思维纪要社 2026-10-26 每日汇总

总帖子数607条 | 有效帖子471条 | 总字数75029 | 阅读时间预估150分钟

核心事件

今日主线可概括为"一条真金白银的财报验证 + 一条尚未证实的叙事主升"：Anthropic 递交 S-1 把 AI 从宏大叙事拉回财务基本面，为全球算力资本开支提供了可审计的锚；而 A 股则在缩量上行的指数里，把资金几乎全部押注到物理 AI／机器人这条由 GPT-6 Astra 触发的产业叙事上。两者的反差，正是当前市场"业绩有底、估值无锚"的真实写照——硬件端在消化 Meta 950 亿美元股权融资带来的融资裂缝，应用端在抢跑一个尚未产生收入的赛道。

一、Anthropic 递交 S-1：AI 叙事第一次被财报"称重"

Anthropic 于 10 月 26 日公开递交 S-1，拟登陆纳斯达克、代码"ANT"，高盛与摩根士丹利为承销代表。核心数字是 2Q26 收入 115.6 亿美元、同比增长 1368%，环比增长 144%；2026 上半年累计收入 162.9 亿美元，已达到 2025 年全年 45.9 亿美元的 3.5 倍。更关键的是盈利拐点：2Q26 GAAP 经营利润率首次转正至 8%，调整后经营利润率 19%。收入结构上，按量计费占 80%、订阅占 20%。

所以呢：这份文件的意义不在增速，而在"AI 收入能被审计"这件事本身成立。它给整条算力链提供了估值分母——既然模型公司已能实现 19% 的调整后经营利润率，那么上游的算力、光模块、电力设备的资本开支就不再是纯信仰定价。但要注意，发行价区间、3Q26 收入、10 月 31 日的 Run-Rate Revenue 以及算力承诺总额均未填列，定价环节仍是空白，这意味着市场短期无法用这份文件完成估值切换，只能"部分采信"。

二、物理 AI 成为唯一主线，且已从"数采"扩散到"本体"

本轮行情的触发点是 OpenAI 的 GPT-6 Astra 直接驱动机器人——在银河通用的测试中，由 VLA 模型 π0.5 提供动作、Astra 观察环境并修正，成功率升至 48%、均分升至 62.6%。这验证了一件事：通用基座模型不经大量微调即可进入具身场景。摩根大通据此把宇树科技评级由减持双重上调至增持，目标价 300 元上调至 995 元，并把 2028 年人形机器人销量预测上调至 11.16 万台、全球份额约 21%；野村则指出 SuperMimic 可把人形全身动作训练算力降低超 1000 倍。

盘面已经用连板结构给出答案：赛福天、多伦科技、正裕工业、襄阳轴承 3 板，万向钱潮 2 板；物理 AI 端创维数字、福莱新材 2 板；上纬新材涨停（消费级人形"启元 Q1"+HIL-UMI 数采）。卖方口径出现重要分歧：一派认为数采是核心瓶颈（OpenAI 今年真实数据需求百万小时级、明年千万小时级），另一派（GLMS 机械）则认为数采会从第一顺位下修到第二顺位，真正的 α 在"Astra 成功后受益的下游通胀场景本体 + 最大公约数零部件"。

所以呢：两种口径的分歧本身就是交易信号——数采是"确定性但弹性收敛"，本体与零部件是"弹性但依赖叙事持续"。周末卖方电话会密度过高、板块已被"全网科普"，短期性价比下降，追高的风险大于等回调。

三、三季报集中兑现，硬件端出现"需求强、交付受限"的典型矛盾

当日披露的核心数据：药明康德前三季收入 455.4 亿元（+38.6%，持续经营 +46.3%）、经调整归母净利 183.8 亿元（+74.4%）、在手订单同比 +36.4%，年内第二次上调指引至持续经营收入 +40%~42%；协创数据营收 196.1 亿元（+135.4%）、归母 30.6 亿元（+338.8%）；光迅科技营收 116.8 亿元（+36.9%）、归母 12.8

亿元（+78.7%），Q3 单季营收 50.7 亿元（+54.2%）；德明利营收 116.5 亿元（+356.6%）、归母 27.3 亿元（+2902.8%）；万华化学营收 1859 亿元（+28.9%）、归母 156.6 亿元（+71%），Q3 单季 56 亿元（+84%）超预期；富临精工 Q3 归母 3.63 亿元（+141%、环比 +359%）；鹏辉能源营收 178.7 亿元（+135.7%）、归母 11.8 亿元（+928.8%）。

最值得玩味的是寒武纪：Q3 营收 35.31 亿元、同比 +104.5%，但环比仅 +13.5%，明显低于线性外推；同期存货、预付款、应收账款环比全面攀升。伯恩斯坦的定性很精准——"需求强劲、交付受限"。

所以呢：环比失速不等于需求失速，存货与预付款是订单的前置指标，四季度交付节奏才是真正的验证点。对硬件链而言，三季报已经把"有没有需求"这个问题回答完毕，接下来市场只交易"能不能交付"和"估值给多少倍"。

四、融资端裂缝扩大：Meta 950 亿美元股权融资与 NeoCloud 的出清警告

Meta 宣布约 950 亿美元股权融资（立即执行约 350 亿：225 亿 A 类普通股含远期出售 + 125 亿强制可转换优先股；另有最高 600 亿 ATM 计划待 C 类股交易后启动），并有消息称英伟达、AMD、博通有意认购最多 50 亿美元。其 Q3 营收 646 亿美元（+26%）、资本开支 349.1 亿美元、自由现金流 -21.2 亿美元，2026 年资本开支指引收窄至 1350—1450 亿美元。

同一时间，马斯克连续发声：SpaceX 已敲定 400 亿美元债务融资专门买 GPU（明年一二季度交付），并警告债务市场已基本停止向"缺乏 AI 数据中心以外稳定收入"的公司提供融资，预计全球 200 多家 NeoCloud 将大幅出清。东吴的解读是不改算力需求、但行业格局向头部集中。

所以呢：AI 资本开支的约束正从"需求"切换到"融资渠道"。这对两类公司含义完全相反——有投资级信用和现金流的主权级玩家（SpaceX、Meta、Amazon）反而在扩张窗口里加速抢产能；纯 NeoCloud 与二线算力租赁商面临的是融资成本与交付风险的双杀。这也是当日 CPO、CCL 连续第二个交易日走弱的深层原因之一。

五、中东风险再升级，油价站上年内新高，投行分歧拉到极致

胡塞武装周六袭击沙特三座机场、能源设施、原油泵站及东西向原油管道；特朗普称"美国随时可能再对伊朗动手，也可能达成协议"，美方已通知相关人员从沙特撤出，美国国务院对 13 个中东国家更新旅行警告。布油本周约 112 美元/桶（周观点口径）；另一口径显示 10 月 23 日布伦特现货报 126.93 美元/桶、周涨 8.55%、同比 +92.38%。

投行分歧已成"冰火两重天"：德意志银行给出 2027 年布油 74 美元（冲突平息）对 130 美元（航道封锁）的两端假设，价差高达 56 美元；IMF 的基准假设是冲突 2027 年初平息、中东经济今年收缩 1.3%。

所以呢：油价已经成为压制全球风险偏好的单一最大变量，且它同时作用于通胀（压制降息）和化工/航空/航运成本（压制盈利）。在看不到美伊实质缓和之前，滞胀定价难以拐头——这是当日多家策略的共同结论。

六、A 股缩量分化：机器人独强，CPO/CCL 补跌，宽基 ETF 托底

上证综指 +0.19%、上证 50 +0.41%、深成指 -1.19%、创业板指 -1.71%、科创 50 -2.23%、中证 500 -1.49%、沪深 300 -0.04%；全市场成交 1.62 万亿元、较前一日下降 17.73%。盘面是典型的"指数拉锯"：国家队与监管层释放支持信号，同时 AI 硬件承压；银行、三桶油护盘，物理 AI／机器人独强，光模块与覆铜板继续补跌。

资金面上，近一周股票型 ETF 净流入 1539.22 亿元，其中宽基净流入 1552.35 亿元（沪深 300 +636.10 亿、创业板指 +246.36 亿、科创 50 +193.06 亿），行业主题反而净流出 49.32 亿元。

所以呢：行业主题 ETF 净流出而宽基大幅净流入，说明增量资金是"被动托底"而非"主动做多"，这与缩量 17.73% 相互印证。指数层面的支撑不等于结构性机会，在筹码未出清前，反弹更可能是"一周级别的震荡修复"而非趋势反转。

七、C-V2X 强制国标启动制定，车联网从选装走向标配

据从业者透露，相关部门已启动车辆安装 C-V2X 的强制性标准制定工作，工作组已成立、几十家单位参与；营运车辆已被率先要求安装（今年 7 月交通运输部已发布相关国家标准计划）。若落地，C-V2X 将从示范试点、选装配置升级为规模化前装标配。

所以呢：这是一条"政策起点型"的主题，短期只影响估值、不影响业绩，但方向明确。产业链上偏路侧与车载终端的公司将先受益：金溢科技（ETC 转 V2X，OBU/RSU 双线）、千方科技（智慧交通总包，RSU/边缘计算/云控平台）、万集科技（激光雷达+RSU+OBU）、高新兴（RSU/T-BOX/MEC）。

八、双十一数据超预期，但平台大盘增速仍弱

东方甄选双 11 表现突出：10 月 13 日至 24 日抖音全账号矩阵 GMV 合计 9.5 亿元，已接近去年双 11 全程（10.10-11.11）的 11.9 亿元；区间日均 GMV 7338 万元，较去年大促期间日均 3516 万元翻倍。抖音美妆 10 月 15—24 日 GMV 145 亿元、同比 +28.3%，快于大盘 1910 亿元、+19.2%。

但平台口径要冷静：天猫双 11 全周期 GMV 同比目标 +6%，截至 10 月 23 日第一阶段实际 +4%；平台三季度 GMV 增速仅约 1%，大促难以脱离大盘基础。

所以呢：这是典型的"结构性 alpha 强于总量 beta"。整体消费大盘仍是弱复苏，机会集中在自营占比提升、新品类（保健品/自营 DHA）跑通的少数标的，而不是行业性反弹。

九、医药双线催化：ESMO 收官 + 医疗器械拐点确认

ESMO 2026 收官，中国相关研究 29 项 LBA（约占全部 96 项的 30%），最高规格主席研讨会 12 席中国占 5 席。关键数据：康方依沃西单抗一线胆道癌头对头度伐利尤单抗联合化疗，中位 OS 14.9 vs 12.1 个月、HR 0.75，PFS HR 0.61；科济药业 CT041 胃癌术后辅助 10 例全部无复发（12 个月 DFS 率 100%）；劲方 GFH276 在经治 PDAC 中 ORR 41.0%、DCR 91.8%。

同时医疗器械板块被资金重新定价：2026Q2 行业归母利润同比 +29.8%，结束连续 9 个季度负增长；集采"反内卷"、设备以旧换新、安徽检验收费征求意见稿（肿瘤标志物 +11%、甲功九项 +14%，并非普降）共同构成政策底。政策面上，美国财政部 COINS 法案拟议规则"禁股权、放许可"，License 出海主通道不变。

所以呢：医药是当日少有的"政策底 + 业绩底 + 事件催化"三重共振方向。器械的拐点已被财务数据确认，创新药则是事件驱动（ESMO 数据 → BD 预期），两者的持有周期完全不同，不宜混为一谈。

十、电力设备与造船：订单型景气的两条硬线索

"一交两直"三项特高压工程获核准（10 月 21 日），总投资约 591 亿元，含长治—南阳第二回 1000 千伏交流、疆电（南疆）送电川渝与甘肃巴丹吉林沙漠基地送电四川两项 ±800 千伏直流。造船方面，1—9 月我国造船完工量 5805 万载重吨（+52%）、新接订单 17529 万载重吨（+163%）、手持订单 39913 万载重吨（+65%），三项全球份额分别为 64%、82%、72%；Clarksons 新船价格指数 186.7

点持平、二手船价指数 223 点续创新高，综合运价 75395 美元/天维持历史高位。

所以呢：这两条都是"订单已落袋、业绩在未来两年释放"的确定性方向，与物理 AI
的叙事属性截然不同。在滞胀与流动性双压制下，它们提供的正是组合里最稀缺的东西——可验证的现金流。

宏观策略

本周全球市场的定价核心是"滞胀"，而非单纯的衰退或过热。有策略团队把它拆得很清楚：全球盈利增长看 AI，通胀则既看
AI（算力与电力成本）又看美伊冲突，而这两个变量短期都在恶化。更棘手的是两者的耦合——AI 的"资本开支—现金流—盈利预期"螺旋本身也依赖通胀预期缓和，所以在美伊问题出现哪怕是表面上的新一轮缓和之前，全球市场对滞胀的定价很难拐头。

但加息路径的预期反而在往收敛方向走。高盛 10 月 FOMC 前瞻的基线判断是：FOMC
参与者倾向"每隔一次会议加息一次"，因此 10 月大概率维持利率不变、12 月再加一次；本轮加息周期将在 12 月结束，2027 年 3 月不再加息。理由是关税、伊朗能源冲击与 AI 相关价格压力对通胀的影响将逐步消退。9 月以来金融条件仅适度收紧，尚未达到令 FOMC
停止加息的程度；油价高于预测则是最主要的通胀上行风险。

策略含义：这是一个"短痛长缓"的组合——12 月之前，利率与油价双高仍会压制估值；但一旦 12 月加息落地且被确认为终点，压制估值最大的那颗钉子就被拔掉了。这个时间窗口值得提前布局，而不是等确认。

二、国内基本面：三季度 GDP 4.5% 略超预期，但政策组合出现"宽货币、紧财政"的反差

三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，略高于市场预期的 4.4%；9 月工业增加值增长
5.5%，零售与固定资产投资亦好于预期，全年 4.5%—5%
的增长目标大概率可以实现。政策层面有两个容易被忽略的细节：

一是央行拟将政策利率由 7
天期逆回购利率切换至隔夜逆回购利率。高盛预计明年实施，此举或令政策利率实际下调 15
个基点——这是"技术性降息"，市场对其定价明显不足。

二是财政方向与原本预期的"适度宽松"不同，报告指出财政正在收紧，可能部分抵消货币宽松的积极影响。

策略含义：宽货币 + 紧财政的组合，对指数的含义是"下有底、上乏力"。它天然利好分母端（估值修复、高股息重估），不利于分子端（总量需求扩张），因此结构上应偏向"利率敏感型资产"而非"顺周期弹性资产"。

三、估值：A 股已回落到历史均值以下，但筹码仍未出清

中金的测算是当日最扎实的一份：今年下半年沪深
300、创业板指、恒生指数、恒生科技自年内高位分别累计回调
20.2%、41.1%、18.9%、35.8%，年内收益均已转负，部分龙头已回调至接近"924"水平。A
股整体估值已回落至历史均值以下，上周低点时沪深 300 股权风险溢价已升至较高水平。

但另一份策略的观点提供了必要的反面："不完美的底部"——恐慌情绪已接近历史高分位数（90%），筹码出清程度却略有不足，市场短期或有反弹，但在外部条件不变的前提下中期仍需去杠杆；大周期反转的路标是"美债利率重新下降"。

策略含义：估值便宜是必要条件，不是充分条件。真正决定反弹级别的是两件事——美债利率是否见顶回落、以及增量资金是主动还是被动。当日 ETF 结构已经给出了答案：近一周股票型 ETF 净流入 1539
亿元，宽基净流入 1552 亿元（沪深 300 +636 亿、创业板指 +246 亿、科创 50 +193 亿），而行业主题净流出 49 亿元。被动托底 ≠ 主动做多。

四、多空分歧的实质：不是"反弹还是反转"，而是三条牛市预期是否被证伪

陈果团队把 924 以来的牛市拆成三条预期，这个框架比单纯讨论点位更有价值：

1. 房地产止跌回稳 + 地方化债 = 扭转通缩牛；

2. ETF 净流入维持指数慢牛、带动居民储蓄入市，叠加人民币升值预期逆转外资流出 = 资金牛；

3. AI 产业革命与 G2 竞赛 = 产业牛。

当下的一致预期担忧，正是这三条逻辑陆续遭遇挑战。要扭转市场趋势，需要的不是"跌得够多"，而是实锤证伪其中的负面叙事。

值得注意的是，陈果同时给出了科技反弹的三个技术条件：A
股科技硬件短期超卖、韩国存储疑似第二波调整接近尾声、美股费半技术上超卖并接近 200 日移动均线这一重要支撑位。如果本周微软、亚马逊、谷歌在自由现金流改善的情况下上修资本开支，有望开启一轮反弹。

策略含义：这是一个"条件式看多"的判断——反弹的触发点不在国内，而在本周美股三大云厂的 capex
指引。这也解释了为什么当日的 A 股在缩量中依然能维持指数不跌：市场在等这个变量。

五、油价与美债的罕见背离，是本轮最值得警惕的信号

本周出现了一个反常识的组合：布油继续上涨并触及年内新高（周观点口径约 112 美元/桶），而美债收益率反而回落。原因是美国科技巨头披露巨额资本开支后，市场开始质疑其回报率，资金从"再通胀交易"撤向"避险交易"。

这个背离的含义有两层：其一，油价上涨不再被解读为需求强劲，而是供给冲击（胡塞袭击沙特机场、能源设施与原油管道；特朗普称随时可能再对伊朗动手；美国国务院对 13
个中东国家更新旅行警告）；其二，美债回落在为估值提供缓冲，这恰恰是 A
股与港股能够"缩量不跌"的外部条件。

同时，亚洲市场已经在做防御轮动。高盛的亚洲午间综述指出：美股大型科技财报前夕，投资者减持 AI、半导体及科技敞口，转向能源、大宗商品与防御板块；香港和泰国因能源股上涨领涨，日本、韩国、中国、印度均收跌。韩国的跌幅最典型——KOSPI 跌 1.45% 至 5469.6 点（外资净卖出 5.33 亿美元），KOSDAQ 跌 3.26% 至 727.2 点。

六、策略取向：哑铃配置重新占优，超跌反弹优先选"深跌未领涨"

综合当日多家策略，可操作的取向有三条：

其一，短期做超卖反弹，选"之前深跌但还没领涨"的品种，而不是去追已经被充分发酵的方向。历史样本（2008/11、2015/9、2016/2、2018/10、2022/4 月底、2024/1
月底）指向同一结论：指数确认短期拐点后，概率上的最优解是补涨，而不是追涨。

其二，中期维持哑铃：一端是高股息底仓（银行、公用事业、建筑建材中的高股息标的，如四川路桥 TTM 股息率 5.95%、承诺 25—27 年分红比例不低于 60%），另一端是产业趋势明确但估值已大幅消化的方向（AI 硬件中 2027 年 PE 已回落至 20 倍以内、部分降至 10—15 倍的标的）。

其三，把"利率反转型"资产作为对冲：黄金是本轮供给约束与格局重构下的中期品种。摩根士丹利的观点值得记录——2020 年以来黄金已不再有效对冲股票尾部风险，甚至可能放大极端回撤，但在最严重的美国国债抛售中仍能充当压舱石；其过去十年的组合增益主要来自跑赢债券，而非降低组合风险。该行维持黄金为金属板块首选，目标价 2027 年二季度 5000 美元。

最后一个提醒：当日两市成交 1.62 万亿元、较前一日缩量
17.73%，说明反弹并未获得成交量确认。在筹码未出清、增量资金以被动 ETF
为主的格局下，更合理的预期是"一周级别的震荡修复"，而非新趋势的起点。

港美股海外

Meta 的三季报与随后的融资公告，构成本周美股最重要的信息组合。Q3 营收 646 亿美元（+26%），资本开支 349.1 亿美元，自由现金流 -21.2 亿美元——这是首次出现"收入强劲增长但自由现金流转负"的组合；2026 年资本开支指引收窄至 1350—1450 亿美元，2027 年预计继续积极投资。

为支撑开支，Meta 在 10 月 26 日宣布约 950 亿美元股权融资：立即执行的部分约 350 亿美元（225 亿 A 类普通股含远期出售安排 + 约 125 亿强制可转换优先股存托股份），另有最高约 600 亿美元的 ATM 增发计划，需待 C 类股开始交易后才启动，因此真正的供给压力主要在 2027 年以后。有消息称英伟达、AMD、博通有意认购最多 50 亿美元。

所以呢：Meta 选择股权而非债权融资，说明债务市场对 AI 资本开支的容忍度已经降低。这与马斯克同日"债务市场几乎停止向缺乏 AI 数据中心以外稳定收入的公司提供融资"的表态互为印证。融资方式的切换，是比 capex 数字更重要的信号——它意味着 AI 扩张的成本正在从"利息"转向"股本稀释"。

亚马逊则给出另一侧的图景。CEO 在博客访谈中透露：2026 年资本开支 2200 亿美元依然无法满足 AI 算力需求，投入受真实订单驱动；2026 年算力基本售罄、2027 年接近售罄、2028 年已有大量产能被预订；内存（HBM 与传统 DRAM 争夺产能）成为 AI 扩张的重要瓶颈，供应紧张可能持续数年；AWS 的 AI 业务仅用三年就突破 250 亿美元年化收入。此外公司宣布 2027 年向德国投资超 160 亿欧元，其中 48 亿欧元用于扩建 AWS 欧洲法兰克福区域的云与 AI 基础设施。

投行侧的分歧集中在利润率而非收入。UBS 维持亚马逊买入、目标价由 318 美元上调至 348 美元（对应当日 248 美元约 40% 上行空间），核心分歧在 AWS：UBS 预计 2027 年 AWS 收入约 2560 亿美元、经营利润率 46%，明显高于市场 38%—39% 的预期。花旗在微软费城 Frontier Tour 后访谈十余家伙伴与客户，认为新版 Copilot 依托覆盖 Work、Fabric、Foundry 的 Microsoft IQ 层显著提升了产品整合度，企业客户正由 AI 试验转向生产部署，部分用户甚至从前沿模型平台回流。

但也有反面证据。JPM 覆盖约 52 家美国互联网公司的估值表显示，Alphabet、Amazon、Meta 与 SpaceX 的自由现金流预测显著为负——资本开支与盈利兑现仍是核心变量，板块观点并非全面看多。另有渠道调研显示，最新六家公司中多数预计 AI 支出增速将放缓，理由是采购、模型路由与 ROI 控制改善。

二、港股：防御轮动而非风险偏好抬升

恒生指数当日上涨 0.4%，但这个涨幅的成色需要拆开看——能源与基础设施板块的强劲买盘，掩盖了科技硬件、黄金矿企及高贝塔小盘股的普遍抛压。高盛的定性很直接：这是在风险偏好偏弱环境里的经典防御轮动，并非广泛的风险偏好抬升。

资金面出现了边际改善：南向资金早盘净买入 13 亿港元，为近 10 个交易日首次净买入。但中期趋势仍弱——截至 10 月 23 日，恒生科技指数月内下跌 9.0%，NTM PE 降至 17.19 倍（上周 18.28 倍），近 30 日南向累计净流入 114 亿元（上周 135 亿元，流入规模在收缩），港股卖空成交额占市场成交总额 18.20%（上周 18.54%）。

