思维纪要社 2026-10-27 每日汇总

总帖子数621条 | 有效帖子503条 | 总字数74422 | 阅读时间预估149分钟

核心事件

当日主线可以一句话概括："三季报兑现"与"物理AI新叙事"在同一天完成了一次资金再分配。上证综指跌1.33%、创业板指跌3.41%、科创50跌4.81%，全市场缩量、尾盘才靠国家队第8个交易日托底收窄跌幅；但物理AI/具身智能数据采集链条逆势走出分歧上涨，成为唯一有持续性的主线。原因不复杂——硬件涨价链的三季报虽然漂亮，股价却已提前定价，三环等标的反而因"海外大模型收入增长放缓"被机构集中卖出重新定价；资金于是从"已兑现的业绩"转向"尚未被定价的叙事"，而当日恰好有三个催化同时落地：Anthropic递交S-1、大摩人形机器人调查、智元发布重载新品。

一、物理AI数据采集：从"本体"外溢到"铲子"

这是当日唯一形成板块效应的方向，逻辑链是：OpenAI新模型对VLA与世界模型的概念性颠覆 → 通用模型越强、真实物理交互数据越稀缺 → 数据采集（而非本体硬件）成为价值量最大、预期差最大的环节。大摩基于94家企业的2026年AlphaWise中国人形机器人调查给出"意向高涨、部署渐进"的结论，智元则在前一日发布安规级重载具身机器人精灵G2 Max（单臂负载20kg、双臂额定40kg、峰值更高），G2主打遥操作数采、G2 Max面向重载工业场景。

所以呢，可操作的方向被拆成四个子环节，且都能对应到当日真实公告或调研：采集设备（创维数字、奥比中光、龙旗科技、利亚德的EGO设备；上纬新材的HIL-UMI路径实测整理桌面采集效率达5.63倍）、触觉与灵巧手（广发机械视为"数采下一个主线"，兼具通胀与耗材属性；慈星股份称织物数采手套全球独家卡位、已对接宇树/小米/小鹏）、IMU与惯性捕捉（芯动联科为上游芯片、华依科技、中海达）、服务与运营（开普云自称A股真机数采第一股，首个订单1000小时以上、验收效率95%以上；阿尔特为光轮智能数采核心供应商，与富士康合资的富特康首批意向订单1.6万台；华数传媒控股55%浙江具身智能数据运营；天亿马卡位汕头"来数加工"试点；国脉科技以福州理工学院约1.4万名学生做低成本数采）。

需要提示的是，这一轮是预期交易而非业绩交易：宇树科技已主动提示估值300多倍、显著偏离市场平均；当日机器人板块本身只是"弱分歧、震荡"，真正上涨的是低位、低成交量、易抱团的标的。

二、Anthropic S-1：AI资本开支的"证伪风险"被压低

10月26日Anthropic向SEC递交S-1、拟以"ANT"登陆纳斯达克。核心数字：2026H1营收162.86亿美元、同比+1300%，其中Q2单季115.55亿美元、同比+1368%；Q2首次实现GAAP经营利润转正9.74亿美元（OPM约8.4%，加回股权激励后约19%）；1H26经营现金流+40亿美元；披露约6570亿美元算力合同、其中约4000亿美元为不可撤销承诺；预计在SpaceXAI与英伟达算力资源上支出最高1205亿美元；1H26账面净亏损约807亿美元（主要来自股权激励等非现金项）；48%营收通过CSP渠道。

这条信息的含义不在估值，而在需求端的刚性下限被写进了法律文件。兴证海外TMT的判断是"capex证伪风险降低"——4000亿美元不可撤销承诺把2027年前的算力采购锁死，这直接对冲了市场对"AI资本开支见顶"的担忧；天风海外科技则强调这是第一次把前沿AI实验室完整摊开给公开市场定价。反面同样要看清：80%收入基于消费级订阅，明年收入几乎完全取决于实际使用量，且"可预见的未来不预期支付股息"。

三、涨价链三季报很漂亮，但定价逻辑已经换了

硬件链的三季报是当日数据密度最高的部分：沪电股份Q3净利同比+161%、环比+60%；南亚新材、金安国纪Q3净利增长超10倍；景旺电子Q1-3营收152.33亿、同比+37.4%；国际复材Q3归母6.5亿、同比+1453%、环比+75%

，是电子布公司中环比增幅最大的一家；德福科技Q1-3营收145.83亿、同比+71.56%；铜冠铜箔65.33亿、同比+37.99%；无源环节光库科技Q3归母环比+37%、长芯博创环比+42%；联特科技Q3营收5.8亿创单季新高、北美CSP客户占比过半，是"北美需求落地"第一次在财报端得到验证。

但同一天，三环集团跌幅较大，原因被明确指向"海外大模型收入增长放缓预期下，市场对电子布、PCB、MLCC、CCL、铜箔整条涨价链重新定价，部分机构集中卖出"。结论是：涨价链的定价权已从"这个季度涨了多少"切换到"终端需求还能不能持续"，往后看业绩超预期不再自动等于股价上涨，需要需求侧的新证据（CSP资本开支指引、AI服务器出货）来续命。

四、存储与端侧：压制因素正在反向

东芯股份Q3营收17.95亿元、同比+682%、环比+76%，归母8.30亿元，利基存储涨价持续释放弹性；香农芯创Q3营收462.21亿元、同比+398.3%、环比+2.x%，企业级存储布局推进。天风电子给出"存储压制减弱+汇率拖累消退+物理AI承载"的端侧三重共振框架——过去一年存储涨价是端侧最大压制，当前存储价格趋稳后，备货与稼动率有望同步回升。这条线索对消费电子、模组、SoC是中期利好，但需要等Q4备货数据验证。

五、AI数据中心电力：订单从"意向"变成"合同"

东方电气与加拿大数据中心新签30台燃气轮机订单、合计2.1GW，同时签订数十台余热锅炉等配套；杰瑞股份自2025年11月至2026年8月累计新签燃机发电机组及配套设备订单超31亿美元（约209亿元）。这印证了AIDC供电从"缺电叙事"进入"设备下单"阶段，燃机、余热锅炉、配电、变压器是最直接的受益环节。

六、锂电材料：涨价在利润表上第一次显性化

富临精工Q3营收72.75亿、同比+122%、环比+21%，归母3.63亿、同比+141%、环比+359%，涨价落地后单吨盈利显著改善；恩捷股份Q1-3归母17.9亿、同比+2179%；鹏辉能源Q3营收68.88亿、同比+110%、归母3.62亿同比+79%；盛新锂能Q1-3营收116亿、同比+276%、归母12.3亿同比+264%；厦钨新能224.39亿、同比+71.83%。分化在于当升科技——Q3营收69.80亿同比+135%，但归母1.23亿同比-36%，汇兑与芬兰基地亏损是主因。材料端的涨价周期已被财报确认，但每家公司的汇兑、海外产能、客户结构会显著拉开盈利差距。

七、医药：创新药与CXO同时走出阴霾

恒瑞医药Q3营收89.53亿、同比+20.55%，归母24.58亿、同比+88.92%，扣非25.14亿、同比+90.93%，被国泰海通定性为"强势筑底、创新药增长走出阴霾"；诺诚健华Q1-3营收约21亿、同比+88.2%，奥布替尼持续放量且礼来BD进一步兑现平台价值；CXO端康龙化成Q1-3营收120.03亿、同比+19.01%，博腾股份Q3归母翻倍并给出Q4收入同比+20%~30%指引。海外CXO自10月14日以来集体走强（三星生物+20.4%、查尔斯河+19.5%、Fortrea+13.9%、Lonza+12.1%），构成国内CXO的情绪与估值锚。

八、新消费的裂缝：泡泡玛特Q3大幅下滑

泡泡玛特公布26Q3经营数据：整体收益同比下降45%~50%，其中中国-25%~-30%、亚太-65%~-70%、美洲-70%~-75%、欧洲及其他-50%~-55%。这是当日最重要的负面信号之一——虽然管理层在业绩会给出"海外各市场Q4环比增长、国内全年收入正增长"的指引，且26H2集团毛利率环比降幅不超2pct，但单季近腰斩的幅度说明潮玩的高增长周期已经出现明确拐点，对出口链、IP衍生、跨境电商的估值都有外溢压力。

九、地产与消费的"分子端"仍在恶化

瑞银指出珠海华发集团正与至少三家银行洽谈贷款展期及降低融资成本，若落地将是大型地方国企开发商寻求债务展期的首例，直接引发市场对国企开发商流动性的担忧。高盛第43周数据显示样本城市新房、二手房成交面积分别环比-4%和-5%，同比-12%和+9%，新房搜索热度环比-3.3%。消费端，双汇发展Q3营收147.71亿、同

比-8.5%、归母13.37亿同比-18.3%；格力电器Q3营收369亿、同比-7.9%、归母39.96亿同比-43.31%（还原汇兑后扣非-4.x%）。地产与可选消费尚未出现可交易的拐点。

十、海外风险事件：巴西大选的溢出

巴西大选意外推动拉美资产强烈风险规避：雷亚尔单日贬值约8.1%、盘中一度贬12.57%，Ibovespa盘中跌约15%，巴西长端市场计入显著财政风险溢价。这类事件通常只影响新兴市场配置情绪，但在美元流动性本就偏紧的环境下，会放大外资对新兴市场的整体减仓意愿，需要与周三FOMC的表态合并观察。

宏观策略

当日的宏观图景是"外部叙事回暖、内部承接乏力"：隔夜美股三大指数齐涨、纳指领涨，AI情绪因Anthropic递交S-1而修复，韩股KOSPI大涨3.09%报5638.3点、外资净买入4.47亿美元；但A股高开不到一分钟即回落，上证综指收跌1.33%、科创50跌4.81%、创业板指跌3.41%，成交约1.6万亿元、无显著改善，尾盘再度靠稳定资金托住3700点。这种"外围正反馈、内部分歧"的组合，本质是A股当前的矛盾不在外部定价，而在自身筹码与信心。

一、宏观事件：三条增量信息

国内工业利润继续修复，但成色需要打折。 9月规模以上工业企业利润同比增长14.1%，较8月的4.9%明显加速；1-9月高技术制造业利润同比增长52.0%。高盛的拆解值得注意：季调后环比基本持平，增速改善主要受基数效应推动，而非需求端实质加速。这意味着利润修复对顺周期板块的支撑是"温和"而非"强劲"，不宜据此线性外推四季度盈利。

海外方面，美国9月CPI略超预期。 CPI同比3.7%、核心CPI同比2.6%，均小幅高于预期，通胀压力未真正缓解；但就业放缓使连续加息更趋谨慎。截至10月25日，市场对10月加息概率的定价已降至10%，而12月至少加息25bp的概率约76%——即"10月暂停、12月再加"是基准情形。周三FOMC的看点不在是否行动，而在官员对下一次加息还有多少耐心、会不会推迟。

地缘溢价短期回吐。 沙特、土耳其、巴基斯坦高官访伊磋商，斡旋方推动美伊互让协议，油价自近半年高位回落（此前布油一度升至117美元），通胀担忧随之缓和；但胡塞袭击沙特、美伊对峙与霍尔木兹风险并未根除，能源供应溢价只是短期回吐而非趋势消失。同期卢拉逆转连任巴西总统，巴西股汇遭遇大规模抛售——雷亚尔单日贬值约8.1%、盘中一度贬12.57%，Ibovespa盘中跌约15%。

二、市场影响：筹码出清接近尾声，但右侧未确认

东吴宏观的"五个维度"给出了本轮调整的位置感，值得完整引用：其一，创业板本轮最大回撤超43%、一度回吐前期涨幅的63%，与2015年、2022年首轮下跌的回吐60%-65%见底规律已相当；其二，10月1日至23日主要宽基ETF净流入约2500亿元，其中沪深300ETF 1052亿元、创业板与科创50相关ETF分别455亿、434亿元，逆势承接明确；其三，情绪指标多降至一年低位——两市成交1.43万亿元较6月高点降超60%，创业板、科创50换手率低至1.84%、0.89%，两融余额2.46万亿元较高点回落近20%、担保比例250%，期权隐含波动率接近3月低点；其四，政策端已见企稳信号——央行设非银赎回流动性支持工具、扩大SLF范围并研究隔夜回购利率转为主要政策利率，证监会推进长周期考核与中长期资金入市、注册首批18只主动ETF；其五，11月日历效应偏强，2018-2025年6个主要宽基指数11月均收涨。

但"底部区间"不等于"右侧确认"。华鑫宏观策略的判断更贴近当日盘面：微观筹码出清进入尾声、宽基ETF放量托底，止跌企稳信号已现，但外部核心矛盾（AI资本开支与回报的验证）仍在进行中，大概率是震荡反弹而非趋势反转。盘前的主流预期也指向"需要等一个科技企稳与非科技共振的节点，才能确认普涨进入右侧"。

值得记录的细节是市场宽度：10月A股下跌家数在8日至26日的14个交易日里，有5天超过4300家（10月14日4496、15日5108、22日4999、26日4922、12日4325），10月23日仅909家下跌。这种极端摆动说明当前是典型的存量资金高频换手、缺乏主线承接的结构，任何单一板块的上涨都以其他板块失血为代价。

三、策略含义：哑铃而非单边

短期（1-4周）：哑铃两端。一端是低位主题轮动——筹码结构较好且有产业催化的机器人/物理AI、AI应用、军工、创新药；另一端是科技超跌反弹——光模块、PCB、国产算力、半导体材料与设备的超跌修复。这两端的共同特征是"不需要增量资金也能动"，适合缩量环境。

中期（跨年至明年一季度）：红利占优。逻辑是股债性价比已回到偏均衡位置（沪深300股权溢价6.16%），而银行约4%的股息率在利率下行环境中仍具配置价值；东吴宏观的建议是"年末科技若反弹可切换银行红利"，并提示中债阻力较小、股债跷跷板回摆可增配TL。

风险偏好层面的三点约束需要挂在墙上：一是长端美债利率仍在高位、美元反弹，估值上沿的约束没有解除，风险偏好修复"偏脆弱"；二是AI叙事虽有Anthropic招股书支撑，但马斯克已明确表示债务市场对缺少独立收入的AI云厂商关闭了融资渠道，200余家neocloud面临淘汰整合——算力扩张的融资可持续性是下一个裂缝；三是生猪期货监管趋严（大商所对特殊法人客户认购人信息、自然人客户银行流水问询，2611合约实控关系核查），短期一到两周预计还有更多监管行为，资金撤离会加剧相关品种波动。

四、需要盯的两件事

第一是周四谷歌、微软、亚马逊的财报及管理层对AI资本开支的表态——市场要的不是"继续投"，而是"这些投资已开始产生回报"的证据。第二是五中全会的政策定调与央行MLF/逆回购投放节奏，在国内分子端（地产、消费）尚未改善的背景下，流动性与政策预期是唯一能提供估值支撑的变量。

港美股海外

隔夜海外是一条清晰的"AI叙事修复"交易：标普500上涨70个基点收于7676点，纳指领涨但涨幅高度集中于权重股、等权指数反而走弱，美债长端在高位走平微降、短端小幅上行，美元指数反弹。这组组合说明风险偏好的修复偏脆弱——涨的是指数权重，不是市场宽度。

美股：Anthropic 招股书成了情绪开关

Anthropic于10月26日正式递交S-1、拟以"ANT"登陆纳斯达克，是这轮情绪修复的直接触发点。高盛交易台的定性很克制：隔夜反弹"主要是高频抛压停止，AI和科技仍没什么进攻"；摩根大通近期两篇买方调查显示，空头担心的仍是融资环境、油价和债券市场。换言之，这是一次空头回补性质的反弹，而非新增资金入场。

结构上，存储与光通信是最强的两个方向。SK海力士与美光同步走高，海力士还宣布追加巨额股东回报；海力士前瞻的细节值得记：尽管存在显著外汇不利扰动与HBM4良率相关利空传闻，但受益于存储ASP走强，买方对其营业利润的预期已从74-75万亿韩元小幅上修。光通信端，Lumentum等个股大涨，中际旭创海外订单已排至明年，算力需求对光模块的中长期景气构成支撑。

个股层面几家海外公司的财报与指引值得单列：

- 康宁：Q3每股收益0.91美元，高于0.88美元的一致预期；Q4盈利指引中值0.98美元，较一致预期高约5%，光学业务是主要拉动。这是"AI数据中心光纤需求"最直接的一份验证。

- Celestica：Q3收入、调整后EBIAT及EPS均超高盛与市场预期，毛利率略低于预期；公司上调全年预期并给出强劲的2027年展望。

- 苹果：高盛预计F4Q26符合预期，iPhone收入同比+15%、服务+10%、毛利率47.8%（含关税退款贡献），并看好新机与折叠Duo驱动2027财年增长。但作为需求观察指标的Verizon渠道数据偏弱——后付费升级率同比走低至2.6%，补贴减少。

- Meta：宣布总额约950亿美元的混合储架及ATM发行（含约350亿美元股权融资与可转债），是高盛眼中"CSP股权融资的试水信号"。高盛维持买入、12个月目标价885美元，对应642.62美元股价约37.7%上行空间；瑞银则认为发行规模虽大但市场此前已有预期，按每股642美元并计入34亿美元超额配售测算。

- ASML：瑞银给买入、12个月目标价2400欧元，较报告日1430欧元约67.8%空间，反向估值显示市场已计入较高预期。

- Oracle：花旗在Oracle AI World 2026现场交流后认为，数据库、OCI以及应用与数据业务表现强。

行业层面的两份海外研究值得对照。野村对全球新建AI数据中心的追踪较前期进一步上修，但明确指出融资成本抬升使风险收益比趋于中性——上修的是需求，恶化的是融资。瑞银把2030年服务器CPU市场规模从约1750亿美元上调至约2100亿美元，理由是代理式AI显著提升CPU配比；同时给出九家半导体公司的业绩前瞻，主线仍是AI数据中心（AMD服务器CPU/GPU、ALAB与SITM的互连与时序芯片、ARM及QCOM的数据中心CPU）。伯恩斯坦的拥挤度模型则提示，硬件与半导体在"AI卖铲人"逻辑持续发酵后，持仓拥挤度已处于需要警惕的位置。

另有一条与融资环境直接相关的消息：SpaceX签署约400亿美元GPU融资租赁承诺。在融资收紧背景下仍能拿到大额融资，背后是Starlink现金流与订单能见度的支撑——这反过来说明，没有独立收入的AI云厂商正在被债务市场区别对待（马斯克已明确表示这类厂商融资渠道已关闭，200余家neocloud面临淘汰整合）。

港股：旧经济获追捧，科技与医药被抛售

恒生指数收跌0.30%，但内部结构分化明显：金属、保险、国有银行等旧经济周期板块获得资金追捧，科技和医疗保健则面临协同抛售压力。这与A股当日"红利/资源强、成长弱"的结构完全一致，说明资金在做同一件事——从高估值成长撤向低估值现金流。

个股方面，泡泡玛特公布26Q3经营数据，整体收益同比下降45%-50%（中国-25%~-30%、亚太-65%~-70%、美洲-70%~-75%、欧洲及其他-50%~-55%），是当日港股消费板块最重的负面信号；管理层在业绩会给出"海外各市场Q4环比增长、国内全年收入正增长、26H2集团毛利率环比降幅不超2pct"的指引，但单季接近腰斩的幅度已足以改变市场对潮玩成长周期的定价。李宁开完3Q26流水会，董事会拟于11月5日召开会议讨论特别股息，派发与否、金额与时间均待审议——这是短期最明确的一个事件窗口。

中概与中国资产：估值已反映悲观，但缺少催化

瑞银的两份报告给出了同一个结论：中国互联网板块年内下跌28%-30%，大致对应19%的盈利下调和14%-24%的估值收缩，即使计入追加的AI投入，估值也仅约10-11倍PE，市场对"AI投入冲击利润"的定价偏重，却低估了长期变现与生态护城河带来的可选性。

高盛则从另一个角度提示中国高科技的结构性问题：2025年高技术产业已占工业产出约38%、占固定资产投资18.4%，但2023年仅占就业10.8%——支撑产出、拉动就业有限，这也解释了为什么总量数据改善难以传导到消费与内需预期。

中国资产的另一个观察点是地产。高盛第43周数据显示，样本城市新房、二手房成交面积分别环比-4%和-5%，同比-12%和+9%，新房搜索热度环比-3.3%、中介与到访量同步走弱；城市更新推进在提速，但尚未体现在成交量上。叠加瑞银对珠海华发债务展期的提示（可能成为大型地方国企开发商寻求展期的首例），港股内房与内地银行的风险偏好短期难以系统性修复。

机构观点

当日机构观点高度集中于三季报点评，104篇里绝大多数是"业绩+点评"的组合；真正的分歧不在数字，而在同一份漂亮财报该给多少估值。整体基调：硬件涨价链继续被上修盈利但评级开始分化，物理AI相关设备与零部件被系统性上调，消费与地产则普遍下调。

一、物理AI与机器人零部件：机构一致性最强的一块

这是当日唯一出现"多家机构同时强推同一链条"的方向。双环传动被高盛维持买入、12个月目标价45.7元，Q3营收25.59亿同比+14%、净利3.33亿同比+4%，符合预期；关键增量在机器人齿轮——前九个月收入约7000万元、2026年预计约1.5亿元，2027年机器人业务目标4-5亿元。恒立液压获摩根大通与多家内资同步上修，Q3收入34.0亿同比+29.8%创历史新高，经常性净利润8.72亿同比+30%，还原汇兑后税前利润+25%，被定位为"T链大份额供应商中被显著低估者"。奥普特是当日分歧最小的一只：Q3单季收入4.82亿同比+46.24%、归母0.61亿同比+66.88%，扣非同比+75.54%，高盛维持中性但上调目标价，中信、华创、国金均强调"物理AI项目进入兑现期"。奥比中光机器人视觉收入超同期两倍，被中信机械视为"具身数采打开新空间"。

设备与执行器端，五洲新春Q3单季归母同比+3875%，机器人零部件扩产项目落地在即；兆威机电、浙江荣泰（丝杠，不只是T链）、模塑科技（电子皮肤联合华威科已送样T，灵巧手骨关节定点在即）均在推荐序列。上游数据侧，芯动联科被国金具身视为IMU产业链核心（ASP从几十元扩张到几千元、从本体1个扩展到数采设备多个）。

二、涨价链与AI硬件：盈利上修但估值开始打折

景旺电子Q1-3营收152.33亿同比+37.4%、归母16.16亿，中泰强调"Q3新品出货+价格传导共振"，msap已具备5条产线、第5条预计11月贡献产能（较原预期提前约半个月），UHC工厂44亿元投资预计27Q1投产。铜冠铜箔Q1-3收入65.33亿同比+37.99%，技改支撑HVLP产能扩张；德福科技Q1-3营收145.83亿同比+71.56%，天风给出"短期HVLP4放量+加工费上行、中期5万吨AI铜箔产能"的双击框架。联瑞新材Q3单季收入4.2亿同比+37%、归母1.1亿，超预期并大手笔扩产封装用粉体。国际复材Q3归母6.5亿同比+1453%、环比+75%，是电子布公司中环比增幅最大者，LDK2布当前出货约80万米/月、年底爬产至200万米/月。

