思维纪要社 2026-10-29 每日汇总

总帖子数762条 | 有效帖子614条 | 总字数82879 | 阅读时间预估166分钟

核心事件

今日 A 股是典型的「财报证伪 + 叙事换轨」日：谷歌 Q3 搜索增速掉到 12%、天孚通信业绩不及预期、叠加 Marvell 洽购 Lumentum 的产业链重构传闻，AI 硬件链集体崩塌（创业板指 -4.45%、科创 50 -4.27%），资金没有离场而是在板块间搬迁——搬向业绩真空期+筹码出清的商业航天（10 余股涨停）、搬向有真实定点的物理 AI 机器人、搬向银行煤炭食品饮料等红利防御。指数跌 0.82% 但成交 1.57 万亿仅缩 4.35%，超 4700 股下跌，说明这是结构性再定价而非系统性出清。

一、AI 硬件：三颗子弹同时上膛，杀的是叙事不是业绩

谷歌 Q3 的三处不及预期：营收 1276 亿美元（同比 +25%，低于预期约 0.5%）、搜索广告 634 亿（同比 +12%，预期 14.7%）、EPS 2.12 美元（预期 3.02）；资本开支 514 亿美元、自由现金流 -91 亿美元。云业务 307 亿（同比 +102.6%）虽超基准预期，但没够到买方 310—325 亿的乐观门槛。股价跌约 9%。所以呢：市场第一次认真交易"AI Mode 的广告定价低于传统搜索"这个变现折扣——AI 越成功、搜索变现越被稀释，这是估值模型的分子端问题，不是季度扰动。

天孚通信的业绩与股价背离：Q3 营收 19.23 亿（环比 +28.4%）、净利 8.79 亿（环比 +23.5%），毛利率反而升到 65.05%（高于预期），但营收低于花旗预测 34%、净利低 16%，股价 -18.96%。核心矛盾是"光芯片供给改善向收入确认传导有时滞"，存货持续提升。花旗下调目标价 378→306 元但维持买入。

Marvell 洽购 Lumentum 的产业链含义：彭博报道双方深入谈判，最早下周宣布。合并后 Marvell 将同时掌握 800G/1.6T 光模块的两大核心零件——DSP 与激光器，议价权从模块厂向芯片厂转移。这是今天光模块杀跌的真正导火索：新易盛 -9.2%、中际旭创 -6.9%、源杰 -9.88%。但中际旭创电话会给了反证——2027 年 CSP 需求已从 Forecast 转为实际订单/RPO，800G 与 1.6T 均快速增长，未出现砍单。所以呢：短期杀的是"模块厂毛利率被上游挤压"的担忧，中期要看 11 月 CPO/OCS 订单能否对冲。瑞穗测算 Marvell 若收购，目标价 1140 美元、潜在收购价 1260 美元以上（较现价 +38%）。

微软是唯一的多头证据：FY27Q1 营收 922.8 亿（+19%）、Azure 固定汇率 +48%（超买方 47% 门槛）、EPS 4.89 美元，股价 +4%。OpenAI（含间接销售）已贡献 Azure 逾 30% 收入，FY27Q4 Azure 退出增速指引由 43% 上调至 47%；全年资本开支约 1700 亿美元。所以呢：算力需求侧没有证伪，证伪的是"广告/搜索"这条变现路径，二者要分开定价。

二、商业航天：政策、产业、筹码三线共振，是今日唯一的逆势主线

催化是密集而非单点：①10 月 26 日上海发布卫星互联网产业方案，2030 年在轨卫星超 3000 颗、核心产业规模破 800 亿；②国星宇航通过港交所上市聆讯；③卫星应用大会上复旦迟楠公布"星枢计划"太空算力星座三阶段部署；④蓝箭 11 月上会（IPO 恢复预期）；⑤11 月 6 日长征十二号甲陆上着陆腿回收验证——若成功将是国内第三款突破回收的火箭，也是国家队陆上回收技术首次跑通。