个股层面，主要拖累是紫金矿业（2899）下跌 5.6%（与 UBS 下调其季报预期、金铜产量不达预期相关），以及 LLM 相关股在月之暗面模型发布后表现疲软。

所以呢：港股的问题不是估值（17 倍 NTM PE
已在历史低位），而是缺乏增量资金与产业叙事的双重支撑。南向单日 13
亿港元的净买入更像是超跌后的试探，尚不构成趋势。

三、中概与亚洲市场：科技敞口被系统性减持

亚洲市场当日呈现清晰的"减科技、加能源"格局：香港与泰国因能源股上涨及资金流入领涨，日本、韩国、中国、印度均收跌，投资者在美股大型科技财报前降低 AI
相关持仓，并等待关键央行决策与财报催化；印尼因国内风险担忧成为表现最弱市场。区域内整体交投清淡。

韩国是压力最集中的地方：KOSPI 跌 1.45% 至 5469.6 点，成交额 91 亿美元，外资净卖出 5.33
亿美元、本土机构净买入 4.61 亿美元、散户净买入 4400 万美元；KOSDAQ 跌 3.26% 至 727.2 点，外资净买入 2900 万美元、本土机构净卖出 9700 万美元。高盛对韩国存储的判断相对积极——认为内存板块已计入过度悲观的盈利预期、非内存股票估值处于历史低位，区域风险收益比仍具吸引力，策略篮子转向有盈利支撑的结构性增长、高质量、短久期、GARP、AI 基础设施、电网设备及核电；科技上则看好中国台湾高端 PCB、CCL 与 ABF 载板链，维持中芯国际、英诺赛科、DISCO 买入，但下调部分目标价与长期盈利预测。

四、海外公司：苹果折叠屏售罄与三星 HBM 定价权

苹果 iPhone Duo：上周五（10 月 23
日）官网与各大零售渠道开售即全部售罄，供应链已要求加快生产、订单规模上调
30%。调研机构原本对今年出货预期仅 600 万台，受需求推动已上调至 800 万台；第二批货预计 2027 年 1 月 22 日开始发货。黄牛报价一度达 10 万新台币，对首发原价 74900 新台币溢价约
33%。摩根大通的供货追踪显示，Duo 全球交期约 94
天且各跟踪地区均不可门店自提，供应明显受限——这既限制短期收入确认，也印证需求强度。同期 iPhone 18 Pro 与 Pro Max 全球交付期分别为 7 天和 21 天，与去年同期相当，在涨价背景下 Pro 系列需求仍具韧性；中国 Pro 交期仅 1 天、供应充裕。受益标的集中在富士康（2317）、台积电（2330）、新钜科（3376）。

三星 HBM 定价：据专家采访，三星对 HBM 的报价为 4.50 美元，高于美光的 4.00 美元与 SK 海力士的 3.60—3.80 美元。三星较高的定价主要归因于其能提供更大、更可靠的供应量——数据中心客户需要可预测的供应以规划服务器部署，因此愿意为确保的数量支付溢价。更广泛地看，若以三星价格为 100 的指数，SK 海力士通常在 90—95，美光的服务器产品价格可能在 70—80。

所以呢：存储的定价权正在从"性能领先者"向"供应确定性提供者"转移。这对国产存储链的含义是：在供给紧张的窗口期，产能规模与交付确定性比制程代差更能换来溢价。

Bloom Energy：Q3 营收 12.36 亿美元（+138.1%），全年营收指引上调至 44—46 亿美元（中值同比 +122%），并正式纳入标普 500。但渠道反馈也指出，其负的经营现金流与不断增加的应收账款已对股价形成压力——强劲需求仍需转化为现金。

SpaceX：马斯克称已敲定 400
亿美元债务融资，得益于投资级信用评级以及星链与发射业务的营收；资金主要用于采购 GPU，芯片将在明年一二季度交付，对本季度影响不大。但"敲定"的具体内涵尚不明确，投资方是否已完成发行定价市场暂未获知。

五、海外映射到 A 股的三个可交易结论

第一，算力链的估值分母正在接受"融资成本"检验。Meta 用股权、SpaceX
用投资级债务，两者都能拿到钱；拿不到钱的是纯 NeoCloud。A
股对应的映射是：有真实订单与交付能力的算力租赁商仍可给估值，纯概念的二线玩家将被淘汰。

第二，苹果链的短期弹性来自折叠屏的供给缺口。订单上调 30%、交期 94 天、第二批延至 2027 年 1 月，说明缺的是产能而不是需求，铰链、UTG、柔性屏、精密结构件的排产确定性高于组装环节。

第三，存储的紧张会持续数年（亚马逊 CEO 明确表态），但价格弹性会衰减。端侧 SoC 的成本压制集中在 2026 年二三季度，2027 年影响明显减弱——这意味着端侧 AI 标的的"业绩底"在 2026 年底、估值底会提前出现。

机构观点

今日机构动作有三条清晰脉络：其一，外资在"AI 硬件估值到底"上出现了罕见的转向——JPM 把宇树科技从减持直接双升到增持、目标价由 300 元上调至 995 元，是本季最激进的一次评级反转；高盛在台北 PCB/CCL 路演后上调载板与材料链的中长期预测；UBS 则把亚马逊的目标价从 318 美元提到 348 美元，赌的是 AWS 2027 年 46% 的经营利润率。其二，内资集中在三季报后的"上调指引/上调盈利预测"，药明康德被至少五家同日覆盖并再度上调指引，万华化学、富临精工、光迅科技、协创数据均获"超预期"定性。其三，医疗器械拐点成为当日共识度最高的行业级判断，招商、华创、开源、中邮四家同日发声，逻辑高度一致：Q2 归母利润 +29.8% 结束连续 9 个季度负增长。

一个值得记录的细节：伯恩斯坦对寒武纪的定性是"需求强劲、交付受限"——营收同比 +104.5% 但环比仅 +13.5%，同时存货、预付款、应收账款环比全面攀升。这是当日对国产算力最克制也最专业的一份判断。

物理 AI 与机器人：评级反转与产业时间表修正

摩根大通对宇树科技的双重上调是全场焦点。依据是 2026 年世界物理 AI 大会反馈：管理层对物理 AI 突破的时间预期从"最长 10 年"大幅提前至"2—3 年"甚至"1—2 年"；叠加监管趋严导致机器人赛道新 IPO 与分拆上市进度延迟，已上市公司的稀缺性溢价窗口被延长。JPM 将 2028 年人形机器人销量上调至 11.16 万台、全球份额约 21%，目标价（2027 年 12 月）从 300 元上调至 995 元。

野村从成本端提供了支撑：伯克利的 SuperMimic 论文显示，一套学习得到的本体模型可将人形全身动作训练所需算力降低超 1000 倍；该行认为硬件一致性或将决定行业胜出者归属。摩根士丹利则从数据端给出案例：Generalist AI 以 Data Hands 规模化采集真实操作数据，数据规模从 27 万小时增至 50 万小时后，选定任务成功率由约 64% 升至 99%，GEN-1.5 可通过 3—12 秒示范零训练学习新任务——若真实交互数据能跨机器人迁移并遵循类似 LLM 的扩展规律，规模化真实数据可能成为机器人基础模型的护城河。

国内卖方在"买什么"上出现明确分歧，这一点比共识更有价值。GLMS 机械认为数采会从第一顺位下修到第二顺位，真正的 α 应切向"Astra 成功后受益的下游通胀场景本体 + 最大公约数零部件"；国信汽车、天风传媒、长江机械则坚持数采是核心瓶颈（OpenAI 今年真实数据需求百万小时级、明年千万小时级，北美行业需求将升至亿小时级）。东吴电新从工控角度切入，强推汇川技术（垂类大模型加速物理 AI 落地）；华创计算机推荐中控技术（TPT 时序大模型 + UCS 控制 + AOP，累计服务超 4 万家流程工业客户）；招商机械看好杭叉集团（Q3 智慧物流场景领先落地，无人叉车渗透率仅约 2%）。

港股与一级映射方面，中信科技与新兴产业继续推荐五一视界、建议补涨关注群核科技；浙商传媒推荐群核科技（"GPU 集群—3D 数据—空间模型—行业应用"闭环）。

医药：器械拐点成共识，创新药看 ESMO 数据兑现

医疗器械是当日机构共识度最高的行业方向。招商医药定性为"并非简单超跌反弹，而是市场对基本面改善的重新定价"，三条主线是国内需求修复、政策预期改善、海外成长加速；华创医药列出院内设备（迈瑞、澳华内镜、开立、联影）与家用器械（可孚、鱼跃）；开源医药给出量化依据——2026Q2 行业归母利润同比 +29.8%，结束连续 9 个季度负增长；中邮医药强调耗材集采政策导向已由"降价"转向"稳价格、提质量、促创新

"。政策端的边际证据是安徽检验收费征求意见稿：肿瘤标志物 +11%、甲功九项 +14%、传染病八项 -11%，并非整体普降。

创新药侧由 ESMO 数据驱动。招商医药梳理了最后一日 LBA：和黄/阿斯利康 Savolitinib 联合奥希替尼一线 NSCLC III 期、百利天恒 iza-bren 单药对照化疗 III 期、恒瑞 SHR-A2009（HER3 ADC）单药对照化疗 III 期（PFS 8.3 vs 5.0 个月）；科伦博泰 sac-TMT 子宫内膜癌全球 III 期 OS、PFS 双终点获益（OS 由 12.1 个月延长）。JPM 给康方生物增持、2027 年 12 月目标价 125 港元（对 86.60 港元隐含 44.3% 上行），HARMONi-GI1 中位 OS 14.9 vs 12.1 个月、HR 0.75。天风医药提示广生堂（乙肝临床治愈"Peak 登峰计划"，2027 上半年为重大事件窗口）、映恩生物（B7-H3 ADC 卵巢癌数据积极）、科济药业（CT041 术后辅助 10 例无复发）。

CXO 与产业链：药明康德获招商、天风、浙商、国泰海通、东吴等多家覆盖，全年指引再度上调，持续经营收入增速上调至 40%—42%，在手订单同比 +36.4%，Q3 新签增速达 82%；山证推荐普洛药业（CDMO 漏斗模型进入商业化）；招商医药推荐益诺思（Q3 收入 3.2 亿元、+64%，新签订单 22 亿元、在手 26 亿元）。政策面上，国泰海通指出 COINS 法案"禁股权、放许可"，License 出海主通道不变，评论期至 12 月 7 日、最终规则约 2027 年 3 月落地。

电子与通信：PCB/CCL 与光模块的"业绩已兑现、估值待确认"

高盛在台北 TPCA 展会期间走访 PCB/CCL/载板链 4 家公司与逾 10 家企业后上调中长期预测，核心发现是：客户通过长期协议、补贴、预付款与激励费用直接锁定 2027—2030 年新增产能，供应链结构性短缺将比预期更严峻。另据产业链交流，BT 载板工艺与 800G/1.6T 光模块 mSAP 工艺的设备材料重合约 70%，光模块 PCB 扩产抢占上游资源，将推动 2027 年 BT 载板价格维持上行；ABF 载板产线稼动率 Q4 加速爬坡，当前全球缺口约 35%、2027 年可能扩大至 45%。

通信侧，Q3 业绩兑现明确：光库科技营收 8 亿元+（+106%）、归母 1.4 亿元（+124%）、毛利率 37%（+3pct），并购安捷讯获深交所审核通过（对价 16.40 亿元）；仕佳光子营收 12 亿元（+116%）、归母 2.7 亿元（+226%，已计提 0.5 亿元激励费用）、毛利率 40%（+10pct）；光迅科技营收 116.8 亿元（+36.9%）、归母 12.8 亿元（+78.7%）。板块估值已普遍回落至 2027—2028 年 10 倍。

电子侧，天风汽车推荐三环集团（MLCC 高容料号占比更高、ASP 提升预计超 25%，Q3 利润预期 17—18 亿元、环比 +50% 以上；SOFC 二供属补充上量而非格局颠覆）；广发电子在聚辰股份大跌后继续推荐，理由是 Q3 归母转负系投资收益亏损拖累、单季营收与扣非均创历史新高；天风计算机推荐创维数字（Ego 数采设备卡位，前三季营收 85.97 亿元/+33.15%、归母 2.44 亿元/+184.42%）与瑞芯微（物理 AI 的"卖铲人"，高端端侧 SoC）。

周期与制造：万华超预期、造船订单份额 82%、特高压 591 亿核准

万华化学获国海化工等"超预期"定性：前三季营收 1859 亿元（+28.9%）、归母 156.6 亿元（+71%），Q3 单季 56 亿元（+84%）。逻辑是美伊冲突下欧洲+日韩+中东 MDI 产能（占全球 27%）受扰，国内出口竞争力增强，叠加乙烯一期原料改造降本。氟化工方面，9 月出口环比回升，1—9 月 R32 出口 21593 吨（-53%）、R134a 72729 吨（-11%），机构判断补库将带动 Q4 销量修复、制冷剂景气继续向上。

造船是当日最硬的订单数据：1—9 月我国新接订单 17529 万载重吨（+163%），全球份额 82%；手持订单 39913 万载重吨（+65%），份额 72%；Clarksons 新船价格指数 186.7 点持平、二手船价 223 点续创新高，综合运价 75395 美元/天。国金机械推荐松发股份（VLCC 龙头，1—9 月新接订单 905.5 万 CGT），并提示新船与二手船价格大幅倒挂。

电力设备方面，"一交两直"特高压获核准、总投资约 591
亿元；国家能源局发布煤电与新能源融合发展实施意见。天风电新指出板块估值已回落至 2027 年 15—20
倍，出海公司受汇兑/海运影响 Q3 不及预期但成长性不变；广发公用认为火电正从"发电主力"转向"调节电源与送出枢纽"，利润更多来自深度调峰补偿、现货溢价与容量电价。

有色金属：中金维持紫金矿业季报"符合预期"，1—3Q 营收 2834.5 亿元（+11.5%）、归母 575.3
亿元（+51.9%），Q3 归母 183.6 亿元（+26.0%、环比 -3.8%），收购赤峰黄金增厚黄金储备；UBS
则指出金铜产量不达预期（前三季铜/金/锂完成全年目标 68%/67%/66%），且成本同比上行，短期市场反应偏负面。山证有色判断板块处于"宏观压制与基本面博弈"的震荡寻底阶段，短期受美联储加息预期、美元走强与地缘冲突压制。

消费与出口链：三季报分化剧烈，"份额逻辑"胜过"总量逻辑"

纺服与出口链：中信新零售推荐赛维时代（Q3 收入 35.2 亿元/+23.9%，毛利率
41.8%/+0.5pct，减值显著收窄）；申万轻工推荐永艺股份（Q1/Q2/Q3 收入增速 13.0%/18.5%/19.4%，归母
-13.6%→+49.1%，还原汇兑后利润同比 +55%/38%/90%）；华西纺服点评罗莱生活 Q3 超预期（归母
+20%，毛利率 +1.8pct 来自被芯占比提升，全年净利上调至 6.5 亿元，股息率超 6%）；国金纺服更新李宁
Q3（线下流水中单位数下滑、电商高单位数增长、童装双位数，库销比 5—6 个月）。

食品饮料：天风食饮判断"报表出清、预期触底"，建议底部长线配置；国泰海通推荐迎驾贡酒（出清早、库存包袱轻、洞 6/洞 9 卡位 100—200 元价位带）；华创食饮点评西麦食品（Q3 纯燕麦 +26%、粉类翻倍，Q4
成本已锁定）；东阿阿胶 Q3 扣非 +19.39% 超预期。

社服：三峡旅游 Q3 收入 2.96 亿元（+22.0%）、归母 5896 万元（+165.1%），但天风商社指出 Q3
提前计提绩效薪酬 2428 万元（上年同期仅 277 万元）导致业绩不及预期，全年利润总额不受影响；天目湖 Q3
收入 -23.7%、归母 -63.9%，三特索道收入 -5.67%，暑期量价承压。

商贸零售：东方甄选双 11 数据超预期（10.13—10.24 抖音 GMV 9.5 亿元、日均 7338 万元 vs 去年 3516
万元）；焦点科技获广发批零社服重点推荐（Q3 营收 5.45 亿元/+11.7%、归母 1.68 亿元/+37.9%，AI
麦可付费会员 1.57 万位约占收费会员一半）。

传媒与计算机：AI 应用的三条兑现梯度

中信传媒跟踪 AI 视频模型迭代：10 月 23 日火山引擎发布 Seedance 2.5 4K（支持 480P 样片验证分镜再生成 4K 正片、10-bit 色深，已面向部分企业客户试用）；10 月 19 日 MiniMax 发布 M3.1 Flash。中金传媒指出周内 AI 应用讨论已由"内容叙事"向"物理世界"外溢，市场从 AI 生成图文视频转向 3D 空间、数字孪生等可交互场景。

计算机侧，国盛提出 AI4Chip 已走向真实产线（9 月 Synopsys、Siemens 获台积电 A14 工艺认证，Cadence
数字全流程与签核流程获 A14/A16 认证；Synopsys 硬件辅助验证创单季纪录，AMD MI455X 采用其 3DIC
Compiler）。华泰计算机给出 AI 应用三条主线：AI 安全、AI4S、AI
EDA，逻辑是"沿容错性与可验证性梯度兑现"——Coding 率先规模化、AI 安全受刚性需求驱动、AI4S 与 AI
EDA 加速走向专业工作流。浙商计算机推荐网宿科技（Q3 扣非归母 +134%，安全业务全订阅制、40%
海外收入）；天风计算机推荐海康威视（Q3 成长加速、2027 年 PE 不到 15 倍）。

一个风险提示：当日卖方对物理 AI 的推荐密度已达极值（十余家同日发布深度），而板块核心标的（宇树、兆威机电）在盘面并未主动进攻。机构共识度过高本身就是短期风险，这是任何评级上调都无法对冲的。

值得关注

陈果团队给出的反弹条件是三条同时成立——A
股科技硬件短期超卖、韩国存储第二波调整接近尾声、美股费半技术上超卖并接近 200 日移动均线支撑。但这

三条都只是"必要条件"，真正的触发点是本周微软、亚马逊、谷歌的财报：只有它们在自由现金流改善的前提下上修资本开支，科技硬件才会有一轮像样的反弹。

跟踪什么：capex 指引的方向（上调/持平/下修）、自由现金流是否转负、以及管理层对 2027 年的表述。Meta 已经给出负面样本（Q3 FCF -21.2 亿美元 + 950 亿美元股权融资），如果另外三家也走"股权/债务融资支撑 capex"的路径，AI 硬件的估值分母会被系统性下调，那反弹就不是一周级别的事，而是季级别的。

二、10 月 FOMC（本周）与 12 月加息：路径收敛但尚未确认

高盛的基线是 10 月不动、12 月加一次、本轮周期 12 月结束、2027 年 3
月不再加。这个判断如果被本周会议纪要或点阵图确认，将是四季度最重要的分母端利好。

跟踪什么：声明中关于"每隔一次会议加息"的表述是否保留；对油价传导至通胀的措辞变化；以及鲍威尔对"金融条件是否已足够紧"的定性。若出现"接近终点"的措辞，黄金与成长股的反弹会同时启动，这也是多家策略把"美债利率重新下降"列为大周期反转路标的逻辑。

三、中东局势：从"油轮遇袭"到"中期选举后动武"

当前的风险链条已经非常具体：胡塞武装周六袭击沙特三座机场、能源设施、原油泵站及东西向原油管道；特朗普称随时可能再对伊朗动手；美方已通知相关人员从沙特撤出，国务院对 13
个中东国家更新旅行警告；美媒报道美以军方已制订在美国中期选举后再次打击伊朗的具体计划。

跟踪什么：霍尔木兹与红海的实际通行量、中东油轮遇袭数量（德银提示已刷新本轮冲突新高）、以及布油能否站稳 112 美元并向 130 美元的情景靠拢。德意志银行给出的两端情景是 2027 年布油 74 美元（和谈）对 130 美元（航道封锁），价差 56 美元——这意味着任何仓位在方向上都是"赌冲突时长"，而非赌基本面。

四、物理 AI 的验证节奏：从"叙事"进入"订单与量纲"

未来两周需要盯的不是又一份深度报告，而是三类可验证的东西：

其一，数采的实际需求口径。 当前的口径分歧极大：天风传媒称 OpenAI
今年真实数据需求百万小时级、明年千万小时级、北美行业将升至亿小时级；GLMS 机械则认为数采会从第一顺位下修到第二顺位。验证点是国内数采中心（北京石景山二期、君逸数码/银河通用、华远控股/北建大、东方精工/石景山）的实际订单与产能利用率。

其二，特斯拉 Optimus 的量产节点。 卖方给出的时间表是：短期 1—2 万台用于数据采集训练、1—2
个月内发布非预训练演示视频、明年 4 月 AI5 集成进入本体、最快明年年底达成周 2 万台（年化 100
万台）。任何一环推迟，都会直接冲击 T 链估值。

其三，字节的动向。 有渠道信息称字节将发布世界模型、并要做机器人，本体代工与数采全套由均普智能承接（同时它也是智元的本体代工）。字节世界模型的发布时点与规格，是国产物理 AI 叙事能否接力的关键。

五、航展与军工：12 月珠海航展前的配置窗口

长江军工明确判断"12 月珠海航展催化板块行情"，理由有三：传统板块估值仍处历史低位（机构 H1 低配、年内跌幅居前）、人事与十五五规划有望落地、内需长期需求与军贸出海的产业趋势强化。本届航展是印巴空战后首届，国际化程度与展品规模更高。关注方向为中航成飞（歼 10CE 军贸，五年可展望千亿出口规模）、中航沈飞、中航西飞、国睿科技、洪都航空、国科军工；商飞商发方向亦有进展。

跟踪什么：11 月中旬后珠海航展是否进入集中披露参展装备的窗口期、以及空军成立 77 周年（11 月 11
日）前后的宣传节奏。

六、存储价格拐点：2027 上半年是分水岭

端侧 AI 的成本压制链条已经很清晰：消费级 DRAM、NAND 在 2026 年四季度价格涨幅将快速收敛，2027 年上半年有望出现明确价格拐点；存储涨价对 SoC 企业的利润影响与下游需求压制主要集中在 2026 年二三季度，2027 年影响明显减弱。同时三星 HBM 报价 4.50 美元高于美光 4.00 美元与海力士 3.60—3.80 美元，说明供应确定性本身就在溢价。

跟踪什么：Q4 DRAM/NAND 现货价格的月度环比（10 月已见 DRAM 现货回升、NAND 连续第二个月下跌）、以及国内存储厂（长鑫、长存）的产能释放节奏。对端侧标的而言，"业绩底在 2026 年底、估值底提前出现"是可操作的判断。

七、政策与产业事件：三个待落地的具体节点

其一，C-V2X 强制国标。 工作组已成立、几十家单位参与，营运车辆已被率先要求安装。若强标正式发布，车载通信终端将从"选装"变为"前装标配"，这是量级变化而非主题炒作。跟踪工信部/交通部的标准征求意见稿发布时点。