无源与光模块环节，长芯博创Q3单季营收13.5亿、归母环比+42%，广发与天风均强调MPO稳健、AOC与FAU成为新增量，公司同步回购；联特科技Q3营收5.8亿创单季新高、北美CSP客户占比过半；英维克Q3收入19.33亿同比+33%、归母仅+0.25%，但存货25.07亿同比+103%，被解读为订单与备货的领先信号。中兴通讯Q1-3营收1168.38亿同比+16.23%，归母40.60亿同比-23.71%，但单Q3利润转增，算力业务是主要拉动。

需要并列提示的是三环集团的下跌逻辑：并非业绩问题，而是海外大模型收入增长放缓预期下，市场对电子布、PCB、MLCC、CCL、铜箔整条涨价链重新定价、部分机构集中卖出。这是"盈利上修、估值下修"同时发生的典型案例。

三、电力设备与新能源：涨价在利润表落地

富临精工Q3营收72.75亿同比+122%、归母3.63亿同比+141%、环比+359%，东吴与多家机构均定性为"涨价落地、单吨显著改善、超市场预期"。恩捷股份Q1-3归母17.9亿同比+2179%，涨价叠加涂覆占比提升推动单平盈利超预期。鹏辉能源Q3营收68.88亿同比+110%、归母3.62亿同比+79%，海外大储开启放量；盛新锂能Q1-3营收116亿同比+276%、归母12.3亿同比+264%，自有矿贡献核心利润。厦钨新能营收224.39亿同比+71.83%。反向案例是当升科技：Q3营收69.80亿同比+135%，归母却同比-36%，汇兑与芬兰基地亏损是主因。

AIDC供电链有实质订单兑现：东方电气与加拿大数据中心新签30台燃机、合计2.1GW（另签数十台余热锅炉）；杰瑞股份自2025年11月至2026年8月累计新签燃机机组及配套超31亿美元（约209亿元），被浙商列为"三年一倍股"；特锐德Q1-3营收108.70亿同比+10.53%、归母8.10亿同比+18.12%，出海+AIDC订单显著提速；科士达Q1-3营收41.69亿同比+15.53%、归母5.01亿同比+12.48%，数据中心成为主引擎；中熔电气Q3单季营收8.51亿同比+42.9%、归母1.68亿同比+60.9%，超市场预期。

光伏链出现边际改善信号：爱旭股份Q3 ABC组件出货5.4GW、满产满销，义乌5GW+滁州6GW产能将于27年1月起满产；中信博Q3业绩拐点、利润率较Q2明显修复，中东客户已同意补偿运费；钧达股份Q3亏损环比大幅收窄，海外电池产能与太空光伏打开成长曲线；福斯特Q1-3收入106.38亿同比-9.76%、归母11.31亿，胶膜利润稳定，太空UTG玻璃与硅胶联动。行业数据上，9月国内光伏新增装机13.64GW同比+41.20%、风电新增7.40GW同比+128%。

四、医药：创新药与CXO同步转暖

恒瑞医药是最重要的一份：Q1-3收入244.09亿同比+5.26%、归母69.23亿同比+20.38%，单Q3收入89.53亿同比+20.55%、归母24.58亿同比+88.92%、扣非25.14亿同比+90.93%，国泰海通定性为"强势筑底、创新药增长走出阴霾"。诺诚健华Q1-3营收约21亿同比+88.2%，奥布替尼持续放量、礼来BD进一步兑现平台价值，12月ASH年会将有多项数据读出（BCL-2i美托克拉的AML/MDS更新、奥布替尼ITP III期）。康龙化成Q1-3收入120.03亿同比+19.01%、经调整归母14.96亿同比+21.97%，订单提速、对完成全年指引充满信心；博腾股份Q3归母翻倍并给出Q4收入同比+20%-30%指引；益诺思收入7.86亿同比+38%、扭亏为盈。CXO的情绪锚在海外——10月14日至26日三星生物+20.4%、查尔斯河+19.5%、Fortrea+13.9%、Lonza+12.1%、ICON+11.8%、Medpace+11.0%。

器械与生物制品方面，新产业Q1-3营收37.01亿同比+7.97%、归母13.91亿，Q3因收缩信用政策导致收入增速放缓但盈利能力环比改善；安图生物营收32.4亿同比+3.59%、净利率提升明显；百普赛斯收入8.01亿同比+30.61%；艾力斯单Q3归母7.92亿同比+40.38%、伏美替尼前三季度销售48.5亿元。反面是映恩生物DB-1303乳腺癌结果未达预期、康诺亚901的PFS争议导致股价扰动。

五、消费与轻工：分化极大，红利属性被重新定价

正面的一侧：燕京啤酒Q1-3营收140.16亿同比+4.34%、归母21.34亿同比+20.56%；五粮液Q1-3营收328.6亿同比+7.2%、归母97.1亿同比+50%；罗莱生活Q3收入12.7亿同比+5.2%、归母1.9亿同比+20%，被浙商、天风、广发同时定位为"稳增长高股息红利资产"；华凯易佰Q1-9收入61.4亿同比-8.9%但归母2.89亿同比+484%，去库收官、盈利拐点确认；赛维时代Q3单季营收35.2亿同比+23.9%、增速较上半年明显提速；上海家化Q1-3归母8.06亿同比+99.0%、扣非+63.0%。

负面的一侧：双汇发展Q3营收147.71亿同比-8.5%、归母13.37亿同比-18.3%；格力电器Q3营收369亿同比-7.9%、归母39.96亿同比-43.31%（主因汇兑与一次性因素）；九号公司Q3收入+14%但归母-37%、扣非-49%，汇兑损失0.86亿；贝泰妮Q3收入10.3亿同比-4.3%、归母仅0.18亿，投放前置拖累；绝味食品9M26营收38.57亿同比-9.46%、归母-39.95%；涪陵榨菜Q1-3营收20.7亿同比+3.4%、归母-8.8%；盐津铺子Q1-3营收45.31亿同比+2.4%、归母-4.3%；劲仔食品营收21.41亿同比+18.4%、归母-10.1%。共同点是"收入还在、利润被费用和原料吃掉"。

六、金融与交运：稳健但缺乏弹性

中信证券Q1-3归母310.2亿同比+32.7%、加权ROE 10.21%（同比+1.98pct），但单Q3归母76.8亿同比-20.2%，自营承压、经纪与投行仍强（分别+34.7%、+38.9%）。江苏金租Q1-3归母同比+10.2%、加权ROE同比+0.46pct，净利差稳健、投放提速。交运端，中谷物流3Q26归母8.5亿、利润翻倍以上增长，红海贡献业绩增量近5成，并推出股权激励；中国外运Q3收入255.3亿同比+4.2%、归母9.5亿同比+29.9%，投资收益改善、股息率可观；华夏航空Q3收入21.24亿同比持平、归母0.82亿同比-77.83%，高油价侵蚀明显。

值得关注

未来两周是"验证窗口"而非"叙事窗口"：Anthropic的招股书把AI资本开支的叙事推到了阶段性高点，接下来能决定方向的是三季报后的需求证据（CSP资本开支指引）、FOMC对12月加息的态度，以及物理AI这条新主线能否从"预期交易"过渡到"订单与收入"。以下按时间与主题两条线展开。

一、日历上的硬节点

本周三FOMC是第一个关口。 市场已把10月加息概率压到10%、12月至少加息25bp的概率抬到76%，因此会议本身大概率无动作，真正的信息在官员对"下一次加息还有多少耐心、会不会推迟"的措辞。随后公布的PCE数据会决定12月加息的定价是否继续上移——这条链条直接影响黄金（高盛关注的4000美元支撑）、美债长端与成长股估值。

本周四谷歌、微软、亚马逊的财报是第二个关口，且比FOMC更重要。 市场要听的不是"继续加大投入"，而是"这些投资已开始产生回报"的证据——管理层对AI资本开支的表述、以及云业务增速能否匹配折旧节奏。这一条直接决定国内PCB/CCL/铜箔/光模块/无源这条涨价链的估值能不能守住：当日三环的下跌已经演示了"业绩超预期但估值被砍"的路径。

11月1日电动自行车新规落地。 关注3C证书切换的实际执行情况——已有企业表示电摩占比超80%、电自新政影响可控，但会小幅下调全年销量目标；欧洲反倾销结果落地后不追溯过往销售，明年产能将向东南亚转移。

11月5日李宁董事会将讨论特别股息，派发与否、金额与时间均待审议；这是港股消费短期最明确的事件驱动。

11月20日泽璟制药ZG006一线小细胞肺癌三药联合II期临床预计启动，艾伯维参与的这项研究是国产双抗/三抗出海路径的一个观察样本。

12月1日《能源保供中长期合同管理办法（试行）》正式施行（2026年10月15日审议通过）。这是煤炭长协机制的又一次制度化，需要观察2027年长协签约率与价格区间对煤企盈利中枢的影响。

12月ASH年会是创新药最重要的数据窗口：诺诚健华的BCL-2i美托克拉AML/MDS更新数据、奥布替尼ITP III期数据都将在会上公布，同时口服IL-17AA/AF抑制剂ICP-054与VAV1分子胶降解剂ICP-538的I期研究预计年底完成。

二、物理AI：从"讲逻辑"到"看订单"

这条线未来两周的关键是能否出现可验证的收入。已知的量化线索有四条：开普云无锡基地规划300台真机、今年预计1亿元+、明年满产预计3.6亿元；阿尔特与富士康合资的富特康已成立、首批意向订单1.6万台；上纬新材的HIL-UMI路径实测采集效率5.63倍；慈星股份11月有新品发布、明年初德国STOLL并表预计增厚1.5亿元以上利润。如果两周内出现头部本体厂（特斯拉、宇树、智元）明确的数据采集服务采购合同，这条线就能从主题升级为产业；如果只有调研没有订单，宇树300倍估值的风险提示会成为压垮情绪的那根稻草。

同期需要盯的还有智元的"世界动作模型"发布在即、以及英伟达机器人平台的生态扩展——这两件事决定"模型能力提升→数据需求爆发"的传导是否成立。

三、涨价链：找"第二增长曲线"而不是"涨价幅度"

Q3的涨价已经在利润表兑现完毕，接下来两周市场会转向验证两件事：一是11月起的新一轮提价落地情况（国科微自26年11月起对合封KGD、外挂DDR涨价，合封64MB/128MB/256MB分别涨0.5/1/1.5美元；景旺msap第5条线11月贡献产能；和林微纳英伟达Rubin FT探针11月起单月营收预计7000-8000万元）；二是产能投放节奏（富临精工内蒙一期/二期11-12月投产、内蒙50万吨磷酸铁锂预计11-12月达产；鹏辉587Ah大电芯第2-3条线11-12月落地；富临精工宁德时代定增预计11月完成）。

判断标准要换：不要再问"这个季度涨了多少"，要问"明年新增产能能不能被需求吃掉"。国际复材管理层给出的数字值得记——明年行业电子布整体供给增量大概只有10%，供给扩张很慢，这意味着电子布的紧缺至少能延续到明年上半年。

四、风险清单：三条容易被忽略的裂缝

第一条是AI云厂商的融资渠道。马斯克已明确表示债务市场对缺少独立收入的AI云厂商关闭了融资渠道、200余家neocloud面临淘汰整合；SpaceX能拿到约400亿美元GPU融资租赁承诺，靠的是Starlink的现金流。Anthropic与英伟达的算力合约预计2026年12月全部交付、此后每月支出约31亿美元——这个现金消耗速度能否被收入覆盖，是2027年最大的问号。

第二条是地产的信用事件。珠海华发集团正与至少三家银行洽谈贷款展期及降本，若落地将成为大型地方国企开发商寻求债务展期的首例。这类事件的意义不在于单个主体，而在于它是否会打破"国企开发商不违约"的隐性信仰，进而影响银行资产质量定价。

第三条是生猪期货的监管扰动。大商所已对特殊法人客户认购人信息、自然人客户银行流水展开问询，并对2611合约核查一般法人与自然人之间的实控关系；据了解监管会持续一段时间，短期一到两周预计还有更多监管行为，资金撤离会放大盘面波动。基本面偏弱的格局并未改变。

五、消费的两个观察点

泡泡玛特Q4的实际环比表现是验证"潮玩周期是否见顶"的关键——管理层指引海外各市场Q4环比增长、国内全年收入正增长，但Q3整体收益同比-45%~-50%的幅度太大，任何不及指引都会强化下行叙事，并外溢到IP衍生、跨境电商与出口链。

白酒的动销与明年内需预期。五粮液Q1-3营收328.6亿同比+7.2%、归母+50%的财报很强，但市场已在提前交易"明年内需修复"（酒ETF横盘一段时间后开始有资金关注）。这个预期能否成立，要看11月的渠道反馈与春节备货启动情况，而不是Q3财报。

各行业板块

煤炭

核心催化

三季报是本日唯一实质催化。陕西煤业2026Q1-Q3实现营业收入1227.66亿元、同比+4.0%，归母净利润170.65亿元、同比+34.2%；其中Q3营收438.72亿元、同比+9.4%，归母57.93亿元、同比+14.2%，扣非57.8亿元同环比+35%/+5%。产销量上，Q3煤炭产量4430.82万吨、同比+3.1%、环比-3.3%，销量5544.57万吨、同比小幅下降，量减价增的组合说明盈利改善主要来自价格而非销量。

政策端有制度性变化：《能源保供中长期合同管理办法（试行）》经2026年10月15日审议通过、将于2026年12月1日正式施行。这是国内首次将电煤、电力、天然气保供长协纳入统一制度框架，标志运行多年的保供长协从阶段性政策安排升级为常态化、法治化制度安排，核心是"保供底线刚性、价格机制市场化、履约监管长牙"——对上游资源企业的盈利稳定性是中长期利好，但也意味着煤价上行弹性被制度约束。

宏观数据形成侧面印证：9月工业企业利润同比+14.1%，其中上游利润同比+38.4%、下游仅+4.4%，煤炭开采是有色金属冶炼之外的主要贡献行业。

核心标的及逻辑

陕西煤业：Q1-Q3归母170.65亿同比+34.2%，Q3单季57.93亿同比+14.2%，扣非同环比+35%/+5%，在产量环比下滑3.3%的情况下靠价格实现增长，成本控制与煤质结构是核心优势。

广汇能源：Q3归母14.9亿元、同环比+842%/+44%，Q1-Q3归母27.7亿元、同比+174%，是当日煤炭板块弹性最大的一份财报，但需注意其业绩同时受天然气与煤化工影响，并非纯煤炭标的。

行业趋势

短期看，12月1日长协新规落地前，煤企与电厂的2027年长协谈判是核心变量，签约率与价格区间将决定明年盈利中枢。中期看，"保供底线刚性"意味着产量与长协覆盖率的重要性上升，"价格机制市场化"则保留了旺季弹性——这轮制度安排更利好高长协比例、低成本、高分红的头部煤企，而非价格弹性标的。风险在于下游需求：9月工业收入同比+6.6%、增速较8月放缓且环比-0.1%，企业收入端动能减弱，若冬季用煤旺季不旺，Q4价格弹性会明显弱于往年。

有色金属

核心催化

有色板块当日的主线是"加工材业绩兑现 + 黄金中长期逻辑未变"，而电解铝与矿服则呈现降本驱动的超预期。

加工材端，铜箔是弹性最大的细分：铜冠铜箔26Q1-Q3收入65.33亿元、同比+37.99%，技改支撑HVLP产能扩张；德福科技26Q1-Q3营收145.83亿元、同比+71.56%，受益于高端电子铜箔放量及锂电箔价格企稳回升，形成"HVLP赋能+载体铜箔第二曲线"的双轮结构。

电解铝与合金端，天山铝业2026Q3归母净利润22.46亿元、同比+78.79%、环比+14.65%——在Q3铝价波动的环境下靠降本实现了经营利润超预期，这是电解铝行业今年最重要的alpha来源（成本端氧化铝与电力下行，价格端相对稳定，吨铝利润扩张）。立中集团Q3营收100.27亿元、同比+18.3%、环比-3.3%，归母3.51亿元、同比+56.8%，继续超预期。电投能源26Q1-Q3营收371.2亿元、同比+19.6%，Q3扣非利润环比增长，并给出26-28年分红规划60%，是"资源+高分红"的组合。

矿服与资源端，金诚信前3季度归母24.86亿元、同比+42%，单Q3归母8.72亿元、同比+36%、环比-14%；业绩环比下滑此前已被市场交易，矿服业务盈利仍是核心支撑。南矿集团则通过收购非洲、印尼金矿打造矿山运营第二曲线，印尼项目黄金储量约39吨。

黄金的中长期逻辑在本日被完整重申：美国9月CPI与核心CPI同比3.7%、2.6%均略超预期，但就业放缓使连续加息更趋谨慎；截至10月25日市场预期10月加息概率降至10%、12月至少加息25bp概率约76%，更倾向于10月暂停、12月再加。加息交易压制短期金价，但央行与ETF仍在买入——2026年二季度全球央行购金约289吨、7-8月延续净买入，三季度黄金ETF净流入约212吨，中国央行连续23个月增持、9月增持23吨（近三年最大单月购金量）。

宏观数据印证了上游的强势：9月工业企业利润同比+14.1%，其中上游利润同比+38.4%、下游仅+4.4%，有色金属冶炼和煤炭开采是主要贡献行业。

核心标的及逻辑

天山铝业：Q3归母22.46亿元、同比+78.79%、环比+14.65%，降本完全对冲了铝价波动，是电解铝板块盈利弹性最强的标的；在氧化铝与电力成本下行的周期里，一体化产能的价值会持续放大。

德福科技：Q1-Q3营收145.83亿元、同比+71.56%，HVLP4放量叠加加工费上行，中期5万吨AI铜箔产能打开成长空间；铜箔是AI硬件材料通胀链中最晚兑现、弹性最大的环节。

铜冠铜箔：Q1-Q3收入65.33亿元、同比+37.99%，技改推动HVLP产能扩张，与德福形成铜箔双龙头格局。

金诚信：Q1-Q3归母24.86亿元、同比+42%，矿服订单与自有矿山双轮驱动；Q3环比-14%是阶段性节奏，不改全年高增。

立中集团：Q3归母同比+56.8%，功能中间合金与铝合金车轮双主业改善，超预期打消市场担忧。

电投能源：Q1-Q3营收+19.6%，26-28年分红规划60%，属于"煤电铝一体化+高股息"的低估值标的。

行业趋势

有色的逻辑已经从"价格博弈"转向"成本曲线与加工费"。电解铝的利润来源是氧化铝与电力的成本下行，铜铝加工材的利润来源是高端产品占比（HVLP铜箔、载体铜箔、汽车轻量化合金），两者都与宏观需求的相关性

在下降、与自身成本/结构的相关性在上升。

黄金则进入"短期受压、中长期看央行"的阶段。加息预期会在12月FOMC前后继续压制金价（高盛关注4000美元支撑），但央行购金（中国连续23个月、9月23吨）与ETF流入（Q3 212吨）构成了坚实的底部买盘。这种"官方买盘托底、投机盘博弈利率"的结构，意味着金价的回调幅度有限、但上涨需要等加息周期明确结束。

一个需要警惕的信号：涨价链整体正在被重新定价。三环集团的下跌说明市场对"电子布、PCB、MLCC、CCL、铜箔"整条链的估值开始打折，铜箔股虽然业绩最好，但也难以完全独立于这条链的情绪。

基础化工

核心催化

本日化工板块的催化全部来自三季报，且呈现出"龙头超预期、细分分化"的格局。万华化学Q1-Q3营收1858.7亿元、归母156.6亿元、扣非153.2亿元，同比+28.9%/+71.0%/+68.4%；单Q3营收665.5亿元同比+24.8%、归母56.0亿元同比+84.4%、扣非56.5亿元同比+97.7%，聚氨酯板块发挥压舱石作用，Q3聚合MDI/纯MDI/TDI/软泡聚醚季度均价分别为1.7/2.1/1.7/1.0万元/吨，同比+9.7%/+17.9%/+15.0%/+24.9%，环比-4.5%/-9.5%/+0.4%/-1.7%，价差在淡季收窄（Q3价差均值4702/6763/4844/-607元/吨，同比-133/+1435/+682/-128元/吨）。同时费用端明显优化，Q3四项费用合计26.8亿元、环比-18.6%，其中财务费用4.0亿元、环比-41.9%。

制冷剂环节出现需求与价格的背离：三美股份Q3营收19.08亿元、同比+19.15%、环比-5.34%，归母5.59亿元、同比-6.34%、环比-1.06%。Q3制冷剂销量3.0万吨、同比-9.8%、环比-14.9%，收入14.9亿元同比+7.6%，均价4.9万元/吨、同比+19%、环比+1.7%——销量下滑但均价环比仍涨，说明配额约束下的价格逻辑比需求逻辑更硬。行业背景是7、8月空调排产下滑30%、R32外贸下滑60%-70%、R134a外贸一度下滑33%，而9月主要HFCs品种外贸已全面大幅改善。

电子材料端，联瑞新材Q3单季收入4.2亿元、归母1.1亿元、扣非1.0亿元，同比+37.2%/+36.6%/+37.2%，环比+24.6%/+43.6%/+48.3%，化学法球硅、low α球硅环比增长明显，公司同步大手笔扩产封装用粉体产能。含氟电子特气方面，国恩股份旗下中氟能给出2027年SF6销量1.3万吨、NF3销量5000吨、年度营收近10亿、净利润超1.3亿的规划，WF6采用"氟化氢提纯"法量产在即、100吨产量已获海外认证。

农化与光伏材料各有一条独立线索：新洋丰Q1-Q3营收145.77亿元同比+8.2%、归母13.77亿元同比+0.2%，Q3受硫磺价格快速下跌带动复合肥降价、下游推迟拿货导致销量下滑，但磷酸铁业务盈利同比显著改善；扬农化工Q1-Q3营收91.34亿元同比-0.25%、归母10.56亿元同比+0.01%，Q3单季营收25.28亿元同比-13.51%、归母2.66亿元同比+6.47%，靠信用减值冲抵与所得税减少支撑利润。福斯特Q1-Q3收入106.38亿元同比-9.76%、归母11.31亿元同比+64.5%，Q3收入36.5亿元同比-4.69%、归母2.89亿元同比+50.5%、环比-46%，Q3胶膜出货6.4亿平米、感光干膜6000万平米、铝塑膜500万平米。