筹码位置是核心矛盾：Wind 商业航天指数自前高回调 50%+，前期高标普遍回调近 70%，已回到 2025 年 11 月启动前水平，而产业实际进展（陆地+网系两种回收方案均已跑通、回收复用闭环有望年内完成）与之严重错配。今日天力复合 +16%、飞沃科技 +15%、电科蓝天 +13%，钧达股份、中国卫星、上海港湾、铖昌科技、顺灏股份等 10CM 涨停。

可跟踪的三类标的逻辑：整星与遥感（中国卫星 Q3 收入 39.56 亿 +27.5%、归母 +473%，合同负债 +30.66% 至 13.18 亿，批产星发射在即）；太空光伏/能源（钧达股份"P 型异质结+钙钛矿+CPI 膜"闭环，26 年计划 3—4 次钙钛矿卫星在轨验证，上饶 CPI 膜 40 万平产能 26H1 投产）；设备与终端（拓璞数控航空航天五轴机床订单接近 9 亿、睿创微纳低成本相控阵终端中标交付、中重科技 HIP 热等静压+参股大航跃迁）。所以呢：这是"业绩真空期 + 低筹码 + 高密度催化"的标准逆势主线结构，但缺乏当期业绩支撑，节奏由事件驱动而非估值驱动，11 月 6 日回收验证是关键验证点。

三、物理 AI：叙事从"人形机器人"升级为"物理 AI"，卖点在数据不在硬件

摩根大通亚太小组会给出关键判断：中国零部件环节的进展跑在整机落地之前。绿的谐波被明确视为执行器核心受益标的，人形相关产品已贡献约 40% 营收、计划三年扩产约 10 倍；奥比中光、梅卡曼德的判断是感知层（3D 视觉、AI 识别）商业化会早于整机普及。

数采环节的空间测算最硬：国内外具身数据存量合计仅几十万小时，而垂类场景可泛化门槛是千万小时、跨场景 AGI 是 500—1000 亿小时；节奏上 26 年国内几十万小时 → 27 年跃升至千万小时级 → 三年内上亿小时级。采集范式已从真机 → 仿真 → UMI → EGO 迁移。上周凡拓数创 +112.3%、海天瑞声 +79.98%、利亚德 +62.67%，AMD 拟以约 82 亿美元全股票收购李飞飞联合创办的 World Labs，是海外定价锚。所以呢：这轮机器人行情的核心变化是"通用模型替代传统 VLA + 本体厂结合形成数据飞轮"，选股逻辑从减速器/电机转向数据采集与感知。

四、Q3 财报：设备与元器件的利润弹性远好于市场预期

半导体设备与零部件是最亮的一条线：联讯仪器 Q3 营收 25.12 亿（同比 +711%）、归母 14.39 亿（同比 +3488%）、净利率 57%；芯碁微装 Q3 营收 6.76 亿（+142%）、归母 1.80 亿（+217%），加回 4000—5000 万汇兑损失后经营性利润约 2.2 亿、环比 +30%；拓荆科技 Q3 扣非 5.61 亿（+33.6%）环比 +111.6%，毛利率 42.5%；江丰电子 Q3 扣非 2.27 亿（+94%），钽靶涨幅保守 40% 以上、零部件订单逐月创新高。

被动元件进入涨价兑现期：三环集团 Q3 归母 19.33 亿（+168%）、毛利率环比 +8.81pct，高容 MLCC 量价齐升；澜起科技 Q3 归母 12.40 亿（+162%），Q4 互连类在手订单 25—27.9 亿元。

国产算力首次出现盈利拐点：摩尔线程 Q3 营收 15.52 亿（同比 +1774%、环比 +55.4%），单季归母 4926 万、扣非 2007 万，上市以来首次单季扭亏；紫光股份 Q1-3 营收首破千亿至 1021.55 亿（+32%）、归母 +98%。所以呢：AI 硬件杀的是海外叙事，国内设备/元器件的业绩兑现仍在加速，这个背离在 11 月业绩真空期大概率收敛。