其二，11 月 3—5 日 ZX 武汉年度策略会。 头部上市公司基本确认参会，覆盖船舶、AIDC、AIPCB 设备、工程机械、机器人、出海、内需、新能源各细分。这是获取一手订单与产能信息最密集的三天。

其三，COINS 法案与集采。 美国财政部拟议规则"禁股权、放许可"，公众评论期至 12 月 7 日、最终规则约 2027 年 3 月落地——CXO 的 License 出海通道短期无碍，但 12 月 7 日前后的舆论波动会带来情绪扰动。国内集采方面，"反内卷"导向下高耗降价趋于温和，Q4 有多项集采或续约落地，是器械板块估值修复的直接催化。

八、双十一收官与消费验证

双 11 全周期（至 11 月 11 日）是消费板块未来两周唯一的高频验证窗口。当前数据：天猫全周期 GMV 目标 +6%、第一阶段（截至 10 月 23 日）实际 +4%；抖音大盘 10 月 15—24 日 GMV 1910 亿元（+19.2%），美妆 145 亿元（+28.3%）；东方甄选 10.13—10.24 抖音 GMV 9.5 亿元（已接近去年全程 11.9 亿元）。

跟踪什么：第二阶段（11 月 1—11 日）增速能否维持、国货与外资的份额切换（前段国货借腰部达人放量、20 日后外资接棒品类日、11 月关注国货回补）、以及自营占比提升的逻辑是否被更多公司复制。若大盘增速回落至 3% 以下，消费板块的"结构性 alpha"叙事也会受损。

九、一个需要持续观察的反向指标：卖方共识密度

当日物理 AI/机器人深度报告的密度已达极值，十余家在同一天发布推荐，且措辞普遍是"四季度进攻有且只有该方向"。历史上这种密度往往对应短期高点而非起点——已有渠道明确提示"周末全是吹物理 AI 的，要小心点，即使是关注题材机会也该等调整的买点，而不是周末发酵后去追高"。

跟踪什么：连板高度能否突破（当前赛福天、多伦科技、正裕工业、襄阳轴承 3 板，万向钱潮 2 板）、核心标的（宇树、兆威机电、大业股份、凡拓数创）能否从"弱分歧"转为主动进攻。若连续两日核心不涨而低位补涨扩散，通常意味着行情进入尾声阶段。

各行业板块

煤炭

核心催化

供给端的恢复力度显著弱于政策预期，是当前煤炭最核心的矛盾。近期保供与核增的政策信息密集，但开工率数据并未跟随：山西省开工率仅微弱反弹 1.15 个百分点至 64.37%，较矿难前的 71.3% 仍有 6.9 个百分点的差距；内蒙古反而下滑至 88.68%（环比 -0.57pct）、陕西降至 90.13%（环比 -0.64pct）。三西地区样本煤矿产能利用率环比上升 1.80pct，但绝对水平仍不足以支撑冬季需求。

价格已出现阶段性见顶的信号。港口成交价 1100 元/吨见顶后回调半个多月，10 月 23 日北方港口动力煤价周环比上涨 12 元至 1040 元/吨。库存恢复至 2023 年水平，距 2025 年水平仍有约 3 个百分点缺口——按社会库存 5 亿吨估算，需要补库约 1500 万吨。

海外与运输端提供边际支撑：印度电厂库存可用天数降至 6—7 天（年初 20—25 天），补库需求大，而海外整体供应弹性小；大秦线检修期间运力偏紧，但检修已进入尾声。

核心标的及逻辑

中国神华：Q3 归母净利 156.88 亿元（同比 +3.23%、环比 -13.08%），扣非 159.13 亿元（同比 +10.57%、环比 -1.67%）。环比下滑主因 Q2 资产并表形成高基数，剔除后基本平稳。Q3 商品煤产量 1.32 亿吨（同比 +0.2%）、自产煤销量 1.60 亿吨（同比 -2.8%，减量主要来自现货动力煤），长协占比提升至 79.3%——盈利稳健但弹性弱，是典型的防御属性标的。

中煤能源：Q3 营收约 425 亿元、归母约 45.99 亿元（同比约 -1%、环比约 +6.8%）。Q3 产量约 3143 万吨（环比 -35 万吨）、自产煤销量约 3217 万吨（环比 +35 万吨），自产煤均价约 619 元/吨，其中动力煤 553 元/吨（同比 +111 元、环比 +32 元）、焦煤 1461 元/吨。价格走阔部分对冲了产量下滑，Q4 产量恢复是业绩弹性的关键。

新集能源：Q3 营收 48.32 亿元（环比 +12.76%）、归母 5.30 亿元（环比 -20.84%），承压主因计提资产减值 1.05 亿元（环比 +2248.92%、同比 +511.31%），属一次性因素；剔除后煤电主业经营稳健。Q3 产量 470 万吨（同比 -0.92%、环比 -10.65%），Q4 产销有望恢复。

行业趋势

短期看，煤价处于"政策顶"与"供给底"之间的震荡区间：核增兑现的时间点可能在月底至下月初，一旦落地，供给端会有一轮向上修复，对价格形成压力；但冬季旺季前的电厂补库需求与北方港口低库存又构成下方支撑。因此更可能的路径是高位震荡而非单边下行。

中期逻辑应从"煤价弹性"转向"资本开支弹性"。在保供与智能化改造的政策导向下，煤炭企业的资本开支将进入上行周期，受益方是煤机装备与煤矿智能化服务商，而非煤炭开采本身。这一判断与"看好煤炭资本开支增加、煤机+煤矿智能化受益"的表述一致，也是当前煤炭板块更值得配置的衍生方向。

石油石化

核心催化

地缘冲突再度引爆油价。截至 10 月 23 日收盘，布伦特、WTI 分别报收 117.38、103.44 美元/桶，较上周上涨 6.8%、4.4%；另一现货口径显示布伦特现货报 126.93 美元/桶、周涨 8.55%、同比 +92.38%。驱动因素是霍尔木兹海峡多艘油轮触雷/遭袭，红海、阿曼湾 STS、阿联酋富查伊拉等中东短期发运量同步下行，供应减少预期强化。胡塞武装周六进一步袭击沙特三座机场、能源设施、原油泵站及东西向原油管道，特朗普称"美国随时可能再对伊朗动手"。

柴油的结构性短缺比原油更值得关注。IEA 认为中东与俄罗斯出口持续中断，使 2026Q2 全球柴油供应量同比减少 150 万桶/日、Q3 减少 170 万桶/日；连续两个季度的供应中断导致反季节性去库存，使全球柴油市场在冬季需求高峰季前失去关键库存保障。

国内炼化利润承压。主营炼厂最新装置开工率 73.6%、独立炼厂 53.0%，环比小幅回升；柴油最新价格 9341 元/吨（+24 元/吨），但裂差 1637 元/吨、环比下降 68 元/吨——说明成本上行快于产品价格上行。

高端白油出现极端紧缺。二类油价格已从 9000 多元/吨上涨至突破 1 万元，机构预计将涨到 1.5 万元/吨；三类油价格已突破 2 万元/吨。除卡塔尔 Pearl GTL 产能不可抗力外，巴林 Bapco 的三类油产能也处于不可抗力——其母炼厂核心渣油加氢装置（LC-Fining）被击中起火，原料受限叠加波斯湾航道封锁，该装置产能 40 万吨、目前已停止对外出口。

核心标的及逻辑

万华化学：前三季营收 1859 亿元（同比 +28.9%）、归母净利 156.6 亿元（同比 +71%），超预期；Q3 单季归母 56 亿元（同比 +84%、环比 -12%），扣非 56.5 亿元（同比 +97%、环比 -7%）。三重驱动：MDI、TDI 盈利韧性；石化业务丙烷到乙烷原料改造带来强成本 α；油价高位抬升产品价格（预计接近半个"卫星"的盈利贡献），叠加 Q3 财务费用环比减少约 3 亿元、减值合计环比减少 7.4 亿元。核心逻辑是欧洲+日韩+中东 MDI 产能（占全球 27%）受地缘扰动关停，国内出口竞争力显著增强，聚氨酯销量同比/环比 +19%/+14%。

博汇股份：高端白油（二类/三类）涨价的直接受益方。逻辑不是需求爆发，而是供给端的双重不可抗力（卡塔尔 Pearl GTL + 巴林 Bapco）造成的全球性缺口，价格弹性来自"无替代品+刚性需求"。

胜通能源：被定位为"位置最安全、空间最大的机器人本体公司"，切入点是油田巡检的替代需求——油田招人难、安全事故代价高、单个巡检团队成本上百万元/年，机器人替代是刚性且可算账的场景。这是一条把物理 AI 叙事落到石化实际作业场景的路径，但需注意其本质仍属机器人主题，不宜按石化估值。

"三桶油"：光大能源化工认为石化高景气持续、再迎布局良机，逻辑是油价高位下上游勘探开发板块盈利确定性强、且具备高股息属性。

行业趋势

油价的方向已经完全绑定"冲突持续时长"，而非供需基本面。德意志银行给出两端情景：冲突快速平息、达成和谈则 2027 年布油回落至 74 美元；战事长期蔓延、封锁石油航道则飙至 130 美元，高低价差 56 美元。IMF 的基准假设是冲突 2027 年初平息、中东经济今年收缩 1.3%。这种分歧幅度意味着任何方向性押注本质上都是在赌地缘事件，而非交易产业趋势。

对产业链而言，油价高位是"上游受益、中下游承压"的再分配：炼化裂差收窄、化工品成本抬升而终端需求疲弱，利润被两头挤压。真正的超额收益来自供给端出现硬约束的细分品种（如高端白油、柴油），而不是整体性的石化景气。策略上应以"供给缺口型"品种为主，回避"成本传导不畅型"的中游加工。

有色金属

核心催化

黄金股三季报集体承压，但原因各不相同。 紫金矿业 3Q26 归母净利 183.6 亿元（同比 +26.0%、环比 -3.8%），1-3Q26 营收 2834.5 亿元（+11.5%）、归母 575.3 亿元（+51.9%）；但 UBS 指出 184 亿元低于其预测的 195 亿元及市场一致预期 190-200 亿元，主因金铜产量不及预期——前三季度铜、黄金、锂产量分别仅完成全年目标的 68%、67% 和 66%，四季度需显著加速才能达标，铜单位成本环比 +4%/同比 +14%、黄金单位成本环比 +2%。中金同时提到公司收购赤峰黄金以增厚黄金储备。

赤峰黄金 Q3 营收 30.69 亿元（同比 -8.99%、环比 -11.39%）、归母 5.53 亿元（同比 -41.84%、环比 -25.65%）、扣非 5.48 亿元（同比 -40.01%），黄金产销下降、实现售价回落、成本上行三重压缩单季盈利。山金国际 Q3 营收 39.66 亿元（同比 -31.03%、环比 +6.58%）、归母 7.85 亿元（同比 -9.14%、环比 -23.25%）、扣非 9.13 亿元（同比 +7.72%、环比 -

2.32%），扣非环比基本稳定，黄金销量增长部分对冲售价回落，补税等非经常性损益拖累报表。四川黄金三季度盈利同环比减少主要受金价下跌及点价机制影响，应对手段是调整露采/地采比例、放缓高成本地采；产量环比略降因露天转地下过渡期地质结构破碎、回采率偏低、低品位矿综合利用及安全环保检查停工，全年仍维持 1.7 吨产量预期。

稀土价格旺季落空但底部支撑仍在。 氧化镨钕本周价格 72.29 万元/吨、环比下降 2.86%，价格下跌更多是旺季预期落空所致；对日表述相对强硬使稀土板块战略价值有所增强。短期关注受益机器人板块上行的正海磁材、金力永磁，继续看好 中国稀土、中稀有色；此外锡去库显著、钼基本面仍在上行。

南矿集团收购印尼金矿，开辟第二成长曲线。 10 月 22 日公告拟以 1275 万美元受让 BDLP 合计持有的目标公司 51% 股权，已探获局部资源量：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，矿区南部及深部具备成长为较大型金矿及多金属矿的增储潜力。公司前三季度营收 6.71 亿元（+8.56%）、归母 3973 万元（-29.4%），Q3 营收 2.36 亿元（+0.83%）、归母 1048 万元（-31%），毛利率 34.83%（+2.2pct），"三转一优"战略收效显著。

核心标的及逻辑

- 紫金矿业：铜金锂三业务平台的资源禀赋无可替代，但 Q3 产量仅完成全年目标 67%-68%，Q4 加速交付是短期最关键变量；成本上行压力需要靠规模摊薄。
- 藏格矿业：A 股唯一的铜锂钾资源平台，持有巨龙铜业 30.78% 股权（巨龙铜矿累计查明铜资源量 2588 万吨），核心盈利资产位于国内、运营稳定性高，在资源企业海外投资受阻的背景下，资产安全性极为稀缺。
- 山金国际：扣非环比基本稳定，销量增长对冲价格回落，是黄金股中经营韧性较好的标的。
- 正海磁材、金力永磁：稀土永磁与机器人电机需求直接挂钩，是稀土板块中弹性最大的方向。
- 南矿集团：浮选机主业稳健（合同负债 10.3 亿元、同比 +32.4%，与发出商品高度匹配）+ 印尼金矿 51% 股权，构成"设备 + 资源"的双轮。
- 横店东磁：26Q1-3 营收 182.92 亿元（+4.2%）、归母 13.33 亿元（-8.2%）、扣非 11.60 亿元（-20.9%），毛利率 14.5%（-3.4pct）；Q3 营收 59.49 亿元（同比 +5.7%、环比 -13.3%），三大业务整体稳定、磁材器件持续增长，汇兑短期承压。

行业趋势

有色板块处于"宏观压制与基本面博弈"的震荡寻底阶段。山证有色的框架值得参考：短期受美联储加息预期、美元走强及地缘冲突压制，中长期看供需偏紧、具备资源壁垒的品种仍有配置价值。贵金属的定价逻辑正在发生结构性变化——MS 指出 2020 年以来黄金不再是有效的股票尾部对冲工具，甚至可能放大极端股市回撤，但在最严重的美国国债抛售中仍能发挥压舱石作用；央行购金与 ETF 流入反映的是财政及主权风险对冲需求，这使金价与实际利率的传统负相关关系明显减弱。这意味着用实际利率框架判断金价的胜率在下降，黄金的定价权正在向主权信用风险溢价转移。

工业金属的核心矛盾在供给端：铜矿产量不及预期不是个别公司的问题（紫金前三季度仅完成 67%），而是行业性的品位下降与项目延期。小金属则高度依赖下游叙事，稀土与机器人、锡与电子焊料、钼与特钢，各自的景气分化会越来越明显。

钢铁

核心催化

宝钢包装三季报超预期，铝价回落驱动毛利率修复。 26Q1-3 收入 79.8 亿元、同比 +21.3%，归母净利 2.3 亿元、同比 +30.1%；单 Q3 收入 28.6 亿元（+24.2%）、归母 0.85 亿元（+15.7%）。关键变化在毛利率：26Q3 毛利率 9.2%，同比提升 1.2pct、环比提升 0.1pct，直接受益于铝价阶段性回落。两片罐行业的成本传导滞后于铝价，铝价下行期的利润弹性往往被市场低估。

钢铁场景成为物理 AI 数据采集的落地方向之一。 宝通科技正从"智能输送 + 游戏"向"物理 AI + 工业具身智能"升级，与光轮智能合资设立无锡宝光物理人工智能科技，围绕矿山、钢铁、港口、深空等高价值场景共建机器人持续学习基础设施，打通"真实场景采集—仿真合成—模型训练—真机部署—数据回流"闭环。公司具备超 500 公里矿山输送线路，这类长距离、高粉尘、强危险的场景是机器人替代最刚性的需求所在。

核心标的及逻辑

- 宝钢包装：两片罐龙头，铝价回落 + 需求修复双击，Q3 毛利率同比提升 1.2pct
是报表上最直接的验证；后续看铝价能否维持弱势以及啤酒饮料旺季后的订单延续性。

- 宝通科技：钢铁/矿山输送场景的数据与硬件双重卡位，物理 AI
叙事下从传统输送带制造商向"场景数据服务商"重估，合资公司的落地进度是核心跟踪点。

行业趋势

钢铁主业本身当日缺乏新增基本面信息，板块的边际变化集中在两个外溢方向：一是金属包装等下游加工环节受益于原料成本下行，盈利修复的确定性高于冶炼环节；二是钢厂、矿山这类重资产高危险场景正在成为具身智能最早落地的工业场景，具备场景资源与设备基础的公司可能获得估值切换的机会。真正的行业性机会仍需等待粗钢产量调控政策与地产链需求的明确信号。

基础化工

核心催化

三季报验证龙头盈利韧性，但板块估值与景气度仍处底部。申万基础化工 PE、PB 历史分位数分别为 54% 和 38%，处于历史偏底部区间；主流化工品价格、价差分位数均处于底部——油价高位压制终端需求，形成"成本高、价差薄"的双向挤压。

制冷剂出口数据出现拐点信号。受地缘冲突与海运费大涨影响，1—9 月 R32 出口 21593 吨（同比 -53%）、R134a 72729 吨（同比 -11%）、R125（≥40%）35068 吨（同比 -23%）、R125/R143 6837 吨；但 9 月出口环比已回升，机构判断国内外补库将带动 Q4 销量修复，制冷剂景气继续向上。

磷化工上游松动、下游承压。9 月全国磷矿石产量 1171 万吨，月环比增加 347 万吨但仍低于去年同期，矿山安全与环保督查影响余温仍在；硫磺现货价 5500 元/吨、周环比大跌 1050 元/吨，硫磺酸与矿石酸同步下跌。下游湿法磷酸、磷铵交投承压，企业磷矿采购偏谨慎。

Q4 的季节性规律提供支撑。复盘 2006—2025 年 20 个 Q4，基础化工板块取得正收益 14 次、占比 70%，收益中枢为正；相对收益胜率约五成，跑输往往出现在外部环境恶化阶段。

核心标的及逻辑

万华化学：前三季营收 1859 亿元（+28.9%）、归母 156.6 亿元（+71%），Q3 单季归母 56 亿元（同比 +84%）。逻辑是地缘冲突导致欧洲、日韩、中东 MDI 产能（占全球 27%）供给扰动，国内出口竞争力增强，叠加乙烯一期原料改造降本。

国恩股份（A）/国恩科技（H）：前三季营收 177.93 亿元（同比 +15%）、归母 9.82 亿元（同比 +60%）、扣非 9.45 亿元（同比 +58%），毛利率 12.85%（+2.31pct）、净利率 6.17%（+2.17pct）。核心变化是"AI + 半导体材料"矩阵逐渐清晰，属于从传统改性材料向高附加值新材料升级的路径。

江丰电子、中船特气、联瑞新材：被列为 AI 新材料方向的重点关注标的，对应国产先进封装材料与设备链（含雅克科技、鼎龙股份、安集科技、艾森股份、彤程新材）。

星源材质、邦瓷科技：MFC（质量流量控制器）及压电陶瓷出现实质性断供。日本 Horiba 在 2026H2 事实性断供，叠加长鑫、长存等国产存储扩产带来的需求，10 月订单大超预期。10 月 25 日星源-邦瓷 MFC 两百万件压电陶瓷扩产仪式在景德镇举行，集成电路创新联盟、北方华创-华丞电子、华润微电子、先导集团、

凌云光等到场，涉及 MFC、SOFC、OCS 光交换等市场。

万华/华鲁/宝丰/新和成/华峰/扬农/卫星：细分龙头白马的 PE-TTM 分别约 13/13/10/11/16/16/8 倍，均处 1995 年以来较低分位（11%/28% 等），是"高性价比龙头白马"策略的标的池。

行业趋势

化工的核心矛盾是"成本端被油价顶住、需求端被宏观压住"，因此整体性的景气反转尚不具备条件，机会集中在两条结构性线索上。

第一条是供给硬约束型品种：制冷剂（配额制 + 出口修复）、MFC/压电陶瓷（日本断供 + 国产存储扩产）、高端白油（海外装置不可抗力）。这类品种的价格弹性来自供给缺口而非需求扩张，确定性最高。

第二条是AI 需求衍生型材料：先进封装材料、电子特气、高频高速覆铜板材料、MLCC 离型膜等，受益于国产算力与 AI 硬件扩产。这条线的特点是订单能见度较长（客户通过长期协议锁定产能），但估值已被充分定价，需等待回调。

中长期看，"碳排放管控下的反内卷"是化工最重要的政策变量——若落后产能出清实质推进，行业将从"份额竞争"转向"利润修复"，这是龙头白马估值中枢上移的前提。

建筑材料

核心催化

水泥价格连续两周上行，但驱动力来自供给而非需求。本周全国水泥价格指数 343.42 元/吨、周环比上涨 2.05%，同比由负转平；另一口径显示环比 +1.9%（+6.2 元/吨），涨价集中在华东与中南地区，涨幅 10—40 元/吨。两广与湖南显著受益于自上而下推动的供给约束。需要清醒的是：本轮上涨仍属供给收缩与成本推动，需求尚未有效接棒，在当前煤价水平下尽管多数区域经历多轮推涨，企业盈利修复仍不明显。

浮法玻璃则在反向走弱。本周均价 1075.39 元/吨、环比下跌 5.73 元/吨（-0.53%），下游加工厂订单较平稳，供应端 1 条 550 吨产线放水，库存整体缓降。

地产政策呵护力度持续加码但基本面仍在恶化。1—9 月房地产投资完成额同比下降 20.6%、商品房销售面积同比下降 13.2%；政策端从 828 地产新政到 929 央行贴息，再到多地出台商品住房销售制度，逐步进入新模式发展阶段。

出海是当前最确定的增量。海外通胀叠加新兴市场城镇化早期，建材处于长期涨价与需求旺盛阶段。巴西方向出现新变量：卢拉连任总统后重启 PAC 计划，MCMV 项目将覆盖人群扩大至月收入 9600 里亚尔家庭（原 8000），国会 2024 年通过的 PPP 法案下多条铁路开始招标，未来 2—3 年水泥需求总体上升。

核心标的及逻辑

东方雨虹：前三季收入 227.55 亿元（+10.46%）、归母 6.58 亿元（-18.79%）；Q3 收入 78.9 亿元（+12.18%）但归母仅 0.44 亿元（-82%）、扣非 0.69 亿元（-73.7%）。收入端稳健、利润端被信用及资产减值大幅侵蚀——这是当前消费建材的典型状态：量的恢复先于利润的恢复。

塔牌集团：前三季收入 26.11 亿元（-10.46%）、归母 2.60 亿元（-55.8%）；Q3 收入 8.69 亿元（+1.13%）、归母 0.40 亿元（-73.53%），毛利率 18%左右。销量同比下降 8.77%，区域供需矛盾加剧。看点不在业绩，而在广东水泥涨价与高股息价值。