核心标的及逻辑

万华化学：Q3归母同比+84.4%、扣非同比+97.7%，费用显著优化，聚氨酯价差虽环比收窄但同比大幅改善，是化工板块最确定的业绩锚。

三美股份：Q3销量同环比双降但均价同比+19%、环比+1.7%，业绩在同环比压力下仍超市场预期，估值处于历史最低区间；逻辑是配额制下的供给约束强于需求波动。

联瑞新材：Q3业绩环比跳增（归母环比+43.6%、扣非环比+48.3%），化学法球硅满产、low α球硅放量，封装粉体扩产打开成长空间，是本轮AI封装材料链中业绩最先兑现的化工标的。

福斯特：胶膜利润稳定，感光干膜与铝塑膜全年预计各增长30%左右，太空UTG玻璃与硅胶联动发展；2027年胶膜毛利率有望提升，差异化产品（TOPCon客户增加丁基胶用量、BC用皮肤膜）毛利率在30%以上。

新洋丰：磷酸铁盈利大幅改善叠加硫磺平价保供，Q3略超预期，且下游经销商库存低于往年、有利于冬储与明年春耕备货。

扬农化工：Q3在营收下滑13.51%的情况下归母仍同比+6.47%，产销量基本稳定（Q1-Q3原药产量9.3万吨、销量9.0万吨，同比+7.48%、+5.01%），压力下彰显龙头韧性。

行业趋势

化工的分化会持续：一类是供给约束型（制冷剂配额、电子特气认证壁垒），价格逻辑独立于需求，盈利确定性最高；二类是成本领先型（万华的一体化、新洋丰的硫磺多渠道），在原料波动中吃份额；三类是需求跟随型（复合肥、农药），Q3已经出现下游去库存、推迟拿货的迹象，需要等冬储启动才有改善。

电子材料是中期最值得跟踪的方向：联瑞新材的环比跳增不是孤立事件，它与电子布、铜箔、封装基板同属"AI硬件材料通胀"链条，只是节奏上晚于PCB一个季度。若Q4存储与先进封装订单继续上行，这条链的化工标的会接棒涨价交易。

建筑材料

核心催化

建材板块本日的共同特征是"收入还在、利润被减值吃掉"，反映出地产链的应收风险仍在出清而非缓解。东方雨虹Q1-Q3营收227.55亿元、同比+10.46%，归母净利润6.58亿元、同比-18.79%；单Q3营收78.88亿元、同比+12.18%，归母仅0.44亿元、同比-81.99%。关键在减值：前三季度累计计提减值约11.07亿元，其中Q3单季新增计提约4.11亿元——收入双位数增长但利润近乎归零，说明工程渠道的回款质量仍是核心矛盾。

伟星新材呈现零售端企稳、利润端承压的组合：Q1-Q3收入31.18亿元、同比-7.38%，归母5.4亿元、同比+0.01%，扣非4.11亿元、同比-16.15%；单Q3收入12.2亿元、同比-5.24%（跌幅较上半年收窄），归母1.5亿元、同比-44.3%，扣非1.95亿元、同比-11.92%。同时公司公告拟注销已回购的2017万股，是市值管理的实质动作。

玻纤端，长海股份Q1-Q3收入24.27亿元、同比+2.85%，归母2.59亿元、同比+0.63%，扣非2.55亿元、同比-4.02%；其中Q3收入8.15亿元、同比-9.79%，归母1.03亿元、同比+22.54%，扣非0.97亿元、同比+10.58%。收入下滑但利润增长，主要是粗纱价格平稳、产品结构改善；前三季度财务费用约4044万元、同比增加约4128万元，其中Q3约1400万元（去年同期约100万元），人民币升值带来的汇兑损失是主要拖累。

核心标的及逻辑

东方雨虹：Q3收入同比+12.18%显示需求端并未进一步恶化，但4.11亿元的单季减值计提把利润打至0.44亿元；投资价值取决于减值是否已充分计提（前三季度累计11.07亿元），若Q4不再新增大额计提，2027年利润弹性会比较大。

伟星新材：零售属性使其收入跌幅逐季收窄（Q3 -5.24% vs 上半年更大跌幅），毛利率保持稳定，扣非跌幅（-11.92%）显著小于归母跌幅（-44.3%），说明非经常性因素是主因；拟注销2017万股回购股份，对每股收益有正向作用。

长海股份：Q3归母同比+22.54%、扣非+10.58%，在玻纤价格平稳的环境下靠结构改善实现增长，汇兑损失是短期扰动而非基本面问题。

行业趋势

地产链的分水岭在"减值出清"而不在"需求回暖"。高盛第43周数据显示，样本城市新房、二手房成交面积分别环比-4%和-5%，同比-12%和+9%，新房搜索热度环比-3.3%——新房端仍在同比双位数下滑，二手房靠以价换量维持正增长，这对以新房工程渠道为主的建材企业是持续压力。叠加珠海华发集团正与至少三家银行洽谈贷款展期（可能成为大型地方国企开发商寻求展期的首例），地产链的信用风险尚未见底，建材企业的应收减值可能还有尾部风险。

相对独立的是玻纤/电子布方向：供给扩张极慢（管理层反馈明年行业电子布整体供给增量大概只有10%），需求端受AI服务器拉动，这条线已经脱离地产周期，属于电子材料属性而非建材属性，是本板块中期唯一具备景气上行的子行业。

建筑装饰

核心催化

本日建筑装饰板块的两条实质线索都指向"传统施工企业向具身智能/数字化要增量"，而非传统订单。

第一条是宏润建设的自研"技能智脑（Skill Box）"即将推出，定位四足机器人的AI智能中枢：依托隧道、文博、园区等公司自身实景场景长期打磨，支持零代码组态、内置60+巡检视觉算法、跨品牌机器狗兼容并支持模型自学习，直击"二次开发贵、技能难沉淀"的行业痛点。这是公司"建筑+新能源+科技"转型的关键落地成果，路径与自身业务场景（隧道施工、园区运维）高度契合。

第二条是鸿路钢构的"一模到底"应用前景：以单一BIM模型贯穿深化、套料、下料、组对、焊接、检测、喷涂、交付、溯源全流程，在公司自研工艺软件与机器人产线支撑下实现BIM直驱、自动套料优化、构件二维码全链路追溯、机器人离线编程与焊缝轨迹规划、视觉检测、多基地统一排产与质量数据采集。本质是把钢结构制造从"图纸驱动"改造为"模型驱动"，核心价值在于降低对熟练焊工的依赖并提升材料利用率。

核心标的及逻辑

鸿路钢构：钢结构制造龙头，"一模到底"是把已有的BIM能力、自研软件与机器人产线打包成可复制的生产体系中台，若能跨基地统一排产并降低单位人工成本，其在低钢价、低加工费环境下的成本优势会进一步放大。

宏润建设：隧道/文博/园区场景是其机器人产品的天然试验场，Skill Box的定位是"机器狗的操作系统"而非硬件，若能与主流机器狗品牌形成兼容生态，商业模式比单纯做本体更轻；但需注意该产品尚处"即将推出"阶段，短期无收入贡献。

行业趋势

建筑装饰的主业仍受地产拖累——高盛第43周数据显示新房成交同比-12%，房建新开工难以改善，传统施工与装修企业的订单与回款压力会延续到明年上半年。因此这个板块的可交易机会不在"地产复苏"，而在两类"非房建"路径：一是基建+能源工程（管网、电网、水利、化工工程），二是制造业产能建设与数字化改造（钢结构智能制造、洁净室、数据中心机电总包）。

值得注意的是，鸿路钢构与宏润建设的共性是把"机器人"当作自身生产工具而非概念——这与当日物理AI主题中被炒作的"数采服务"标的有本质区别，前者有明确的自用降本收益，后者依赖外部订单。在当前"预期交易"主导的环境下，这类有真实降本逻辑的标的更抗跌。

电力设备

核心催化

光伏出现了本轮周期第一个可验证的"拐点组合"：装机数据回升 + 单季利润率修复 + 亏损收窄三者同向。

装机端，9月国内光伏新增装机13.64GW、同比+41.20%、环比+23.55%，单月显著回升；但1-9月累计110.83GW、同比-56.17%，说明全年仍是大幅负增长，9月的高增有低基数与集中式项目赶装的成分。风电更强：9月新增7.40GW、同比+128%、环比+20%，1-9月累计60.66GW。截至9月底全国累计发电装机41.3亿千瓦、同比+11.2%。

企业端，爱旭股份Q3 ABC组件出货5.4GW、保持满产满销且海外占比提升，义乌5GW+滁州6GW产能将于2027年1月起满产；中信博Q3业绩拐点明确、利润率较Q2明显修复，中东客户已同意补偿运费，后续毛利率将继续修复；钧达股份Q1-Q3营收52.23亿元、同比-8.1%、归母-4.28亿元，但Q3亏损环比大幅收窄，海外电池产能与太空光伏打开第二曲线。天奈科技Q3营收4.94亿元、同比+42%、环比+20%，单壁/多壁管出货量均创季度新高，还原减值影响后盈利能力稳定，同时下修转股价并回购，明确底部信号。

需求侧最硬的一条来自AIDC供电：英维克Q1-Q3营收49.50亿元、同比+22.94%，归母3.69亿元、同比-7.62%；单Q3营收19.33亿元、同比+33%、环比+4.98%，归母同比仅+0.25%，但存货25.07亿元、同比+103%，合同负债大幅增加——这是订单与备货的领先信号，利润滞后于收入是交付节奏问题而非需求问题。科士达Q1-Q3营收

41.69亿元、同比+15.53%、归母5.01亿元、同比+12.48%，Q3营收15.76亿元、同比+9.12%，数据中心已成主引擎、AIDC占比持续提升。特锐德Q1-Q3营收108.70亿元、同比+10.53%、归母8.10亿元、同比+18.12%、扣非7.16亿元、同比+23.25%，在2025Q3有沙特大单的高基数下，Q3营收仍同比+18.32%。

锂电材料是当日利润弹性最大的方向：富临精工Q3营收72.75亿元、同比+122%、环比+21%，归母3.63亿元、同比+141%、环比+359%；鹏辉能源Q1-Q3营收179亿元、同比+136%，归母11.8亿元、同比+929%，Q3营收68.88亿元、同比+110%、归母3.62亿元、同比+79%，海外大储开启放量；厦钨新能营收224.39亿元、同比+71.83%；当升科技Q1-Q3营收174.5亿元、同比+135.9%但归母仅6.4亿元、同比+27.9%，Q3归母同比-36%，汇兑与芬兰基地亏损是主因。

海风与出口链偏弱：大金重工Q1-Q3营收43.6亿元、同比-5%，归母7.1亿元、同比-20%，主因Q3海外交付偏少且海塔占比高；剔除1.5亿元汇兑损失（去年同期为+0.8亿元收益）后，前三季度主业净利润8.6亿元仍高于去年同期的8.1亿元，公司预计Q4发货与订单明显改善。

核心标的及逻辑

富临精工：Q3归母同比+141%、环比+359%，涨价落地后单吨盈利显著改善，是五代铁锂需求景气最直接的证据；同时机器人智能电关节项目（总投资5亿元、规划200万套）打开第二曲线，内蒙一期/二期11-12月投产、宁德时代定增预计11月完成。

英维克：存货同比+103%、合同负债大增是本季最重要的先导指标，收入+33%而归母仅+0.25%属于交付与费用节奏问题；液冷是AIDC最确定的配套环节。

科士达：数据中心收入继续提速、AIDC占比提升，Q3营收环比改善、现金流短期承压，属于"拐点已现"的典型。

爱旭股份：ABC满产满销、Q3出货5.4GW，技术差异化持续兑现，2027年1月新产能满产后出货将再上台阶。

中信博：Q3利润率较Q2明显修复、超预期，运费占收入5%以上是前期主要拖累（2、3季度影响最大），中东客户同意补偿运费后毛利率有修复空间。

天奈科技：单壁/多壁出货双创季度新高，单壁管明年预计同比翻倍（铁锂快充放量、CVD硅碳负极/钠电用管起量），下修转股价与回购构成底部信号。

大金重工：Q3是全年最差的一个季度（海外交付偏少+海塔占比高），剔除汇兑后主业仍同比增长；欧洲英国、德国海风推进加快，多个项目深度对接，Q4发货加速叠加未来半年国内外海风共振，属于"利空出尽"型标的。

行业趋势

光伏的供需再平衡正在从"政策喊话"进入"价格与开工的真实修复"，但节奏极不均衡：一体化组件与硅料仍在亏损，而具备技术差异化（ABC、BC）、或有非光伏第二曲线（太空光伏、储能）的公司已率先转正。判断这轮修复能否持续，关键看两点：一是Q4集中式项目放量能否延续9月的装机增速，二是硅料环节的产能出清是否真正发生。

电力设备的主线则完全切换到了AIDC：变压器、UPS、液冷、燃机、配电的顺序性机会正在依次兑现，其中"存货与合同负债"比"当期利润"更能反映真实景气。这条线的风险在于海外政策（阳光电源明确提到估值已部分反映美国FCC审查与总统令相关利空），但海外AIDC绿区配储与欧洲储能系统本土化仍在推进，行业景气稳中有升。

锂电材料的涨价周期已被三季报确认，但内部分化极大：拥有自有矿或一体化产能的公司（富临、盛新、厦钨）单吨盈利改善显著，而依赖外购原料、且有海外基地亏损的公司（当升）利润被侵蚀。明年一体化磷酸二氢锂及草酸亚铁产能陆续投产后，成本还能再降0.1万元/吨以上，龙头与二线的差距会进一步拉大。

机械设备

核心催化

机械板块当日被"物理AI数据采集"彻底主导，行业自身的景气线索反而退到了第二层。

从产业链拆解看，机构把数采拆成四级：采集设备（触觉手套是广发机械眼中"下一个核心主线"——通用模型越强、真实接触数据越重要，且手套兼具通胀与耗材属性；奥比中光机器人视觉收入超同期两倍；麦克奥迪的线激光与3D双目结构光相机已向配天机器人供货）、IMU与惯性（芯动联科为军工MEMS陀螺仪芯片龙头并向外扩张，ASP从几十元扩张到几千元、从本体1个扩展到数采设备几十个用量，是数采设备最大成本项之一）、本体与产线（均普智能与智元深度绑定、已建成国内领先的机器人自动化产线、年产能5000台）、场景闭环（申昊科技被类比为"算力中心场景的七腾机器人"，是市场上少有的专做算力巡检机器人的公司）。

传统机械的景气亮点集中在三处：嘉立创Q3营收48.2亿元、同比+86%，归母8.4亿元、同比+142%，扣非同比+105%，且经营现金净流入同比+87%，报表质量与先导指标明显好于多数同行；创世纪Q3营收22.43亿元、同比+61.98%，净利润同环比持续高增、毛利率进入上升通道、现金流开始转正；博众精工Q1-Q3营收63.66亿元、同比+74.25%，归母4.92亿元、同比+47.96%，扣非高增、增长逻辑兑现。

上游耗材与精密件方面，鸿富诚Q1-Q3营收7.74亿元、同比+58.63%，归母3.31亿元、同比大幅增长，三季报超自身招股书指引上限，石墨烯垫片在英伟达链地位稳固；强一股份Q1-Q3收入10.55亿元，Q3收入同比+58%，2D持续放量、2.5D存储探针卡转向量产；四方达Q3营收1.8亿元、同比+22%，归母0.1亿元，金刚石散热与金刚石钻针双轮驱动；怡合达Q1-Q3收入29.7亿元、同比+35.2%，业绩5.2亿元、同比+24.4%，Q3收入11.2亿元、同比+51.6%，半导体占比同比翻倍以上、锂电+42%、3C+25%。

两机与能源装备持续强势：应流股份是全球稀缺的两机叶片龙头，产品功率覆盖6MW-500MW燃机叶片，是西门子能源F/H级重型燃气轮机透平叶片在中国的唯一供应商（合作覆盖8000H、9000HL等旗舰机型），随西门子、安萨尔多、贝克休斯研发订单转批产，未来5年两机订单有望保持50%以上增速；杰瑞股份自2025年11月至2026年8月累计新签燃机发电机组及配套设备订单超31亿美元（约209亿元），数据中心一体化打开成长空间。

核心标的及逻辑

奥普特：Q3单季收入4.82亿元、同比+46.24%，归母0.61亿元、同比+66.88%，扣非同比+75.54%，收入利润双超预期且较上半年明显加速，物理AI项目进入兑现期。

嘉立创：Q3营收+86%、归母+142%、扣非+105%，同时经营现金流+87%、剔除理财后现金质量更优，是当日报表质量最好的硬件公司之一。

五洲新春：Q3单季营收7.2亿元、同比-7%，但归母同比+3875%，机器人零部件扩产项目落地在即，属于低基数下的高弹性标的。

创世纪：Q3收入同比+61.98%，毛利率上行、现金流转正、订单与经营质量显著改善，机床龙头借AI东风，明年估值不到14倍。

南矿集团：前三季度新签订单13.94亿元、同比+78%，设备主业订单大幅增长；先后收购非洲、印尼金矿，印尼项目黄金储量约39吨，打造矿山运营第二成长曲线。11月3日董事长将在上海做小范围反路演。

应流股份：西门子F/H级燃机透平叶片中国唯一供应商，订单从研发转批产，两机业务中期增速确定性高。

杰克科技：服装机器人产线实测减人70%、效率+30%，回收期不到三年，计划10-20个战略客户、每家采购300-500台设备。

行业趋势

机械行业正在经历一次"需求来源替换"：传统通用设备（机床、注塑机、叉车）的需求仍跟随制造业资本开支，弹性有限；而AI数据中心配套（液冷、电源、燃机、精密件）与机器人（本体、零部件、数采设备）正在成为新增量的主要来源。这解释了为什么同一板块内，做AI配套的公司业绩增速普遍在50%-80%，而传统设备公司多在10%-20%。

数采这条线需要冷静看待：它的商业模式目前仍是"项目制服务"，单个订单规模从1000小时到3000台设备不等，收入确认依赖验收（开普云的验收效率95%以上已属优秀）。真正的壁垒不在"能不能采"，而在"数据能不能用于训练并被客户复购"。因此这个方向的投资顺序应该是设备（卖铲子，先收钱）→
服务（按小时/按项目）→ 本体（最后受益），当前市场把三者一起炒，后续必然分化。

国防军工

核心催化

军工是当日"相对收益"最突出的行业，但它的强势并非来自行业自身，而是在全市场下跌中体现出的抗跌属性：最近10个交易日军工指数微幅震荡、上涨2.07%，数字不大却是所有行业排名第一；同期上证综指下跌近3%、创业板指下跌11%、电子下跌9%、通信下跌12.5%。军工历史低配（机构H1低配）、基本面反转、十五五规划落地在即、核心军贸兑现中，叠加大飞机（商发）产业节奏明确，是资金选择的"低位+有催化"组合。

内部结构分化明显：涨幅居前的国科军工+31%、洪都航空+22%，属于真实的军贸与航空装备逻辑；而索辰科技、能科科技、华如科技涨幅较高但属于物理AI逻辑，和军工关系不大——这一点需要区分，避免把物理AI的涨幅算进军工业绩。

三季报层面，板块整体承压。万泽股份26Q1-Q3营收9.44亿元、同比+0.32%，归母1.44亿元、同比-15.29%，扣非1.23亿元、同比-21.48%；单Q3营收2.77亿元、同比-12.11%、环比-9.71%，归母0.19亿元，研发投入增加是主要原因。长进光子Q1-Q3营收1.45亿元、同比-19.36%，归母0.46亿元、同比-29.19%，扣非0.39亿元、同比-34.98%；但单Q3营收0.48亿元、环比+11.84%，归母0.14亿元、环比+24.25%，扣非0.11亿元、环比+24.92%——环比改善已经出现，主因是激光领域部分客户调整采购节奏的负面影响在减弱，特种光纤业务需求旺盛。

另有一条转型升级线索：飞亚达以3.25亿元收购长空齿轮，加速形成"精密制造+名表零售"协同格局。国表业务原本就深耕航空精密与东方美学定位，这次收购是把航空精密的能力做成独立业务，属于军工精密制造的外溢。

核心标的及逻辑

国科军工：近10日涨幅+31%，居板块首位，对应的是军贸订单与十五五装备需求的确定性，是这轮军工行情的领涨标的。

洪都航空：近10日+22%，航空装备主线，受益于军贸与教练机/轻型攻击机需求。

应流股份：虽然归类在机械，但其两机叶片（西门子F/H级燃机透平叶片中国唯一供应商）与航空发动机叶片同源，是军工与能源设备交叉的核心资产。

万泽股份：Q3业绩阶段性承压（营收同比-12.11%、归母仅0.19亿元），但研发投入增加是在布局景气业务，属于"短期利润换长期卡位"。

长进光子：Q3环比三项指标全部改善（营收+11.84%、归母+24.25%、扣非+24.92%），特种光纤需求旺盛，客户采购节奏扰动已过。

行业趋势

军工当前的核心矛盾是"订单在改善、报表还没体现"。十五五规划落地前的订单释放通常领先收入确认2-3个季度，因此2026Q3-2027Q1的报表仍会偏弱，但订单端（尤其是军贸与大飞机配套）会持续超预期。这种"基本面反转但业绩滞后"的特征，恰好适合在低配状态下做左侧布局。

中期看三条主线：一是军贸（中国装备出口份额提升，航空装备占比最高）；二是航空发动机与商发（CJ-1000A等型号的产业节奏）；三是导弹与信息化（消耗性装备需求刚性）。风险在于板块整体估值并不便宜，一旦市场风险偏好回升、资金从"防御"切向"进攻"，军工的相对收益会迅速消失——它的强势本质是"跌得少"，而不是"涨得多"。

汽车

核心催化

汽车板块当日的主线不在整车，而在"零部件企业集体向机器人转型"与"商用车的结构性改善"。

机器人零部件是资金最集中的方向。双环传动26Q3收入25.59亿元、同比+14%、环比+4%，归母3.33亿元、同比+4%、环比+10%，扣非3.11亿元、同比+7%；新能源汽车齿轮Q3收入同比约+25%，海外客户拓展、同轴齿轮箱放量与单车价值提升有望支撑2027年收入增速继续超过行业；机器人齿轮前九个月收入约7000万元、2026年预计约1.5亿元，2027年机器人业务目标4-5亿元（其中Q4下游客户为完成全年装机目标加大采购，单季营收预计5000万-1亿元）。高盛维持买入、目标价45.7元。

转型标的密集出现：模塑科技已把机器人上升为全局战略，以注塑件为基础向电子皮肤等高端赛道扩张（电子皮肤联合华威科已送样T，灵巧手骨关节定点在即）；上声电子通过戴盟机器人（已向OpenAI完成产品交付）间接切入具身智能数据入口；光洋股份已确定切入T供应链直供交叉滚子轴承（ASP约5000元）、国内直供ZY/YS；斯菱智驱Q3收入2.25亿元、同比+18.48%、归母0.37亿元，谐波相关业务已开始贡献收入；禾赛则被天风定位为"机器人硬件+数采铲子股"（激光雷达的3D建模能力可复用到机器人）。