五、金刚石散热：从主题到订单的 0-1 落地

海光深算 4 确定采用单晶金刚石散热方案，首批 CVD 纯金刚石散热招标已落地 50 万片（单晶+硅基多晶），单价不到 1000 元、对应约 5 亿元规模，11 月启动供应。至少十余款芯片完成打样，26 年海光率先导入，后续华为昇腾、寒武纪等将跟进，27 年有望快速起量。所以呢：这是"渗透率从 0 到 10%"的典型窗口，单晶渗透率已超 10%，设备端（国机精工 MPCVD）与材料端（宁波晶钻、沃尔德、中南钻石、国机精工、化合积电）格局已初步划分。

六、红利防御：煤炭与银行正在承担"资金避难所"职能

煤炭（申万）盘中涨超 2%，年内累计涨幅 >20% 位列第一。三条逻辑：红利资产"变盾为矛"（低估值+增盈利）、全球能源共振（煤油气配置属性）、Q3 公募煤炭持仓占比仍低、筹码结构干净。银行股续创新高，成为全市场情绪的镜像对立面——银行不下去，增量资

金进场的诚意就要打折。白酒同步异动：已有 7 家披露三季报，Q3
仍是出清基调，但汾酒渠道库存已回落至健康合理区间，食品饮料连续 6 年下跌、估值处于历史 15%
分位、机构持仓仅 1.49%。所以呢：这是"AI 硬件杀估值 → 资金找低波动 + 低持仓 +
有边际改善"的被动配置，不是主动看多经济。

七、需要警惕的两个单点风险

中金公司 A 股开盘跌超 9%：换股后 11.4 亿股于 10/29 解禁，占总股本 14.3%，A 股流通盘单日
+38.9%，相当于约 76 个交易日的成交量集中释放，纯供需失衡而非基本面（3Q 业绩与 PB
性价比仍被申万非银看好）。

三星电子拖累韩股：KOSPI 收跌 1.24% 至 5937.7（盘中一度冲高 1.5% 后回落），KOSDAQ
-2.34%；瑞银月内第二次下调 KOSPI 12 个月目标，从 8000 点降 6% 至 7500
点，理由是汇率与自下而上的盈利修正，韩元升值冲击尚未被股市充分反映。这与 SK 海力士 Q3
创纪录（营收 104.62 万亿韩元、营业利润 83.3 万亿、营业利润率
80%）形成刺眼反差——存储景气与终端需求的分化正在加大。

八、政策增量：海南自贸港 16 项举措

商务部、发改委、生态环境部、海关总署四部门联合印发通知，一次性推出 16 项举措：货物端重点扶持汽车
、石化新材料（优化保税监管、保税交割、研发测试配套）；服务端放开医疗、保险、职业资格，便利外籍人
才入境执业；同时探索保税维修等新业态。所以呢：这是封关前的制度铺垫，短期对海南本地股是主题催化，
中期看保税维修与医疗开放的落地细则。

宏观策略

美联储用一次「10 比 2 的分裂投票」把 12 月加息钉在了 60%—70% 的概率上，同时把经济描述从"稳健"改成"
强劲"——这意味着降息叙事彻底退场，全球风险资产要重新按"更高更久"的利率环境定价。A
股当天的反应很典型：指数小跌、结构剧震，红利涨、成长崩。

一、10 月 FOMC：不加息，但为 12 月加息铺好了路

决议本身：联邦基金利率维持在 3.75%—4.00%，投票 10:2。反对的两位都主张加息 25bp——克利夫兰联储主席
Hammack（最鹰派票委）与理事 Lisa Cook（正被特朗普重启调查）。这是本轮周期里第一次出现"双向分歧"（
此前分歧都是要不要降），说明委员会内部对通胀的容忍度已经耗尽。