华新建材：核心逻辑是巴西水泥基本面的中期改善（PAC 计划 + MCMV 扩围 + PPP 铁路招标），H 股存在修复机会，A 股看长期价值。

科达制造：出海建材标的，受益于新兴市场城镇化与海外建材需求高景气。

中国巨石：电子布/玻纤龙头，三季报后高管在业绩沟通会上回应了库存水平、粗纱转细纱的冲击、国产织布机可用性、新产线产能消化、明年电子布供应增量等市场关切——这类"传闻澄清型"沟通通常意味着股价已充分反映悲观预期。

兔宝宝、四川路桥、江河集团：高股息组合。四川路桥 TTM 股息率 5.95%、承诺 25—27 年现金分红比例不低于 60%；兔宝宝属股息率高且基本面较好的消费建材。

亚翔集成、圣晖集成、圣泉集团：洁净室与电子布/电子树脂方向，属于"科技链材料与服务"的映射标的。

行业趋势

建材正处于"传统需求下行、结构性增量上行"的分裂状态。传统地产链（水泥、玻璃、消费建材）短期基本面仍承压，26Q3 高能源成本还可能进一步压制毛利率；现房销售与地方化债有望加速开工实物量需求于 2027 年触底，但市场情绪往往提前反应。

真正有 alpha 的是两条：一是出海（新兴市场城镇化 + 海外通胀定价，华新建材、科达制造为代表），二是电子布/洁净室（AI 算力扩产的直接受益，属于建材里唯一具备成长属性的分支）。

配置上，高股息标的已具备较高性价比：板块整体机构持仓偏低、筹码干净，部分公司基本面韧性强、股息回报可观。在指数缺乏方向的环境里，这类资产提供的是"下有股息、上有政策期权"的非对称结构。

建筑装饰

核心催化

当日建筑装饰板块的独立催化较少，主要跟随两条外部线索：一是地产政策的持续呵护（828 新政 → 929 央行贴息 → 多地商品房销售制度改革细则），二是"科技链材料与服务"的阶段性反弹预期——华泰明确提出，科技链材料和服务若继续下跌调整，有望临近阶段性反弹拐点。

传统投资链的高股息属性重新被定价。建筑建材板块整体机构持仓偏低、筹码相对干净，部分公司基本面韧性强、股息回报可观，在指数缺乏方向的环境里提供了"下有股息"的支撑。

物理 AI 的溢出效应带来一个非典型催化：华远控股与北建大科技园共建的机器人训练场已正式投用，集成机器人本体、数据采集、场景库与算力中心，通过光学动捕与 VR 遥操作采集人与机器人的训练数据，围绕建筑、家居、医疗等复杂场景让机器人反复练习导航、巡检与操作。这条线索说明，物理 AI 的数据采集需求正在从纯工业场景向建筑/家居等复杂场景外溢。

核心标的及逻辑

鸿路钢构：主业加工单吨盈利进入上行通道。2025Q2—2026Q2 扣非后单吨净利分别为 93.82 元、97.30 元、53.18 元、116.02 元、176.99 元；自 2026Q1 以来盈利改善主要来自吨加工费改善与智能化改造带来的单位加工成本下降。7 月底展开新一轮提价后，Q3 产量同环比均继续提升，助 Q3 单吨盈利保持较高水平。机器人业务进一步扩张（设立智能制造相关主体），是"钢结构 + 机器人"双重叙事。

四川路桥：TTM 股息率 5.95%，计划 25—27 年现金分红比例不低于 60%，是高股息组合的核心标的；同时受益于地方化债推进。

江河集团：高股息且基本面较好的代表，幕墙主业与光伏建筑一体化有交集。

联检科技：前三季营收 10.90 亿元（+7.66%），归母亏损近 3000 万元（去年同期盈利 3501 万元），主要受 Q1 淡季与刚性费用影响（单季亏损 3215 万元）；Q2、Q3 单季归母已连续两季转正，Q3 单季营收 4.26 亿元（+14.72%）、归母 113.78 万元（同比 -88.73%、环比 +12%）。利润逐季度止跌企稳、现金流边际改善，属于典型的"底部爬坡"型标的。

安徽建工、山东路桥、中国建筑：高股息且业绩稳健的组合，受益于基建实物量与化债。

博迈科、银龙股份、精工钢构：海外建材建筑需求高景气方向的代表。

行业趋势

建筑装饰的核心矛盾在于：订单的"量"取决于财政与化债节奏，盈利的"价"取决于地方项目的回款质量。当前财政被判断为"正在收紧"，这意味着基建实物量的扩张空间有限，行业整体的收入端弹性不高。

因此板块的配置价值主要来自三处：其一，高股息（四川路桥、江河集团等），在利率下行与资产荒背景下具备类债券属性；其二，海外工程（博迈科等），受益于新兴市场资本开支周期；其三，跨界（鸿路钢构的机器人、华远控股的训练场），这类标的的估值弹性来自新叙事而非主业。

需要提示的是，跨界叙事对业绩的贡献在短期几乎为零，参与时须明确这是"估值交易"而非"基本面投资"。

电力设备

核心催化

特高压核准落地，是本周最硬的政策增量。10 月 21 日"一交两直"三项特高压工程获核准，总投资约 591 亿元，包括长治—南阳第二回 1000
千伏交流线路工程，以及疆电（南疆）送电川渝、甘肃巴丹吉林沙漠基地送电四川两项 ±800 千伏特高压直流工程。同日国家能源局发布煤电与新能源融合发展实施意见，明确在不降低煤电支撑调节能力的前提下推进融合，通过机组改造、增设储能储热等方式实现。

三季报呈现"收入强、利润被汇兑压制"的共性。思源电气前三季营收 177.62 亿元（+28.5%）、归母 24.03 亿元（+9.7%）、扣非 23.15 亿元（+13.7%）；Q3 营收 69.67 亿元（同比 +30.7%、环比 +11.9%）、归母 9.39 亿元（+4.5%）、扣非 9.16 亿元（+14.6%）。收入端海外占比提升至 30% 以上、开关/变压器/自动化三条线均增长，利润端受汇兑损失与减值计提增加拖累，表观低于预期但核心利润稳增。

锂电的悲观预期已充分反映。东吴电新指出锂电高位已回调 50%、当前估值降至 10 倍，宁德时代 2027 年 11 倍；市场担忧 2027 年不足 20% 增长，但该行预计行业可维持 25%，宁德对明年增速指引 20%—30%。

光伏仍在寻底。10 月产业链价格整体稳定，但多晶硅成本环比上涨 24%、玻璃环节 LNG 成本月内上涨 17%，导致硅片与玻璃现货价格隐含现金盈利率分别恶化 8 个和 5 个百分点；多晶硅减产 23% 仍不足以缓解库存压力，10 月下旬库存月内增加 8%。9 月全球组件需求同比仅增长 3% 至 44GW，显著弱于历史季节性；中国 9M26 光伏装机同比下降 54%。

风电出海是结构性亮点。金风科技 Q1—Q3 营收 520.23 亿元（+8.05%）、归母 28.75 亿元（+11.25%）；Q3 营收 182.84 亿元（-6.76%）、归母 10.21 亿元（-6.95%），风机毛利率 14.47%（同比 +1.48pct），海外在手订单显著增加。Q1—Q3 风机对外销售 19GW（+3.02%），其中 10MW 及以上机型占 19.8%。

核心标的及逻辑

思源电气：Q3 收入 +30.7% 但归母仅 +4.5%，主因汇兑损失与减值计提增加，毛利率 30.9%（同比 -2.4pct，低毛利储能业务加快交付）。海外收入占比超 30% 成为增长强动能，高端产能加快落地，在手订单充沛支撑后续释放。属于"业绩短期被非经营因素压制、成长逻辑未变"的典型。

宁德时代：三季度的疲弱源于对全年需求节奏的误判——5 月因锂价 20 万判断需求受压制而主动减产，6 月为抢"金九银十"与年底退税转向猛备货，但内需偏弱、海外客户因锂价不急备货，最终形成"税 + 减值 + 出货结构"三重冲击。当前 2027 年 11 倍估值已较充分反映悲观预期。

杰瑞股份：AIDC 发电设备龙头。累计新签燃气轮机发电机组及配套设备订单 31 亿美元（约 209 亿元人民币），三季报合同负债 71 亿元、较年初增长 263%；预计四季度开始批量交付，2026—2028

年归母净利 33、80、112 亿元（同比 +25%、+141%、+39%），复合增速 61%，对应 PE 28、12、8 倍。

蔚蓝锂芯：Q3 营收 26.80 亿元（+28%、环比 -1%）、归母 3.35 亿元（+86%、环比 +6%）、扣非 2.97 亿元（+61%），毛利率 23.0%（同比 +4.9pct、环比 +2.1pct）、净利率 13.3%。单位盈利持续改善、全极耳开始放量。业绩受确收（约 4—5 千万）、汇兑（1—2 千万）、消费税（700—800 万）三项扰动。

珠海冠宇：前三季营收 116.22 亿元（+12.61%）、归母 -1.67 亿元；Q3 营收 42.95 亿元（+1.70%）、归母 0.36 亿元（-86.67%）、扣非 0.21 亿元（-90.37%）。Q3 出货不到 0.9 亿颗、环比承压主因笔电行业景气，但高端手机产品（钢壳电池）出货趋势延续——盈利能力拐点已确立，收入拐点尚需等待。

爱旭股份：ABC 产品仍供不应求，生产排期已至明年上半年，Q3 合同负债环比增长 60% 以上至 8.9 亿元；Q4 ABC 组件确收量预计环比提升至 5.5—6GW，全年超过 20GW；Q3 已实现扭亏，Q4 销售结构优化后经营性利润有望进一步改善，2027 年出货上修。

横店东磁：Q1—Q3 营收 182.92 亿元（+4.2%）、归母 13.33 亿元（-8.2%）、扣非 11.60 亿元（-20.9%）；Q3 营收 59.49 亿元（同比 +5.7%、环比 -13.3%）、归母 3.84 亿元（同比 -11.1%、环比 -31.7%）。三大业务整体稳定，磁材器件持续增长，汇兑短期承压。

逸飞激光：前三季营收 10.14 亿元（+76.36%）、归母 261.46 万元扭亏；Q3 营收 3.40 亿元（+137.25%）、毛利率 26.28%（环比 +6.30pct）、归母 1838.53 万元（环比 +123.89%）；9 月末合同负债 10.79 亿元、较上年末 +97.98%。超级电容与大圆柱等新技术加速放量，Q3 确认业绩拐点。

金风科技：Q1—Q3 营收 520.2 亿元（+8.1%）、归母 28.8 亿元（+11.2%）、扣非 20.7 亿元（+23.3%）；风机毛利率符合预期，海外订单高速增长。

阳光电源等出海标的：天风电新指出板块估值已回落至 2027 年 15—20 倍，出海公司受汇兑/海运影响 Q3 业绩不及预期，但全球电力设备供需紧张趋势不变，后续交付加速有望带来业绩拐点。

行业趋势

电力设备当前处于"国内订单确定性高、海外成长性强、但报表被汇率与减值扰动"的三重错配期。国内主网/特高压加速已由 591 亿元核准落地验证，业绩超预期兑现在平高等典型标的上；海外需求受全球电网改造与 AI 数据中心供电驱动，供需紧张格局未变，但汇兑与海运成本压制了短期利润。

锂电的拐点判断需要区分"估值底"与"业绩底"：板块 10 倍估值已处历史低位，Q4 排产偏淡也已被充分预期，真正的验证点是 2027 年需求能否维持 25% 增长。若成立，当前是布局良机；若不成立，10 倍估值仍可能继续下修。

光伏的最优策略是"等供给出清"，而非博弈价格反弹。多晶硅减产 23% 仍无法缓解库存、成本还在环比上涨 24%，说明行业仍处"越减产越亏损"的阶段；相对更好的是具备差异化产品与订单能见度的环节（ABC 组件、大圆柱、超级电容），而非同质化的硅片/电池片。

机械设备

核心催化

机械设备是当日物理 AI 叙事在产业链上最完整落地的一个板块，几乎所有子方向都找到了对应标的。催化来自三层：模型端 GPT-6 Astra 验证了通用基座可直接驱动机器人（银河通用测试中，由 VLA 模型 π0.5 提供动作、Astra 观察修正，成功率升至 48%、均分 62.6）；需求端 OpenAI 官宣做机器人硬件、特斯拉 Optimus 给出量产时间表（26Q2 每周几十台 → 26 年 9 月每周数百台 → 26 年底每周 1000 台 → 27 年底每周 2 万台，对应年产能约百万台）；供给端凯傲（KION）与英伟达合作的物理 AI 方案 10 月 21 日进入真实仓储运营，现场部署时间缩短超 60% 并获得客户追加订单。

产业端的"数采军备竞赛"已经形成完整的商业模式分层。国金机械的分类最清晰：卖数据（按小时收费、SaaS 逻辑、已有收入）——海天瑞声、凡拓数创、宝通科技；卖数采装备（0→1 阶段、设备先行，龙旗代工放量就是信号）——长盈精密、福莱新材、慈星股份、奥比中光、奥普特、龙旗科技；卖本体——宇树科技、上纬新材、杰克科技。该行的结论是"这一轮卖数据 > 卖装备 > 卖本体"。

订单数据已在报表中兑现。创世纪前三季营收 54.47 亿元（+42.38%）、归母 5.76 亿元（+65.60%）；Q3 营收 22.43 亿元（+61.98%）、归母 2.75 亿元（+139.76%）；截至 Q3 合同负债 10.45 亿元（同比 +113%）、存货 41.52 亿元（+53.68%）。金海通 Q3 营收 4 亿元（同比 +129.62%、环比 +26.25%）、归母 1.53 亿元（+211.52%），并再次上调全年关联交易额度。

核心标的及逻辑

奥普特：前三季营收 13.86 亿元（+36.95%）、归母 2.32 亿元（+26.83%）、扣非 2.12 亿元（+29.39%）；Q3 单季收入 4.82 亿元（+46.24%，Q2 为 +31.79%）、归母 0.61 亿元（+66.88%）、扣非 0.55 亿元（+75.54%），单季归母净利率 12.68%（+1.57pct）。下游拆分：3C 电子 5.93 亿元持平、锂电 3.79 亿元（+47.26%）、半导体 2.02 亿元（+257.47%）。被多家机构列为"端侧硬件铲子股"首选。

杭叉集团：物理 AI 在工业物流场景的领先落地者。26H1 智能物流集成及机器人相关收入 7.96 亿元（+30.81%），子公司国自机器人新增订单 8.92 亿元（+29.26%），汽车、白酒、光伏等场景已批量交付。核心逻辑是"无人叉车渗透率仅约 2%"，AI 突破后可打开数倍空间，而估值仍停留在传统叉车框架。

恒立液压：Q3 营收 34 亿元（+30%）、归母 7.2 亿元（+9%）；Q1—Q3 营收 102.3 亿元（+31%）、归母 21.5 亿元（+3%）。利润增速落后主因汇兑（26H1 汇兑净损失 2.8 亿元 vs 25H1 净收益 1.9 亿元）。人形机器人零部件（丝杠、关节）放量在即。

博众精工：消费电子绑定 A 客户（折叠机、苹果 20 周年新品为订单增量），新能源绑定 C 客户（储能爆发带动锂电扩产）；边际变化是自动化能力向光模块耦合、共晶设备复制，已切入 800G/1.6T 光模块产线。

慈星股份：全球稀缺掌握"整件三维编织 + 多材质共织 + 传感纱线一体化"量产工艺链的厂商，产品形态不是单纯电子皮肤而是机器人数据采集手套；自研编织底座自 2003 年积累，2010 年收购瑞士 Steiger 获得手套成品形态能力，与宇树、小米、小鹏有较深合作。

征和工业：以链传动积淀推出链式灵巧手"臻手 CHOHO Hand"，配套自研 CHLink 控制。切入点是主流方案（腱绳易拉伸失效、直驱成本高负载受限、齿轮自重偏大柔顺性不足）均不适配高频反复训练与长周期触觉数据采集。

杰克科技：服装是物理 AI 的优质垂直场景（工序多、用工规模大、标准化重复工位多）。公司优先聚焦裁片抓取、位移输送、布料对齐定位，约占全球服装用工 10%，潜在替代规模约 800—1000 万台；艾图机器人已在部分服装加工场景验证迭代，台州缝制机器人基地已投产（全球首个缝制机器人专业化工厂，规划年产能 1 万台）。

永创智能：包装设备龙头切入包装机器人，场景与客户优势突出，直接对标特斯拉 Optimus 的量产节奏。

金沃股份：Q3 营收 3.6 亿元（+14%）、归母 0.15 亿元（+30%）；Q1—Q3 营收 10.3 亿元（+10%）、归母 0.44 亿元（+17%）。机器人丝杠与绝缘轴套有望放量。

北矿科技：前三季营收 10.30 亿元（+19.9%）、归母 1.09 亿元（+30.4%）、扣非 1.02 亿元（+38.6%），Q3 单季归母 +39.0%；合同负债 10.3 亿元（同比 +32.4%），发出商品与合同负债高度匹配。浮选机龙头直接受益于全球矿山资本开支上行周期，毛利率 27.32%（+2.08pct）、净利率 10.62%。

松发股份：VLCC 龙头。全球在手订单静态保障约 4.7 年，9 月新造船价格指数 186.6 点维持历史高位，2026 M1—M9 中国新接订单全球份额 81.7%（DWT 口径）；公司 VLCC 接单份额提升、高价值订单储备充足，2026 M1—M9 新接订单 905.5 万 CGT。

优利德：近期发布 67G 高端 VNA（可扩展至 110GHz），迈入第一梯队，已对接高速连接器客户（预计大几十台起步），后续有望在 PCB 与高速铜缆头部客户送测；1.6T DCA 采样示波器研发快速推进。

九州一轨：子公司苏州晶禧与光模块头部客户签订晶圆划片代加工合同 3407 万元，测算利润总额超 500 万元、占上年经审计净利润 50% 以上；6.3 亿元扩产的 necessity 得到验证，后续硅光芯片激光隐切与金刚石芯片基板业务有望陆续公告。

均普智能：字节链本体代工 + 数采全套（同时是智元的本体代工），是国产物理 AI 里少数同时绑定两家本体客户的标的。

艾迪精密：前三季营收 33.25 亿元（+40.05%）、归母 4.35 亿元（+37.71%），显著跑赢工程机械行业。逻辑是非挖（非挖掘机）市场打开：液压件全球约 3000 亿元市场，按价值量挖机仅占 20%、非挖占 80%。

广钢气体：Q3 收入 7.9 亿元（+29.5%）、归母 1.6 亿元（+89.0%）、扣非 1.6 亿元（+128.1%）；毛利率 37.8%（+10.5pct）、归母净利率 20.0%（+6.3pct）。电子大宗气体稳健，氦气利润持续释放。

南矿集团：前三季营收 6.71 亿元（+8.56%）、归母 3973 万元（-29.4%）；Q3 营收 2.36 亿元（+0.83%）、归母 1048 万元（-31%），毛利率 34.83%（+2.2pct）。"三转一优"战略收效，收购印尼金矿开辟第二成长曲线。

天智航：骨科手术机器人。医保新规拟将收费从"以设备为基础"转向"以手术效果、患者获益为核心"，优质产品有望获得更合理回报；天玑 3 综合性能对标 Mako，部分指标领先。

行业趋势

机械设备的投资逻辑在本轮发生了根本性变化：从"周期复苏"切换为"物理 AI 的硬件载体"。这带来两个直接后果——其一，估值体系从 PE/PB 转向"卡位 + 稀缺性"，业绩的重要性相对下降；其二，板块内部的排序从"主机厂"转向"卖铲子"（数采装备、视觉感知、灵巧手、丝杠）。

但必须正视当前的分歧。GLMS 机械认为数采会从第一顺位下修到第二顺位，理由是这轮核心底层逻辑是 Astra 把机器人模型的 scaling law 给出了，而非"要买多少数据"，且有限的数据投入换来更大的 ARR 更符合商业逻辑；因此 α 应切向"Astra 成功后受益的下游通胀场景本体 + 最大公约数零部件"。而国金、长江、天风则坚持"卖数据 > 卖装备 > 卖本体"。

两条路径的共同点是：都需要订单验证。当前真正有报表支撑的是创世纪（合同负债 +113%）、金海通（+129.62% 单季收入）、北矿科技（合同负债 +32.4%）、奥普特（半导体 +257%）这类"卖装备"环节；而本体与数据的收入兑现仍在前端。这意味着短期确定性在装备，长期弹性在本体。

传统机械的另一条主线不可忽视：造船（订单保障 4.7 年、价格指数历史高位）、矿山机械（全球资本开支上行）、工程机械非挖（液压件 80% 市场待开拓）——这三条是少数"订单可见、业绩当期"的方向，在估值消化阶段更具防御性。

国防军工

核心催化

珠海航展成为 11 月最强催化窗口。 长江军工明确指出，本届航展是印巴空战后的首届，国际化程度与参展展品规模均高于往届，对板块行情的催化意义不同于普通展会——此前市场对国产装备实战表现的验证需求一直悬而未决，航展提供了集中展示窗口。时间节奏上，11 月是催化加速月，叠加空军成立 77 周年节点，11

月中旬后航展有望进入参展装备的集中披露期，届时新型号曝光将成为板块情绪的爆发点。

中东局势提供事件性扰动。 天风军工梳理的时间线显示：10 月 21
日美媒报道美以军方已制订中期选举后再次打击伊朗的具体计划，10 月 23
日特朗普表态或再对伊朗发动小规模军事行动，10 月 24 日进一步称"随时可能再对伊朗动手、也可能达成协议
"。这种"打与谈并行"的表态使地缘风险溢价难以消退，对军工板块形成持续的事件性支撑，但方向不确定性也意味着波动加大。

核心标的及逻辑

- 中航成飞：长江军工本期新增推荐，给出的市值目标 3000 亿、对应约 70%
空间，是本轮最激进的目标价假设；核心逻辑落在歼-10CE
的出口弹性，测算五年可展望千亿规模的出口空间，这一假设的兑现依赖航展后的实际订单落地。
- 中航沈飞、中航西飞：主机厂双龙头，受益于装备列装节奏与航展曝光度，属于板块 beta 的首选载体。
- 国睿科技：雷达与信息化方向，对应航展中防空反导体系的展示预期。
- 洪都航空：教练机与外贸机型平台，出口逻辑与成飞形成呼应。
- 国科军工：弹药链标的，受益于消耗性装备的需求刚性。

行业趋势

军工当前处于"事件催化密集 + 业绩验证偏弱"的组合中，行情更可能呈现脉冲式而非趋势性特征。真正需要跟踪的分歧点是：航展带来的关注度能否转化为外贸订单的实际签约，以及"十五五"规划前期装备采购的预算落地节奏。若仅有展会曝光而无订单跟进，行情持续性会明显弱于市场预期；反之，歼-10CE
等机型的出口突破将打开主机厂中长期成长空间的重估逻辑。