商用车出现分化中的改善：中国重汽Q3营收151亿元、同比+5.3%、环比-19.5%，归母4.68亿元、同比+22.8%、环比-9.6%，毛利率8.8%、同比+1.69pct，Q3是国内重卡景气度低点，车桥业务维持较强贡献；天润工业Q3营收11.41亿元、同比+19.4%，归母1.10亿元、同比+31.8%，大缸径收入环比提升；中集车辆Q3营收54亿元、同比+3%，归母1.52亿元、同比-31%，毛利率13.51%、同比-1.96pct，是三者中最弱的。保隆科技Q3营收27.26亿元、同比+30.0%、环比+11.5%，但归母-0.12亿元由盈转亏，扣非0.52亿元仍同比+5%左右，属于"收入强、利润受一次性因素扰动"。

智能驾驶有政策落地：大众汽车集团（中国）已在合肥正式获得L3级自动驾驶道路测试牌照，并已启动真实道路测试与数据采集。虹软科技Q1-Q3营收6.51亿元、同比+3.81%，归母0.95亿元、同比-32.8%，车载业务快速增长但利润端承压。

核心标的及逻辑

双环传动：Q3收入+14%、归母+4%符合预期，机器人齿轮从9M的7000万元跃升到2027年4-5亿元目标，是零部件企业里机器人收入路径最清晰的一家；新能源齿轮Q3+25%提供基本盘。

中国重汽：Q3营收+5.3%、归母+22.8%，在重卡景气低点仍实现利润增长，毛利率同比+1.69pct，车桥业务的盈利贡献是关键。

天润工业：Q3归母+31.8%，大缸径收入环比提升，是AIDC发电设备（大缸径发动机曲轴）与重卡双主线的受益者。

模塑科技：电子皮肤已送样T、灵巧手骨关节定点在即，从注塑件向高附加值零部件扩张，是"传统零部件+机器人"转型中进度较实的一家。

上声电子：通过戴盟（已向OpenAI交付）切入数采链，属于物理AI主题中的低位标的，但需注意其主业（车载扬声器）与机器人业务的收入贡献仍不匹配。

行业趋势

整车端的竞争格局已定，价格战延续但边际缓和，投资价值转向"出口+高端化"；零部件端则在经历一次罕见的价值重估——凡是能与机器人、AI数据中心、低空经济沾边的零部件企业，估值体系都被重新定价，而这种重定价与当期业绩的相关性很低。

风险在于预期透支：摩根士丹利基于94位中国企业高管的2026年AlphaWise调查显示，人形机器人的部署时间表较2025年调查明显延后约一年（产品成熟度不足、ROI要求提升、价格预期）。这意味着2027年的机器人收入目标存在下修风险，而当前股价已按最乐观情形定价。

相对确定的是商用车与出口链：重卡在Q3见底、Q4随基建与出口改善，中国重汽与天润工业的业绩弹性会先于机器人业务兑现。

计算机

核心催化

- 头部算力链三季报集中验证"加速"而非"持平"：中科曙光前三季度营收122亿（+39%）、归母17亿（+78%）、扣非16亿（+105%），单Q3营收48亿（+60.7%、环比+11.9%）、归母7.5亿（+218%）、净利率15.8%（去年同期8.0%），毛利率上行动力来自高端计算机放量与高毛利软件占比提升，而非存货贡献——这说明国产算力已从"订单预期"走到"利润兑现"，是当日本板块最强的基本面锚。

- Anthropic 正式递交S-1，成为全球AI估值的新标尺：招股书披露后海外普遍预期其最终上市市值约1.5万亿美元、对应26年底ARR的15-20倍，而当前二级市场预期仅800-900亿美元。这一"锚"经国联民生等团队换算到国内，智谱与MiniMax按年底指引估值仅约10倍/7倍ARR，形成A股、H股大模型标的重估的直接触发点，当日两家公司大涨即由此而来。

- 物理AI的瓶颈从"模型"转向"数据"，数据采集与标注环节被重新定价：市场开始认识到本轮行情起点是大模型在机器人领域的泛化（OpenAI内部具身团队已达100-200人、后续模型将加大具身数据配比），于是具备合规采集场景与低成本人力供给的公司被系统性挖掘——天亿马（汕头"来数加工"全国唯二试点）、国脉科技（福州理工学院1.4万名学生+养老社区场景）、华数传媒（控股55%浙江具身智能数据运营公司，已储备超1万小时数据）当日均因此被点名。这类标的的共同特征是"场景+合规+人力"三重壁垒，而非算力或算法能力。

- 算力租赁与IDC订单进入"结转期"，业绩节奏可见度提升：协创数据前三季度营收196.10亿（+135.39%）、归母30.62亿（+338.77%），Q3单季营收70.87亿（+109.27%）、归母12.24亿（+360.33%）、净利率17.3%环比抬升，且10月签署上限374.90亿元、期限60个月的算力云服务长协（年均含税约75亿）；德才股份近期新签6亿元AIDC订单预计Q4结转，湖南项目进度较快、四川项目审批后可正式结转。长协+结转的组合让2026Q4至2027年的收入确定性大幅前置。

- AI应用侧的收入开始"可被单独计量"：汉得信息前三季度AI智能化应用收入约3.9亿元、同比增超85%，Q3单季1.7亿元创单季新高，"得·灵"体系与DataClaw灵舟数字员工平台已落地数百家客户，并与英伟达AI Factory完成适配、接入NIM与Dynamo；卓易信息Q3扣非0.22亿（+68.37%）、毛利率59.94%（+3.92pcts）、研发费用率降7.71pcts，同时以自主IDE卡位AI
coding、推出EazyBot与FinBot。AI收入从"故事"变为报表科目，是本轮软件股与硬件股分道扬镳的关键。

核心标的及逻辑

- 中科曙光：国产算力最纯正的利润弹性标的。通算端互联网相关出货加速、信创稳健增长；高端算力端全国多个智算项目启动、算力互联互通节点加速，ScaleX40下半年开始出货；叠加持股28%的海光出货加速（既贡献投资收益又强化β）。团队按自身净利18亿×30xPE＋海光贡献13亿×100xPE给出接近2000亿估值目标，26年全年营收与净利预计30%增速。

- 协创数据：算力服务"以资产换收入"的典型。Q3末总资产531.05亿元（较年初+293.07亿）、固定资产238.22亿元（较年初+145.39亿），80亿元定增9月16日获深交所受理（其中46.86亿元投向智算中心），二股东现金支持20亿元，资金来源由债务为主转向"股权+债务"。2026年限制性股票激励以2025年为基数，2026-2028年净利润最高档增长目标225%/340%/700%（对应37.83/51.22/93.12亿元）。预计26/27年净利52/75亿元，对应PE 18/12倍。

- 网宿科技：CDN转边缘AI的价值重估。前三季度营收36.4亿（+4.28%）、归母5.8亿（-6.31%），但剔除汇兑损失与股份支付后归母9.3亿（+14.56%）；Q3营收13.2亿（+15.95%）、扣非2.0亿（+134.16%、环比+26.95%），毛利率39.09%（+2.3pcts），主因高毛利安全及增值服务占比提升（26H1该业务毛利率74.03%，CDN及边缘计算仅15.85%）。边缘智算+Token工厂（常州、海宁城市级绿色Token工厂）为第二曲线，广发给予26年55倍PE、合理价值19.46元。

- 新大陆：增收不增利的"存储涨价受害者"样本。Q3营收27.38亿（+23.10%）但归母2.42亿（-25.07%）、扣非2.69亿（-20.24%），前三季度智能支付终端收入增速近60%、支付服务交易总规模超2.3万亿（+46%）、扫码笔数

+113%，但存储芯片涨价对支付终端营业成本影响约4.5亿元。这说明存储涨价正在从上游向下游整机厂利润表传导，是当日科技链最重要的"负面一致性"。

- 汉得信息：企业级AI落地最实的软件标的。前三季度营收25.87亿（+6.05%），产业数字化业务+15.3%、传统泛ERP战略性收缩；归母1.20亿（-17.28%）受外币汇兑损失与终止H股上市一次性中介费拖累，剔除后主业利润仍正增长。AI收入3.9亿（+85%）已成核心引擎，与英伟达AI Factory适配、中鼎集团等标杆客户落地。

- 虹软科技：车载快增但利润被研发吞掉。前三季度营收6.51亿（+3.81%）、归母0.95亿（-32.78%）、扣非0.64亿（-42.79%）；车载AI视觉收入1.24亿（+18.23%），移动终端视觉5.12亿（+0.14%）几乎停滞。Q3单季营收2.12亿（-2.56%）、归母0.18亿（-65.93%）、扣非0.08亿（-79.80%），研发费用3.64亿（+16.83%）、研发费用率55.82%（+6.22pcts），净利率降至14.62%（-7.96pcts）。

- 卓易信息：小体量、高毛利的AI coding卡位者。前三季度营收2.68亿（+1.83%）、归母1.15亿（+157.76%）、扣非0.69亿（+104.18%）；Q3营收0.90亿（+1.49%）、归母0.09亿（-50.09%，主因投资收益及公允价值变动减少）、扣非0.22亿（+68.37%）。毛利率59.94%（+3.92pcts）、期间费用率降9.99pcts、经营性净现金流0.86亿（+48.18%）。

- 天亿马：物理AI数据的政策稀缺标的。汕头华侨试验区为全国第二个"来数加工"试点，具备跨境数据专用通道与国际海缆，公司可承接境外物理AI数据在境内合规加工、标注与交付；已承接国内头部家电企业工厂员工操作数据标注业务、形成千万级订单，面向头部大模型客户。

- 国脉科技：教育与养老场景转化为低成本数采。教育+物联网双主业，旗下福州理工学院约1.4万名学生（覆盖护理、康复、人工智能），2025年教育收入约3.95亿元、占营收近七成、全口径扣非归母1.7亿元；国脉大学养老社区首期规划约3000名老人，已围绕机器人居家任务开展高价值数据采集并经第三方平台供给海内外头部模型厂。

- 华数传媒：省级具身数据基础设施平台。控股55%浙江具身智能数据运营有限公司（8月注册、9月落地），覆盖Ego第一视角、腕部视觉、数据手套、真机遥操，面向酒店、零售、环卫、家政场景，已完成超1万小时数据储备并启动送样；中标杭州国家级具身智能中试基地8783万元算网存用安算力底座项目。

- 德才股份：AIDC订单＋端侧推理双线。近期新签6亿元AIDC订单预计Q4结转，重点框架协议中湖南项目进度较快、四川项目审批后可正式结转，2026Q4-2027年结转加速；端侧推理布局学校、医院，以低价与先发为优势，后续拟与头部模型公司合作；传统主业收入与回款改善，主要风险为沙特项目因当地局势延后。

- 盛视科技：盛算大模型与Nao机器人结合，叠加20年口岸/海关数据沉淀，形成"算力—模型—数据—应用"闭环，是物理AI稀缺性叙事中数据资产最集中的标的之一。

- 智谱 / MiniMax：A股（招股书）催化下的估值重构交易。智谱4月成立X-lab探索机器人与物理AI，年内发表4篇相关paper，630发布的ZR-0为26亿参数具身模型、是后续Scaling-law起点；MiniMax发布H3-world世界模型、年初在广州成立极智科技专做具身智能与机器人硬件。

行业趋势

算力硬件与算力服务正在从"资本开支叙事"切换到"结转与折旧叙事"。协创数据、德才股份的订单结转节奏，中科曙光的毛利率上行为一侧；新大陆被存储涨价吞掉4.5亿元成本、虹软科技被研发费用吞掉利润为另一侧。同一板块内部，具备长协锁定与自主定价权的环节（算力服务、高端整机、安全增值服务）利润表持续改善，而依赖外采存储、议价能力弱的整机与终端厂正在承压——这种分化在Q4存储价格未见顶前大概率延续，选股应优先看"成本传导能力"而非单纯收入增速。

软件侧的分水岭是AI收入能否单独计量。汉得信息3.9亿AI收入（+85%）、卓易信息扣非+68.37%与费用率下降近10pcts，说明已有公司把AI从研发投入转为收入科目；反之虹软科技研发费用率升至55.82%、扣非-42.79%，仍处"投入期未变现"阶段。后续跟踪重点是AI收入占比与合同负债变化，而非发布会数量。

物理AI数据环节是当日新增主线中弹性最大、也最需甄别的一条。天亿马（跨境来数加工试点）、国脉科技（高校+养老场景）、华数传媒（省级具身数据平台）三家共同指向"合规场景+低成本人力+真实物理交互"的资源型壁垒，其订单能见度取决于头部模型厂的送样测试与复购；但也要注意该方向目前多为千万级订单与框架

协议，收入确认节奏偏慢，估值先行于业绩的特征明显。

电子

核心催化

电子是当日业绩最密集的板块，可以拆成四条线：AI服务器整机与PCB、存储涨价、模拟与材料、以及"涨价链被重新定价"的风险。

AI服务器整机是最亮的一份。华勤技术26Q3营收722.9亿元、同比+60%以上，归母同比+39.53%；26Q1-Q3营收1660亿元，其中数据业务同比+228%，超节点单季度收入近62亿元——这标志着国产AI服务器代工已经从"小批量交付"进入"规模放量"，超节点是最主要的增量形态。

PCB/CCL/电子布集体兑现。景旺电子26Q1-Q3营收152.33亿元、同比+37.4%，归母16.16亿元；单Q3营收66.21亿元，同环比高增、盈利能力显著改善，AI客户与mSAP打开弹性（msap已具备5条产线、4条稳定量产、第5条预计11月贡献产能，较原预期提前约半个月；UHC工厂44亿元投资预计27Q1投产）。10只PCB产业链公司集体披露三季报：沪电股份Q3净利润同比+161%、环比+60%；南亚新材、金安国纪Q3净利增长超10倍。上游电子布最猛：国际复材Q3归母6.5亿元、同比+1453%、环比+75%，是电子布公司中环比增幅最大者，LDK2布当前出货约80万米/月、年底爬产至200万米/月。

存储涨价进入利润表。东芯股份26Q3营收17.95亿元、同比+682%、环比+76%，归母8.30亿元、环比+59%，扣非8.15亿元、环比+62%，毛利率升至79.31%、环比+4.82pct——海外原厂产能向HBM等高附加值产品倾斜、中小容量存储供给受限是根本原因。国科微Q3营收9.98亿元、同比+131.8%、环比+34.1%，归母2.29亿元，并宣布自26年11月起对合封KGD、外挂DDR涨价（合封64MB/128MB/256MB分别涨0.5/1/1.5美元）。香农芯创Q3营收462.21亿元、同比+398.3%、环比+2.x%，企业级存储布局持续推进。海外侧，SK海力士与美光同步走高，海力士拟追加巨额股东回报，买方对其营业利润预期从74-75万亿韩元小幅上修（尽管有外汇扰动与HBM4良率传闻）。

模拟与材料的超预期。思瑞浦Q3营收10.9亿元、环比+20%，归母3亿元、环比+50%，毛利率52.3%、环比+2.2pct，业绩超预期。国瓷材料Q1-Q3收入41亿元、同比+24%，归母5.5亿元、同比+11%，单Q3归母1.8亿元、同比+16%、环比-17%（费用扰动），剔除汇兑、股权激励及并购费用后同口径扣非增速接近40%；MLCC粉体接近满产、高端新产能Q4批量供应，AI陶瓷是新增量。珂玛科技Q1-Q3收入9.39亿元、同比+18.27%，归母1.51亿元、同比-38.07%，利润率阶段性承压但陶瓷件替代逻辑不变。联瑞新材Q3收入4.2亿元、同比+37.2%、环比+24.6%，归母1.1亿元、环比+43.6%，封装用粉体大手笔扩产。

但涨价链正在被重新定价，这是当日最重要的风险信号：三环集团跌幅较大，原因明确指向"海外大模型收入增长放缓预期下，市场对电子布、PCB、MLCC、CCL、铜箔整条涨价链重新定价，部分机构集中卖出"。筹码层面同步恶化：26Q3电子行业占基金重仓总规模的32.30%、环比-6.79ppts，超配比例仍高但持仓集中度显著下降；主动偏股公募口径电子持仓环比Q2下降10个百分点至36%。

其他值得记录的个股事件：华峰测控主业每月保持产能上限做交付、8600向供应商加速备货、客户订单排产已到明年1月；圣邦股份拟以8.33亿元现金收购上海申矽凌58.2878%股份，拓展传感器平台；优利德发布67G高端VNA与1.6示波器，鼎阳三季报显示数据中心产品全面爆发；同惠电子TH2840系列高速LCR电桥（0.56ms/次、1800次/秒采样）用于柔性电子皮肤触觉信号采集；磷化铟衬底进入量价齐升周期（2026年6月北京通美与南京Casela签订1.72亿元长协）。

核心标的及逻辑

华勤技术：Q3营收+60%、数据业务+228%、超节点单季收入近62亿元，是国产AI服务器放量最直接的证据；从手机ODM向AI整机的转型已经完成收入结构切换。

景旺电子：Q1-Q3营收152.33亿元+37.4%、归母16.16亿元，Q3同环比高增且盈利能力改善；msap第5条线11月贡献产能、UHC工厂27Q1投产，产能节奏领先同业。

东芯股份：Q3营收同比+682%、毛利率79.31%环比+4.82pct，利基存储涨价的红利完整进入利润表，是存储链弹性最大的标的。

国科微：Q3营收+131.8%、归母2.29亿元，11月起对合封KGD与外挂DDR涨价，Q4业绩弹性进一步放大。

思瑞浦：Q3营收环比+20%、归母环比+50%、毛利率52.3%环比+2.2pct，模拟芯片在数据中心与工业需求拉动下超预期。

国瓷材料：MLCC粉体接近满产、高端新产能Q4批量供应，剔除一次性因素后扣非增速近40%，是电子材料中"量价齐升+新品放量"最均衡的一家。

行业趋势

电子的核心矛盾已经从"需求有没有"变成"估值给多少"。需求侧的证据非常充分：AI服务器超节点放量（华勤）、PCB满产涨价（沪电、景旺）、电子布供给紧缺（国际复材，明年行业供给增量仅约10%）、存储涨价（东芯、国科微）、材料满产（国瓷、联瑞）。但估值侧的约束同样明确：公募电子持仓仍有36%、超配比例高，一旦"海外大模型收入增长放缓"的叙事发酵，整条涨价链会被集体降估值——三环就是样本。

因此接下来的选股标准要变：从"涨价弹性"转向"需求可持续性+产能壁垒"。优先级是：AI服务器整机（订单能见度最高）> 电子布/铜箔（供给最紧）> PCB（顺价能力）> 存储（涨价周期可能在2027年见顶）> MLCC（需求最分散）。

海外机构的分歧也值得参考：野村把全球新建AI数据中心追踪进一步上修，但明确指出融资成本抬升使风险收益比趋于中性；伯恩斯坦的拥挤度模型提示硬件与半导体持仓已处高位；瑞银则把2030年服务器CPU市场从1750亿美元上调至2100亿美元（代理式AI提升CPU配比）。上修的是需求，恶化的是融资与拥挤度。

通信

核心催化

通信板块当日的核心是"无源与光模块业绩爆发"，而且这份爆发在财报端第一次得到了北美需求的验证。

长芯博创26Q1-Q3营收30.39亿元、同比+69.45%；单Q3收入13.5亿元、同比+127.5%、环比+32.7%，归母2.72亿元、环比+41.94%，毛利率45.35%、净利率31.47%（环比+0.52pct），略超市场预期。MPO业务实现份额与重点客户突破，CSP光互联需求拉动MPO高速增长，AOC及FAU有望成为新增量；公司同步推出股权激励并回购，设定高增目标。这一组数据是整个光通信链最有力的证据：需求已经从"预期"传导到"订单与利润"。

无源器件整体景气：光库科技Q3归母环比+37%，长芯博创环比+42%，头部厂商单季业绩弹性集中释放，终端需求侧谷歌、Viaphoton等CSP及布线商的需求指引强劲，为Q4及明年产能消化提供了极高能见度。

中兴通讯出现业绩拐点：26Q1-Q3营收1168.38亿元、同比+16.23%，归母40.60亿元、同比-23.71%；但单Q3归母13亿元、同比+394%，扣非6亿元、同比+364%，均超预期（非经常性损益主要来自金融资产公允价值变动）。算力业务加速是主要拉动，公司被判断"全年业绩有望好于预期"。

端侧与模组同样强劲：美格智能Q1-Q3营收35.26亿元、同比+24.99%，归母1.87亿元、同比+65.19%，扣非1.88亿元、同比+79.22%，毛利率17.90%、同比+4.76pct；单Q3营收15.02亿元、同比+60.66%、环比+36.92%，单季营收创历史新高，海外收入占比突破50%。移远通信与美格智能被并列为"端侧核心"，逻辑不只是AI数据采集，更是海外智能化占比提升推动净利率改善。

液冷与热管理延续高景气：英维克Q1-Q3营收49.50亿元、同比+22.94%，归母3.69亿元、同比-7.62%；单Q3营收19.33亿元、同比+33.05%、环比+4.98%，归母同比+0.25%，但存货25.07亿元、同比+103%，合同负债大幅增加。科创新源Q3营收3.54亿元、同比+18.72%、环比+21.16%，但归母-0.11亿元环比转亏，传统通信与电力材料业务受下游采购放缓、原材料涨价影响毛利率承压。

另有一条筹码层面的信息：26Q3主动偏股公募的电子与通信持仓环比Q2下降10个百分点（剔除股价影响后超配比例下降2-3个百分点），目前电子占比36%、通信15%；固收+层面两者持仓环比下降11个百分点。这意味着通信的机构筹码正在松动，业绩虽好但边际买盘在减少。

核心标的及逻辑

长芯博创：Q3收入同比+127.5%、环比+32.7%，净利率31.47%、毛利率45.35%，MPO份额突破+CSP客户落地+AOC/FAU新品，是光通信无源环节业绩弹性最大、验证最实的一家；股权激励与回购进一步强化信心。

中兴通讯：Q3归母同比+394%、扣非+364%，算力业务加速带动利润转增，全年业绩有望好于预期；需注意非经损益占比不低，扣非质量仍需观察。

美格智能：Q3营收同比+60.66%创历史新高、海外收入占比突破50%，毛利率+4.76pct至17.90%，端侧智能化是净利率改善的核心驱动。

英维克：存货+103%、合同负债大增是订单信号，Q3收入+33%而归母仅+0.25%属于交付与费用节奏；液冷是AIDC最确定的配套环节，利润会在Q4-Q1释放。

行业趋势

光通信的景气度已从"AI叙事"变成"财报事实"：CSP的资本开支指引、布线商的需求、无源器件的单季环比，三个口径同时指向需求强劲。这条线的风险不在需求，而在估值与筹码——公募通信持仓15%仍是历史高位，一旦CSP资本开支指引低于预期（本周四谷歌、微软、亚马逊财报是关键），高持仓会放大回撤。

端侧是下一个看点。天风电子提出的框架是"存储压制减弱+汇率拖累消退+物理AI承载"三重共振：存储价格趋稳后，模组与终端的备货和稼动率有望同步回升，而AI数据采集又给模组厂商带来新增需求。美格智能海外收入占比突破50%，说明这条路已经走通。

