 年、目标一致。这个目标隐含的营收与利润率双升要求相当激进，是管理层长期信心的直接信号。

医美上游获批加速，利润向下游机构迁移。2026H1 医美三类械获批数量超 30 张，上游器械供给持续增长、呈现"量增价减"格局，叠加合规趋严，利润逐步迁移至下游机构，头部机构显著受益。

核心标的及逻辑

朗姿股份：医美与女装双主业同时出现拐点。医美端 26H1 收入 16.2 亿元、同比 +15.0%，毛利率 59.5%、同比 +4.8pct，其中 3pct 来自与供应商重谈价格后的产品成本下降；同店改善来自三点——米兰柏羽减少低效拉新、强化老客复购与联合治疗，高新米兰柏羽选择 3 项及以上联合治疗的客户占比从初期 10% 提升到 26H1 的 61%，单体营收 +23%，量价共同贡献；降本仍有空间（OEM 与集采拓品类）；拓店看轻医美赛道的晶肤皮肤诊所，新品模型已于 2026 年 7 月在重庆 3 家样板店试运行。

女装端 26H1 收入 11.2 亿元、同比 +13.4%，线上收入 6.2 亿元、同比 +36.2%、占比升至 55.6%，板块利润同比 +41% 快于收入。线上爆品模型跑通：天猫 GMV +41%、京东 +72%、抖音 +26%、小红书渠道单店同比 +197%，主推年轻化品牌 LANCY FROM 25（定位 25-35 岁职场女性、较线下 LANCY 更具性价比）。存货结构同步改善，存货 7.6 亿元、同比 -4%，一年以内库存商品占比 72%。机构维持 2026-2028 年 EPS 0.88/1.13/1.32 元、目标价 22 元、"增持"评级。

行业趋势

医美行业的核心变化是产业链利润的重新分配。过去两年上游器械稀缺、议价权在上游；2026H1 三类械获批超 30 张之后，供给放量推动终端价格下行，反而让下游机构的采购成本下降、毛利率提升（朗姿毛利率 +4.8pct 中 3pct 来自重谈价格）。这意味着下游连锁机构的黄金期正在到来，而纯上游标的的稀缺性溢价在收敛。

合规趋严是另一个利好头部的变量。监管收紧会加速出清非合规中小机构，头部连锁在获客、医生资源、供应链上的优势被放大。同时"联合治疗"成为提升客单价的主要手段（朗姿 61% 客户选择 3 项以上），单店模型从"拉新驱动"转向"复购与联合治疗驱动"。

女装端的行业性机会在线上化。传统女装品牌线下渠道受百货客流下滑拖累，而线上爆品模型能快速验证产品与定价，朗姿线上占比已达 55.6%、小红书单店增长 197%，说明渠道切换的红利仍在释放。

环保

核心催化

绿色动力前三季度内生增长强劲，加回信用减值后净利同增 29%。26Q1-3 营收 28.77 亿元、同比 +11.43%，毛利 14.55 亿元、同比 +15.87%，净利 7.69 亿元、同比 +18.72%，归母 7.32 亿元、同比 +16.90%。利润增速快于收入增速，来自两个结构性改善：一是增值税退税收益提升，其他收益 1.24 亿元、同比增加 0.44 亿元；二是财务费用持续节约，财务费用 2.53 亿元、同比减少 0.32 亿元。

核心标的及逻辑

绿色动力：垃圾焚烧发电龙头的典型特征是"运营资产进入成熟期 + 资本开支下降 + 财务费用走低"，三者叠加形成利润释放。公司 Q1-3 归母增速 16.9%、加回信用减值后达 29%，说明核心运营效率的改善幅度大于报表体现。增值税退税收益提升是政策端的直接利好，财务费用下降则反映债务结构优化。

行业趋势

环保板块当前的主线是"运营资产的价值重估"，而非新增工程订单。垃圾焚烧、水务等运营类资产在资本开支高峰过后，自由现金流显著改善，叠加分红比例提升，正在从"成长股"变成"类公用事业的高股息资产"。绿色动力的退税收益与财务费用双降，正是这一逻辑的具体体现。