汽车

核心催化

C-V2X 强制标准落地打开车路云产业链空间。 车联网直连通信强制国标的推进，直接利好路侧设备与车载终端厂商，金溢科技、千方科技、万集科技、高新兴被反复列为受益标的，逻辑从"示范项目"转向"强制装车"带来的量级跃迁。

具身智能与汽车产业链的交叉成为本期最密集的叙事。 国信汽车提出具身数采观点，引用 GPT-6
机器人控制任务成功率已达 95% 的进展，认为数据采集环节是当前机器人落地的瓶颈；金杯汽车获得"汽车行业具身智能数据资产首批证书"，标志车企开始把产线数据资产化。瑞芯微被定位为物理 AI
的"卖铲人"，模塑科技电子皮肤已送样 T 客户——其 HWK 国内市占率 65%，机器人电子皮肤收入 5000
万、数采手套出货千套量级，是少数已有收入验证的标的。

三季报兑现分化明显。 双环传动 Q3 收入 25.6 亿（+14%）、归母 3.3 亿（+4%）、毛利率
26.78%，增速较上半年放缓但盈利质量稳定；九号公司 3Q26 营收 75.8 亿（+14%）；盾安环境前三季收入 107.7 亿（+11%），Q3 收入 35.4 亿（+18%）、归母 2.6 亿（+12%），液冷第二曲线开始贡献增量。

核心标的及逻辑

- 三环集团：MLCC 高容料号占比提升带动 ASP 上行，预计提升幅度超 25%，Q3 预期利润 17—18 亿、环比增 50% 以上；SOFC 二供身份属补充上量，不构成主逻辑。
- 同飞股份：模块化数据中心订单框架达大几亿美金，客户要求 2027H1 交付第一期 1 亿美金以上，净利率 20%；加拿大集成商冷水机组 CES 订单三年约 6 亿，温控设备从工业向算力场景迁移的典型样本。
- 星源卓镁：镁合金三电壳体良率已爬升至 75%—85%，良率突破是镁合金替代铝合金的经济性拐点。
- 双环传动：齿轮主业稳健，机器人减速器是估值弹性的主要来源。

行业趋势

汽车板块当前的主线已不在整车销量，而在"汽车产业链能力外溢至机器人"的估值重估。判断这条逻辑真伪的关键，是看企业能否给出可验证的收入而非仅停留在送样阶段——模塑科技的电子皮肤收入与出货量、同飞的数据中心订单交付节奏，都比单纯的"切入人形机器人"表述更有说服力。另一方面，C-V2X 强制标准属于政策驱动的确定性增量，落地节奏取决于法规发布时点，短期更偏主题。整车价格战压力尚未缓解，零部件企业的毛利率能否守住，仍是 Q4 业绩的核心变量。

计算机

核心催化

物理 AI 从叙事进入业绩兑现，数据采集是核心矛盾。
摩根大通将宇树科技评级双重上调至增持，理由是管理层对物理 AI 突破的时间预期从"最长 10 年"大幅提前至"2-3 年"甚至"1-2 年"，叠加监管趋严导致机器人赛道新 IPO 及分拆上市进度延迟、已上市公司稀缺性溢价窗口延长。天风机械的框架更具体：OpenAI Astra 在 robodojo、robolab 等评测上空降高位，作为通用模型可直接实现机械臂动作，具备极强的空间理解能力——这意味着模型瓶颈从"理解"转向"操作"，数据采集成为核心卡点。MS 覆盖的 Generalist AI 用 Data Hands 规模化采集真实人类操作数据，数据规模从 27 万小时增至 50 万小时后，选定任务成功率由约 64% 升至 99%，GEN-1.5 可通过 3 至 12 秒示范零训练学习新任务。

算力需求依然强劲，但融资环境恶化。 JPM 数据中心数据显示，10 月 Token 量环比 +25%、Token 支出环比 +40%、同比约为上年同期的 20 倍；平均单价环比下降 5%，但高价模型占比提升令成交量加权价格环比上涨 12%；GPU 租赁价格分化，A100 环比 -3.5%、H100 +6.5%。需求侧没有问题，问题在供给侧的资金：路透报道的 300 万张 RTX PRO 5500 经调研基本属实——国内 BAT 意向需求 226 万张、中国区意向需求 296 万张，而英伟达预计 2027 年供应中国区仅 94.5 万张，供需缺口极大；该产品采用 Blackwell 架构、FP16 算力约 297T（高于 H20 的 148T、低于 H200 的 989T），售价 7.2 万元。

Anthropic S-1 与 Meta 融资，AI 商业模式的双重验证。 Anthropic 于 10 月 26 日公开递交 S-1，拟在纳斯达克上市、代码"ANT"，高盛与摩根士丹利为承销商代表；2Q26 收入 115.6 亿美元、同比 +1,368%，经调整经营利润率 19%，2026H1 累计收入 162.9 亿美元为 2025 年全年的 3.5 倍，2026Q2 GAAP 经营利润率首次转正至 8%。Meta 则预计 2026 年资本开支 1350-1450 亿美元，并启动约 350 亿美元股权融资 + 600 亿美元 ATM 计划（合计约 950 亿美元）。

核心标的及逻辑

- 协创数据：前三季度营收 196.10 亿元（+135.39%）、归母 30.62 亿元（+338.77%）、扣非 30.68 亿元（+348.99%）；Q3 营收 70.87 亿元（+109.27%、环比 +10.08%）、归母 12.24 亿元（+360.33%、环比 +12.49%），是计算机板块中增速最惊人的算力标的。

- 德明利：Q3 营收 116.45 亿元（+356.64%、环比 +24.25%）、归母 27.29 亿元（+2902.75%、环比 +2.16%）、扣非 26.32 亿元（+3507.61%、环比 -21.04%），企业级存储加速成长，但扣非环比下滑说明季度间的结构波动较大。

- 寒武纪：Q3 营收 35.31 亿元、归母 14.04 亿元，同比 +104.5% 但环比仅 +13.5%，存货与预付款全面攀升，交付能力是唯一约束。

- 网宿科技：Q1-Q3 营收 36.41 亿元（+4.28%）、归母 5.77 亿元（-6.31%）、扣非 4.45 亿元（+27.60%）；期内汇兑损失 1.90 亿元、股份支付 1.65 亿元，剔除后归母 9.33 亿元（+14.56%），Q3 单季扣非同比 +134%，业绩逐季爬坡。

- 海康威视：三季度成长加速显示拐点，估值近 10 年新低、2027 年 PE 不到 15 倍，物理 AI 与数据侧布局是被低估的变量。

- 中控技术：TPT 时序大模型基于 Transformer 框架 +
海量真实工况数据预训练，直接作用于工业装置的参数预测、优化与自动化控制；UCS 负责实时执行、AOP 实现装置自主运行，累计服务超 4 万家流程工业客户、超 10 万套控制系统，是物理 AI
在流程工业最落地的载体。

- 汇川技术：工业垂类大模型加速物理 AI
落地，工业场景环境结构化、目标明确、工艺约束清晰，有望率先商业化。

- 金蝶国际：企业智能体操作系统灵基（Lingee）发布 Manage 模块与企业上下文连接器，"让 AI
干活、让人拍板"；目标成为全球中型企业 AI ERP 领导者，国内外为同一套 AI 套件、主要供 Agent
使用，被机构视为严重低估的 AI 应用标的。

- 行动教育：Q1-Q3 营收 6.57 亿元（+16%）、归母 2.71 亿元（+26%）、扣非 2.43 亿元（+21%）；Q3 收入 2.29 亿元（+3%）、归母 0.99 亿元（+19%）；前三季度收款 7.7 亿元（+38.2%）、合同负债 12.7
亿元，收款增速远高于收入，是领先指标。

- 思看科技：牵头与宇树共同推进人形机器人视觉项目，若落地可替代市面上的 Intel RealSense
视觉模组，单机价值量 5000-10000 元；6D 位姿校准已形成规模化收入。

- 智微智能：首次展示 UMI-2002E 背包式数据采集控制器（RK3588
平台），以数采控制器切入研发前端，训练仿真设备拓展采购，域控制器承接量产需求。

- 盛视科技：口岸物理 AI 稀缺标的，依托二十余年口岸实景沉淀打造盛算行业大模型与数智关员智能体，私有化内网部署适配监管保密要求，准入壁垒极高。

行业趋势

计算机是当日涨幅最强的板块（中信计算机指数本周 +5.59%，跑赢创业板 -3.18%），周涨幅前三为凡拓数创（+89.05%）、海天瑞声（+79.98%）、索辰科技（+53.44%）——清一色的物理 AI
数据与仿真标的。这轮行情的本质是"超跌筹码干净 + AI 应用新叙事"的共振，但需要警惕的是：周末卖方电话会密集发酵后，板块已从冷门变成拥挤，追高的风险收益比在恶化。

产业层面的真问题只有一个：数据。OpenAI 今年的真实数据需求在百万小时量级、明年千万小时级别，而当前供给远远不足。这催生了三条并行的路径——自建采集体系（睿创微纳、海天瑞声）、场景独占型数据（盛视的口岸、中控的流程工业、智洋的电力巡检）、以及硬件入口（思看的视觉模组、智微的数采控制器）。哪条路径最终胜出取决于数据能否跨本体迁移，这也是 MS 报告里提出的核心疑问。

另一条独立主线是 AI 应用的分层兑现：Coding 已率先规模化，AI 安全受益于刚性需求（绿盟 AI 订单从去年 1.45 亿到今年上半年 1.17 亿、全年预估 3 亿），AI4S 与 AI EDA
正在走向专业工作流。这条线索的确定性高于机器人，但弹性小于机器人。

电子

核心催化

寒武纪三季报揭示"需求强劲、交付受限"的矛盾。 前三季度营收 95.3 亿元（+106.8%）、归母 37.1 亿元（+131.5%）、扣非 35.2 亿元（+148.3%）；Q3 营收 35.3 亿元（同比 +104.5%、环比仅 +13.5%），Q3 毛利率升至 58.69%（环比 +2pct 以上）。伯恩斯坦的核心判断是：营收增速显著低于全年预期，但利润率扩张与存货、预付款及应收账款环比全面攀升，共同揭示"需求强劲、交付受限"的格局——订单不是问题，产能与供应链才是。海光信息前三季度收入 149.55 亿元（+57.58%）、Q3 毛利率
58.73%，国产算力双雄的毛利率同步上行，说明议价能力在改善。

行云科技合同金额二次上修 35.64%。 10 月 26 日公告，全资子公司长沙悦云树与 V
客户就后续批次设备租金标准及起租方式签署两份补充协议，协议总金额由约 65.23 亿元上调至 88.48 亿元，上调约 35.64%，租赁期限合计 5 年；调整后租金标准适用于第二批已交付设备及后续设备。已交付设备

也能涨价，验证的是算力租赁的定价权而非单纯的订单增长。

端侧 AI 的存储压制正在见顶。 关键判断是：消费级 DRAM、NAND 在 2026 年四季度价格涨幅将快速收敛，2027 年上半年有望出现明确价格拐点；DRAM 供应格局仍偏紧张但涨价幅度不会像 2026 年一样猛烈。存储涨价对 SoC 企业的利润影响与下游需求压制主要集中在 2026 年二三季度，后续逐步缓解，2027 年影响明显减弱、叠加需求回暖，端侧企业业绩改善将逐步显现。兴证电子补充了一个反差逻辑：并非所有 SoC 公司都受损，部分厂家反而受益于库存存储芯片涨价，出了利润还抢了份额。

ABF 载板缺口 35%，PCB/CCL 升级加速。 产业链交流显示：BT 载板工艺与 800G、1.6T 光模块 mSAP 工艺的设备材料重合约 70%，光模块 PCB 扩产抢占上游资源，促使 2027 年 BT 载板价格维持上升趋势；ABF 载板产线稼动率 Q4 预期加速爬坡，NV CPU 载板、博通交换芯片载板正在送样验证；当前全球 ABF 载板缺口约 35%。高盛在台北 TPCA 展会期间走访逾 10 家企业后判断：客户通过长期协议（LTA）、补贴、预付款及激励费用直接锁定 2027-30 年新增产能，供应链结构性短缺将较预期更严重。

核心标的及逻辑

- 寒武纪：Q3 毛利率 58.69% 与存货/预付环比攀升同时出现，是"订单充裕但产能受限"的典型状态，后续看交付节奏而非需求。

- 睿创微纳：物理 AI 端侧多维感知芯片（可见光/红外、4D 毫米波、激光），自建自动化数据采集体系，聚焦测温、夜视、气体检测，建成超 500 万级红外多模态数据集，27 年 14 倍估值是板块内最低。

- 行云科技：合同金额从 65.23 亿上调至 88.48 亿，算力租赁租金上调的能力稀缺，业绩上修确定性强。

- 聚辰股份：Q3 营收与扣非双创历史新高，归母转负仅因投资收益亏损，属市场错杀；CPU 赛道纯"量"增长逻辑，内存接口芯片增长是 CPU 的 2 倍。

- 珠海冠宇：前三季度营收 116.22 亿元（+12.61%）、归母 -1.67 亿元；Q3 营收 42.95 亿元（+1.70%）、归母 0.36 亿元（同比 -86.67%），Q3 出货不到 0.9 亿颗（笔电景气拖累），但高端手机钢壳产品出货趋势延续，盈利能力拐点确立。

- 厦钨新能：Q3 收入 79.52 亿元（+44%、环比 +20%）、归母 2.54 亿元（+3.6%、环比 -6.3%）；钴酸锂出货 1.38 万吨（消费电子不景气致环比下滑、单吨盈利 1.1 万元以上）、三元出货 2 万吨（环比 +10%）。

- 广钢气体：Q3 收入 7.9 亿元（+29.5%）、归母 1.6 亿元（+89.0%）、扣非 +128.1%，毛利率 37.8%（+10.5pct）、归母净利率 20.0%，氦气利润持续释放；美国能源部已将氦气认定为关键材料，资源属性抬升。

- 柏楚电子：Q1-Q3 收入 18.8 亿元（+16.1%）、归母 11.0 亿元（+21.7%），Q3 收入 6.0 亿元（+16.5%）、归母 3.1 亿元（+18.6%），受益国内高功率厚板切割需求，智能焊接放量可期。

- 创维数字：前三季度营收 85.97 亿元（+33.15%）、归母 2.44 亿元（+184.42%）、扣非 2.12 亿元（+153.91%），毛利率 14.98%（+1.8pct），战略备料充足，物理 AI 与智能终端双点开花。

- 嘉立创：收入利润增长 66%/105%（扣非），经营现金流 +87%，规模效应下研发、管理、销售费用率全面下降。

行业趋势

电子板块的核心矛盾是"产业趋势确定但筹码与融资环境恶化"。产业端，AI 算力需求没有任何减弱的迹象——寒武纪订单充裕交付受限、ABF 载板缺口 35%、AI 液冷渗透率将从 2025 年的 33% 提升至 2027 年的 60%（英伟达 Vera Rubin 采用 100% 液冷、谷歌超 80% 的 AI 服务器已用液冷），长电科技 Q3 营收 114.25 亿元也印证先进封装景气。但资金端，Meta 扩大股权融资引发对 CSP 资本开支可持续性的担忧，全球对冲基金在半导体/基础设施的长期持仓遭遇抛售，这是估值压缩的直接

原因。

端侧 AI 的机会则更依赖时间：存储涨价对 SoC 的压制在 2026 年二三季度最严重，2027 年上半年出现价格拐点后，端侧企业的业绩改善才会真正显现。短期最确定的方向是国产算力的交付兑现与 ABF/BT 载板的涨价传导，这两条都不依赖融资环境，只依赖产能与供需缺口。

通信

核心催化

C-V2X 强制性标准启动制定，从选装跃升为前装标配。 据媒体报道，相关部门已启动 C-V2X 强制性标准制定工作，未来汽车有望逐步将 C-V2X 通信系统纳入强制配置；此前营运车辆相关强制性国标征求意见稿已明确提出直连通信车载交互系统要求。这条政策的核心意义在于市场性质的变化：C-V2X 从过去的示范试点、选装配置升级为规模化前装标配，车载通信终端的市场空间量级完全不同。受益标的分工清晰——千方科技是智慧交通总包龙头（RSU/边缘计算/云控平台全栈、多地示范区落地）、万集科技（激光雷达 + RSU + OBU，路侧感知核心硬件，弹性大但业绩波动大）、金溢科技（ETC 转 V2X，OBU/RSU 双线，车路通信终端中标经验丰富）、高新兴（RSU/T-BOX/MEC/云控平台齐全）。

光模块三季报集体超预期，估值已降至 27-28 年 10 倍。 本周披露的单 Q3 数据极为强劲：光库科技营收 8 亿元（+106%）、归母 1.4 亿元（+124%）、毛利率 37%（+3pct），并购安捷讯审核通过；仕佳光子营收 12 亿元（+116%）、归母 2.7 亿元（+226%，含计提 0.5 亿元影响）；光迅科技 Q1-Q3 营收 116.83 亿元（+36.94%）、归母 12.84 亿元（+78.65%）、扣非 12.72 亿元（+87.48%），主要受益数据中心建设带动数通光模块需求。板块当前普遍调整至 27-28 年 10 倍估值，重点推荐方向为光模块、光无源、光芯片、光纤缆、国产设备/芯片。

英伟达发布 OOI 光学技术。 NPO 将光学元件置于芯片封装旁、CPO 集成到封装中，而中介层光学技术（OOI）让光学元件进一步贴近芯片，可实现更快数据传输并降低功耗，但制造复杂度更高；同时展示 DWDM 技术，单根光纤在八个波长上实现 256 Gb/s 传输。两项技术均指向突破 AI 系统扩展至数千个互联 GPU 的通信瓶颈。

核心标的及逻辑

- 英维克：前三季度营收 49.50 亿元（+22.94%）、归母 3.69 亿元（-7.62%）；Q3 营收 19.33 亿元（+33.04%、环比 +4.99%）、归母 1.84 亿元（+0.25%、环比 +4.55%），盈利能力环比修复，存货和合同负债大幅提升，静待液冷产品逐步确收——合同负债是后续收入的最强领先指标。

- 联特科技：Q3 营收 5.78 亿元（+68.92%）、归母仅 1074 万元（-77.15%），处于研发扩产的投入期，费率偏高，但新客户已开始交付，规模增长逻辑优先于短期利润。

- 九州一轨：全资子公司苏州晶禧与光模块头部客户签订晶圆划片代加工服务合同 3407 万元，预计利润总额占最近一年经审计净利润 50% 以上，6.3 亿扩产的必要性得到验证，硅光芯片激光隐切服务与金刚石芯片基板是新方向。

- 鼎泰高科 + 新锐股份：AI 钻针收入贡献已提升至 80%，10 月均价提至 2.6 元（Q2 1.6 元、Q3 2 元），剔除钨价影响 Q4 业绩将继续显著跃升；光模块铣刀景气超预期。

- 电科思仪：前三季度营收 15.89 亿元（-0.71%）、归母 2.78 亿元（+11.04%），Q3 归母 +23.60%（含政府补助增厚），毛利率 49.78%（+0.59pct）。

- 达瑞电子：中信主题策略"端侧 AI"标的，物理 AI 布局正在被定价，叠加回购计划夯实底部，市值临近发行价区间。

行业趋势

通信板块当前处于"业绩强劲但估值承压"的背离状态：光模块、光无源、光芯片的三季报增速普遍在 100% 以上，但股价已调整至 27-28 年 10 倍估值，反映的是市场对 CSP 资本开支持续性的担忧——Meta

宣布扩大股权融资后，美股与 A 股 AI 硬件标的同步大跌，正是这种担忧的具象化。从产业链看，AI 对光通信的需求仍在加速（英伟达 OOI、DWDM 技术迭代就是证据），真正的不确定性在于融资环境能否支撑万卡集群的扩张节奏。端侧 AI 的节奏则相反：存储涨价对 SoC 利润的压制集中在 2026 年二三季度，2027 年上半年存储价格有望出现明确拐点，届时端侧企业业绩改善会逐步显现。C-V2X 是纯政策驱动的独立主线，其爆发时点取决于强标发布的时间表。

传媒

核心催化

AI 应用三季报开始出现真金白银的收入。 蓝色光标 1-3Q26 营收 531.00 亿元（+3.92%）、归母 3.07 亿元（+56.86%）、扣非 2.41 亿元（+6.20%）；单 Q3 营收 185.39 亿元（同比 -1.06%、环比 +17.67%），前三季度归母同比 +57%，其中 AI 驱动收入超 40 亿元，智能营销商业化明显加速。这是传媒板块中"AI 收入可量化"最清晰的样本。

Meta 启动 950 亿美元融资计划，AI 资本开支的融资结构发生质变。 10 月 26 日 Meta 宣布启动约 350 亿美元股权融资，并计划后续通过 C 股开展约 600 亿美元按市价发行，基础计划合计约 950 亿美元（不含超额配售）。其中包含 125 亿美元强制可转换优先股——投资者认购后公司即刻获得资金，转换前按条款支付优先股股息，预计 2029 年 8 月 15 日前后必须转为普通股。中金海外传媒互联网的解读是：AI 投资从经营现金流支撑转向股权融资，意味着资本开支的持续性需要股东持续买单。

NeoCloud 遭遇融资质疑，但算力需求并未消失。 10 月 24-25 日马斯克在 X 上表示：债务市场过去几周几乎已停止向缺乏 AI 数据中心以外稳定收入的公司提供融资，而 SpaceX 凭借投资级信用资质及 Starlink、火箭发射等业务收入已完成 400 亿美元债务融资。东吴传媒互联网（张良卫团队）的判断是行业出清不改算力需求，应关注头部公司的结构性机会。

AI 视频与游戏供给爆发。 10 月 23 日火山引擎发布 Seedance 2.5 4K，重点提升人物表情、细微动作及画面细节，支持先以 480P 样片验证分镜再生成 4K 正片，10-bit 色深适配专业影视制作，已面向部分企业客户开放试用；10 月 19 日 MiniMax 发布 M3.1 Flash。游戏端，10 月 Steam 新品节试玩游戏超 8000 款（接近 6 月场两倍），SteamDB 统计其中 36.4% 披露使用生成式 AI（6 月为 19%），但低质量 AI 游戏也引发玩家差评——AI 游戏平台的核心壁垒仍是数据飞轮与推荐算法：心动（TapTap）、腾讯（Craft）。

核心标的及逻辑

- 蓝色光标：AI 驱动收入超 40 亿元且归母增速 57%，智能营销从概念走向规模化变现，是传媒 AI 应用最实在的业绩兑现标的。

- 上海电影：上影体系从 IP 到内容制作、IP 衍生经济、线下文旅的全链路打通，集团拥有上美影 IP 及内容制作能力，AI 赋能下商业化边界进一步打开。

- 芒果超媒：A 股唯一长视频平台，Q4 到明年 Q1 储备丰富 AIGC 片单，新内容计划寒假上线。

- 盛天网络：AI 互动影游核心标的，年底有望推出面向海外的 AI 互动游戏制作工具；AI 音乐产品 Make Best Music 月流水接近 100 万美金、利润率可观；上半年亏损主因减值，下半年无大额减值，Q3/Q4 大概率回归盈利。