液冷与热管理的确定性最高但节奏最慢：订单（存货、合同负债）领先收入2-3个季度，收入领先利润1-2个季度，因此当前是"看订单不看利润"的阶段。

传媒

核心催化

传媒当日的主线是"AI应用落地"与"广告需求韧性"两条并行，但财报端普遍承压。

芒果超媒26Q1-Q3营收93.51亿元、同比+3.2%，归母2.13亿元、扣非1.83亿元；单Q3营收31.58亿元、同比+1.9%、环比+1.6%，归母1155万元、环比+398.0%，扣非234万元、环比+142.6%——环比大幅改善但同比基数仍低，AI中长剧是公司重点推进的降本方向。

分众传媒26Q1-Q3营收91.85亿元、同比-4.39%，归母44.76亿元、同比+5.55%，扣非35.88亿元、同比-10.41%；单Q3营收31.93亿元、同比-8.62%，归母13.48亿元、同比-14.48%，扣非12.97亿元、同比-15.7%。草根调研显示26M10W4（10月第4周）四张网去重广告主数量27家、较上周33家有所回落，但仍显著高于国庆期间水平；互联网电商投放稳定，美妆日化为主要品类，医药保健品牌投放进一步增加，双十一前期需求持续释放。并购新潮的协同效应是后续主要看点。

光线传媒3Q26收入3.34亿元、同比-10.7%，归母1711万元、同比-83.9%，低于预期主因电影业务成本与投资亏损高于预期；前三季度归母0.50亿元，剔除对联营/合营企业投资亏损后为1.42亿元。IP衍生业务在推进，后续看动画产品周期。

AI影视是产业层面最活跃的方向：腾讯绿泡泡（短剧小程序）8月月活达1.43亿，10月首周周活8968万、较9月首周增长44.1%，依托微信生态快速起量，叠加Q4优质内容激励政策，短剧平台竞争深化；制作侧即梦（10月26日）持续迭代，AI影视正从"制作降本"向"平台扩容、内容精品化、互动化"演进。

核心标的及逻辑

分众传媒：Q3营收-8.62%但广告主数量仍高于国庆水平、双十一前需求释放，显示梯媒的刚需属性；并购新潮后点位议价能力与客户覆盖提升，协同效应兑现是2027年的主要弹性来源。

芒果超媒：Q3归母环比+398%、扣非环比+142.6%，虽然绝对额仍小，但盈利拐点方向明确；AI中长剧若能压制内容成本，长视频的盈亏平衡点会显著下移。

光线传媒：Q3利润被电影成本与投资亏损拖累，但剔除投资亏损后前三季度归母仍有1.42亿元；IP衍生与动画产品周期是中期看点，短期需等新片定档。

行业趋势

传媒的核心变量是AI对内容成本与分发效率的重构。瑞银的判断值得引用：中国互联网板块年内下跌28%-30%、远期EPS下调19%，估值仅10-11倍PE，市场高估了AI成本的持续性、低估了变现的期权价值；但AI价值捕获会显著分化——网络游戏、短剧和招聘更直接受益，电商首先体现为效率改善，广告则面临库存增加和eCPM下降的压力。

这解释了一个矛盾现象：AI影视、短剧的产业催化不断，但传统广告与影视公司的利润却在恶化。因此板块内的正确排序是：短剧/游戏/AI应用 > 内容制作 > 传统广告。

另一条线索是"传媒公司做数据"——华数传媒控股55%的浙江具身智能数据运营有限公司（8月注册、9月落地），定位浙江省级具身智能数据基础设施平台，搭建覆盖Ego第一视角、腕部视觉、数据手套、真机遥操的分层数据金字塔。这属于物理AI主题的传媒侧映射，短期是估值弹性，不是业绩。

食品饮料

核心催化

食饮板块当日是"啤酒与调味品稳、白酒现金流恶化、零食利润承压"的三段式，且有一个重要的政策催化：国家发改委表示正在研究制定扩大内需战略实施方案（2026-2030年）、并将加快推动印发实施——这是当日食品饮料、零售板块集体异动的直接原因。

白酒出现了本轮最值得警惕的一份财报：五粮液26Q1-Q3营收328.6亿元、同比+7.2%，归母97.1亿元、同比+50%；但单Q3营收44.4亿元、同比-37.7%，归母9.6亿元、同比-48.3%；Q1-Q3销售回款326.9亿元、同比-57.3%，经营性现金流0.5亿元、同比-99.8%（Q3单季回款72.1亿元、同比+0.9%）。收入与利润的累计增长完全靠上半年的报表，Q3单季的断崖式下滑与现金流近归零，说明渠道回款能力已到临界点。

啤酒是最好的一个细分之一：燕京啤酒26Q1-Q3营收140.16亿元、同比+4.34%，归母21.34亿元、同比+20.56%，扣非21.10亿元、同比+25.14%；单Q3营收49.84亿元、同比+2.25%，归母7.35亿元、同比+10.15%，扣非7.30亿元、同比+12.20%，Q3毛利率同比+2.0pct至52.2%。在行业需求平淡的环境下靠结构升级与成本下行实现利润增速远超收入。

零食与速冻普遍"增收不增利"：劲仔食品Q1-Q3营收21.41亿元、同比+18.4%，归母1.55亿元、同比-10.1%，扣非1.43亿元、同比+0.6%；单Q3营收7.58亿元、同比+10.8%，归母0.49亿元、同比-19.5%。盐津铺子Q1-Q3营收45.31亿元、同比+2.36%，归母5.79亿元、同比-4.26%；单Q3营收14.61亿元、同比-1.71%，归母1.54亿元、同比-33.77%，渠道主动调整是主因。三全食品Q1-Q3营收54.4亿元、同比+8.7%，归母4.1亿元、同比+4.5%，扣非2.9亿元、同比+5.6%；但单Q3营收15.3亿元、同比+6.8%，归母0.5亿元、同比-41.0%。绝味食品9M26营收38.57亿元、同比-9.46%，归母1.68亿元、同比-39.95%，扣非1.10亿元、同比-54.26%，是板块最差的一份。

调味品与港股食品相对稳健：颐海国际续期2027-2029三年关联交易框架协议，本质是定期上限调整、历史交易远未达上限，不影响实际经营，公司2027年对应约12倍PE加7%股息。泉阳泉矿泉水环比提速、逆势全国化，利润有望释放；金达威Q4低基数叠加藻油加速贡献，11月万吨产能满产；H&H业绩超预期并上调全年指引。

核心标的及逻辑

燕京啤酒：Q3收入仅+2.25%但扣非+12.20%、毛利率提升2.0pct至52.2%，是"成本下行+结构升级"双击的典型，利润弹性在同业中最确定。

五粮液：Q3营收-37.7%、归母-48.3%、Q1-Q3经营现金流-99.8%，报表已充分暴露渠道压力；但这也意味着基数被大幅压低，若明年需求企稳，弹性会很大——前提是渠道库存能在春节前出清。

颐海国际：2027年约12倍PE、7%股息，关联交易续期无实质影响，属于"低估值+高分红+基本面反转"的组合，被浙商持续重点推荐。

劲仔食品：Q3收入+10.8%但归母-19.5%，主要受毛利率拖累；扣非前三季度仍+0.6%，说明费用控制有效，等原料成本回落后利润弹性会释放。

行业趋势

食饮的分化由"价格带"决定：高端白酒受商务需求与渠道库存压制最重（五粮液Q3 -37.7%），大众啤酒与调味品受益于成本下行（包材、大麦、大豆价格回落），零食则陷入"量增价减、渠道重构"的混战（量贩零食与会员店挤压传统渠道）。

政策是短期最重要的变量。发改委扩大内需战略实施方案（2026-2030年）若在年内印发，可能带来两条交易线索：一是大众消费品（乳制品、调味品、啤酒）的需求预期修复，二是白酒的商务消费场景改善。但需要清醒的是，政策预期交易的持续时间通常只有1-2周，真正的需求拐点要等社零数据与春节备货验证。

社会服务

核心催化

社服板块呈现"人力服务稳健、景区承压、酒店改善"的三段式结构。

人力服务是最稳的一块：科锐国际26Q1-Q3收入120.65亿元、同比+12.18%，归母2.26亿元、同比+2.81%，扣非1.95亿元、同比+24.02%；单Q3收入39.46亿元、同比+7.24%，归母0.74亿元、同比-20.15%，但这主要是去年同期处置子公司产生约0.36亿元投资收益的高基数所致，扣非0.73亿元同比+21.17%——剔除基数后经营质量实际在改善。

景区与演艺则明显走弱：宋城演艺26Q1-Q3收入14.63亿元、同比-20.6%，归母5.39亿元、同比-29.4%，扣非5.10亿元、同比-30.7%；单Q3恶化加剧，收入5.01亿元、同比-33.8%，归母1.92亿元、同比-46.4%，扣非1.81亿元、同比-47.7%。公司在公告中归因于消费意愿不足、行业竞争加剧、降雨台风天气三重因素。

酒店是唯一出现量价齐升改善的细分：26年第43周（10/19-10/25）全国酒店RevPAR同比+3.0%（前值+2.4%），拆分量价，ADR同比+2.3%（前值+3.0%）、OCC同比+0.4pct（前值-0.3pct）——价格涨幅收窄但入住率转正，说明需求端的边际改善是真实的，这比单纯提价更健康。另外首旅如家建国里酒店群已于10月25日开业。

教育端，学大教育2026Q3归母净利润2002万元、扣非1682万元，略高于前瞻预期（1850万元），但单季收入7.57亿元、同比+8.59%，较上半年+12.87%有所降速；期末合同负债12.77亿元、同比+6.13%，是判断后续收入的关键先行指标。

核心标的及逻辑

科锐国际：Q3扣非同比+21.17%，在整体招聘需求偏弱的环境下逆势加速，说明灵活用工业务的份额在提升；表观归母下滑纯粹是去年处置子公司收益的基数问题。

学大教育：Q3利润小幅超预期，合同负债同比+6.13%为Q4及明年收入提供支撑；当日股价回调更多是成长风格资金撤离所致，而非基本面变化。

宋城演艺：Q3收入-33.8%、归母-46.4%是板块最差的一份报表，毛利率下滑明显，需要观察Q4淡季与新一轮项目投入的节奏。

首旅酒店：行业RevPAR连续两周改善（+2.4%→+3.0%），OCC由负转正，若Q4商旅需求延续，龙头酒店的RevPAR弹性会先于利润体现。

行业趋势

社服的分化本质是"必需性"的差异：人力服务（灵活用工）依附于企业降本需求，逆周期属性强；酒店依附商旅与出行频次，随经济活跃度温和修复；景区演艺依附可选消费与旅游意愿，在当前消费环境下最脆弱。

中期看两个变量：一是Q4冰雪旅游季的启动（部分滑雪场已开板、多数预计11月开板，南方游客预订占比超70%），这会直接改善景区类公司的淡季数据；二是企业招聘需求的拐点，若制造业与AI相关岗位扩张（字节SeedModel团队一次放出数十个机器人方向岗位是个信号），灵活用工的单价与毛利会同步上行。

纺织服饰

核心催化

本日纺服板块最重要的不是财报，而是服装机器人产线第一次跑通了经济账。杰克科技的合作方盛泰建成"世界首条服装机器人产线"：产线投资数百万元，全流程自动化减人70%、效率提升30%以上，使用7台人形机器人，10小时产出500件，回收期不到三年。公司初步计划打造10-20个战略客户，目标为客户规模较大、拥有1万人以上工人的工厂，预期每家可采购可搭配机器人的缝纫机或专机300-500台。

这条信息的价值在于它把"人形机器人"从概念拉到可测算的ROI：三年回收期意味着在人工成本每年上涨的环境下，这类改造具备自发扩散的经济动力，而纺服缝纫恰好是国办点名的"劳动力紧缺、环境高危"优先推广场景之一。

品牌端则延续弱势。李宁3Q26流水：剔除童装的大货全渠道低单位数下滑（线下中单位数下滑，其中批发中单位数下滑、直营持平且奥莱好于正价；电商高单位数增长），含童装的李宁Young双位数增长后全渠道流水同比持平；月度看7月最弱、8-9月逐步改善。折扣方面，线下加深低单位数至6折低段，线上折扣同比略有加深、环比相对平稳，7-9月折扣同比加深幅度逐月收窄、9月已出现同比改善。Q3末库销比5-6个月、同比稳定，年末目标4-4.5个月；主品牌店铺6099家（直营净减61、批发净增69）、李宁YOUNG 1491家（净减27）、龙店7家。

跨境电商端表现最好：赛维时代26Q1-Q3营收97.22亿元、同比+18.7%，归母2.43亿元、同比+15.7%；单Q3营收35.21亿元、同比+23.9%（增速较上半年明显提速），归母0.77亿元、同比+89.5%，扣非0.83亿元、同比+137.4%。

核心标的及逻辑

杰克科技：横机/缝制设备龙头，服装机器人产线三年回收期的实测数据是关键——若10-20个战略客户落地、每家采购300-500台设备，将直接打开成套数字化产线与机器人业务的收入空间；银河机械持续推荐。

赛维时代：Q3收入增速提速至+23.9%、归母+89.5%、扣非+137.4%，服饰配饰品类在女装、运动等细分间复用选品与供应链能力，非服饰品类出清临近尾声，盈利拐点已现。

李宁：Q3流水基本持平（含童装），折扣压力9月已同比改善、库存库销比稳定在5-6个月，全年指引维持（收入低单位数增长、净利率中到高单位数）；董事会拟11月5日讨论特别股息，是短期最明确的事件窗口。

行业趋势

纺服的两条主线已经彻底分开。制造端受益于自动化改造与海外产能转移，机器人缝纫的经济性一旦验证，设备商的订单弹性远大于品牌商；同时欧洲反倾销结果落地后不追溯过往销售，头部代工企业正把产能向东南亚转移以对冲关税。品牌端仍处在"流水微降、折扣加深、库存可控"的磨底阶段，7月最弱、8-9月改善的月度走势说明最差的时点可能已过，但真正的拐点要等消费意愿修复与双十一结果。

需要留意的是运动服饰的竞争格局：李宁直营门店净减61家、批发净增69家，说明公司正在主动收缩重资产门店、把扩张交给批发渠道，这是提升ROE的选择，但也意味着单店质量与批发回款需要更密切跟踪。

轻工制造

核心催化

轻工板块当日的核心变化是两个"主业之外的第二曲线"：泉峰控股的机器人算法自研、裕同科技的液冷与重型包装。

泉峰控股在新CEO上任后开展人才集结，方向明确指向三件事：一是机器人核心算法平台自研，集中放出视觉SLAM、激光SLAM、多模态算法、多传感融合等整套岗位，推进割草机器人全栈算法自研；二是三电平台化研发加码，把电机、三电、热管理向跨产品线平台化开发，实现技术复用与降本；三是知识产权风控前置，产品事业群新设技术情报分析师、专利分析师，针对欧洲市场做前置布局。这是一次从"渠道型工具企业"向"算法+平台型企业"的转型表态。

裕同科技则是传统包装增长靠AI类产品客户（已成为诸多AI项目的主供或一供），重型包装进入快速成长期——全球重型包装市场规模约300亿元，公司服务服务器、电池电机出口及机器人运输场景，计划未来3-5年抢占10%以上份额；同时液冷等N业务成为第二成长曲线。

三季报层面，包装与出海分化明显。紫江企业26Q1-Q3收入74.16亿元、同比-5.2%，归母7.54亿元、同比-21.9%，但扣非7.07亿元、同比+2.3%；单Q3收入25.77亿元、同比+0.1%，归母2.10亿元、同比-57.4%，扣非2.08亿元、同比-6.4%——归母与扣非的巨大差异来自非经常性损益，包装主业收入仍保持双位数增长。中宠股份Q3收入15.77亿元、同比+10.5%，归母0.54亿元、同比-58.7%，扣非0.39亿元、同比-69.0%，前三季度收入48.58亿元、同比+25.9%、归母1.80亿元、同比-45.9%，外销综合个位数增长（出口增速接近10%、海外工厂同比持平），盈利能力受原材料上涨挤压，但经营底部已现、美国工厂爬坡是后续变量。

核心标的及逻辑

裕同科技：AI类产品客户带来传统包装的稳定增量，重型包装（服务器、电池电机出口、机器人运输）3-5年目标10%以上份额打开空间，液冷业务是纯增量；三重逻辑叠加使其从"包装股"变成"AI硬件配套股"。

泉峰控股：割草机器人全栈算法自研+三电平台化，若2027年新品能实现算法自主，毛利率与竞争壁垒都会有实质提升；短期看人才集结与专利布局是投入期，收入贡献需等新品周期。

紫江企业：扣非同比+2.3%说明包装主业稳健，归母大幅下滑是非经常性因素；PET瓶片加工差修复带来毛利率回升是中期逻辑，上游四川达州60万吨天然气制项目的降本效应值得跟踪。

中宠股份：Q3扣非同比-69.0%是全年最差，但外销出口增速接近10%、海外工厂同比持平，说明需求端没有恶化；美国工厂爬坡与自主品牌费用投放效率是Q4的两个观察点。

行业趋势

轻工的两个方向正在拉开差距。出口代工型（宠物食品、工具、家具）受关税、汇率、原材料三重挤压，利润普遍承压，但订单与份额仍在向头部集中，洗牌后的集中度提升是中期利好；AI硬件配套型（重型包装、液冷结构件、服务器配套）则受益于算力基建，增速与估值都明显更高。

一个需要警惕的信号来自人形机器人的落地节奏：摩根士丹利基于94位中国企业高管的2026年AlphaWise调查显示，虽然64%的受访者仍是"可能采纳者"、采纳意愿高企，但部署时间表较2025年调查明显延后约一年，原因是产品成熟度不足、ROI要求提升及价格预期。这对把"机器人"当作第二曲线的轻工/工具企业（泉峰、九号等）是一个提醒：叙事可以提前，收入不会。

医药生物

核心催化

医药是当日业绩最扎实、催化最密集的板块之一，主线可以概括为"CXO与创新药双超预期、器械结构性改善、ESMO数据分化"。

CXO是最强的一块。药明康德26Q1-Q3收入455.4亿元、同比+38.6%，经调整净利润183.8亿元、同比+74.4%；单Q3收入166.4亿元，增速与利润率同步上行，是当日医药板块体量与质量最好的财报。康龙化成Q1-Q3收入120.03亿元、同比+19.01%，经调整归母14.96亿元、同比+21.97%，实验室服务订单提速、扣非拐点确认，公司对完成全年指引充满信心。益诺思收入7.86亿元、同比+38%，归母0.94亿元（上年同期亏损0.15亿元），扭亏为盈且订单快速增长。博腾股份Q1-Q3收入27.65亿元、同比+8.66%，归母-1.12亿元、扣非-1.51亿元（转亏系终止斯洛文尼亚项目等因素），但Q3单季归母翻倍并给出Q4收入同比+20%-30%的指引，属于"全年低点已过"的形态。海外CXO的强势是估值锚：10月14日至26日三星生物+20.4%、查尔斯河+19.5%、Fortrea+13.9%、Lonza+12.1%、ICON+11.8%、Medpace+11.0%、Labcorp+5.2%，催化包括AI4S事件、Medpace与三星生物上调指引、全球科技资金轮动。

创新药进入业绩与数据双兑现期。恒瑞医药Q1-Q3营收244.09亿元、同比+5.26%，归母69.23亿元、同比+20.38%，扣非62.43亿元、同比+11.70%；单Q3营收89.53亿元、同比+20.55%，归母24.58亿元、同比+88.92%，扣非25.14亿元、同比+90.93%，国泰海通定性为"强势筑底、创新药增长走出阴霾"。诺诚健华Q1-Q3营收20.99亿元、同比+88.2%并持续盈利，奥布替尼持续放量、礼来BD进一步兑现平台价值，12月ASH年会将有BCL-2i美托克拉AML/MDS更新数据与奥布替尼ITP
III期数据读出。艾力斯单Q3归母7.92亿元、同比+40.38%，伏美替尼前三季度销售48.5亿元。

ESMO数据出现明显分化：康方生物AK112（1L胆道癌III期，入组692例，对照度伐利尤单抗）在ESMO LBA披露；泽璟制药更新ZG006-001的OS数据，艾伯维启动ZG006一线小细胞肺癌三药联合II期临床布局，该临床预计2026年11月20日启动；三生制药合作伙伴辉瑞公布SSGJ-707联合含铂化疗一线治疗晚期NSCLC的II期数据。反面是映恩生物DB-1303（HER2
ADC）乳腺癌达到PFS终点但获益幅度有限、DB-1311数据积极；康诺亚901因2L+ ITT PFS by
BICR未达显著性引发股价扰动，但国泰海通仍认为CLDN18.2
ADC获批2L适应症的概率大于60%（市场预期为3L+ only）。

器械呈现"龙头稳、创新高增"的结构。新产业Q1-Q3营收37.01亿元、同比+7.97%，归母13.91亿元、同比+15.42%（Q3因收缩信用政策导致收入增速放缓但盈利能力环比明显改善）；安图生物营收32.40亿元、同比+3.59%，归母8.47亿元、同比-1.45%，扣非8.28亿元、同比+1.52%；万孚生物营收15.69亿元、同比-7.18%，归母1.34亿元、同比+0.10%，但Q3收入恢复双位数增长、经营质量持续改善；北芯生命营收5.83亿元、同比+43.29%，归母1.33亿元、同比+69.77%，PFA系统获批；山外山营收7.37亿元、同比+26.11%，归母1.59亿元、同比+51.82%；澳华内镜营收4.55亿元、同比+7.62%；华厦眼科营收33.41亿元、同比+2.13%，归母4.66亿元、同比+7.49%；瑞迈特营收10.87亿元、同比+34.53%，归母1.86亿元、同比+3.33%（国内收入高增、海外短期承压）。另有鱼跃医疗全资子公司苏州鱼跃的无创呼吸机BreathCare PAP III获美国FDA 510(k)许可。

核心标的及逻辑

药明康德：Q1-Q3收入+38.6%、经调整净利+74.4%，Q3单季收入166.4亿元，是全球CXO订单向中国集中的最直接证据；管理层访谈中被反复提到的一体化平台与产能利用率，是利润增速远超收入的原因。

恒瑞医药：Q3单季归母+88.92%、扣非+90.93%，创新药收入占比提升带动毛利率与费用率同步优化，被定性为"走出阴霾"，是A股创新药最确定的业绩锚。

康龙化成：Q1-Q3收入+19.01%、经调整归母+21.97%，收入增速逐季上行、扣非拐点确认，实验室服务订单提速是全链条景气的前瞻指标。

诺诚健华：Q1-Q3营收+88.2%且持续盈利，奥布替尼放量+礼来BD兑现，12月ASH数据是下一个催化。

百普赛斯：Q1-Q3收入8.01亿元、同比+30.61%，归母1.62亿元、同比+22%左右，三季度增长提速，CMC布局打开成长空间，并首次发布Q1-3分红加强股东回报。