声明措辞的两处关键修改：①经济活动扩张速度由"稳健（solid）"上调为"强劲（strong）"；②新增"需要积累更
多信息以判断政策步伐能否确保通胀及时（timely）回落"。前者否定了"经济需要降息呵护"的逻辑，后者是标
准的"数据依赖"话术——本质是保留 12 月的行动权。

沃什的表态：否认经济开始过热，强调就业稳健、通胀补偿与通胀预期正在改善，但坚守 2% PCE
目标、不设任何软性目标；同时承认"利率会影响 AI
资本开支"、金融条件已适度收紧但不足以称之为紧缩。FOMC 议程明年秋天起改革，2027 年议息会议调整为
7+1（1 次用于讨论货币政策框架），2028 年进一步调整。

各家的路径判断：

- 中信证券：12 月再加 25bp
- 高盛：坚持"隔次加息"节奏，12 月是第二次也是最后一次；若通胀高于预期，3 月仍可能加
- 摩根士丹利：12 月 + 2027 年 3 月各 25bp，终端 4.25%—4.50%，少于市场计入的约 2.8 次

- 市场定价：仍押注 12 月加息，但削减了对 2027
年进一步加息的押注，期货已不再完全计入本轮还将加息三次

所以呢：分歧点不在"12 月加不加"，而在"这是不是最后一次"。MS 的"少于市场定价"是关键——如果 12 月真是终点，美债与成长股的估值压力会在 12 月会议后集中释放；如果 3 月还有一次，当前的反弹都是熊市反弹。

二、美国经济数据：AI 资本开支在撑 GDP，净出口在拖

高盛在 Q3 GDP 初值公布前把环比折年率预测下调 0.1pct 至 3.3%，高于市场共识 0.1pct，与亚特兰大联储 GDPNow 一致。拆结构很关键：

- 企业固定投资预计 +10.4%，其中 AI 相关资本开支贡献 5.0 个百分点

- 净出口贡献降至 -4.2 个百分点（AI 设备进口含量高，投资越强、进口越多、净出口越拖）

- 消费支出由二季度的 3.8% 放缓

所以呢：美国增长的质量在下降——越来越依赖 AI 资本开支这一个引擎，而这个引擎的燃料是"进口设备"。一旦 AI capex 增速的二阶导转负（这已是 2026 年 106% → 2027 年 56% 的市场共识），GDP 的支撑就会同时失去投资与净出口两条腿。

三、中国投资：1.9%，2021Q4 以来最低

高盛测算 Q3 中国实际投资同比增速降至 1.9%（Q2 为 2.0%），为 2021 年四季度以来最低。结构上：非国企、内陆高债务地区、传统建设投资偏弱；高科技及 AI 相关投资相对有韧性。财政支出与资金落地偏慢，负财政脉冲估计拖累 Q3 环比折年增速约 0.6 个百分点，9 月底以来的增量措施以定向托底为主，并非大规模持续宽松。

所以呢：这解释了为什么 A 股在"AI 硬件业绩很好"的情况下仍要杀估值——分子端（AI）是结构性亮点，分母端（财政脉冲转负+利率上行）是系统性压制，指数只能横着走、结构极致分化。

四、A 股盘面：0.82% 的跌幅掩盖了 4.45% 的屠杀

指数：上证 -0.82%、上证 50 +0.36%、沪深 300 -1.03%、中证 500 -2.82%、创业板指 -4.45%、科创 50 -4.27%。全市场成交 1.57 万亿，环比 -4.35%；超 4700 只个股下跌。

风格：银行（续创历史新高）、煤炭（盘中 +2%）、食品饮料、石油石化等红利与内需防御方向抗跌；AI 算力硬件链全面重挫，光模块/CPO、PCB、存储、半导体设备领跌。

下跌的四个原因（市场复盘归纳）：①天孚通信业绩不及预期，市场担心后续光模块三季报集体踩雷；②谷歌营收利润双低，AI 叙事蒙阴影；③三星电子财报不及预期拖累韩股，情绪传导；④保险、固收+等稳健大资金仍在卖出，筹码出清未完成。