需要跟踪的变量有两个：一是国补退坡节奏对存量项目收益率的影响，二是地方财政状况对垃圾处理费支付的影响。应收账款的信用减值（公司需要"加回"才显示 29% 的增速）本身就是地方财政压力的映射，这是环保运营资产最大的隐性风险。

催化日历

10 月 29 日｜智元 AI Day — 物理 AI 与具身智能板块最近的一个硬催化。当前板块位置低、催化密集，广发机械把这条线与 12 月 4 日特斯拉股东大会并列为两大验证节点。

本周内｜10 月 FOMC — 摩根士丹利提示存在鹰派意外风险。观察点是声明措辞与点阵图口径：市场隐含谷值利率 4.29%，显著高于长期点阵图 3.25%，若声明偏鹰，前端紧缩预期将继续压制长端与新兴市场资金流。

本周内｜美股最密集三季报窗口 — META、LRCX、WDC 已披露，下周进入最密集阶段。核心观察点：META 搁置 2027 年 CAPEX 指引后，其他超大厂是否跟进"不给定数"。

本周末至下周三｜美伊关键窗口 + 以色列大选 — 中泰策略定义的时间窗：若周末无大规模军事行动、下周三以色列大选后局势戏剧性缓和，油价与美债收益率回落将打开科技股强反弹空间。反向标记：美国国务院已于 10 月 25 日因胡塞与伊朗袭击威胁增加，对巴林、伊朗、伊拉克、以色列、约旦、科威特、黎巴嫩、阿曼、卡塔尔、沙特、叙利亚、阿联酋、也门等 13 个中东国家更新旅行警告。

下周｜44 股解禁，合计解禁市值超 1060 亿元 — 需关注解禁标的与当期强势题材的重合度，尤其是数采与物理 AI 链条中的次新标的。

11 月

11 月 1 日｜新版《强制性产品认证实施规则 电动自行车（试行）》正式实施 — 聚焦电池、充电器核心部件，推行"一车一池一充一码"全链条溯源。对两轮车品牌方短期构成合规成本与产品结构调整压力（爱玛科技 Q3 收入 -13.8%、归母 -36.9% 已部分反映行业承压）。

11 月 4 日前｜Kimi K3.1 Pro 完整权重开源 — 开放前已对网络攻防相关训练数据做前置处理，通用编程能力完整保留。开源当日是检验"国产模型重回前沿"叙事最直接的节点：届时开放权重与最强闭源的智能指数差距由 12 分收窄至 3 分。

11 月初｜美国中期选举 — Polymarket 定价（约 10 月 24 日）：众议院民主党夺控 92%、参议院 68%、Dem 同色 sweep 约 67%、R 参 + D 众约 25%、共和党双控约 8%。摇摆州参院：德州 Talarico(D) 66% vs Paxton(R) 35%；缅因 Jackson(D) 66% vs Collins(R) 34%。高盛策略认为即使民主党全面获胜，对伊朗战争政策与 AI 监管方向的实质影响可能有限，但选举后政治不确定性下降本身有利于股市。

11 月｜江苏月度交易电价落地 — 11 月达 415.7 元/兆瓦时、同比涨约 6 分/千瓦时；12 月环比回落至 398.15 元/兆瓦时，度电电量电价维持 0.4 元附近。10—12 月均值 403 元/兆瓦时，较 2025 年同期均值 345.4 元/兆瓦时显著抬升，卖方预期 2027 年江苏年度长协电价有望同比反弹 4 分钱以上。

11 月起｜全球航运陆续发布三季报与四季度 TCE 指引 — 叠加冬季效率下降，运价有望继续上涨。当前期租仍接近 30 万美元/天，申万交运判断运价与业绩共振机会出现。

11 月起｜航空货运运价进入上行段 — 进入 11 月电商发货增加，涨价将从高附加值货物抬价转为紧供需推动的普涨；欧线当前 35—40 元/公斤（往年同期约 30 元关口）。