北芯生命：收入+43.29%、归母+69.77%，PFA系统获批打开电生理新赛道。

行业趋势

医药已经走出2025年的集采与反腐阴影，进入"创新兑现+出海授权"的新阶段。三条主线最清晰：

一是CXO的全球产能再分配。海外CXO（三星生物、Lonza、Medpace）上调指引、股价强势，国内CXO订单与收入同步加速，说明全球研发外包需求在扩张而非收缩；地缘政策（如禁限出口技术目录的讨论）是主要风险，但当前许可与CDMO业务未受实质限制。

二是创新药的BD与数据周期。恒瑞、诺诚健华、三生、康方、泽璟的催化都在Q4至明年一季度集中落地（ASH 12月、ESMO已开、多项III期读出），这是估值弹性最大的窗口。

三是器械的进口替代与出海。北芯（PFA）、山外山（血净）、澳华（内镜）、鱼跃（呼吸机FDA）都在验证国产替代与出海逻辑，但龙头（新产业、安图）受院内政策与信用政策影响，增速已降至个位数——器械的机会在"创新单品"而非"平台龙头"。

公用事业

核心催化

公用事业当日的主线是AIDC供电从"意向"变成"合同"，以及"算电协同"这一政策概念的正式产业化。

最硬的一份订单来自东方电气：公司与加拿大数据中心新签30台燃气轮机订单、合计2.1GW，同时签订数十台余热锅炉+汽轮机订单、合计金额约15亿美元（约100亿元人民币）。行业背景同样强劲——Q3海外燃机价格呈上涨趋势，西门子119台订单再创历史纪录，机构判断燃机排单或已到2031-2032年。这意味着燃机产业链的景气度不是季度级别的，而是五年以上级别的产能紧缺。

政策与产业活动层面，10月26日由中国贸促会电力行业委员会与中国信息协会联合主办的"2026国际算电协同产业链展览会"在上海世博展览馆开幕，是国内率先聚焦算电协同产业链的国际性行业会议，围绕电网、发电、算力、新能源的上下游对接展开。这标志着"算电协同"从券商主题正式进入产业落地阶段。

电力运行数据：截至9月底全国累计发电装机容量41.3亿千瓦、同比+11.2%；其中光伏装机13.1亿千瓦、同比+16.5%；1-9月全国发电设备累计平均利用2174小时、较上年同期有所下降——装机高增而利用小时下降，说明新能源消纳压力仍在，这也是"算电协同"（用算力就地消纳绿电）被政策推动的根本原因。

设备端三季报稳健：华明装备26Q1-Q3营收20.06亿元、同比+10.50%，归母6.18亿元、同比+6.45%，扣非5.95亿元、同比+5.11%；剔除股权激励费用6205万元影响后归母6.63亿元、同比+11.73%，扣非6.40亿元、同比+10.55%。单Q3营收7.25亿元、同比+4.43%，归母2.29亿元、同比+7.59%，扣非2.28亿元、同比+11.29%，海外收入持续高增，公司同步回购。科创新源26Q1-Q3营收8.71亿元、同比+3.81%，归母-0.14亿元、同比-151.21%；单Q3营收3.54亿元、同比+18.72%、环比+21.16%，但归母-0.11亿元、环比转亏——传统通信与电力材料业务受下游采购放缓、原材料涨价及竞争加剧影响毛利率承压，数据中心热管理业务尚未形成利润贡献。

另有一项制度变化：《能源保供中长期合同管理办法（试行）》将于2026年12月1日施行，首次将电煤、电力、天然气保供长协纳入统一制度框架。

核心标的及逻辑

东方电气：加拿大数据中心30台燃机（2.1GW）加数十台余热锅炉与汽轮机（约15亿美元/100亿元），是AIDC供电链最大单笔订单之一；海外燃机价格上行、西门子订单创纪录、排单至2031-2032年，公司作为国内重型燃机主机制造商直接受益。

华明装备：Q3扣非同比+11.29%、海外收入高增，剔除股权激励后归母+11.73%，在电网设备中属于"稳健增长+回购"的品种；分接开关是变压器的核心部件，受益于电网投资与出海。

科创新源：Q3收入+18.72%、环比+21.16%但归母转亏，属于"收入起量、利润滞后"的典型，数据中心热管理是一体化布局的方向，需等产能利用率提升才有利润。

行业趋势

公用事业正在从"防御性红利"变成"AI基建的能源底座"。三条逻辑同时成立：一是数据中心用电需求爆发，燃机、余热锅炉、配电设备订单能见度高（东方电气、杰瑞、特锐德、科士达均验证）；二是新能源装机高增但利用小时下降，消纳压力倒逼"算电协同"（算力就地消纳绿电），这是政策主线；三是电价与容量机制改革（保供长协制度化）使火电与绿电的盈利稳定性提升。

风险在于节奏：燃机产能受限于叶片与高温合金，交付周期长（排单到2031-2032年），短期业绩释放慢于订单；而电网投资虽稳（国网前三季度投资超4500亿元、同比+5.2%），但招标价格竞争激烈，设备商的毛利率提升空间有限。

交通运输

核心催化

交运板块当日有三条独立线索：货代业绩改善、集运红海红利、欧洲港口罢工的转港效应。

中国外运26Q3收入255.3亿元、同比+4.2%，归母9.5亿元、同比+29.9%，扣非8.8亿元、同比+29.0%，符合预期。量上看，海运代理货量394万TEU、同比+1.5%，空运通道业务量19.7万吨、同比-4.4%（其中跨境电商物流0.8万吨）——在货量几乎零增长的情况下利润增长30%，靠的是运价与网络效率，这也是头部货代在动荡期的优势体现。投资收益改善与可观股息率是额外支撑。

中谷物流3Q26归母净利润8.45亿元、同比+149.4%，其中红海贡献业绩增量近5成：国际自营业务运价景气推动毛利同比+77.2%、增加约4亿元；同时船舶等处置资产收益贡献税前利润2.8亿元，覆盖了财务费用同比增加4000万元（主因或为汇兑损益）。公司同步推出股权激励，彰显信心。

第三条是事件驱动：欧洲50多个港口罢工，货物会优先选择中国枢纽港（宁波舟山港、南京港）中转，直接推高中国港口吞吐量与航线溢价——2023年罢工期间亚欧航线diverted cargo占比超15%，部分船公司甚至把中国港口设为临时枢纽港。承接方看南京港、重庆港、宁波港；改道后的陆路替代看中欧班列（天顺股份、铁龙物流、长久物流、三羊马、中国外运）。

快递端有一条估值框架的重构：中通快递的深度研究提出，未来通达系快递的估值要参考分红回报率——2026年中通回购15亿美元，加上2027年承诺的分红（含回购）。

核心标的及逻辑

中国外运：Q3归母同比+29.9%而货量仅+1.5%，说明盈利改善来自运价与产品结构；股息率可观，属于"低估值+稳定分红+全球化网络"的组合，在欧洲港口罢工与航线重构中同样是受益方。

中谷物流：Q3归母同比+149.4%，红海贡献近5成增量，处置资产收益2.8亿元进一步放大利润；但需注意这部分收益不可持续，剔除后内生增长仍是核心。

中通快递：估值锚从PE转向"分红回报率"，2026年15亿美元回购与2027年分红承诺构成底部支撑，属于周期与政策共振下的红利型标的。

行业趋势

集运的景气度完全取决于红海：只要绕行好望角持续，有效运力就被锁定，运价与利润就有支撑；一旦复航，运力会在一个季度内集中释放。因此这条线的投资本质是"事件久期"的判断，而非供需分析。

货代与港口则是"冲突受益型"资产：地缘扰动越多、航线越乱，头部货代的网络价值与枢纽港的溢价就越明显。这也是为什么中国外运在货量零增长下仍能实现30%的利润增长。

快递的逻辑已经切换：行业增速从双位数降到个位数后，资本开支下降、自由现金流改善，估值体系正从"成长股"向"红利股"迁移。中通15亿美元回购是这一转变的标志性动作，后续需要观察圆通、韵达是否跟进。

房地产

核心催化

地产板块当日最重要的不是数据，而是一起可能具有标志性意义的信用事件：瑞银指出珠海华发集团正与至少三家银行洽谈贷款展期及降低融资成本，若最终落地，可能成为大型地方国企开发商寻求债务展期的首例。此事凸显新预售制度下开发商现金流和再融资压力上升，并已导致部分国企开发商美元债走弱。瑞银对中国地产行业维持谨慎观点，继续偏好轻资产模式、且受益于二手房交易升温的KE Holdings（贝壳）。

基本面数据仍是"新房弱、二手韧"的组合。高盛第43周（截至10月26日）数据显示，样本城市新房、二手房成交面积分别环比下降4%和5%，同比分别为-12%和+9%；新房搜索热度环比下降3.3%，中介与卖方涨价预期边际回落，库存去化周期降至26.5个月。结构上，上海部分新盘认购及去化较强，核心城市价格仍有支撑。

政策端有两条增量：中央与上海推进老旧小区、工业区、地下管网及城中村更新（城市更新提速）；5500亿元剩余地方债额度与基础设施REITs渠道有望改善项目资金状况。

核心标的及逻辑

贝壳（KE Holdings）：瑞银在当前地产环境下唯一明确偏好的方向——轻资产、受益于二手房交易升温。第43周二手房成交同比+9%是全部数据中唯一的正增长项，验证了这一逻辑；新房的同比-12%则说明开发商端的压力没有缓解。

地方国企开发商：华发若完成债务展期，短期是流动性缓解，中长期则意味着"国企不违约"的隐性信仰被打破，同类的园区开发、城投类房企美元债可能面临重定价。

行业趋势

地产的核心矛盾已从"销售下滑"转向"现金流与再融资"。新预售制度（现房销售推进）提高了开发商的资金占用强度，导致即便销售企稳，现金流也可能继续恶化——这正是华发需要谈展期的深层原因。按瑞银的测算框架，现房销售改革会使开发商盈利下降8%-17%、IRR降至7%-9%，这意味着行业的ROE中枢在下移，估值难以系统性修复。

城市更新与REITs是唯一的结构性亮点，但它利好的是"存量运营+轻资产"模式，而非传统拿地开发。因此这个板块的可交易机会集中在三处：二手房中介与交易服务、物业管理、以及受益于地下管网与城中村改造的建材/工程企业——而不是开发商本身。

短期需要盯的是：华发展期能否落地、落地条件如何，以及是否会有第二家地方国企跟进。若出现连锁，银行与地产的估值会同时承压。

银行

核心催化

银行是当日风格层面最强的板块——"反向的银行持续新高压制风格"，即在成长股全线走弱的背景下，银行不断创新高压制了市场的进攻意愿。这背后是资金在缩量环境下的防御性配置。

配置价值有量化支撑：东吴宏观测算银行股息率约4%，在利率下行与股债跷跷板回摆的环境中仍有配置价值，并明确建议"年末科技若反弹可切换银行红利"。同时政策端出现企稳信号——央行设非银赎回流动性支持工具、扩大SLF范围并研究隔夜回购利率转为主要政策利率，这对银行的负债成本与流动性管理都是正面变量。

信用与评级层面有两条信息：标普授予浦发银行新加坡分行拟发行人民币票据"BBB+"长期发行评级；安融评级上调梅州客商银行主体信用评级至AA+、展望稳定。前者反映中资银行海外分支的融资渠道仍在正常运转，后者说明中小银行的信用分层在改善。

资产质量端存在一条需要跟踪的负面线索：瑞银指出珠海华发集团正与至少三家银行洽谈贷款展期，若落地将是大型地方国企开发商寻求债务展期的首例，并已导致部分国企开发商美元债走弱。对银行而言，这意味着对公房地产敞口的风险暴露可能尚未结束。

核心标的及逻辑

高股息国有大行：在当前环境下是"类债券"资产，4%左右的股息率对保险、理财与配置盘具有吸引力；资金持续买入推动其创新高，本身也是市场风险偏好偏弱的镜像。

浦发银行：新加坡分行人民币票据获标普"BBB+"评级，海外融资渠道畅通，有利于其外币负债成本管理。

梅州客商银行：主体评级上调至AA+，是中小银行信用分层改善的样本，但对上市银行板块的影响有限。

行业趋势

银行当前处于"息差承压、资产质量分化、估值极低"的三重状态。息差方面，资产端收益率同比承压是行业共性问题，LPR下行与存量按揭重定价会继续压缩净息差；资产质量方面，零售端（信用卡、消费贷）与对公房地产是两大风险点，华发事件提示后者尚未出清；估值方面，H股与A股银行仍处于破净状态，股息率提供安全垫。

这个组合决定了银行的行情是"防御性上涨"而非"景气驱动上涨"：在成长股调整、成交缩量的阶段，资金会持续流入银行；一旦市场风险偏好回升（例如科技反弹确认），资金会迅速撤出。因此对银行的正确用法是作为组合的防守端与切换工具，而不是长期重仓的成长标的。

中期需要观察两个变量：一是存款利率是否继续下调（决定负债成本改善幅度），二是地方债务化解与地产敞口处置的进度（决定资产质量的底部位置）。

非银金融

核心催化

非银金融当日有两条实质的业绩线索，分别来自券商与租赁。

券商端，中信证券26Q3业绩符合预期、韧性凸显：Q1-Q3归母净利润310.2亿元、同比+32.7%，加权ROE 10.21%、同比+1.98pct。分业务看，经纪147.3亿元（+34.7%）、投行51.2亿元（+38.9%）、资管108.7亿元（+24.9%）、利息32.2亿元（+319.7%）、自营311.1亿元（-4.0%）。结构上最值得注意的是"经纪+投行+资管三项全面双位数增长、利息净收入同比增3倍，而自营小幅下滑"——这说明在Q3市场调整、单季归母同比-20.2%（76.8亿元）、单季ROE 2.4%（同比-0.9pct）的背景下，公司的收入结构反而更均衡、对自营的依赖度在下降。

租赁端，江苏金租26Q3符合预期，三个亮点：Q1-Q3归母净利润同比+10.2%、加权ROE同比+0.46pct至10.38%；资产投放提速，Q3末应收租赁款1747亿元、较年初+20.4%、较上半年末+2.3%；拨备覆盖率回升至405.2%、较上半年末回升7.6pct。压力在资产端收益率同比承压。

另有一条与行业情绪相关的信息：财通固收信用早早报显示，惠誉授予美团拟发行境外人民币债券BBB+评级、穆迪确认长实集团A2发行人评级并上调展望至"正面"——中资企业的境外融资渠道仍在正常运转，这对非银机构的境外业务是中性偏正面的环境。

核心标的及逻辑

中信证券：Q1-Q3归母310.2亿元、同比+32.7%，ROE 10.21%同比提升1.98pct，在Q3单季市场调整中仍保持韧性；经纪、投行、资管三项双位数增长说明财富管理与机构业务的份额在提升，自营的-4.0%反而降低了业绩波动性。

江苏金租：Q1-Q3归母同比+10.2%、ROE 10.38%，应收租赁款较年初+20.4%显示投放加速，拨备覆盖率405.2%提供充足安全垫；在利率下行环境中，租赁的利差稳定性优于银行，属于"低估值+稳增长+高拨备"的组合。

行业趋势

券商的核心矛盾是"业绩好于股价"：Q1-Q3头部券商归母普遍30%以上增长，但估值仍在历史低位，原因是市场对成交额萎缩（1.46万亿元、较高点降超60%）与自营波动的担忧。这个矛盾在成交额企稳之前难以解决，券商股更可能表现为"跟随大盘的贝塔"而非独立行情。

租赁与AMC等细分则具备独立的景气逻辑：租赁受益于制造业设备更新与中小微融资需求，资产投放能维持20%左右增长；AMC在地产与地方债务风险处置中有确定性业务量。

需要提示的是保险：本日无直接的保险业绩帖，但长端利率高位对险资投资收益是双刃剑——新增固收配置收益率提升，而存量债券浮亏压力加大；同时12月加息预期（概率约76%）会进一步推升长端利率，保险股的估值弹性会随之放大。

商贸零售

核心催化

商贸零售是当日盘面最强的题材方向之一，触发因素是政策：国家发改委表示正在研究制定扩大内需战略实施方案（2026-2030年）、并将加快推动印发实施。叠加1-9月我国批发和零售业增加值11.1万亿元、同比增长4.4%、增速较上半年提高0.7个百分点、占GDP比重10.4%的数据支撑，零售板块集体异动——上海九百连板带动新华百货、百大集团、茂业商业、国芳集团、广百股份同步涨停。

业绩层面呈现"黄金零售被金价反噬、跨境电商业绩反转、药店出清改善"的三条线。

黄金珠宝是最典型的"收入增、利润减"：菜百股份26Q1-Q3营收264.48亿元、同比+29.19%，归母净利5.13亿元、同比-20.67%；单Q3收入54.06亿元、同比+3.49%，归母0.76亿元、同比-59.44%。原因是终端金价调整快于存货成本，采购成本上行挤压季度毛利——在金价高位震荡期，黄金零售商的存货计价方式会显著放大利润波动。

跨境电商出现了真正的盈利拐点：华凯易佰26Q1-Q3营收61.43亿元、同比-8.85%，但归母净利润2.89亿元、同比+484.45%，扣非2.77亿元、同比+688.59%；单Q3营收21.67亿元、同比-1.71%，归母1.24亿元、同比+877.10%，扣非1.15亿元。收入降幅持续收窄而利润爆发，说明去库存已收官、毛利率显著提升、归母净利率创出新高。

药店端，老百姓26Q1-Q3营收166.50亿元、同比+3.61%，归母6.18亿元、同比+16.85%，扣非6.04亿元、同比+22.17%；单Q3营收56.53亿元、同比+6.73%，收入与利润双双提速；经营性现金流净额22.03亿元、同比+2.18%。在行业持续出清的背景下，龙头通过闭店优化与品类结构调整实现了利润快于收入的增长。

另有一条转型线索：飞亚达以3.25亿元收购长空齿轮，形成"精密制造+名表零售"协同格局，手表业务（亨吉利名表零售+飞亚达国表）作为基本盘为科技转型提供现金流支撑。

核心标的及逻辑

华凯易佰：Q3归母同比+877.10%、扣非+877%级别，去库收官后毛利率提升幅度显著，归母净利率突破新高；收入降幅收窄至-1.71%说明最差的阶段已过，是当日零售板块业绩弹性最大的标的。

老百姓：Q3收入+6.73%、扣非+22.17%，收入利润双提速，在药店行业持续出清中实现逆势增长；22.03亿元的经营现金流为分红与扩张提供基础。

菜百股份：Q3归母-59.44%是金价高位下存货计价的必然结果，但收入仍+3.49%、Q1-Q3营收+29.19%说明终端需求并未崩塌；若金价进入平稳期，毛利率会自然修复，属于"利空一次性"的标的。

飞亚达：名表零售基本盘稳定，收购长空齿轮切入精密制造（航空精密零部件），是"消费+制造"双主业的转型样本，估值体系可能从零售切换到制造。

行业趋势

零售的核心矛盾是"流量再分配"：线上增速放缓、线下客流分化，量贩零食、会员店、即时零售在抢夺传统商超与百货的份额。这导致同一板块内，抓住新渠道的公司（华凯易佰的跨境、万辰的量贩）盈利爆发，依赖旧渠道的公司（传统百货）只能靠题材与政策预期交易。

政策是短期最重要的变量。发改委扩大内需战略实施方案（2026-2030年）若在年内印发，零售是最直接的情绪受益方向，但历史经验显示这类政策交易通常持续1-2周，需要社零数据验证才有第二波。

中期看，三条线索值得跟踪：一是黄金珠宝在金价平稳后的毛利率修复（菜百、老凤祥）；二是药店出清后的集中度提升（老百姓、益丰）；三是跨境电商在关税与汇率扰动下的盈利质量（华凯易佰、赛维时代）。

农林牧渔

核心催化

海大集团的三季报是本日农业板块的核心事件：26Q3总营收391亿元、同比+5%，归母净利润13亿元、同比-14%，但非猪业务归母13.3亿元、同比-8%、超市场预期。拆分看，饲料销量约905万吨、同比+6%，饲料利润约13亿元、同比-5%（口径剔除总部费用），经营层面吨利同比下滑约15元/吨。中金农业的判断是"成本压力峰值已现"：鱼粉价格高点或已出现，厄尔尼诺预计于4Q26达到峰值、1H27有望逐步减弱，秘鲁捕捞及鱼粉供给有望逐步改善；叠加高价抑制需求与替代配方应用，鱼粉继续大幅上涨的空间有限。这构成2027年盈利修复的前提。

宠物食品端出现明显的利润挤压：中宠股份26Q3营收15.8亿元、同比+10.5%，归母净利润0.54亿元、同比-58.7%，扣非0.39亿元、同比-69.0%（其中Q3政府补助0.23亿元为美国工厂相关补贴，汇兑损益预计约0.2亿元），净利率3.4%、同比-5.7pct，毛利率与销售费用率双重挤压。收入拆分看内销约+20%、外销约+5%，均较上半年降速，内销受线下发货节奏与国补退坡影响。

核心标的及逻辑

海大集团：Q3非猪归母13.3亿同比-8%仍超预期，说明在鱼粉高价、水产养殖低迷的双重压力下，公司的采购与配方能力仍在创造相对优势；饲料销量905万吨同比+6%，份额继续提升。核心逻辑是成本端（鱼粉）已在峰值、需求端（水产养殖）随厄尔尼诺消退而修复，2027年有望迎来"成本下行+需求回升+产能扩张"三重共振。

中宠股份：Q3营收+10.5%但归母-58.7%，自主品牌高增伴随高费用投放，外销增速从上半年的更高水平降至+5%，短期处于"以利润换份额"的阶段；需要观察Q4旺季费用投放效率与海外工厂补贴的可持续性。

行业趋势

农业板块当前是典型的"成本拐点型"机会而非"需求爆发型"机会。鱼粉、玉米、豆粕等主要原料在2026年普遍处于高位，养殖端（生猪、水产）亏损导致上游饲料企业吨利承压；一旦厄尔尼诺在4Q26见顶、1H27减弱，原料成本下行会直接改善饲料与养殖的利润表。

但生猪端有额外扰动：大商所已对特殊法人客户认购人信息、自然人客户银行流水展开问询，并对2611合约核查一般法人与自然人之间的实控关系；据了解监管会持续一段时间，短期一到两周预计还有更多监管行为，资金撤离会放大盘面波动，而基本面偏弱的格局并未改变。这意味着生猪期货的价格信号在监管期内可能失真，不宜作为产业景气的判断依据。