- 群核科技：浙商传媒（冯翠婷）覆盖，构建"GPU 集群-3D 数据-空间模型-行业应用"闭环飞轮，自建 GPU 集群、迭代空间语言与空间生成两类模型，空间能力沉淀于 Aollo 平台向各行业输出变现，26 年已有 AI 空间智能产品及应用收入落地。

- 杰创智能：物理 AI 切入公共安全，旗下掌安星聚焦 AI 安全应用，输出"单体智能 + 集群协同 + 云端指挥"方案，AI 智巡机器狗已在广交会、十五运会执勤。

行业趋势

传媒的核心叙事正在从"内容叙事"外溢到"物理世界"——中金传媒周报指出，周内 AI 应用讨论在影视方向逐步深化，并由内容生成向物理 AI 延展。这一转向的意义在于：大模型的能力边界从文本/图像扩展到空间与动作，谁掌握真实场景数据，谁就掌握下一阶段的稀缺资源（天风传媒的核心判断就是"数据！数据！数据！"，OpenAI 今年真实数据需求在百万小时量级、明年千万小时级别）。

估值层面，传媒板块近一周跌 0.53%、跑赢沪深 300（-1.57%）但弱于上证，游戏板块已处估值历史低位。真正的分歧在于：AI 降低内容生产成本是利好供给还是压垮价格？从 Steam 新品节 8000 款试玩、36.4% 使用生成式 AI 的数据看，供给爆发已经发生，但玩家用差评投票表明"量"不等于"质"。这意味着平台（TapTap、Craft）的分发与筛选价值会上升，而单纯的内容生产商会面临更激烈的竞争。

食品饮料

核心催化

三季报密集披露，个股分化极大。西麦食品利润超预期：前三季度纯燕麦 7.6 亿元（+20% 以上）、复合燕麦 9.7 亿元（+20% 以上）、冷食 1.5 亿元以上（+13%）、粉类近 1.1 亿元（+250% 多）、有机燕麦翻倍；单 Q3 纯燕麦 2.5 亿元以上（+26% 以上）、复合 2.9 亿元（+20%）、粉类 4000 万元左右（翻倍以上）、礼盒 +40% 以上。渠道端前三季度线下 +16%、线上直营 +20%、OEM 突破 3 亿元、零食量贩 +27%、山姆累计 7000 万元。成本端 Q4 采购已完成、成本锁定，依旧享有成本红利，但 2027 年原粮成本初步判断小幅上涨可能性更大；27 年经营以股权激励目标为基线，营收目标 15% 以上。

惠泉啤酒结构升级不改。26Q3 营收/归母/扣非 2.18/0.67/0.64 亿元（-2.78%/+13.98%/+11.24%），收入下滑源于主动收缩低端产品——被优化产品对应销量影响为小个位数、吨价基本在 2900 元以下，国宴等系列仍有部分 3000 元/吨以下的零散 SKU；前三季度 1983/老惠泉/全麦作为次高端主推合计占比约 10%，一麦仍是当前主力。这是典型的"减量提价"式自主调整。

甘源食品增长放缓。26Q1-3 营收 16.20 亿元（+5.67%）、归母 1.56 亿元（-0.18%）、扣非 1.47 亿元（+5.45%）；单 Q3 营收 5.50 亿元（-6.40%）、归母 0.76 亿元（-7.05%）、扣非 0.79 亿元（+4.34%），Q3 毛利率同比 -1.5pct 至 35.7%，收入与毛利双承压。

东方甄选双十一大促超预期。10 月 13 日至 24 日抖音全账号矩阵 GMV 合计 9.5 亿元，已接近去年双 11 全程（10 月 10 日至 11 月 11 日）11.9 亿元的体量；区间日均 GMV 达 7338 万元，较去年大促期间日均 3516 万元实现翻倍增长，保健新赛道验证自营拓展力。

核心标的及逻辑

- 西麦食品：燕麦主业量价齐升、成本红利延续、新渠道（零食量贩 +27%、山姆）放量，Q3 利润超预期，是本期食饮中基本面最扎实的标的。

- 伊利股份：华西食饮强 call，当前市值 1800 亿、看 2000 亿，叠加股息率对应 20% 确定性空间；核心判断是 Q3 即便利润弱一些，披露后股价仍会上涨。

- 东方甄选：双十一日均 GMV 翻倍的增速远超市场预期，自营品与保健新赛道的拓展能力得到验证。

- 迎驾贡酒：出清时间早、库存消化快、包袱轻，洞 6/洞 9 卡位 100-200 元价位带契合大众消费，动销持续好于大盘，是白酒三季报中少数业绩稳健标的。

- 金达威：厄尔尼诺周期弹性第一梯队，全球粗鱼油产量长期中枢仅 120-130 万吨、需求增速 +3~5%，Aker 白皮书预测至 2031 年全球鱼油需求缺口约 16 万吨，藻油替代空间确定。

- 惠泉啤酒：主动收缩低端换取结构升级，利润增速远好于收入增速。

行业趋势

食饮板块处于"报表出清、预期触底"的阶段。天风食饮的判断值得重视：本周板块跌幅 0.56%、跑赢上证综指（-0.69%），安记食品（+13.24%）、金达威（+11.61%）、味知香（+11.05%）、顺鑫农业（+10.14%）领涨，金种子酒（-14.04%）、养元饮品（-12.86%）、盐津铺子（-11.29%）领跌——涨跌结构说明资金正在从高估值成长零食转向有成本红利或周期弹性的标的。整体策略上，四季度仍以必选防御为主，本轮回调的核心是外围流动性压制而非基本面恶化，若流动性边际修复，成长板块或有阶段性反弹，但套牢盘压力仍重。茅台三季报前瞻预计营业总收入约 410 亿元（+3%）、净利 190
亿元（持平附近），白酒龙头的增速中枢下移已成事实，行业的估值锚需要重新校准。

社会服务

核心催化

三峡旅游 Q3 业绩大超预期，省际游轮是核心增量。 26Q3 营收 2.96 亿元（+22.0%）、归母净利 5896 万元（+165.1%）、扣非 5295 万元（+54.3%）；前三季度营收 7.11 亿元（+16.65%）、归母 1.39 亿元（+61.31%）、扣非 1.23 亿元（+32.64%）。三重驱动：新增省际度假游轮业务贡献增量、"两坝一峡"系列产品外部结算价格调增、以及去年同期补缴税款及滞纳金形成的低基数。需要辨析的是，Q3 业绩不及部分预期的原因是公司提前计提前三季度绩效薪酬 2428 万元（上年同期仅 277 万元），全年利润总额不受影响，2027 年起改为按季均衡计提；叠加理财及投资收益同比少 630 万元，剔除这些扰动且两坝一峡利润不下滑，Q3 利润总额同比可比增量约 3000 万元。但两坝一峡 Q3 客流同比 -16%，传统主业实际是承压的。

焦点科技收款拐点确认。 Q3 营收 5.45 亿元（+11.7%）、归母 1.68 亿元（+37.9%），超预期。核心逻辑：Q3 主业现金收款重回约 11% 增长（上半年受中东冲突及销售团队调整拖累），预计未来现金收款年增 15%-20%，会员数与 ARPU 各贡献 5%-10%，为后续收入确认蓄力；AI 付费转化是第二增长点，2027 年利润弹性释放。

三特索道收入小幅承压但盈利有韧性。 前三季度营收 4.87 亿元（-3.31%）、归母 1.24 亿元（-10.49%）、扣非 1.30 亿元（-5.05%），非经常性损益合计 -675 万元（罚款等）拖累报表；Q3 单季营收 1.99 亿元，成本优化支撑盈利韧性。

核心标的及逻辑

- 三峡旅游：省际游轮打开成长空间，费用前置计提反而缓解 Q4 淡季压力，拟注销回购股份强化股东信心；核心风险是两坝一峡客流下滑能否止住。
- 焦点科技：收款拐点是最硬的领先指标，AI 付费与会员 ARPU 提升提供利润弹性，2027 年是可预期的业绩释放年。
- 三特索道：景区索道资产的现金流稳健，收入端受客流影响小幅承压，成本优化是当前利润的主要支撑。
- 汇嘉时代：区域零售标的，Q3 业绩交流会已有安排，需跟踪新疆消费复苏节奏。

行业趋势

社服板块的三季报呈现明显的结构分化：拥有新增产能或提价能力的景区（三峡旅游、三特索道）表现好于纯客流依赖型标的，而具备订阅/会员模式的平台型公司（焦点科技）现金流质量最优。整体看，居民出行消费的量已经恢复但价格敏感度上升，"量增价稳"是当前景区的常态。真正的弹性来自供给端变化——新增游轮、索道扩容、结算价调整这类公司特定因素，比行业整体的客流数据更值得跟踪。

纺织服饰

核心催化

李宁 Q3 流水：线下承压、电商与童装撑住基本盘。 线下流水中单位数下滑，其中批发中单位数下滑、直营同比持平——直营相对抗跌的原因是奥莱店占比更高且表现持续好于正价店，这本身是个偏负面的结构信号，说明正价渠道的真实需求更弱。电商流水高单位数增长，童装延续双位数增长，是报表里仅有的两个亮点。折扣压力是更值得警惕的变量：Q3 整体折扣同比承压，线下同比低单位数加深至 6
折低段，线上折扣同比略有加深但幅度小于线下、环比 Q2 相对平稳；7-9 月折扣逐步改善主要依赖去年 9
月起折扣较深形成的低基数，而非终端需求实质好转。

淘天双十一预售偏弱，大促难脱离大盘。 2026 年天猫双 11 全周期 GMV 同比增速目标设为 6%，截至 10 月 23 日第一阶段实际增速仅 4%。结合平台三季度仅 1% 左右的 GMV 增速，大促增长难以脱离大盘基础，后续增速较难改善。本次大促启动时间与去年一致，不存在错期带来的基数扰动——这意味着 4% 是可比口径下的真实增速，含金量偏低。促销力度方面平台仍在加码，对品牌商意味着流量成本上升与折扣让利的双重挤压。

核心标的及逻辑

- 李宁：正价渠道走弱 + 折扣加深的组合，短期基本面压力大于同业；奥莱占比提升虽支撑流水，但对品牌调性与毛利率是负向的，需观察 Q4 折扣能否因低基数而收窄。

- 杰克科技：缝制设备龙头，被浙商大制造列为物理 AI 垂直场景卡位标的——服装工序多、用工规模大、标准化重复工位多，公司优先聚焦裁片抓取、位移输送、布料对齐定位等工位，约占全球服装用工
10%，潜在替代规模约 800—1000
万台。艾图机器人已在部分服装加工场景验证迭代，台州缝制机器人基地推进中。

- 童装相关标的：在整体服饰消费疲弱背景下仍保持双位数流水增长，是纺服内需中稀缺的结构性亮点。

行业趋势

纺服内需正处于"总量弱、结构分化、折扣换量"的阶段。双十一 4% 的第一阶段增速与平台 1% 的季度增速共同指向一个结论：靠大促拉动增长的模式已经失效，品牌端的竞争将回到产品力与渠道效率。设备端的逻辑则完全独立于消费景气——服装制造的自动化替代是人力成本上升驱动的长期趋势，缝制机器人若能在抓取、对齐等工序跑通，其市场空间的量级远大于传统缝制设备更新需求。

轻工制造

核心催化

包装机器人从概念走向订单，永创智能是落地最快的标的。 包装机器人在手订单已超百台、参展推广中，Q3 业绩同比继续高增。浙商机械（邱世梁/王华君）的核心逻辑是"包装设备龙头切入具身智能赛道，场景与客户优势凸显"——这类公司不需要从零验证需求，客户就是现成的食品饮料、日化产线。同时给出的特斯拉 Optimus 量产时间表构成了行业节奏锚：26Q2 每周几十台、26 年 9 月每周数百台、26 年底每周 1000 台、27 年底每周 2 万台（对应年产能约百万台）。

出口链业绩持续提速，永艺股份是三季报中最强的出口标的。 26Q1/Q2/Q3 收入同比增速分别
13.0%、18.5%、19.4%，逐季提速；归母净利同比增速分别
25.2%、-13.6%、49.1%，还原汇兑后利润分别同比增长 55%、38%、90%，Q3 单季还原汇兑后增长
90%。收入增长验证的是存量客户份额提升的逻辑，而非行业景气。

九号公司业绩短期承压。 26Q1-3 收入 219.4 亿元（+19.3%）、归母 13.5 亿元（-24.4%）、扣非 12.2
亿元（-32.4%）；Q3 单季收入 75.8 亿元（+14.1%）、归母 3.4 亿元（-37.2%）、扣非 2.5
亿元（-49.2%），受汇率、原材料及研发投入三重影响。

造纸需求疲软，纸价小幅下行。
木浆端针叶浆现货进一步下跌、阔叶浆涨势暂缓，卓创阔叶浆/针叶浆本周分别 -15/+3 元/吨，期货盘面走弱拖累现货；文化纸价格略有下滑，规模纸厂检修停机增加，成本压力下挺价意愿明确但需求无起色；白卡纸市场价格继续承压。

核心标的及逻辑

- 永创智能：包装设备龙头，有场景、有客户、在手订单超百台，是物理 AI 中少数已产生实际订单的标的，估值弹性来自"设备商→机器人厂商"的重估。

- 永艺股份：低估值绩优出口链，连续三个季度收入提速、还原汇兑后利润增长 90%，份额外扩与盈利能力同时改善。

- 九号公司：收入仍有 14.1% 增长但利润大幅下滑，汇率与原材料是外因、研发投入是主动选择，需观察 Q4 毛利率能否随新品结构改善。

- 宝钢包装：两片罐龙头，26Q1-3 收入 79.8 亿元（+21.3%）、归母 2.3 亿元（+30.1%），Q3 毛利率 9.2%、同比提升 1.2pct，铝价回落带来成本红利。

- 风语筑、中广天择、华远控股：分别卡位空间数据资产、ego 交互数据集（近万小时、数千人标注团队）、机器人训练场（与北建大科技园共建，集成本体、数据采集、场景库与算力中心），构成物理 AI 数据侧的三条不同路径。

行业趋势

轻工板块正在被两条完全不同的逻辑撕扯：一条是传统制造的需求疲软（造纸纸价下行、家具内销平淡），另一条是"设备 + 场景 + 数据"向具身智能的跨界重估。后者之所以在轻工里最容易跑通，是因为这些公司天然拥有标准化产线、稳定客户和海量作业数据——包装、缝制、家居都是机器人替代的高价值场景。但必须区分"有订单"和"有故事"：永创智能的在手百台订单是可验证的，而多数标的仍停留在战略合作层面。出口链的机会则更朴素——份额提升带来的量的增长在汇率波动中被掩盖，还原汇兑后的利润增速才是真实经营质量。

医药生物

核心催化

药明康德三季报再超预期，年内第三次上调指引。 Q1-Q3 营收 455.4 亿元（+38.6%，持续经营业务 +46.3%），归母 193.98 亿元（+60.6%）、扣非 164.77 亿元（+73.0%）、经调整 non-IFRS 归母 183.80 亿元（+74.4%），经调净利率 40.4%、同比提升 8.3pct，经调整经营现金流 172.8 亿元（+58.9%）。最关键的领先指标是在手订单同比增长 36.4%、Q3 新签增速达 82%，持续经营收入增速指引上调至 40%-42%，同时上调全年资本开支——这是 CXO 订单周期反转最硬的证据。

医疗器械板块进入"基本面拐点 + 估值修复"共振阶段。 中邮医药、招商医药、华创医药、开源医药四家同日发声，逻辑高度一致：开源医药给出的数据最直接——2026Q2 医疗器械行业归母利润同比增长 29.8%，结束连续 9 个季度利润负增长，板块拐点已现。政策端，集采"反内卷"逐步落实、高耗降价趋于温和，设备以旧换新与大型设备配置证稳步推进；需求端，医院招投标明显边际改善、设备库存逐步出清；技术端，脑机接口、AI 医疗、手术机器人构成新技术共振。IVD 方向，太平洋医药解读安徽检验价格征求意见稿：并非整体普降而是涨跌互现，肿瘤标志物项目整体收费 +11%（AFP/CEA 提高），政策对 IVD 行业的影响接近尾声。

ESMO 2026 中国创新药全球地位显著抬升。 本届大会共 96 项 LBA，中国相关研究 29 项、占比约 30%；最高规格主席研讨会 12 席中中国占 5 席，多项研究以 OS 为主要终点、头对头对照全球标准疗法取得阳性结果。核心数据包括：科伦博泰 sac-TMT 联合 PD-1 在 2L EGFRm-NSCLC 的 mOS 25.9m vs 17.4m（HR 0.69），OptiTROP-Lung06 的 mPFS 15.0m vs 5.7m，刷新两项适应症记录；康方生物依沃西单抗联合化疗一线胆道癌头对头度伐利尤单抗，中位 OS 14.9 vs 12.1 个月（HR 0.7x），JPM 给予增持评级、目标价 125 港元（对应约 44.3% 上行空间）；恒瑞 HER3 ADC（SHR-A2009）治疗 EGFR TKI 耐药 NSCLC 的 III 期期中分析（498 例）；科济药业 CLDN18.2 CAR-T 恺力美术后辅助 10 例高危胃癌全部无复发、12 个月 DFS 率 100%，是全球首个 CAR-T 术后辅助临床；劲方医药 pan-RAS 分子胶 GFH276 在 61 例经治 PDAC 中 ORR 41.0%、DCR 91.8%，RAS

抑制剂初治患者 ORR 达 43.1%。

COINS 法案细则"禁股权、放许可"，License 出海主通道不变。 10 月 22 日美国财政部发布拟议规则，COINS 法案首次将生物技术纳入对外投资"禁止技术"清单（仅禁止档、无通报档）；目前为征求意见稿、无法律约束力，公众评论期至 12 月 7 日。国泰海通医药的判断是禁止的是股权投资而非许可交易，License-out 这一主通道不受影响，此前市场的极端担忧可以缓解。

核心标的及逻辑

- 药明康德：在手订单 +36.4%、Q3 新签 +82%、指引三度上调，CXO 龙头的订单拐点已经确认，是最具确定性的底仓。

- 益诺思：前三季度营收 7.86 亿元（+38%）、归母 0.94 亿元（上年同期亏损 0.15 亿），Q3 单季收入 3.2 亿元（+64%）；新签订单 22 亿元、在手订单 26 亿元，前三季度新签订单同比 +183.27%、在手订单较 2025 年末增长 110.34%，毛利率 34.07%（+5.73pct），经营现金流 3.07 亿元（+1298%）——订单与现金流的爆发式改善指向临床前 CRO 景气度反转。

- 诺诚健华：Q3 收入 9.62 亿元（+150.6%、环比 +58.1%），药品销售 5.31 亿元（+38.6%）、BD 及其他收入约 4.32 亿元；前三季度营收 21.0 亿元（+88.2%）、净利 6.5 亿元扭亏为盈，奥布替尼放量 + 坦昔妥单抗/佐来曲替尼新增贡献 + Zenas 授权里程碑三重驱动。

- 老百姓：前三季度营收 166.50 亿元（+3.61%）、归母 6.18 亿元（+16.85%）、扣非 6.04 亿元（+22.17%）；Q3 营收 56.53 亿元（+6.73%）、归母 1.71 亿元（+30.69%）、扣非 1.68 亿元（+48.01%），收入利润逐季提速，龙头集中度提升逻辑持续兑现。

- 安图生物：Q3 营收 11.82 亿元（+10.76%）、归母 3.50 亿元（+21.30%），业绩超预期，IVD 政策扰动趋于结束后的修复弹性开始体现。

- 鱼跃医疗：Q3 营收 20.42 亿元（+8.28%），收入超预期、利润恢复增长，CGM 与全球化持续推进；前三季度营收 66.11 亿元（+1.02%）、归母 11.31 亿元（-22.83%）。

- 信立泰：Q1-Q3 营收 37.43 亿元（+15.47%）、归母 6.44 亿元（+10.93%）；Q3 营收 12.64 亿元（+13.81%）、归母 2.57 亿元（+19.24%），在高基数下仍加速，创新药放量逻辑持续。

- 普洛药业：CDMO 布局已现成效，小分子/ADC/多肽驱动，正从低毛利原料药向高毛利 CDMO 切换。

- 映恩生物、维立志博、乐普生物：分别以 B7-H3 ADC（卵巢癌疗效积极）、PD-L1/4-1BB 双抗（3L+ EP-NEC 关键注册 IIb 期）、CDH17 ADC 构成 ESMO 中 Biotech 的弹性方向。

行业趋势

医药是当日为数不多"政策、业绩、海外认可"三重改善同时出现的板块。政策端，集采从降价转向稳价格、IVD 检验收费涨跌互现、COINS 法案放行 License，三件事共同解除了压制估值的主要不确定性；业绩端，药明康德的订单与器械板块 Q2 利润转正说明产业周期已经见底；海外认可端，ESMO 上中国研究占 LBA 的 30%、主席研讨会占 5 席，头对头击败全球标准疗法的案例开始批量出现。

连锁药店是另一条独立主线：天风医药指出行业已从"需求定价"切换到"能力定价"，三季度同店改善的第一驱动是中小门店关店带来的客流转移，这意味着行业进入总量出清、头部份额加速集中的新周期，选股逻辑从 β 转向个股。AI4S 方向上，剂泰科技与礼来达成 LNP 递送战略合作（首付款逾千万美元、总额最高 11 亿美元），是国内首个以生成式 AI 平台为核心驱动、围绕 LNP 递送展开的战略合作，标志 AI 制药从概念进入大额交易阶段。

公用事业

核心催化

江苏月度电价再创新高，涨电价预期扩散。 周末江苏 11-12 月月度长协落地，双月并签分别为 0.416、0.398 元/度，较今年长协电价（0.344 元/度）提升 7.2、5.4 分。今年自 2 月起江苏月度电价逐月上涨，从最低 0.313 元/度提升至最高的 0.416 元/度。国金公用的关键传导逻辑是：从过往年份看，年末的月度电价等于次年年度长协，即年协电价基本可由此锚定——这为 2027 年电力股的盈利预期提供了明确的上行基准。

"一交两直"特高压核准，总投资约 591 亿元。 10 月 21 日三项特高压工程获核准，包括长治-南阳第二回 1000 千伏交流线路工程，以及疆电（南疆）送电川渝、甘肃巴丹吉林沙漠基地送电四川两项 ±800 千伏特高压直流工程。同日国家能源局发布煤电与新能源融合发展实施意见，规划煤电和新能源五大融合场景——煤电通过深度调峰压减出来、腾挪发电空间，并协同送出绿电。广发公用（郭鹏/郝兆升）判断这将推动火电价值重估：火电从发电主力转向调节电源和送出枢纽，利润更多来自深度调峰补偿、现货市场溢价和容量电价，盈利稳定性提升，成长性挂钩绿电占比，火电资产的稀缺性与调节能力决定其可配储价值。