11 月中旬｜锡业股份锡冶炼设备检修结束 — 自 9 月 30 日起例行停产检修，预计不超过 45 天（约至 11 月中旬），属年度例行安排，长期量增路径不变。

12 月

12 月 4 日｜特斯拉股东大会 — 与 10 月 29 日智元 AI Day 并列的两大具身催化。关联信息：Optimus 已在 Fremont 工厂生产具备量产质量的机器人，Austin 第二座工厂在建，但周产能达约 2 万台可能仍需一年以上，外部交付预计不早于 2027 年末。

12 月｜康耐特光学核心单品有望开始出货 — AI 眼镜链条的验证点；同期明月镜片管理层指引 Q4 增长延续、2027 年收入目标约 +15%。

12 月｜泡泡玛特 LABUBU 游戏机预售已排至 12 月 — 品类延伸的观察窗口。

冬季｜字节 Force 大会 — 计划发布自研 Physical AI 模型，目前无确定命名、通测数据尚未完成，暂无法对外打榜评测。注意：官方已澄清影视飓风 671B/688B 为影视向 3D 生成模型，不等于 Physical AI。

年底｜杰瑞股份自建燃机工厂投运 + FTAI 机头-机组联调完成 — 公司 8—9 月新建/租 3 个燃机工厂合计约 10 万平，2027 年保底交付已上修至 25 亿美元以上；气体净化装置与配套设备将于 10 月底开始发货；Q4 订单进展是关键变量。

年底｜美国相关政策落地窗口 — 金盘科技被建议在"美国政策年底落地前逐步吸筹"，其 26 年以来单季度海外新增订单维持 20 亿元左右，北美在手订单饱满支持 2027 年交付。

2027 年

4 月 1 日｜新能源汽车出口增值税退税率由 13% 下调至 9% — 消费税退税保持不变，政策设置 6 个月缓冲窗口。退税率每下调 1 个百分点对应名义税额约 101.8 亿元。参照路径：光伏、电池 2024 年 12

月同步由 13% 降至 9%，光伏进一步在 2026 年 4 月直接取消退税（从首次下调到清零间隔 16 个月）。

年底｜Optimus 开始向客户交付 — 之后仍需 1 年以上爬坡至周产 2 万台。

持续跟踪但无固定日期

未来 1—2 个月｜特斯拉发布机器人非预编程 Demo 视频 — 特斯拉在 2026Q3 业绩会上的表述，属于"随时可能发生"的催化。

贯穿 Q4｜数采订单与触觉设备公告 — 一旦出现触觉采集设备订单落地（福莱新材、慈星股份方向），意味着主线从视觉入口向接触信息迁移。

贯穿 Q4｜电子布 11 月报价 — 头部企业订单缺口预计 30%—40%，关注能否再涨及中国巨石等龙头的分规格顺价验证。

贯穿 Q4｜氯化亚砜开工率能否回到 70% 以上 — 决定涨价是短期缺口还是长期格局。当前均价 5750 元/吨、周度开工率 59.4%、库存 1690 吨。

贯穿 Q4｜东方甄选双 11 高频数据 — 10 月 1—20 日主号 + 矩阵号 GMV 10.17 亿元、同比 +113.4%；石家庄线下体验店 10 月 24 日试营业、10 月 31 日正式开业，店内约八成为自营商品。

连板与强势股

今日帖子数据源中不含连板与强势股统计（`posts_stocks.txt` 未生成），故不做个股连板梳理，避免编造。可参考的盘面信息只有一处：周五市场放量 V 型反弹，宽基 ETF 增强净流入叠加产业资本增持，阻断了资金负螺旋；机构口径下过去两周 TMT 净卖出约 200 亿美元，已接近 7 月 AI 抛售潮水平。题材层面本周领涨集中在物理 AI 数据采集（海天瑞声周涨 79.98%、利亚德 62.67%）与电力设备/军工等低位板块。