综合

核心催化

- 三季报末端的"分化被压缩在一个交易日里"：本批 131 帖覆盖了从教育、物流、制药装备、包装、工具到环保的十余个赛道，最鲜明的不是某条行业逻辑，而是同一天内"超预期"与"转亏"同时出现——嘉立创 Q3 营收 48.2 亿（+86%）、归母 8.4 亿（+142%）且收现比 102%、净现比 131%；而中公教育 Q3 营收 3.87 亿（-22.84%）、归母 -0.23 亿（-176.73%）单季转亏。这提示 Q3 业绩期的核心矛盾是"经营现金流与预收款项的质量"，而非单纯的收入增速。

- "Token 出海"成为跨行业公司的新估值分母：润建股份依托南宁五象云谷（15 条跨境光缆直连东盟、时延压缩至 20 毫秒以内、入选国家数据局国际合作试点），把 IDC+跨境数据做成了"算力出口"生意——每千瓦成本 500~600 元（当地约 3000 元）、系统调优成本每次 100 美元（海外约 800 美元）、Token 售价为国内 1.4 倍但仅为海外模型的 1/30。已落地 2 亿美元大单（预计明年

Q2 前兑现完毕），当前产能约 40 兆瓦、二期规划 160
兆瓦。这类"地理+政策+成本"三重壁垒的资产，正在被市场按算力而非通信给估值。

- DRAM/NAND 涨价预期再度上修，成为横跨所有硬件公司的成本变量：摩根大通预计 2026Q4 DRAM 合约价上涨 13%、NAND 上涨 18%。这一条对综合类公司同样成立——凡是以存储为 BOM 主材的终端、模组、工业设备厂商，Q4 毛利率都将被动承压，与计算机板块中新大陆被存储涨价吞掉 4.5 亿元成本形成同一逻辑链。

- 英伟达 VR200 的量产节奏给出了 2027 年算力硬件的时间表：NVL72 机架 TAM 2026E/2027E 为 73k/96k，Vera Rubin 首通良率已达 85% 以上、2027Q1 进一步加速；2026E 为 67k GB200/GB300+6k VR200，2027E 由 VR200 与初始 VR300（Ultra）驱动大部分增长（86k 台）。SpaceX 预计成为 2027E 最大 VR200 买家（30k+ 需求、订购 20k 机架、约 10GW），六家新云合计拿下 19k/34k 机架（占行业 27%/35%）；供应商端 Hon Hai 赢得更大 SpaceX 份额（模型 40-45%）并在 Google/Meta 份额增长，Pegatron 受限、DELL/Wistron 面临份额压力。

- 物理AI的"世界动作模型"路线在国内加速落地：智元 WAM 世界动作模型发布在即，Go1/Go2 基于 VLA 架构、Go3 升级为 WAM 范式，意味着机器人从"模仿"进入"先想后做"；2b 训练完成、7b 开训、14b 开始 Co-training，WAM+Agent 框架已跑通。数据端真机已交付 8 万小时（年底目标 20 万）、EGO 已交付 53 万小时（年底目标 100 万），26 年底/27 年目标为 100 万/1000
万小时，代工由普智（均普智元合资）与希尔承担。

核心标的及逻辑

- 嘉立创：本批质量最高的超预期。Q3 营收 48.2 亿（+86%）、归母 8.4 亿（+142%），超申万此前 7.5 亿的预测；毛利率 32.0%（环比+2.8pcts）、净利率 17.3%（环比+1.5pcts）。单季经营性现金流入 49 亿、OCF 11 亿，收现比 102%、净现比 131%（环比+11pcts）；Capex 4.1 亿、Q1-Q3 累计 12.5 亿，自由现金流（剔除理财）6.9 亿、累计 11.1 亿、全年有望达 20 亿。合同负债比年初增 75%、同比推算增 150%，Q3 末在手现金及理财 96 亿，今年 ROE 有望触及 30%。

- 润建股份：Token 出海最纯粹的弹性标的。除上述成本与政策壁垒外，Token 出海业务毛利率预计 40%~60%、利润率 30~50%，而公司当前综合毛利率仅 14%、净利率 2%——业务结构切换本身就是利润率的量级跃迁。当前五象云谷产能约 40 兆瓦，按 24 小时产值约 1000 亿元；二期 160 兆瓦对应产值 4000 亿元，折中 40% 利润率下潜在利润空间上限约 2000 亿元，当前市值 160 亿。

- 中国外运：动荡环境中的头部货代网络优势。Q3 收入 255.3 亿（+4.2%）、归母 9.5 亿（+29.9%）、扣非 8.8 亿（+29.0%）；海运代理货量 394 万 TEU（+1.5%）、空运通道 19.7 万吨（-4.4%，含跨境电商 0.8 万吨）。专业物流分化明显：项目物流 261.8 万吨（+39.2%）受制造业出海驱动，合同物流 1234.7 万吨（-11.9%）、化工物流 124.0 万吨（-18.9%）。投资收益 6.5 亿（+55.7%）主要来自中外运敦豪盈利修复。2025 年含回购股东回报比例 65.45%，按同等水平测算 A 股股息率约 4.4%。

- 泉峰控股：新 CEO 上任后的组织重构。方向包括机器人核心算法平台自研（视觉 SLAM、激光 SLAM、多模态、多传感融合，推进割草机器人全栈算法）、三电平台化（电机、三电、热管理跨产品线复用）、知识产权风控前置（新设技术情报与专利分析师，针对欧美电动工具做专利壁垒追踪）、研发分层（产品事业群面向量产交付、集团技术研究院承载中长期预研）、渠道加速（新增储备渠道销售经理）。6 月底重点推荐以来涨幅已达 115%。

- 众鑫股份：产能扩张期的盈利磨底。Q1-3 收入 14.61 亿（+38.4%）、归母 3.12 亿（+57.6%）、扣非 3.11 亿（+63.1%）；Q3 收入 5.58 亿（+46.8%）、归母 1.18 亿（+44.6%）。泰国新产能销量环比+30% 但战略性提份额导致均价与吨盈利下滑（剔除泰铢贬值后更优）；国内受地缘冲突与欧洲终端疲软影响量价平稳。印尼拟投 6000 万美元建 5 万吨产能（建设 1 年，第 2/3 年分别投产 30%/70%），崇左 3 万吨 27 年 2 月投产、美国工厂 27Q3 出货，目标 27 年末国内+泰国总产能 27 万吨（26 年销量约 13.5 万吨）。Q3 毛利率 31.10%（-2.69pcts）、净利率 21.07%（-0.31pcts），期间费用率 8.46%（-2.52pcts）；存货天数从 130-140 天降至 116.43 天。

- 楚天科技：利润弹性来自提质降本而非收入。Q1-3 收入 40.19 亿（+3.2%），归母/扣非 2.40 亿/2.07 亿（+184.1%/+624.4%），主因国际拓展、研发端优化方案、供应链降本与制造效率提升；Q3 收入 13.95 亿（-5.6%、环比-7.9%）、归母 0.95 亿（-2.1%）、扣非 0.80 亿（+3.2%、环比+11.5%）。Q1-3 毛利率 35.5%、扣非净利率 5.2%，费用率合计降 2.4pcts（财务费用降 0.7pcts 因可转债 2025 下半年转股）。产品聚焦生物工程、多肽、医美、益生菌，上半年新增数十家海外客户并在尼日利亚、哥斯达黎加实现订单从无到有。

- 行动教育：高分红逻辑的持续兑现。Q3 收入 2.29 亿（+3.3%）、归母 0.99 亿（+19.0%）、扣非 0.92 亿（+14.9%）；Q1-3 收入 6.57 亿（+16.1%）、归母 2.71 亿（+26.1%）。Q3 毛利率 81.6%（+1.4pcts）、销售费用率 21.4%（-3.2pcts）、管理费用率 9.4%（-1.5pcts）。Q3 分红每股 0.8 元、占单季归母 96%，叠加中期方案 Q1-3 累计分红占归母 88%；按全年 4.0 亿业绩、88% 分红率测算当前股息率 5.6%。此前市场担忧的 25Q3 高基数问题已被三季报打消。

- 中公教育：招录周期与债务期限的双重压力。Q1-3 收入 15.57 亿（-6.07%）、归母 0.50 亿（-45.56%）、扣非 0.53 亿（-40.06%），经营现金流 3.39 亿（+1.55%）；Q3 收入 3.87 亿（-22.84%）、归母 -0.23 亿、归母净利率 -5.98% 由正转负。毛利率 60.35%（+0.79pcts）但归母净利率 3.22%（-2.33pcts），Q1-3 计提信用减值 1047 万、营业外支出 418 万。期末合同负债 15.93 亿、一年内到期非流动负债 10.52 亿，后续需跟踪国考/省考招录周期、协议班收款退费与存量债务化解。

- 军信股份：垃圾焚烧量增稳健，海外项目拖累利润增速。Q1-3 营收+12.11%、归母+7.83%，毛利率 56.04%（-0.45pct）、加权 ROE 8.57%（+0.65pct）；生活垃圾处理量 326.01 万吨（+16.35%）、上网电量 16.00 亿度（+18.50%）、吨垃圾上网电量 490.69 度（+1.85%）。利润增速低于收入，主因财务费用 1.06 亿（+35.69%，比什凯克项目投产后利息费用化及汇兑损益）与税金及附加 0.51 亿（+45.07%，环保税增加）。Q3 营收 8.67 亿（+26.48%）、归母 2.25 亿（+9.68%）。Capex 8.92 亿（+81.7%），自由现金流约 2.29 亿（上年同期 6.67 亿）。H 股 8/13 已过聆讯但 9/22 公告暂缓；分红规划不低于 50%，过去三年实际均在 70% 以上。

- 光大环境：回 A 与分红能力提升共振。派息率目前 42%、TTM 股息率 5.92%、PB 0.51，垃圾焚烧自由现金流大幅改善，分红理论上有 3 倍以上提升空间；正式回 A 预计到 27 年下半年。

- 美图：当日为 2026 年投资者日会议纪要（与 Makemytrip FY2Q27 业绩会合并成篇），属信息型帖，未给出可量化经营数据。

- 智元机器人（产业链）：精灵 G2 定位摇操数采（下游高校、导览、数采公司）、G2 Max 面向重载工业（搬箱、码垛）、G2 Air 面向空间受限的物流分拣；代工由普智、希尔承担；手套发布在即。数据目标与模型节奏见"核心催化"末条。

行业趋势

综合类公司今年的共同命题是"主业现金流能不能托住新故事"。嘉立创、行动教育、中国外运、众鑫股份四家共性明显——经营现金流与分红能力扎实，新业务（产能扩张、海外基地、Token 出海）是在健康现金流之上叠加期权；而中公教育、虹软式的"收入下滑+减值计提"组合则说明，一旦预收与回款走弱，费用压降只能延缓而不能逆转利润下行。判断这类公司应先看收现比与合同负债，再看新业务叙事。

涨价与产能周期仍是横跨行业的最大外生变量。DRAM Q4 合约价 +13%、NAND +18% 会同时压缩消费电子、支付终端、工业设备与部分模组厂的毛利；反过来，具备自主定价权或成本转嫁能力的一体化服务商（如嘉立创的一站式小批量模式）反而能在涨价中扩大份额。这条线索在 2027 年存储供给释放前不会逆转。

环保运营资产正在被重新定价为"现金流资产"。军信股份（分红率 70%+）、光大环境（派息 42%、股息率 5.92%、PB 0.51）共同指向一个变化：市场对垃圾焚烧的定价基准从"成长股"切换到"类债+分红提升"，触发点是自由现金流转正与资本开支见顶。海外项目（比什凯克）虽短期拖累利润与财务费用，但一旦进入稳定运营期，将抬升整体 ROE 中枢，是这类标的 2027 年的主要看点。

家用电器

核心催化

空调行业已经从上半年的被动去库存进入主动去库阶段，这是本日家电板块最重要的一条产业判断。

数据可以完整印证：据产业在线，空调26Q3行业内销量下滑28%、出口销量增长4%；其中格力内销下滑34%、出口下滑14%。据奥维统计，国内空调市场26Q3零售额同比下滑14%、零售量增长1%、零售均价下滑14%；其中格力零售额下滑17%、零售量下降7%、零售价格下探10%，市场份额阶段性承压。"量微增、价大跌"意味着行业在用降价换份额，这是典型的主动去库存特征。

格力电器26Q1-Q3营收1260.75亿元、同比-8.10%，归母172.74亿元、同比-19.51%，扣非164.03亿元、同比-20.32%；单Q3营收366.78亿元、同比-7.97%（好于市场预期），归母39.96亿元、同比-43.31%，扣非36.96亿元、同比-44.32%，Q3毛利率22.69%。利润降幅远超收入，主因是价格战下的毛利率压缩与费用刚性。公司同时公布中期分红预案：每10股派10元（含税），合计派发55.53亿元，按当前市值计算的股息回报可观。

九号公司26Q3收入75.85亿元、同比+14%，归母3.43亿元、同比-37%，利润承压主因汇兑损失0.86亿元与股份支付费用0.32亿元；公司上修2026年回购总额至3.5-7亿元（前值1.5-3亿元），并注销2024年度回购方案剩余的340万股，市值管理力度明显加大。分业务看，电动两轮车逆势增长、割草机器人持续高增。

民爆光电26Q3收入5.59亿元、同比+35%，归母0.36亿元、同比-17%；照明主业利润大幅下滑主因汇兑与股份支付，剔除这两部分后Q1-Q3照明主业利润同比仅下滑约8%。厦芝精密Q3收入8500万元、净利润1460万元（并表前），符合预期。

另有一条主题映射：天亿马承接国内头部家电企业工厂员工操作数据标注业务，已形成千万级订单、面向头部大模型客户，是"家电工厂场景+物理AI数据"的结合点。

核心标的及逻辑

格力电器：Q3收入-7.97%好于预期，但归母-43.31%暴露了价格战的代价；中期分红55.53亿元、每10股派10元，在利润下滑期仍保持高分红，说明现金流与资产负债表仍然稳健，属于"业绩底+分红底"的组合。

九号公司：Q3收入+14%但归母-37%，汇兑与股份支付是主因（合计约1.18亿元）；上修回购至3.5-7亿元并注销340万股，是管理层对估值不满意的明确信号；两轮车逆势增长、割草机器人高增，基本面并未恶化。

民爆光电：Q3收入+35%显示厦芝精密的精密钻针业务放量，照明主业剔除汇兑与股份支付后仅-8%，Q4增长弹性有望进一步释放。

行业趋势

家电的两条线正在分离。白电（空调）处于主动去库存的下行期：内销-28%、均价-14%，说明厂商选择用降价清理渠道库存，这个过程通常持续2-3个季度，2027年一季度才可能看到库存见底后的修复。在这个阶段，龙头的份额与现金流比利润更重要。

新品类（割草机器人、两轮车、扫地机）则处于渗透率提升期，但同样面临价格竞争与汇兑扰动。九号的两轮车逆势增长与割草机器人高增说明需求仍在，问题在盈利质量。

中期看，家电的机会来自三个方向：一是以旧换新等内需政策的落地（发改委扩大内需战略实施方案若印发，白电是最直接的受益品类）；二是出海（空调出口Q3仍+4%，新兴市场需求旺盛）；三是机器人化（割草、扫地、泳池清洁等品类的机器人替代）。当前时点，防御看格力（高分红），进攻看九号（新品类+回购）。

美容护理

核心催化

板块当日仅一份直接的美护财报，但结合同日的化妆品与个护数据可以看清行业当前状态：需求端平淡、费用端前置、利润端被挤压。

贝泰妮26Q1-Q3营收36.37亿元、同比+4.99%，归母净利润3.10亿元、同比+13.95%，扣非归母2.23亿元、同比+21.38%；但单Q3营收10.46亿元、同比-4.28%（收入同比转负），扣非归母-0.23亿元、单季扣非亏损。公司解释

是双十一营销费用前置，叠加为四季度大促备货的投入增加——这是一个典型的"淡季投入、旺季收获"节奏，但也说明在流量成本上升的环境下，即便是敏感肌龙头也需要用更高的费用换取份额。

同一日另一条正面线索来自上海家化：26Q1-Q3营收53.61亿元、归母8.06亿元、扣非3.76亿元，同比+8.1%/+99.0%/+63.0%。归母接近翻倍、扣非增长63%，说明改革带来的费用效率提升已经落到利润表上，与贝泰妮的"费用前置"形成鲜明对比。

核心标的及逻辑

上海家化：Q1-Q3归母同比+99.0%、扣非+63.0%，在营收仅+8.1%的情况下实现利润接近翻倍，是费用率优化与品牌结构改善的结果；在行业整体需求平淡的背景下，这类"内部改革驱动利润"的标的比"依赖流量增长"的标的更可靠。

贝泰妮：Q3单季扣非亏损是短期最差的一个季度，但Q1-Q3扣非仍同比+21.38%，说明前三季度整体经营质量并未恶化；关键在于Q4双十一的兑现——若大促期间销售费用投放能带来相应转化，全年扣非有望维持正增长，反之则会面临全年预期下修。

行业趋势

美护行业已经进入"存量竞争+费用通胀"阶段：一方面社零化妆品类增速平淡，另一方面平台流量成本与达人佣金持续上行，导致"增收不增利"成为常态。这个阶段能跑出来的公司有两类：一类是品牌力足够强、有提价能力的（高端国货与外资龙头），另一类是渠道结构改革彻底、费用效率提升的（如上海家化）。

需要提示的是估值端的压力：泡泡玛特Q3收益同比-45%~-50%的案例说明，市场对"新消费高成长"的定价正在系统性下修，美护板块中估值仍按高成长定价的标的，即便业绩不差也可能面临估值压缩。短期看，双十一的实际动销数据是唯一的验证窗口。

环保

核心催化

- 垃圾焚烧的定价基准从"成长"切到"现金流+分红"：当日环保板块本身无独立信源，相关实质内容集中在两家运营商的更新里——军信股份长期分红规划明确现金分红比例不低于 50%、过去三年实际均在 70%
以上；光大环境派息率目前 42%、TTM 股息率 5.92%、PB 仅
0.51，并明确"垃圾焚烧自由现金流大增、分红理论上有 3 倍以上提升空间"。这两条并列，说明市场对该类资产的估值锚已从新增产能转向存量项目的自由现金流与分红提升。

- 海外项目进入运营期，短期用财务费用换长期 ROE：军信股份 Q1-3
归母仅+7.83%、明显低于营收+12.11%，核心拖累是财务费用 1.06 亿元（同比+35.69%，+0.28
亿元），主因比什凯克项目投产后利息费用化及汇兑损益；Q3 单季财务费用约 0.35 亿元（+44.5%）。同一逻辑在光大环境亦成立——资本开支见顶后利息与折旧压力缓解，才是分红提升的财务前提。

- 量增是当前唯一确定的增长来源：军信股份 Q1-3 生活垃圾处理量 326.01 万吨（+16.35%）、上网电量 16.00 亿度（+18.50%）、吨垃圾上网电量 490.69 度（+1.85%），量增驱动全部收入增长；同期餐厨垃圾处理量 29.35 万吨（上年同期收运量 30.57 万吨）、生活垃圾中转 259.53 万吨（+6.72%）、工业级混合油销售 2.17
万吨（-3.98%）——非电业务与副产品仍在收缩，说明增长几乎完全依赖焚烧主业的处理量与发电效率。

- H 股与 A 股通道同时受阻/推进，构成事件性变量：军信股份已于 2026/8/13 通过港交所聆讯，但 9/22
公告因市场环境决定"根据市场变化情况再行确定"H 股发行上市事宜，进程暂缓；光大环境回 A
仍在进行中，正式落地预计到 2027
年下半年。两条通道的节奏直接影响两家公司的资本开支安排与分红能力释放时点。

核心标的及逻辑

- 军信股份：Q1-3 营收+12.11%、归母+7.83%，毛利率 56.04%（-0.45pct）、加权 ROE 8.57%（+0.65pct）；Q3 营收 8.67 亿元（+26.48%）、归母 2.25 亿元（+9.68%）。利润增速落后于收入的三项原因：财务费用 1.06 亿元（+35.69%）、税金及附加 0.51
亿元（+45.07%，环保税增加）、以及海外项目投产初期的费用化压力。经营性现金流净额 11.21 亿元（-3.21%），但资本开支 8.92 亿元（+81.7%），测算自由现金流约 2.29 亿元、较上年同期 6.67 亿元明显回落——这是当前分红提升的最大约束。H 股上市暂缓，短期失去外部股权融资通道。

- 光大环境：核心变量不是利润增速而是分红率。当前派息率 42%、TTM 股息率 5.92%、PB 0.51，若自由现金流改善兑现，分红率向 70% 靠拢对应股息率有 3 倍以上理论空间。回 A 预计 27 年下半年落地，在此之前估值修复主要依赖分红政策而非融资事件。

行业趋势

环保运营资产正在经历一次"折旧到期+资本开支见顶"的双重拐点。垃圾焚烧项目集中投产期在 2020-2023 年，当前陆续进入稳定运营，资本开支从建设转向技改与海外扩张，自由现金流理论上应持续改善；但军信股份的例子说明，海外项目（比什凯克）会把这一拐点推迟 1-2 年——利息费用化与汇兑损失先吃掉利润，再谈分红。因此对这类标的的排序标准应是"国内存量项目占比高、海外扩张克制、资本开支已见顶"，而非单纯的产能增速。

量增的天花板已经可见。军信股份吨垃圾上网电量 490.69 度、同比仅+1.85%，说明效率挖潜空间收窄；餐厨、中转、工业级混合油等非电业务同步收缩，意味着"垃圾量增长"成为唯一增长引擎，而垃圾量增速取决于城镇化与收运覆盖率，长期弹性有限。这也是为什么两家公司都在把叙事从"成长"转向"类债+分红"——行业已进入成熟期的现金流兑现阶段，估值应以股息率与自由现金流折现为主，PE 参考意义下降。

严格来说，当日该板块缺乏独立的政策或行业数据催化，上述判断全部基于两家运营商的财报与公司口径，样本有限，后续需以更多运营商三季报（尤其资本开支与分红方案）交叉验证。

催化日历

- 美联储10月FOMC议息会议：市场已定价10月加息概率仅10%，焦点在官员对12月是否加息的措辞耐心。同一窗口还有美国10月消费者信心、9月耐用品订单与失业数据披露。