杰瑞股份 AIDC 发电设备订单超 200 亿，进入交付兑现期。 累计新签燃气轮机发电机组及配套设备订单 31 亿美金（209 亿元人民币），2026 年三季报合同负债 71 亿元、较年初增长 263%。预计 2026 年四季度开始批量交付，2026-2028 年归母净利分别为 33、80、112 亿元，同比增长 25%、141%、39%，复合增速 61%，对应 PE 28、12 倍。

思源电气 Q3 收入高增但利润受扰。 1-3Q26 营收 177.6 亿元（+28.5%）、归母 24.03 亿元（+9.7%）；Q3 营收 69.67 亿元（+30.7%）、归母 9.39 亿元（+4.5%）、扣非 9.2 亿元（+14.6%），业绩低于预期主因汇兑损失与减值计提增加。收入端 30.7% 的增速说明海外需求高增势头未变，在手订单充沛，利润释放只是节奏问题。

核心标的及逻辑

- 杰瑞股份：AIDC 发电设备龙头，209 亿订单 + 71 亿合同负债（较年初 +263%）构成极强的业绩确定性，燃气轮机批量交付是 2027 年最大的业绩变量。

- 思源电气：海外需求成为增长强动能，Q3 收入 +30.7% 验证景气，汇兑与减值属一次性扰动，全年目标有望稳步兑现。

- 智洋创新：物理 AI 与多形态机器人布局，10 月 23 日国办文件明确优先在劳动力紧缺、环境高危岗位推广 AI 应用；公司提出"一脑 + 多形 + 一平台"体系，布局空、水、地多形态智能巡检机器人，深耕电力、水利、轨交真实场景。

- 华通线缆：非洲安哥拉水电资源丰富，公司核心竞争力是持续获得稳定且便宜的巨量水电，既可支撑电解铝，也对接 AI 算力用电瓶颈，属低估值 + 新兴业务突破组合。

- 中国神华、新集能源：神华 Q3 归母 156.88 亿元（同比 +3.23%、环比 -13.08%），扣非 159.13 亿元（同比 +10.57%），长协占比 79.3% 使盈利稳健但弹性偏弱；新集 Q3 营收 48.32 亿元（环比 +12.76%）、归母 5.30 亿元（环比 -20.84%），下滑主因计提资产减值 1.05 亿元（环比 +2248.92%），属一次性因素，剔除后煤电主业经营稳健。

行业趋势

公用事业正在经历从"稳定但无成长"到"稳定且有重估"的转变。电价端，江苏月度电价逐月攀升并大概率锚定明年长协，是火电盈利改善最直接的证据；政策端，煤电与新能源融合使火电的商业模式从"卖电量"转向"卖调节能力"，容量电价与调峰补偿提供类固收的现金流。这条逻辑的价值在于它同时具备防御性与成长性，在利率下行环境中尤为稀缺。另一条并行的主线是电力需求的增量来源正在从居民与工业转向数据中心——杰瑞的燃气轮机、华通线缆的非洲水电、以及 neocloud 抢电力合约的博弈，本质上都是 AI 算力对电力的渴求在产业链上的映射。

交通运输

核心催化

快递三季报集中验证"量利双升"，旺季价格修复落地。 圆通前三季度归母净利 46.30 亿元（+60.94%）、Q3 单季 14.54 亿元（+39.06%），Q3 件量 86.82 亿件（+12.44%）、份额 17.1%；申通前三季度归母净利 15.75 亿元（+108.46%）、Q3 单季 5.40 亿元（+78%），件量 76.6 亿票（+17.6%），超出华泰预期。剔除丹鸟后申通 Q3 归母约 5.49 亿元（同比 +81.7%），丹鸟亏损约 900 万元、环比 Q2 大幅减亏。单票数据上，申通 3Q26 单票收入 2.12 元，同比 +7 分、环比 -5 分，环比下降主因均重变化并部分受淡季政策影响——这说明"反内卷"提价的效果在同比维度已经体现，但环比仍受淡季与货品结构扰动。

造船长景气周期延续，二手船价与运价双高位。 本周 Clarksons 新船价格指数 186.7 点、环比持平，二手船价格指数达 223 点并继续突破前高，新船与二手船价格大幅倒挂；综合运价平均达 75395 美元/天，维持历史高位。重点看好 松发股份、中国船舶、中集集团、中国动力。松发股份作为 VLCC 龙头，截至 2026 年 10 月初全球在手订单静态保障约 4.7 年，9 月新造船价格指数 186.6 点维持历史高位，2026 年 M1-M9 中国新接订单全球份额达 81.7%（DWT 口径）。

油价分歧达到极致，航运风险溢价抬升。 德意志银行给出极端双情景：冲突快速平息则 2027 年布油跌至 74 美元，战事长期蔓延、封锁石油航道则飙至 130 美元，高低价差达 56 美元；同时预警中东油轮遇袭数量已刷新本轮冲突新高，航运风险持续走高。这一分歧直接决定油运的运价弹性与保险成本。

核心标的及逻辑

- 申通快递：Q3 归母 +79%、件量 +17.6%，剔除丹鸟后增速 +81.7%，是本轮业绩弹性最大的快递标的；单票收入同比 +7 分验证提价传导，丹鸟减亏提供额外利润弹性。
- 圆通速递：份额 17.1%、Q3 件量 +12.44%，规模与盈利兼顾，属于量利双升最稳健的品种。
- 松发股份：VLCC 龙头，在手订单保障 4.7 年、高价值订单储备充足，扩产提效释放盈利弹性。
- 中国船舶、中国动力、中集集团：造船与海工长景气周期的核心载体，受益于老旧船舶更新、贸易改道及环保要求三重驱动。

行业趋势

快递的逻辑已经从"价格战出清"进入"提价兑现"阶段，三季报是最直接的证据：件量保持双位数增长的同时单票收入同比回升，说明行业竞争格局的改善是真实的。但需要留意环比单票收入的回落——旺季提价的持续性取决于行业自律能否维持，一旦有玩家重新抢量，价格修复会迅速逆转。造船则处于订单保障充分、价格高位的舒适区间，风险点不在需求而在交付能力与汇率；油运的变量完全系于中东局势，属于高赔率但不确定的博弈。

房地产

核心催化

外资投行对 2027 年房价拐点的判断出现分歧但方向趋同。 CITI 的判断相对积极：2027 年新房与二手房合计成交量仍将维持约 13 亿平方米，但销售金额继续承压、市场重心进一步转向二手房；上海二手房价格已于 2026 年 9 月同比增长 0.8%，北京和深圳趋稳，挂牌量下降、换手率提高、租金回升、居民存款创新高及人口流入共同支持部分核心城市在 2027 年出现房价拐点；新房供给在开发模式切换下深度收缩。高盛则更谨慎：2026 年前三季度土地出让收入、新房开工和房地产固定资产投资分别同比下降 28%、25% 和 21%，调整深于预期，现房销售政策将进一步令开发商资金链和投资承压；估算房地产对实际 GDP 增速的直接拖累将由 2025 年的 1.7 个百分点扩大至 2026 年的 1.8 个百分点，2027 年收窄至 1.3 个百分点，并于 2030 年前后基本消退。

地产链基本面仍在承压。
华泰建筑建材周观点指出，短期地产链（水泥/玻璃/消费建材）基本面仍然承压，26Q3 高能源成本或致毛利率下行。东方雨虹是最直接的样本：前三季度收入 227.55 亿元（+10.46%）、归母净利

6.58 亿元（-18.79%）、扣非 6.45 亿元（-16.13%）；其中 Q3 收入 78.9 亿元（+12.18%），但归母净利仅约 0.44 亿元、同比 -82%，扣非 0.69 亿元、同比
-73.7%——收入增长完全被减值吞噬，这是当前地产链最典型的"增收不增利"。

核心标的及逻辑

- 东方雨虹：Q3 收入 +12.18% 说明需求端并非崩塌，但减值拖累使利润几近归零，后续核心变量是应收减值的出清节奏；收入端的韧性是估值底部的支撑。

- 核心城市二手房中介与物业服务：CITI 指出的"市场重心转向二手房"是最明确的结构性变化，交易结构从新房向存量房迁移，受益方是中介与存量运营服务商而非开发商。

- 消费建材龙头：华泰强调现房销售政策会进一步压制开发商资金链，但同时也加速行业出清，份额向现金流健康的龙头集中。

行业趋势

房地产的核心矛盾已从"政策是否放松"转向"库存与资金链能否撑到需求拐点"。两个外资机构的共识是调整还会持续两到三年，分歧只在于拖累幅度。对二级市场而言，这意味着地产链的投资机会不在总量修复，而在结构迁移——二手房交易、存量房运营、以及能在出清过程中提升份额的消费建材龙头。需要警惕的是，现房销售若大范围推开，开发商的资金周转效率会进一步下降，短期反而加剧投资端的下滑压力。

银行

核心催化

银行成为当日盘面最明确的红利避风港。
盘中观察反复指向同一件事：下午银行代表的红利股持续加强，直接后果是 AI 科技无法形成持续性修复、题材也受到压制；反过来"银行回落之后，题材机器人有点发力往上"。这说明当前市场的资金是在银行红利与科技成长之间做零和的跷跷板切换，而非增量入场。开盘阶段银行往上、市场情绪不佳，CPO 等 AI
容量核心强势回踩，避险资金涌入医药与银行——银行的红利属性在流动性收缩期被放大。

宏观背景提供支撑。 高盛中国报告指出，三季度实际 GDP 同比增长 4.5%、略高于市场预期的 4.4%，9
月工业增加值增长 5.5%，零售和固定资产投资亦好于预期，全年 4.5%-5%
的增长目标大概率能够实现。央行拟将政策利率由 7
天期逆回购利率切换至隔夜逆回购利率，高盛预计明年实施，或令政策利率实际下调 15 个基点；财政方向则与原本预期的适度宽松不同，正在收紧，可能部分抵消货币宽松的效果。对银行而言，"宽货币 +
紧财政"的组合意味着资产端收益率下行但信贷需求偏弱，净息差压力仍在。

核心标的及逻辑

- 国有大行：在利率下行与风险偏好收缩的环境里，高股息、低波动的类债属性是资金抱团的核心原因，其股价表现与 AI 科技形成明显的负相关。

- 区域性城商行：资产质量与区域信贷需求挂钩，在财政收紧背景下，基建依赖度低的区域银行相对占优。

行业趋势

银行股当前的定价逻辑已经与基本面脱钩，更多是市场风格的映射：当科技板块承压、成交额萎缩时，银行作为红利压舱石获得资金流入；一旦风险偏好回升，资金又会迅速撤出。这种"避险工具化"的特征意味着银行股的短期涨跌不宜用净息差或不良率来解释。真正值得跟踪的中期变量是政策利率换锚——若隔夜逆回购成为新锚并实际降息 15bp，银行业的负债成本有望改善，这才是对息差有实质影响的变化。当日盘面上，银行与题材的跷跷板效应是判断市场情绪最直观的指标。

非银金融

核心催化

9 月人身险保费回暖，累计增速由负转正。 10 月 23 日金融监管总局披露 9
月人身险和财产险公司经营情况：1-9 月人身险公司原保费收入 3.86 万亿元、同比 +0.5%，较前 8 月回升 0.7
个百分点；9 月单月保费 2912 亿元、同比 +10.5%，较 8 月的 -13% 大幅反转。财产险累计保费保持增长，但 9
月单月转负。人身险单月两位数增长是本期非银板块最实质的基本面信号——在预定利率下调、产品切换的背景下，保费能重回正增长说明渠道消化能力好于市场担忧。

核心标的及逻辑

- 人身险占比高的上市险企：单月保费 +10.5% 的改善直接对应新单与续期的双重修复，负债端最差的时点可能已经过去；资产端则受益于权益市场回暖带来的投资收益弹性。

- 财险龙头：累计保费仍在增长但单月转负，需区分是车险综改后的基数效应还是非车业务的主动收缩，单月数据的噪音较大，不宜线性外推。

行业趋势

保险板块当前处于"负债端触底回升 + 资产端受益股市"的有利组合中。9 月单月保费 +10.5% 与 8 月 -13%
的巨大反差，说明产品切换的冲击是阶段性而非趋势性的。真正的观察点在于 Q4 开门红的准备节奏，以及预定利率下调后新产品的价值率能否维持。若负债端改善延续而长端利率企稳，保险股的估值修复空间会比较可观；反之若保费回暖依赖趸交冲量，则对新业务价值的贡献有限。

商贸零售

核心催化

赛维时代 Q3 业绩超预期，库存周期拐点确认。 26Q3 收入 35.2 亿元（同比
+23.9%），随着非服库存清理周期结束，增速持续修复；毛利率 41.8%（同比
+0.5pct），人效提升与库存管理优化推动盈利潜力释放；销售费率 35.8%（同比 -0.1pct）、研发费率
0.5%（同比 -0.3pct）、管理费率 1.5%（同比
-0.2pct），费用全面优化叠加资产减值显著收窄，是跨境电商中盈利质量改善最明确的标的。

SHEIN 模式被重新定性为"质变而非衰退"。 市场分歧集中在两点：关税监管新形势下未来增长与盈利趋势的担忧、新模式转型后竞争优势能否延续。核心观点认为公司从零售商转向服务商是为最大化长期价值，配合平台化、海外仓、监管应对等综合手段，业绩与估值有望在拐点后双击；当前转型以自营稳健（1P）与平台放量（3P）为核心目标。

苹果首款折叠屏 iPhone Duo 开售即售罄，供应链紧急上调订单 30%。 上周五（23
日）在官网及各大零售渠道开售后迅速卖断货，苹果已要求供应商加快生产、订单规模上调 30%。分析师看好富士康（2317）、台积电（2330）、新钜科（3376） 受益。这是消费电子零售端最直接的爆款信号。

百达精工卡位具身智能真机数据入口。 与银河通用合资成立百银通用，公司持股 40%
为第一大股东，主营包含机器人整机、核心零部件 OEM 和人形机器人数据采集、后开发与部署；公司已通过 DCMM 三级认证，在数据战略、数据治理、数据质量等八大核心领域达到国内一线水平。

核心标的及逻辑

- 赛维时代：收入 +23.9%、毛利率
+0.5pct、三费率全面下降、减值收窄，四重改善共振，是跨境电商中少见的"增长与盈利同步向上"标的。

- SHEIN 产业链：平台化（3P）放量是估值重估的关键，海外仓与监管应对能力决定关税冲击的实际影响。

- 百达精工：持股 40% 绑定银河通用，DCMM
三级认证背书数据治理能力，是具身智能数据侧稀缺的"真机数据入口"。

- 富临精工：26Q3 营收 72.75 亿元（同比 +122.38%、环比 +21.37%）、归母 3.63 亿元（同比 +140.97%、环比 +358.75%）、扣非 3.52 亿元（同比 +153.01%、环比 +358.01%），铁锂单吨利润提升至 3000 元，业绩大超预期。

- 苹果链（富士康、台积电、新钜科）：iPhone Duo 售罄 + 订单上调 30%，折叠屏渗透率提升带来的增量确定性较高。

行业趋势

商贸零售的分化沿着"渠道效率"这条主线展开。跨境电商中，库存管理能力决定生死——赛维时代的改善本质上来自非服库存出清，而 SHEIN 的平台化转型也是把库存风险转移给第三方卖家。国内零售端则呈现"大促失效"的特征：淘天双 11 第一阶段 GMV 增速仅 4%（目标 6%），平台三季度 GMV 增速仅 1% 左右，靠大促拉动的模式已经走到尽头。真正有增量的地方在新品类与新渠道——折叠屏手机这类硬件创新能创造真实的换机需求（iPhone Duo 订单上调 30% 就是证明），而零食量贩、山姆等新渠道仍在抢夺传统商超的份额。具身智能数据服务则是零售/制造交叉地带新长出来的生意，其价值取决于能否形成可交付、可复用的数据资产。

综合

核心催化

澳门 10 月 GGR 同比降幅扩大至约 10%，高端客群需求疲弱是主因。 10 月 1-25 日澳门行业 GGR 约 176.5 亿澳门元、日均约 7.06 亿澳门元，可比口径同比降幅扩大至约 10%；其中 10 月 20-25 日日均 GGR 进一步回落至 5.91 亿澳门元，除高端客群需求疲弱外，去年国庆假期后同期基数较高也构成拖累。结构上中场日均 GGR 相对抗跌，说明大众客群的修复好于贵宾业务。

高端白油价格失控式上涨。 二类油价格已从 9000 多元/吨上涨至破 1 万元，预计将涨到 1.5 万元/吨；三类油价格已突破 2 万元/吨、本周有望继续上涨。供给端的双重冲击是关键：除卡塔尔 Pearl GTL 产能不可抗力外，巴林 Bapco 的三类油产能也处于不可抗力中——该厂母炼厂核心渣油加氢装置（LC-Fining）被击中起火，原料受限叠波斯湾航道封锁，该装置 40 万吨产能至今停止对外出口。这是地缘冲突向精细化工品传导的典型链条。

国常会提出努力稳定新出生人口规模。 政策定调直接指向三胎与母婴消费链，市场关注阳光乳业、贝瑞基因等标的。这类政策主题的特点是情绪弹性大但业绩传导慢，属于典型的贝塔型交易机会。

双十一抖音美护数据分化明显。 10 月 15 日至 23 日期间：珀莱雅 3.8 亿元（同比 +34%）、毛戈平 1.1 亿元（+42%，日销平稳维持千万级以上）、林清轩 1.1 亿元（+23%）、薇诺娜 1.4 亿元。需要注意 2026 年双十一于 10 月 15 日启动、2025 年为 10 月 9 日，数据存在错期影响，同比增速的可比性打折扣。

核心标的及逻辑

- 君逸数码：已取得银河通用数采中心领域金牌合作伙伴资格，2026 年半年报明确披露双方在管网、文旅、教育、数采中心四大领域建立深度代理合作关系，9 月 1 日互动回复进一步确认已签署协议，是数采中心建设需求中最直接的受益方。

- 恒工精密：与智元合作，恒元智启山东基地二层用于数采、三四层用于整机组装，力争三年累计出厂超 2 万台机器人；厨房、商超场景被 1:1 还原，通过动作捕捉 + VR 遥操作采集不同角度、力度、速度的数据用于训练"大脑、小脑"。

- 数据要素方向：生意宝、三维天地、中广天择、卓创资讯、上海钢联构成数据资产化的交易与确权链条。

- 美护品牌：珀莱雅（+34%）、毛戈平（+42%）在双十一错期背景下仍保持高增，是消费板块中少数有真实增长的细分。

- 澳门博彩产业链：高端客群疲弱、中场相对稳健的结构变化，意味着依赖贵宾厅的业务弹性弱于大众中场。

行业趋势

综合板块本质是"尚未被主流行业分类吸收的边际变化集合"，本期最有价值的三条线索是：一是地缘冲突向化工品价格的传导（三类油突破 2 万元/吨，供给端是设备被击中的硬约束，不是短期扰动）；二是高端消费的双向分化（澳门高端客群走弱、美护国货在双十一逆势高增），说明消费降级与国货替代在同时发生；三是数据要素与数采中心这类政策 +
产业双驱动的主题，仍处在从概念到订单的过渡期，能否落地要看是否有可验证的合作协议与收入确认。

家用电器

核心催化

爱玛科技三季报落地，行业利空出尽。 单 Q3 收入 69.5 亿元（同比 -13.8%）、归母净利 4.4 亿元（同比 -36.9%）、扣非 3.7 亿元（同比 -43.0%），降幅惨烈但符合预期。核心拖累是工厂检查扰动电自出货——单 Q3 总销量 315 万台（-17.5%），其中两轮车 298.2 万台（-17.6%），电自 205
万台。开源家电吕明团队的关键判断是：存量 3C 走认证变更 +
验厂后可恢复，新车直接走最新标准认证，行业利空出尽且进入低基数区间；2026Q2/Q3 电自量分别 166/205 万台（-39%/-30%），量的底部已在形成，Q4 核心策略是稳定库存不冲量。本周五还将邀请认证机构专家小范围交流最新认证进展，这是验证"利空出尽"成色的关键窗口。

摩托车出口数据强劲。 华创家电统计 9 月协会数据：行业 250cc 以上出口 7.9 万辆、同比 +48%，其中 250-400cc 出口 5.5 万辆（+52%）、800cc 以上出口 0.36 万辆（+166%），春风 0.17
万辆贡献主要增量。大排量化的结构性升级是行业最确定的趋势。

核心标的及逻辑

- 春风动力：9 月四轮出口 2.96 万辆、同比 +81%（8 月 +75%）、环比 +28%，在去年 9 月高基数（25M9 约 1.6 万辆）之上继续加速；两轮出口同步大幅提速，是本期数据中最强的单点。

- 爱玛科技：收入利润双降但预期已充分反映，认证切换完成后存量 3C 恢复 +
低基数共振，属于典型的"业绩底 + 政策底"叠加标的。

- 芯朋微：虽归入家电链但实质是电源芯片，10 月 26 日晚发布回购方案（价格上限 114.42 元/股，金额 1500-3000 万元），DrMOS
三次电源整套方案在头部客户的测试已接近尾声、即将进入放量周期，涨价与回购同步彰显信心。

行业趋势

家电板块的分化在加剧：传统白电缺乏增量叙事，而两轮车（电动自行车 + 摩托车）与上游功率半导体是少有的具备产业趋势的方向。电动自行车正处于新国标切换的阵痛期，短期数据难看但竞争格局在出清；摩托车的大排量出口则受益于海外需求与国产品牌力提升的双击。需要警惕的是，若认证切换进度慢于预期，爱玛的"利空出尽"逻辑会被推迟一到两个季度。

环保

核心催化

环保三季报开启，运营资产"高成长 + 红利压舱石"共振。 广发环保（陈龙 & 郭鹏）统计，截至 10 月 23 日已有 23 家环保样本公司披露三季报，垃圾焚烧与水务运营资产保持稳健增长，分红保障持续强化，高股息标的配置价值凸显。建议关注 晨丰科技、瀚蓝环境、光大环境、上海实业控股、绿色动力环保、山高环能、卓越新能、永兴股份、洪城环境。这条主线的本质是：在利率下行与市场风险偏好收缩的环境里，现金流稳定、分红可预期的公用事业型环保资产正在被重新定价。

朗坤科技经营利润超预期，环保 + 算力双轮。 26Q3 营收 6.74 亿元（同比 +26.9%、环比 +25.2%），归母 0.92 亿元（同比 -10.1%、环比 -6.4%），扣非 0.95 亿元（同比 -7.2%）；表观利润受非经营因素拖累，但经营利润同比增长 30%（此前预期 15-20%），26Q3 毛利率 33.7%（同比 +2.0pct）。预付款高增指向算力业务稳步推进，目标市值 150-200 亿元，是本批中少见的"环保主业 + 新业务弹性"组合。

润邦股份营收利润承压但订单饱满。 前三季度收入 32.89 亿元（同比 -29.96%）、归母 1.54 亿元（同比 -31.44%）、扣非 1.29 亿元（同比 -41.22%）；但存货与合同负债双双高增，在手订单饱满，前三季度毛利率 23.22%（同比 +3.34pct），Q3 毛利率环比回升，收入确认节奏是短期业绩的主要扰动项。