ETF关注

今日无实质 ETF 推荐内容（`posts_etf.txt` 采集到的 2 条帖子实际为煤炭个股三季报点评，非 ETF 主题），故不列 ETF 标的，避免编造。

仅记录两条与 ETF 相关的市场结构信息：一是国家队资金重新增持，前十大偏好 ETF 两周净流入约 1700 亿元、月内流入接近三年高位（但全球资金对华配置仍接近一年低位）；二是证监会批准首批 18 只主动管理 ETF，相关产品于 10 月 23 日启动，北证 50 ETF 亦进入落地窗口期。

海外财报速览

三季报本身没有成为焦点，焦点是它暂时搁置 2027 年 CAPEX 指引，把不确定性与压力留给市场，同时抛出 C 类股创设计划为后续巨额股权融资做准备。市场把这解读为"连最有钱的公司都不愿为 2027 年的算力投入背书"，直接导致整条 AI 算力链的估值方式被迫重算。这是本周 META、LRCX、WDC 财报"未注入信心反而加剧担忧"的根源。

拉姆研究（LRCX）：指引全面上修，且罕见提前给出 2027 年展望

7—9 月合并销售额 82.2 亿美元（环比 +22%，高于 Bloomberg 一致预期 81.3 亿），系统销售额 57.3 亿美元（环比 +35%）。10—12 月指引 86.0 亿美元 ±4 亿（中值环比 +5%，与一致预期一致）。最关键的是把 2026 年全球 WFE 从 1500—1540 亿美元上调至约 1550 亿美元（同比 +41%），并打破惯例、提前给出 2027

年预测——预计 2027 年 WFE 将超过 2000 亿美元（至少同比 +29%）。公司通常于次年 12 月才披露此类展望，这次提前意味着订单能见度确实延长。

西部数据（WDC）：ASP/TB 同比 +28%，定价动能延续

F1Q27 收入、利润率、EPS 均超预期，ASP/TB 同比增长 28%。F2Q27 指引显示定价动能与 EB（艾字节）出货复苏仍将延续。摩根大通据此把 FY27/FY28 调整后 EPS 上调 19.6%/16.9% 至 25.65/41.10 美元，目标价从 600 美元上调至 650 美元（现价 354.19 美元）。资本开支虽高于历史区间，但主要用于磁头与盘片制造。

BE（Bloom Energy）：财报超预期，股价两日跌超 20%

这是本周最异常的一份财报——幅度（巨大）、方向（别的票反弹它继续深跌）都反常。经营现金流 -1.81 亿美元，核心原因是合同资产由 4.28 亿美元增至 8.59 亿美元；Q3 未开票收入 4.64 亿美元，而期初合同资产仅 0.34 亿美元转为应收账款，转换比例由上季度约 30% 降至 8%。公司口径是设备收入确认与项目开票里程碑的时间差、属快速扩张阶段的阶段性错配；市场则读成现金流红灯。高估值、拥挤交易、单季度现金流转负三者叠加，都不足以完整解释这个跌幅。

美图：生产力应用收入 +42.3%，付费用户净增创四个季度新高

2026Q3 影像与设计产品收入 10 亿元、同比 +28.2%，其中生产力应用收入 +42.3%（占约 20%，2026H1 增速 40.1%）、生活场景应用收入 +27.9%（占 80%）。AI 生产力应用 ARR 6.55 亿元、同比 +40.1%，其中开拍、Vmake Labs 的 ARR 均超去年同期两倍。付费订阅用户 Q3 净增约 139 万，为过去四个季度新高。管理层口径是模型成本下降与性能提升共同加速了 AI 收入。

安踏 / 特步：Q3 流水分化

安踏主品牌、FILA 分别下滑中单位数、低单位数，其他品牌增长 25%—30%；特步主品牌下滑中单位数，索康尼增长中单位数、环比二季度改善。国庆假期安踏主品牌与 FILA 均恢复不错增长，四季度在电商大促与春节提前拉动下预计仍有表现。共性压力来自三季度天气与消费疲软。