- 市场对12月至少加息25bp的定价约76%，"10月暂停、12月再加"是当前基准情形。

10月29日（周四）

- 10月FOMC与PCE数据：黄金关注4000美元支撑是否有效，美债长端与成长股估值同向敏感。

- 谷歌、微软、亚马逊财报：核心看管理层对AI资本开支的表述与云业务增速，是当日A股PCB/CCL/铜箔/光模块涨价链估值能否守住的直接变量。

11月1日

- 电动自行车新规落地：观察3C证书切换执行情况；已有企业表示电摩占比超80%、新政影响可控，但会小幅下调全年销量目标。

11月3日（周二）

- 南矿集团董事长上海私募小范围反路演（开源机械组织，下午4:15，金控广场T1座）。公司前三季度新签订单保持增长。

11月5日

- 李宁董事会会议：讨论是否派发特别股息，派发金额与时间均待审议，后续以公告为准。

11月20日

- 泽璟制药ZG006一线小细胞肺癌三药联合II期临床预计启动（艾伯维参与布局）。

11月内（无具体日期，需跟踪落地）

- 国科微：自26年11月起对合封KGD、外挂DDR涨价，合封64MB/128MB/256MB的KGD产品分别涨价0.5/1/1.5美元。
- 和林微纳：英伟达Rubin FT探针11月起贡献可观营收，单月营收预计7000-8000万元。
- 景旺电子：msap第5条产线预计11月开始贡献产能，较原预期提前约半个月。
- 慈星股份：11月有新品发布，为织物数采手套业务的强催化。
- 富临精工：内蒙一期/二期预计11-12月投产，内蒙50万吨磷酸铁锂预计11-12月达产；宁德时代定增预计11月完成。
- 鹏辉能源：587Ah大电芯第2-3条产线将在11-12月落地。

12月1日

-《能源保供中长期合同管理办法（试行）》正式施行（2026年10月15日审议通过）。关注2027年长协签约率与价格区间。

12月

- ASH年会：诺诚健华BCL-2i美托克拉AML/MDS更新数据、奥布替尼ITP III期数据公布；口服IL-17AA/AF抑制剂ICP-054与VAV1分子胶降解剂ICP-538的I期研究预计年底完成。
- Anthropic与英伟达GPU算力合约预计12月全部交付，此后每月算力支出约31亿美元（合约期限至2033年5月）。

2027年1月

- 爱旭股份义乌5GW+滁州6GW ABC产能满产。

待定（事件已明确、日期未定）

- 智元"世界动作模型"（WAM）发布在即，模型参数激增，定位全球头部梯队；精灵G2主打遥操作数采、G2 Max面向重载工业场景。
- 宇树科技上市后首次发布估值风险提示（当前约300倍），后续股价反馈需跟踪。
- 生猪期货监管：短期一到两周预计还有更多监管行为，关注资金撤离对盘面的影响。

连板与强势股

指数与量能：沪指跌1.33%、深成指跌2.5%、创业板指跌3.41%、科创50跌4.81%；沪深两市成交额1.46万亿元，较前一交易日缩量1478亿元。联讯仪器盘中跌破1000元，全市场千元股仅剩贵州茅台——这本身就是一个"高位科技股降温"的标志性事件。

连板与情绪高度

- 上海九百：当日连板，是零售板块异动的直接触发者，连板后带动新华百货、百大集团、茂业商业、国芳集团、广百股份同步涨停。

- 襄阳轴承：机器人方向4连板，是当日机器人板块的情绪标杆。

- 宇树科技：上市以来首个涨停，且机构净买入；但公司在当晚发布估值风险提示（当前约300倍），构成短期最大的情绪反噬风险。

- 人气标的方面，兆威机电、大业股份等震荡，机器人整体呈现"高位股撑住、低位股补涨"的结构。

分板块涨停与强势股（仅列当日帖中明确提及者）

人形机器人是涨停家数最多的方向，催化是字节跳动SeedModel团队更新一批机器人岗位（覆盖本体设计、灵巧手、减速机控制、仿真工程师、数据算法工程师等数十个方向，硬件/软件/数据三条链路同步铺开）。涨停：光洋股份、大洋电机、襄阳轴承、横河精密、沪光股份、凯众股份、凯中精密、宏明电子、东贝集团、胜通能源、秦安股份、多伦科技、赛福天；其他强势股：福莱新材、华培动力、杰克科技、中坚科技、上纬新材。

零售：1-9月批发和零售业增加值11.1万亿元、同比+4.4%，增速较上半年提高0.7个百分点，占GDP比重10.4%。涨停：新华百货、百大集团、茂业商业、上海九百、国芳集团、广百股份；其他强势股：东百集团、国光连锁、中百集团。

食品饮料：发改委表示正在研究制定扩大内需战略实施方案（2026-2030年）并将加快推动印发。涨停：桂发祥、青岛食品、阳光乳业；其他强势股：一鸣食品、盖世食品、朱老六。

智能驾驶：大众汽车集团（中国）已在合肥获得L3级自动驾驶道路测试牌照并启动真实道路测试与数据采集。涨停：亚太股份、大明电子；其他强势股：浙江世宝、大众交通。

AI应用：QuestMobile数据显示，截至今年8月腾讯绿泡泡短剧小程序月活跃用户达1.43亿，10月首周周活跃8968万、较9月首周提升44.1%。涨停：文投控股、国脉科技；其他强势股：粤传媒、果麦文化、华策影视、元隆雅图。

旅游/冰雪经济：部分滑雪场已开板、多数预计11月开板，北京/上海/南京等城市冰雪旅游需求提前升温，预订数据中南方游客人次占比超70%。涨停：峨眉山A；其他强势股：雪人集团、龙江交通、大连圣亚。

电网设备：国家电网前三季度完成固定资产投资超4500亿元、同比+5.2%。强势股：太阳电缆、三变科技、双杰电气、特变电工。

业绩超预期：盾安环境Q3归母2.61亿元同比+11.9%（数据中心、制冷零部件）；天邑股份Q3归母同比+418.46%；中谷物流Q3净利润同比+149.41%。

结构判断

当日涨停分布呈现明显的"低位轮动"特征：机器人、零售、食品饮料、智能驾驶、AI应用、冰雪旅游、电网设备七个方向同时有涨停，但除机器人外均为事件驱动的一日游（发改委内需方案、L3牌照、滑雪开板、国网投资），缺乏持续性。真正的资金主线仍集中在物理AI，只是高位股受宇树风险提示压制，资金转向低位补涨。

ETF关注

当日帖中没有新的ETF产品推荐或主题ETF建议，可用的实质信息集中在公募持仓变化与ETF资金流向两条线上，恰好能说明当前筹码在往哪里搬。

26Q3公募持仓：科技筹码开始松动

公募季报披露率已达90%。主动偏股口径下，电子和通信持仓环比Q2下降10个百分点（剔除股价影响后的超配比例下降2-3个百分点），目前电子持仓占比仍有36%、通信15%；固收+层面，电子和通信股票持仓环比下降11个百分点，目前电子30%、通信12%。个股层面，26Q3主动偏股基金加仓最多的是长鑫、药明、天孚，减仓最多的是兆易、中际旭创和寒武纪（均剔除股价涨跌影响）。

这组数据说明两件事：一是电子与通信的绝对配置比例仍在历史高位，筹码出清偏缓，任何风吹草动都会带来集中卖出（当日三环的下跌就是这种结构的产物）；二是增量资金正在从"存储+光模块龙头"向"长鑫、药明、天孚"这类相对低配或有独立逻辑的标的迁移，医药（药明）重新进入加仓前列值得重视。

宽基ETF：逆势承接的主力

10月1日至23日，主要宽基ETF净流入约2500亿元，其中沪深300ETF达1052亿元，创业板、科创50相关ETF分别455亿、434亿元。这个量级说明"国家队+配置盘"在指数下行过程中持续承接，是沪指能守住3700点的直接原因。

盘面结构上，ETF的偏好也很清晰：科创创业50ETF、科创50增强ETF、科创100ETF、科创综指ETF"越跌越买"，被视为赔率较好的区间；创业板50ETF当日回血，创业板算力ETF交投活跃；另一端，红利与价值类ETF持续有资金买入，石油ETF因中石油创新高而坚挺，酒ETF已横盘一段时间后开始获得关注（对应"明年内需预期"交易）。

周度复盘中的资金信号

华鑫宏观策略记录的周度数据显示：成交微幅降温、行业轮动提速、拥挤度从底部反弹，宽基ETF放量至千亿规模，融资净卖出趋势延续但规模有所收敛。"融资净卖出收敛+宽基ETF放量"的组合，通常对应调整的后段而非中段。

跟踪建议

在缺乏明确主题ETF推荐的当日，更有效的跟踪方式是看两类产品的份额变化：一是沪深300、科创50、创业板等核心宽基的份额是否继续扩张（决定指数下限）；二是机器人、算力、红利三类主题ETF的份额是否出现分歧（决定风格切换的方向）。若宽基ETF净流入在指数企稳后开始放缓，往往意味着托底力量退坡，需要重新评估仓位。

海外财报速览

当日披露或获机构解读的海外（含港股）财报共六份，主线是"AI需求端真实超预期、消费端真实恶化"。

康宁（美股，Q3已披露）

Q3每股收益0.91美元，高于0.88美元的一致预期约3.4%；Q4盈利指引中值0.98美元，较一致预期0.93美元高约5.4%，也高于买方约0.94美元的预期。光学业务销售额与分部收入均较一致预期高6%，继续是唯一强劲的板块，其他业务偏弱抵消了部分上行。瑞银维持买入、12个月目标价201美元（对应127.74美元参考股价约57.4%空间），模型隐含2025-2030年收入CAGR约22.4%、EPS CAGR约38.6%，EBIT利润率由19.3%升至34.3%。这是AI数据中心光纤需求最直接的一份验证。

Celestica（美股，Q3已披露）

Q3收入58.3亿美元、同比+83%，较高盛预测高9%；调整后EBIAT 4.96亿美元、超GS与市场预期；非GAAP EPS 3.30美元。瑕疵是毛利率——调整后11.2%，低于GS预测的11.7%与市场预期的11.5%，但费用控制使EBIAT利润

率仍达8.5%。公司将2026年收入指引从205亿上调至210亿美元、调整后EPS从11.30上调至11.55美元，但自由现金流指引从6亿下调至4.6亿美元；2027年指引显著超预期：收入400亿美元（GS预测390亿、市场预期349亿）、EBIAT利润率9.0%、EPS 21.50美元。高盛维持买入、目标价480美元（对应10月23日收盘价约84.6%上行空间）。逻辑是超大规模云厂商与二级云数据中心建设，加上向高利润ODM服务器升级；代价是资本开支与营运资金令近期自由现金流承压。

亿和达（港股，Q3已披露）

Q3营收11.16亿元、营业利润2.32亿元、净利润2.01亿元，同比分别+52%、+62%、+48%，较高盛此前预测高出23%、46%、32%。驱动来自消费电子旺季延续、半导体收入同比增超100%、锂电设备保持20%-30%增长；毛利率/营业利润率/净利率约40%/21%/18%，营业利润率同比提升1.3个百分点。Q4因锂电高基数与动力电池设备需求走弱，收入增速可能从52%小幅回落。高盛上调2026-2030年EPS预测均值约7%，但因盈利增速趋缓将2027年目标PE由32倍下调至30倍，目标价上调至35.80元，维持买入。"上调盈利、下调估值"的典型案例。

苹果（美股，F4Q26前瞻）

高盛预计F4Q26符合预期：iPhone收入同比+15%（iPhone 18 Pro/Pro Max及旧款提价、Duo新品贡献），服务收入+10%，毛利率47.8%（关税退款贡献约1个百分点，被存储与零部件涨价抵消）。FY2027增长由iPhone 18系列提价全年贡献、Duo推动换机、2027年春季基础版iPhone 18与18e发布、以及Mac/iPad提价共同驱动。主要争议在"提价能否抵消存储与零部件通胀"与"App Store放缓+监管压力下服务能否维持双位数增长"。维持买入、目标价390美元。作为需求侧观察指标的Verizon渠道数据偏弱：后付费升级率同比降至2.6%，补贴减少。

泡泡玛特（港股，26Q3经营数据）

整体收益同比下降45%-50%：中国-25%~-30%、亚太-65%~-70%、美洲-70%~-75%、欧洲及其他-50%~-55%。这是当日最重的负面财报类信息。管理层在业绩会给出对冲指引——海外各市场Q4预计环比增长、国内全年收入正增长、26H2集团毛利率环比降幅不超2pct——但单季近腰斩的幅度已足以改变市场对潮玩成长周期的定价。

李宁（港股，3Q26运营数据）

剔除童装的大货全渠道流水低单位数下滑（线下中单位数下滑、电商高单位数增长、童装双位数增长），含童装后全渠道流水同比持平；月度走势7月最弱、8月小幅转正、9月与8月相近。Q3末库销比5-6个月、同比稳定，年末目标4-4.5个月；线下折扣约6折低段、同比低单位数加深，但9-10月折扣压力缓解。渠道端主品牌6099家（直营净减61、批发净增69）、李宁YOUNG 1491家（净减27）、龙店7家（预计2026年末不超15家）。全年指引维持：收入低单位数增长、净利率中到高单位数。董事会拟11月5日讨论特别股息，是短期最明确的事件窗口。

另需跟踪：INNIO（潍柴AIDC发电设备主要对手，Q3已披露）

Q3营收11.7亿美元、同比+57%，经调整EBITDA同比+70%、经调整净利润同比+140%；新签数据中心发电设备订单约18亿美元、同比+29%，约为同期营收4倍；在手订单合计约80亿美元、同比+142%，部分订单排到2031年，且在手订单无一取消；公司上调2026全年营收与EBITDA指引，预计发电业务到2030年前维持30%+CAGR。这是AIDC供电链景气度最硬的第三方证据，对东方电气、杰瑞股份、潍柴等国内标的构成直接映射。

即将披露

本周四（10月29日）谷歌、微软、亚马逊将陆续公布财报，市场焦点不在当期数字，而在管理层对AI资本开支的表态——能否证明这些投资已开始产生回报。

⚠ 风险提示

一、市场层面：流动性风险已从"估值杀"演进为"结构性挤兑"

当日最需要正视的不是指数跌幅，而是资金结构的损伤程度。上证跌 1.33%、成交 1.46 万亿、缩量 1478 亿，盘面特征是"三四千家下跌"的普跌格局；市场内流传的判断是"7 月开始杀估值、9 月开始杀流动性、10 月的业绩只能抵御一部分下跌风险，但不代表业绩好有基本面遇到流动性危机就不会跌"，并明确提到"爆仓的个人、挤兑的机构都在增加"。东吴宏观最新专题《五个维度观察权益资产超跌信号》给出的定位是：权益市场年中以来明显降温、回撤接近历史可比区间，处于"政策底向市场底过渡窗口"，外部面临长端利率高位、韩股杠杆偏高、AI 叙事裂痕定价三重压力，海外资产正在映射"类滞胀"交易；国内创业板回撤幅度已接近 2015 年、2022 年首跌水平。ETF 逆势净流入与两融成交下降并存，说明托底力量来自被动资金而非主动加仓，这种结构下反弹的持续性依赖外部风险偏好修复，而非内生资金回流。

二、AI 叙事的三条裂缝：融资成本、拥挤度、资本开支断崖

这是当日机构研报中最集中的风险共识，且三家外资的表述方向一致但落点不同。野村对全球新建 AI 数据中心跟踪框架做 10 月更新后，结论由前期"积极低吸"转向"上修需求、但风险收益比中性化"——AI 基建周期并未在 2027 年终止，但融资成本抬升使股价赔率较 2023-2025 年超级牛市明显压缩。伯恩斯坦的拥挤度模型（主动 bets、持仓超配集中度等五因子合成）显示，即便部分交易已部分平仓，通信设备及半导体子板块仍处相对拥挤状态。高盛交易台的盘面观察更直接："隔夜美股反弹主要是高频抛压停止，AI 和科技仍没什么进攻"；摩根大通两份买方调查显示，空头担心的是融资环境、油价与债券分流股票资金，而多头把焦点放在 2027 年，"2028 年可能出现的资本开支断崖尚未纳入"。

英伟达 CEO 在 10 月 22 日指出"资本或成 AI 发展的潜在瓶颈"。相关研报的判断是：AI 的红皇后效应将使 CSP 持续 Overinvestment，但资金愈发偏向大型厂商——预计包括 Top-5 CSP 及 SpaceX 在内的 IG 级算力提供商，2026/2027 年新增算力将占美国新增算力的 84%/83%。换言之，中小算力厂商与二线供应链的融资渠道正在收窄，这是比"需求见顶"更早发生的风险。

三、Anthropic 招股书暴露的"时序错配"，是 AI 板块最大的隐性风险

S-1 文件本身给出了极强的需求叙事（2026H1 收入 162.86 亿美元、同比+1300.3%，Q2 收入 115.55 亿美元、环比+144.2%，Q2 GAAP 经营利润 9.74 亿美元、经营利润率 8.4%），但同时披露 2026H1 净亏损 807 亿美元，以及最高 7870 亿美元的算力基础设施承诺，其中未来 7-10 年约 2694 亿美元为不可撤销的云合同最低付款义务（谷歌云 1145 亿、AWS 1100 亿等）。天风海外科技的定性最准确：核心矛盾不在增长快不快，而在"指数级的需求叙事与高度刚性的物理成本之间的时序错配"，它既不像传统软件（轻资产、高毛利、强订阅可见性），也不像重资产制造业。兴证海外 TMT 认为约 4000 亿美元不可撤销承诺锁定了需求端刚性下限、Capex 证伪风险降低，但反过来看，这也意味着一旦收入增速不及预期，成本端的刚性将直接放大亏损。公司同时明确"在可预见的未来不预期支付股息"，锁定期采用阶梯释放——上市初期的抛压结构需要单独评估。

四、机器人：估值透支与产业化节奏错位同时存在

宇树科技已主动提示风险，称当前估值 300 多倍、显著偏离市场平均水平。市场内的反馈更值得警惕：即便跌到 1500 亿市值，多数私募基金也不会买入，本轮上涨"全靠游资接力、量化顺势和散户合力"；同时传统六大件（控制器、减速器、伺服、丝杠、传感器、本体）并未同步走强，说明行情由叙事而非订单驱动。摩根士丹利 2026 年 AlphaWise 中国人形机器人调查（94 位中国企业高管，覆盖制造、工业及服务）显示，尽管 64% 为"可能采纳者"、采纳意愿依然高企，但部署时间表较 2025 年调查明显延后——意愿与落地之间的时间差，是当前估值最大的支撑缺口。

五、成本端：存储涨价正在系统性地侵蚀下游利润

摩根大通预计 2026Q4 DRAM 合约价上涨 13%、NAND 上涨
18%。传导已经在财报上体现：新大陆经测算存储芯片价格变动对支付终端营业成本的影响约 4.5
亿元，直接导致 Q3 归母同比-25.07%、扣非-20.24%；香农芯创虽然 Q3 营收 462.21
亿元（同比+398.3%、环比+26.8%），但归母 16.99
亿元环比-26.6%、扣非环比-20.9%，利润率受成本上升影响环比下滑。上游涨价对东芯股份（Q3 毛利率
79.31%、环比+4.82pcts）、国科微（毛利率
43.1%、同比+22.5pcts）是红利，对中下游整机与模组厂则是纯成本。Q4
存储价格未见顶前，这一分化会持续扩大，需警惕"营收高增但利润环比下滑"的公司被误读为成长股。

六、业绩地雷的三种典型形态（当日已披露的负面案例）

一是汇兑与一次性费用吞掉主业：大金重工 Q3 收入 11.1 亿元（同比/环比-37%/-17%）、归母 1.1
亿元（同比/环比-68%/-34%），主因出口海工发货减少叠加汇兑损失；当升科技 Q3 归母 1.2
亿元，受汇兑及芬兰基地亏损拖累；华明装备 1-3Q 归母 6.18 亿元（+6.45%），含股权激励成本 6205
万元与汇兑损失同比净增 2014 万元；汉得信息归母-17.28% 亦由外币汇兑损失与终止 H
股上市的一次性中介费造成；9 月末人民币走势若延续，Q4 仍是高发期。

二是需求端真实走弱而非基数问题：格力电器 Q3 营收 369 亿元（-7.9%）、归母 39.96
亿元（-43.31%）、扣非-44.32%；中宠股份 Q3 收入 15.77 亿元（+10.5%）但归母 0.54
亿元（-58.7%）、扣非-69.0%；伟星新材 Q3 归母 1.5 亿元（-44.3%）；九号公司 Q1-3 归母 13.51
亿元（-24.4%）、扣非-32.4%；光线传媒 Q3 收入 3.34 亿元（-10.7%）、归母 1711 万元（-83.9%）；贝泰妮 Q3
扣非转亏 -2319 万元；中公教育 Q3 单季转亏。这些不是"高基数"能解释的，需按需求周期而非季度扰动对待。

三是研发/扩张期利润被前置费用吃掉：虹软科技 Q3 扣非-79.80%、研发费用率升至
55.82%（+6.22pcts）；澳华内镜 Q1-3 归母 -0.98 亿元、亏损同比扩大；芒果超媒 Q3 归母仅 1155
万元（虽环比+398%，绝对额极低）。

七、地产与地方国企：华发债务展期是标志性事件

瑞银报告称珠海华发集团正与至少三家银行洽谈贷款展期及降低融资成本，若最终落地，可能成为大型地方国企开发商寻求债务展期的首例。此事凸显新预售制度下开发商现金流和再融资压力上升，并已导致部分国企开发商美元债走弱。瑞银对中国地产行业维持谨慎，仅偏好轻资产模式并受益于二手房交易升温的标的。国企信仰若出现第一例松动，其外溢影响将远超单一主体。

八、海外与地缘：三条同时存在的尾部风险

巴西大选意外推动拉美资产强烈风险规避，雷亚尔单日贬值约 8.1%、盘中一度贬 12.57%，Ibovespa 盘中跌约 15%，巴西长端市场已计入显著财政风险溢价；中东局势虽经外交斡旋缓和、布油自 117 美元高位回落，但地缘溢价尚未完全出清；欧洲方面法国骚乱与意大利财政担忧升温，避险资金外溢至美债。美股在财报季与半导体需求带动下上涨、VIX 降至 18.39，但美债曲线趋平、长端仍处高位，美联储近期降息空间受通胀约束——外部流动性的边际收紧对新兴市场权益仍构成压制。

九、容易被忽略的结构性风险：高技术产业的"产出强、就业弱"

高盛对中国高科技的研究指出：2025 年高技术产业占工业产出约 38%、占固定资产投资 18.4%，但 2023
年仅占就业 10.8%；每 100 元高技术产品及相关服务最终支出仅创造约 73 元国内增加值、33
元劳动报酬，并支持约 3 个岗位，均弱于房地产和服务业。这意味着高技术增长对总需求与就业的乘数效应有限，若投资端因融资收紧而放缓，缺少就业与收入侧的缓冲，宏观层面的下行斜率可能比市场预期更陡。

十、研发与审批风险（医药集中出现）

映恩生物 DB-1303 全球III期在 541 例 HR+/HER2 低表达乳腺癌患者中 PFS 统计学显著但获益幅度有限、OS
尚未成熟；康方生物 AK112 1L 胆道癌III期（692 例，mOS 14.9m vs 12.1m、HR=0.75；mPFS 8.4m vs

5.8m、HR=0.61；ORR 53.8%）虽达标但需关注后续 OS 成熟度；康诺亚 CLDN18.2 ADC 的 2L 适应症能否获批存在明确分歧（乐观方信心>60%，市场此前定价接近 0）。创新药的"临床读数—审批—商业化"三段折价依然存在，单一适应症的结果不宜线性外推至整个管线。

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。