核心标的及逻辑

- 瀚蓝环境、绿色动力环保、光大环境：垃圾焚烧运营龙头，现金流与分红确定性最高，属红利型底仓。

- 洪城环境、上海实业控股：水务运营资产，业绩稳健、分红保障强化。

- 朗坤科技：环保主业毛利率改善叠加算力业务放量，业绩弹性最大，但表观归母仍在下滑，需跟踪算力收入的实际确认节奏。

- 润邦股份：在手订单饱满是核心支撑，收入与利润的阶段性承压来自交付节奏而非需求，毛利率同比提升 3.34pct 说明盈利质量在改善。

行业趋势

环保板块的投资逻辑已经彻底从"工程成长"切换到"运营分红"。这一转变意味着两件事：一是估值锚从 PE 转向股息率，利率环境成为比业绩增速更重要的变量；二是行业内部分化加剧，拥有优质运营资产的公司持续获得资金青睐，而依赖工程订单的公司仍难摆脱应收与现金流的困扰。朗坤科技这类"环保 + 算力/新能源"的跨界尝试，是运营型公司在增长瓶颈下寻找第二曲线的典型路径，成败取决于新业务能否形成独立的现金流而非仅仅贡献收入。

催化日历

| 日期 | 事件 | 关注点 |

|---|---|---|

| 10 月 27 日 | 天津农机展调研 | 农机链现场订单与新机型 |

| 10 月 27—29 日 | 美联储 10 月 FOMC 议息会议 | 高盛基线：本月维持利率不变，12 月再加一次 |

| 10 月 27—31 日 | 三季报披露冲刺周 | 硬件交付节奏、存货与合同负债前瞻指标 |

| 10 月 28 日 | 鼎泰高科电话会 | PCB 刀具/微钻景气与 AI 板需求 |

| 10 月 29 日 | 鼎阳科技调研 | 高端示波器与测试测量国产化 |

| 10 月 30 日 | 应流股份调研 | 两机叶片与核电/航发订单 |

| 10 月 31 日 | 三季报法定披露截止日 | 未披露公司的尾部风险集中释放 |

11 月

| 日期 | 事件 | 关注点 |

|---|---|---|

| 11 月 4 日前 | Kimi K3.1 Pro 完整权重开源 | 国产模型能力对标（AA 综合智能指数 55 分、全球第四，距 Claude Opus 5.5 仅 3 分） |

| 11 月上旬 | Anthropic 拟于 11 月 IPO | S-1 已递交、代码 ANT；发行价区间与 3Q26 收入待填列 |

| 11 月 3—5 日 | ZX 武汉年度策略会 | 船舶、AIDC、AIPCB 设备、工程机械、机器人、出海、内需、新能源头部公司集中交流 |

| 11 月 11 日 | 空军成立 77 周年 | 军工宣传窗口，与 12 月航展形成连续催化 |

| 11 月中旬后 | 珠海航展参展装备集中披露窗口 | 军贸订单与新型号亮相（多家机构指向 12 月航展，11 月中旬起进入预热） |

| 11 月 11 日 | 双 11 全周期收官 | 天猫目标 +6%、第一阶段 +4%；抖音大盘 +19.2%、美妆 +28.3% |

| 11 月内 | 国常会"稳定新出生人口规模"配套落地 | 生育相关消费与辅助生殖链条 |

12 月

| 日期 | 事件 | 关注点 |

|---|---|---|

| 12 月 | 美联储议息会议 | 高盛基线：再加息一次，为本轮周期终点；2027 年 3 月不再加 |

| 12 月 7 日 | COINS 法案拟议规则公众评论期截止 | "禁股权、放许可"，License 出海通道不受影响；最终规则约 2027 年 3 月落地 |

| 12 月 | 珠海航展 | 印巴空战后首届，国际化程度与展品规模更高；军贸为核心看点 |

2027 年一季度

| 时间 | 事件 | 关注点 |

|---|---|---|

| 2027 Q1 | 英伟达 T2000/T3000 供货 | 智微智能等已披露将同期推出配套产品与解决方案 |

| 2027 Q1 | 帝斯曼藻油 2.5 万吨设备到货安装 | 预计 2027 一季度末至二季度初大部分产能达成 |

| 2027 Q2 | 摩根士丹利黄金目标价 5000 美元 | "同样避风港、不同风暴"框架下黄金仍为金属板块首选 |

| 2027 年 4 月 | 特斯拉 AI5 集成进入 Optimus 本体 | 最快 2027 年底达成周 2 万台（年化 100 万台） |

连板与强势股

| 高度 | 个股 | 所属方向 |

|---|---|---|

| 4 板 | 上海九百 | 消费（本地零售） |

| 3 板 | 赛福天 | 机器人（钢丝绳/传动） |

| 3 板 | 多伦科技 | 机器人 |

| 3 板 | 正裕工业 | 机器人（减震/零部件） |

| 3 板 | 襄阳轴承 | 机器人（轴承） |

| 2 板 | 万向钱潮 | 机器人（丝杠/传动） |

| 2 板 | 创维数字 | 物理 AI（Ego 数采设备） |

| 2 板 | 福莱新材 | 物理 AI（触觉传感/电子皮肤材料） |

| 2 板 | 大名城 | 地产 |

当日强势个股与题材归属

机器人（板块最强主线）：赛福天、睿能科技、多伦科技、正裕工业、襄阳轴承、大业股份、朗特智能、华阳智能、上纬新材（涨停，消费级人形启元 Q1 + HIL-UMI 数采）、江苏北人。

物理 AI：凡拓数创、创维数字、世纪恒通、华依科技、福莱新材、中广天择、天娱数科。

消费异动：桂发祥、大西洋、百洋股份、澳洋健康（"洋字辈"辨识度联动）。

其他：盛天网络涨 14%（AI 互动影游，AI 音乐产品 Make Best Music 月流水接近 100 万美元）；四大行除中国银行外三家中阳线上涨、中国石油中阳线上涨（护盘属性）；聚辰股份大跌（Q3 归母转负，实为投资收益亏损拖累、单季营收与扣非创历史新高）。

上周（10/19—10/23）板块涨跌榜

计算机（中信）指数单周上涨 5.59%，跑赢创业板指（-3.18%）与上证指数（-0.69%）。

涨幅前三：凡拓数创 +89.05%、海天瑞声 +79.98%、索辰科技 +53.44%——三者均属物理 AI 的仿真训练/数据标注/空间数据环节。

跌幅前三：盛视科技 -26.12%、ST 航图 -14.75%、开普云 -13.99%。

盘面特征与操作含义

其一，主线极度集中但核心不进攻。物理 AI／机器人占据涨停板绝大多数，但高位核心（宇树科技、兆威机电、大业股份、凡拓数创）当日均为"下午才强"或被动跟涨，属于典型的弱分歧。低位数采集成方向反而在加强。这种结构的含义是：资金在做"扩散"而非"抬升"，通常对应行情的中后段。

其二，指数与题材背离。沪指 +0.19%、上证 50 +0.41%，但深成指 -1.19%、创业板指 -1.71%、科创 50 -2.23%，成交 1.62 万亿元、缩量 17.73%。权重护盘（银行、三桶油）掩盖了成长股的普遍回撤。

其三，CPO/CCL 连续第二个交易日走弱，光模块龙头大幅回踩，PCB 出现补跌——前期从光模块切向 PCB 的资金被"定向狙击"，本质仍是筹码问题而非基本面问题。

结论：连板高度只有 4 板且非主线品种，说明市场风险偏好尚未真正修复；主线集中在首板至 3 板区间，属于"接力有效、高度受限"的状态。在缩量格局下，追高的胜率低于等分歧后的二次启动。

ETF关注

股票型 ETF 近一周净流入 1539.22 亿元。拆开来看结构极不均衡：宽基指数净流入 1552.35 亿元，行业主题净流出 49.32 亿元，策略主题净流入 36.19 亿元。

宽基指数中，沪深 300 净流入 636.10 亿元、创业板指 246.36 亿元、科创 50 193.06 亿元，三项合计占宽基流入的 69%。行业主题中，中游制造净流入 20.17 亿元、必选消费 14.08 亿元居前；周期净流出 31.65 亿元、科技净流出 29.75 亿元居前。

所以呢：这是典型的"被动托底"而非"主动做多"结构——资金买的是指数 beta，卖的是行业 alpha。科技类 ETF 一周净流出近 30 亿元，与光模块、CCL 连续两日走弱相互印证。宽基流入的持续性取决于汇金/国家队的行为，而不取决于基本面，因此它提供的是指数的下沿支撑，不构成风格切换的理由。

二、单日数据：上周五（10 月 23 日）净流入 585.12 亿元

上周五股票型 ETF 净流入 585.12 亿元，其中宽基 554.60 亿元、行业主题 11.82 亿元、策略主题 18.70 亿元。当日沪深 300 与创业板指方向净流入居前，且午后科创板、沪深 300 方向宽基 ETF 明显放量。

所以呢：上周五的 V 型反弹本质是"ETF 放量 + 北向早盘进场 + 多家 CPO 公司午休公告维稳股价"三者叠加的结果。这类由资金端驱动的反弹，通常能维持一周左右的震荡，但缺乏延续性——除非本周美股三大云厂的 capex 指引给出产业层面的新支撑。

三、大类资产：债券 ETF 吸金远超股票，避险特征明显

近一周利率债 ETF 净流入 70.09 亿元（国债 +65.74 亿元、政金债 -8.20 亿元）；信用债 ETF 净流入 284.12 亿元（短融债 +20.26 亿元、公司债 +244.08 亿元、可转债 +9.52 亿元）；黄金 ETF 净流入 1.68 亿元。

所以呢：信用债单周 284 亿元的流入规模是股票型 ETF 的五分之一，且集中在公司债——这说明避险资金在追求"有票息的安全垫"，而非纯粹的无风险利率。固收团队的观点值得记录：基本面和融资需求决定债市风险仍不大，但债市赔率已降低、监管态度有变化，避险资金的交易属性决定其随时可能撤出，建议保持持仓、适度微调、注意流动性。

四、跨境 ETF：港股科技是唯一净流入方向

跨境指数近一周净流入 41.60 亿元，其中香港市场净流入 24.08 亿元。恒生科技 +21.79 亿元、纳斯达克 100 +9.13 亿元、中国互联网 50 +7.40 亿元、恒生互联网科技业 +7.05 亿元。

所以呢：恒生科技是跨境里流入最集中的方向，但同期恒生科技指数月内下跌 9.0%、NTM PE 降至 17.19 倍——这是典型的"越跌越买"式左侧布局。需要留意的是，港股卖空成交占比仍高达 18.20%，南向近 30 日净流入规模从 135 亿元收缩至 114 亿元，说明买盘力量在减弱。左侧布局成立的前提是指数不再破位。

五、首批主动 ETF：四家募集超 10 亿，南方触及 20 亿上限

截至 10 月 26 日上午，仍在募集的 15 只主动 ETF 产品中，至少 4 家募集规模超 10 亿元：南方基金已触及 20 亿元上限并将提前结募，华泰柏瑞逼近 20 亿元上限，大成基金超 15 亿元，天弘基金超 12.5 亿元。

所以呢：主动 ETF 是今年产品端的最大变量，它的意义在于把"主动管理能力"装进了 ETF 的壳，对存量被动宽基和传统主动公募都构成分流。当前募集火爆更多反映渠道推动力，而非投资者对后市乐观——首批产品的建仓方向才是真正值得跟踪的信息。

六、可关注的 ETF 方向（均为当日帖子提及，非新增建议）

其一，宽基托底逻辑：沪深 300、科创 50。理由是近一周净流入居前且盘中有明显放量，属于"国家队行为"的映射。

其二，船舶：造船板块被国金机械、长江军工等多次提及（1—9 月新接订单份额 82%、二手船价指数 223 点续创新高），相关帖子在推荐标的中直接列出"船舶 ETF"作为参与方式。

其三，债券类作为防守：国债 ETF 与货币类产品在股市下跌中承接避险资金，但需注意赔率已降低、监管态度有变化，宜作为流动性管理工具而非收益来源。

风险提示：行业主题 ETF 已连续净流出，说明用 ETF 参与结构性行情的性价比在下降；若后续科技类 ETF 流出加速，往往对应板块二次探底。

海外财报速览

10 月 26 日公开递交 S-1，高盛与摩根士丹利为承销代表。2025 年全年收入 45.9 亿美元，2026Q1/Q2 分别为 47.3 亿与 115.6 亿美元，Q2 环比 +144%；2026H1 累计 162.9 亿美元，为 2025 年全年的 3.5 倍。盈利端首次转正：2Q26 GAAP 经营利润率 8%，调整后经营利润率 19%。收入结构中按量计费占

80%、订阅占 20%，美国以外收入占比亦有披露。三季报口径另有"10 月 14 日披露 Q3 收入 168 亿美元、环比 +45%"的转述，与 S-1 中 2Q26 数据口径不同，需以招股书为准。发行价区间、3Q26 收入、10 月 31 日 Run-Rate Revenue 及算力承诺总额均未填列。

关键含义：这是 AI 大模型公司第一次以完整财务报表接受公开市场定价，"AI 收入是否可持续"从此有了可审计的基准。但定价环节空白意味着短期无法完成估值切换。

Meta（META）

Q3 营收 646 亿美元（+26%），资本开支 349.1 亿美元，自由现金流 -21.2 亿美元（承压）。2026 年资本开支指引收窄至 1350—1450 亿美元，2027 年预计继续积极投资。同日宣布约 950 亿美元股权融资：立即执行约 350 亿美元（225 亿 A 类普通股含远期出售 + 约 125 亿强制可转换优先股存托股份），另有最高约 600 亿美元 ATM 计划待 C 类股开始交易后启动。强制可转换优先股预计 2029 年 8 月 15 日前后必须转为普通股，无需到期偿还本金。英伟达、AMD、博通有意认购最多 50 亿美元。

关键含义：从债权转向股权融资，是 AI 资本开支持续性最值得警惕的信号——它把成本从"利息"变成了"股本稀释"，也把 2027 年以后的潜在供给压力提前定价。

Bloom Energy（BE）

Q3 营收 12.36 亿美元（+138.1%），全年营收指引上调至 44—46 亿美元（中值同比 +122%），并正式纳入标普 500。渠道反馈同时指出，其负的经营现金流与不断增加的应收账款已对股价形成压力。

关键含义：AIDC 供电链的需求真实性无需怀疑，但"需求强 ≠ 现金流好"。这与国内杰瑞股份（燃机订单 31 亿美元、合同负债 71 亿元较年初 +263%）形成对照，后者的现金流质量更优。

亚马逊（AMZN）

CEO 博客访谈披露：2026 年资本开支 2200 亿美元仍无法满足 AI 算力需求，投入受真实订单驱动；2026 年算力基本售罄、2027 年接近售罄、2028 年已有大量产能被预订；内存（HBM 与传统 DRAM 争产能）是重要瓶颈，供应紧张可能持续数年；AWS 的 AI 业务仅三年突破 250 亿美元年化收入；企业级 AI 应用仍处早期，未来 5—7 年推理需求有望大规模增长。另宣布 2027 年向德国投资超 160 亿欧元，其中 48 亿欧元用于扩建 AWS 欧洲法兰克福区域。

UBS 维持买入、目标价由 318 美元上调至 348 美元（对 248 美元现价约 40% 上行），核心是 AWS 2027 年收入约 2560 亿美元、经营利润率 46%（高于市场 38%—39%）。

SpaceX（未上市）

马斯克称已敲定 400 亿美元债务融资，得益于投资级信用评级及星链、发射业务收入；资金主要用于采购 GPU，芯片明年一二季度交付，对本季度影响不大。但"敲定"的具体内涵尚不明确，投资方是否已完成发行定价未获知。同时马斯克警告：债务市场已基本停止向缺乏 AI 数据中心以外稳定收入的公司提供融资，预计全球 200 多家 NeoCloud 将大幅出清。

苹果（AAPL）产业链

iPhone Duo 于 10 月 23 日开售即全部售罄，供应链被要求加快生产、订单规模上调 30%；调研机构将今年出货预期从 600 万台上调至 800 万台，第二批货预计 2027 年 1 月 22 日开始发货。黄牛报价一度达 10 万新台币，对首发原价 74900 新台币溢价约 33%。摩根大通第 7

周供货追踪：Duo 全球交期约 94 天且各地均不可门店自提；iPhone 18 Pro / Pro Max 交期分别 7 天 / 21 天，与去年同期相当，中国 Pro 交期仅 1 天。受益标的：富士康（2317）、台积电（2330）、新钜科（3376）。

三星电子 / SK 海力士 / 美光（存储）

据专家采访，三星 HBM 报价 4.50 美元，美光 4.00 美元，SK 海力士 3.60—3.80 美元。三星溢价源于能提供更大、更可靠的供应量——数据中心客户需可预测供应以规划服务器部署。若以三星价格为 100 指数，SK 海力士通常 90—95、美光服务器产品 70—80。

微软（MSFT）

花旗在费城 Frontier Tour 后访谈逾 10 家伙伴与客户，认为新版 Copilot 依托覆盖 Work、Fabric、Foundry 的 Microsoft IQ 层显著提升产品整合度与工作流连续性；企业客户正由 AI 试验转向生产部署，部分用户从前沿模型平台回流，支持 M365 Copilot 席位与用量计费、Commercial Cloud 及 Azure 增长。

美国互联网板块估值表（JPM 覆盖 52 家）

JPM 提供 2026—2028 年收入、GAAP 及非 GAAP 每股收益、自由现金流、EBITDA 与估值倍数。选择性增持集中在大平台、部分高增长及现金流改善标的，板块观点并非全面看多。关键提示：Alphabet、Amazon、Meta 与 SpaceX 的自由现金流预测显著为负，资本开支与盈利兑现是核心变量。目标价统一截至 2027 年 12 月。

⚠ 风险提示

地缘冲突与油价的尾部风险是本轮最不可控的变量。 布伦特原油本周约 112 美元/桶、一度触及年内新高，WTI 同步走强，触发因素是霍尔木兹海峡多艘油轮触雷或遭袭、红海与阿曼湾发运量下行，供应减少预期强化。德意志银行给出了极端分化的双情景：冲突快速平息、达成和谈则 2027 年布油跌至 74 美元；战事长期蔓延、封锁石油航道则飙至 130 美元，高低价差达 56 美元。同时德银明确预警，中东油轮遇袭数量已刷新本轮冲突新高，航运风险持续走高。高盛把"油价高于预测"列为当前最大的通胀上行风险，这意味着油价一旦失控，将同时压制全球风险资产估值与国内货币宽松空间。

AI 资本开支的融资结构正在恶化，这是估值压缩的直接来源。 Meta 预计 2026 年资本开支 1350-1450 亿美元，同时启动约 350 亿美元股权融资并拟设 600 亿美元 ATM 计划（合计约 950 亿美元）；马斯克则指出债务市场过去几周几乎已停止向缺乏 AI 数据中心以外稳定收入的公司提供融资，NeoCloud 因此遭遇恐慌性抛售，只能靠投资级信用与政商关系抢电力合约。这里存在一个自我强化的负循环：AI capex 依赖现金流与融资，融资依赖盈利预期，盈利预期又依赖 AI 需求兑现——任一环节松动都会引发连锁下修。市场的即时反馈是，全球对冲基金在周四经历了表现最糟糕的交易日之一，半导体与基础设施板块的长期持仓被集中抛售。

滞胀交易的扩散使多资产同步承压。 全球盈利增长看 AI、通胀则短期更看美伊问题，而这两个问题短期都在恶化。在看不到美伊局势明确缓和之前，市场对滞胀的定价很难逆转，风险资产在多资产间的性价比虽在提高，但组合层面的回撤压力并未解除。

估值与筹码：跌幅已深，但出清不足。 中金测算，沪深 300、创业板指、恒生指数、恒生科技自年内高位以来分别累计回调 20.2%、41.1%、18.9%、35.8%，年内收益均已转负，部分龙头已回到接近"924"水平，A 股整体估值回落至历史均值以下。但机构提醒，恐慌情绪虽已接近历史高分位数（约 90%），筹码出清程度仍略有不足，短期或有反弹，中期在外部条件不变的前提下仍需去杠杆；大周期反转的路标是美债利率重新下降

，而非单纯的情绪修复。此外，周末物理 AI
方向的卖方电话会密集召开，板块已从冷门转为拥挤，追高的风险收益比明显恶化。

汇兑损失成为三季报的普遍性扰动。 思源电气 Q3 收入 +30.7% 但归母仅 +4.5%、九号公司 Q3 归母
-37.2%、珠海冠宇 Q3 归母 -86.67%、恒立液压前三季度归母仅 +3%、横店东磁前三季扣非
-20.9%、网宿科技期内汇兑损失 1.90 亿元——人民币汇率波动在本季对出口型与海外收入占比高的公司造成了系统性拖累。这类损失多属非经营性，但会实实在在压低报表利润并干扰市场对真实经营质量的判断。

业绩与减值是另一层隐忧。 东方雨虹 Q3 收入 +12.18% 但归母仅 0.44 亿元、同比
-82%，减值几乎吞噬全部利润；赤峰黄金 Q3 归母
-41.84%，黄金产销下降叠加售价回落与成本上行；甘源食品 Q3 收入 -6.40%、毛利率同比
-1.5pct；寒武纪营收同比 +104.5% 但环比仅
+13.5%，存货与预付款全面攀升，交付能力而非需求成为约束；新集能源 Q3 归母环比 -20.84%
主因计提资产减值 1.05 亿元。地产链的应收减值风险尚未出清，是四季度最需要警惕的报表雷区。

成本端的结构性上涨正在侵蚀中游利润。 二类油从 9000 多元/吨涨破 1 万元、三类油突破 2 万元/吨，卡塔尔 Pearl GTL 与巴林 Bapco 双双不可抗力；硫磺价格上行使兴福电子 Q3 毛利率环比
-1.1pct；钨价上涨压制钻针企业表观利润；消费级存储涨价对 SoC 企业的利润影响集中在 2026
年二三季度。这些成本冲击的共同特点是短期无法通过提价完全传导。

政策与监管的不确定性仍待落地。 COINS
法案拟议规则首次将生物技术纳入对外投资"禁止技术"清单，目前为征求意见稿、公众评论期至 12 月 7 日，最终版本的范围仍可能变化；地产现房销售政策若大范围推开，将进一步压制开发商资金链与投资；集采"反内卷"与检验价格调整的方向虽趋温和，但各省落地节奏不一；电动自行车新国标认证切换的进度直接影响爱玛等企业的恢复时点。

信息噪音风险需要单独提示。 当日出现假冒账号发布胜宏科技业绩小作文的情况，以及"8 卡 B300 走私价从 1400 万涨至 1800 万、有货的基本都是骗子"这类产业链传闻。在物理 AI 与算力主题高度拥挤的阶段，未经证实的小道消息对股价的扰动会显著放大，需以公司公告与正式财报为唯一依据。

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。