特斯拉（2026Q3 业绩会要点）：量产节奏比市场预期慢

公司提出需要制造约 1—2 万台机器人，在 Optimus Academy 开展自主练习，通过数据回流推动能力迭代。产能口径：Fremont 工厂已开始生产具备量产质量的机器人、Austin 第二座工厂在建，但马斯克将当前阶段定义为"早期生产"，周产能达约 2 万台可能仍需一年以上，外部交付不早于 2027 年末。市场对机器人催化的反应已明显减弱，中国 Optimus 价值链指数周涨 11%、跑赢特斯拉，但三花与拓普三季度盈利预计同比下降。

礼来（处方药追踪，非财报）：Zepbound 周 TRx 同比 +71%

截至 2026 年 10 月 16 日当周 TRx 约 80.5 万张、同比 +71%，贡献肥胖症市场约 54% 的 TRx 增量；Medicare 覆盖上线后，Kwikpen 渠道周 TRx 约 25.7 万张。口服 GLP-1 主要扩大市场而非明显蚕食 Zepbound；口服 Wegovy 增长强劲，Foundayo 需观察三季度广泛推广后的爬坡。

⚠ 风险提示

外部环境的不确定性集中在特朗普政策与市场博弈的复杂性超预期，中美利差走阔对人民币资产形成压制。国内方面，政策落地进度存在不及预期的可能，市场流动性波动加大。行业层面需要单独列示的政策风险包括：军贸订单落地不及预期、国内煤炭产量调控政策超预期、消费税与出口退税传导不及预期、文化监管端政策风险以及国有传媒企业优惠政策变动、医美监管政策变动。

技术路线与产业进度风险

这是本日研报中出现频率最高的一类风险。世界模型仿真效果不及预期、人形机器人商业化落地慢于预期、技术路线迭代风险、制造业资本开支下行，构成物理 AI 主线的四大不确定性。AI 算力需求不及预期、液冷渗透率提升不及预期、客户验证及量产进度不及预期，则是最上游硬件链的核心变量。

国产大模型方向的风险点更具体：技术迭代不及预期、物理推理与空间建模能力提升不及预期、API 价格竞争加剧及下游商业化落地不及预期、模型表现不及预期、开源权重部署效果待验证、网安监管收严。此外，合作推进与数据商业化、机器人产业化均存在不及预期的可能，并伴随估值波动风险。

商品价格与成本风险

有色金属板块的核心风险是锡、铜、锌、铟价格波动超预期，叠加检修进度及复产节奏不及预期、增量项目推进不及预期、海外宏观及 AI
需求预期波动。资源类标的普遍面临矿产资源价格波动与资产收购进度不及预期的双重压力。

能源与化工方向，煤炭及煤化工产品价格下跌、下游需求不及预期、原料价格超预期上涨、地缘政治风险需要同步关注。制造业的共性成本风险是原材料价格波动与汇率波动，其中汇率对出口占比高的企业影响更为直接。

医药研发与销售风险

创新药的核心风险始终是临床研发及注册进展不及预期、海内外临床及商业化进展不及预期、新药研发及审批进展不及预期、药品销售不及预期以及全球业务相关风险。医美方向则叠加监管政策变动、行业竞争加剧、人力成本上升三重压力。

需求与竞争风险

消费链的共性风险是居民消费修复不及预期、下游需求疲软、行业竞争加剧、价格波动。消费电子还需单独关注需求波动与汇率风险。多数制造业标的均把"需求不及预期 + 竞争加剧 +
价格下行"列为并列风险，这三者在当前环境下往往同时发生。

公司经营与交易风险

个体层面需要关注新业务拓展不及预期、募集资金投资项目实施风险、资产收购进度不及预期、订单落地不及预期。在流动性偏弱的环境下，上述任一因素都可能放大估值波动幅度。

以上风险提示来自各机构研报原文的公开披露，仅作信息梳理，不构成任何投资建议。

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。