所以呢：这是"存量博弈 + 风格再平衡"的典型形态。创业板 ETF 与科创板 ETF 尾盘放量、指数有所拉升，但银行没有回落，说明护盘资金与避险资金在同一个池子里对冲——只有银行走弱、科技才有真正的反弹空间。

五、韩国市场：存储景气与股市定价的裂缝

KOSPI 收跌 1.24% 至 5937.7（成交 186 亿美元，外资净买入 5700 万美元），KOSDAQ 跌 2.34%（外资净卖出 9800 万美元）。盘中一度冲高 1.5% 后大幅回落，主因三星电子财报失望。

瑞银月内第二次下调 KOSPI 12 个月目标，由 8000 点下调 6% 至 7500 点，核心驱动是汇率与自下而上的盈利修正；KOSPI 已从高点回落约 10%，但瑞银认为尚未充分反映韩元升值的完整冲击，2027 年才有望复苏。

所以呢：SK 海力士 Q3 营业利润率 80%、供需紧张延续至 2030 年，三星却让人失望——同样是存储，HBM 与非 HBM、LTA
长协覆盖与现货暴露的差别，正在决定谁能吃到这轮超级周期。国内存储链（长鑫、江波龙、兆易）要看的是 HBM/先进封装进度，而不是 DRAM 现货价。

六、策略含义

1. 短期（1—2 周）：财报季结束进入业绩真空期，指数缺方向，风格由"筹码干净 + 催化密集"决定。商业航天、物理 AI 数采、金刚石散热这类"低位 + 事件驱动"的方向胜率高于"高位 + 业绩兑现"的 AI 硬件。

2. 中期（1—2 个季度）：真正的分水岭是 12 月 FOMC。若 12 月加息落地且被确认为终点，成长股会有一轮估值修复；若点阵图仍指向 2027 年，则红利防御的性价比继续占优。

3. 配置上：煤炭/银行/白酒是资金的"被动避风港"——煤炭有全球能源共振 + 低公募持仓（Q3 仍低）双重支撑，白酒有"连续 6 年下跌、估值历史 15% 分位、机构持仓 1.49%、汾酒库存回到健康区间"的三重底部特征，但都需要看到报表端确认。

4. 风险点：AI capex 的融资端裂缝（CoreWeave 类新云的 CDS、OpenAI 的收入兑现节奏）与韩元/日元的汇率冲击，是两个最容易从海外传导至 A 股的外部变量。

港美股海外

海外财报的「一好一坏一意外」把港美股与中概分成了三条线：微软超预期证明算力需求没证伪、谷歌不及预期暴露搜索变现困局、SK 海力士创纪录但三星拉胯显示存储内部在分化；而 Marvell 洽购 Lumentum 这一单传闻，直接把中国光模块板块打掉了 7%—19%。

一、美股：微软是唯一的确定性，谷歌是最大的疑问号

微软（MSFT +4%）：FY27Q1 营收 922.8 亿美元（同比 +19%，超预期 16.5 亿）、Non-GAAP EPS 4.89 美元（同比 +18%，超预期 0.16）；Azure 固定汇率 +48%，超买方约 47% 的门槛（市场预期 44.9%），环比增加 37.5 亿美元；M365 商业云固定汇率 +18%（调整后 +19%），处于较高门槛区间顶部；云毛利率升至 66%。

关键增量信息：OpenAI（含间接销售）已贡献 Azure 逾 30% 收入，FY27Q4 Azure 退出增速指引由 43% 上调至 47%；CFO Amy Hood 指引 Q2 资本支出超 500 亿美元、全年约 1700 亿美元，且 FY27 下半年资本支出加速。高盛维持买入、目标价 640 美元。

所以呢：微软把"AI 到底有没有需求"这个问题回答清楚了——有，且客户集中度在向 OpenAI 靠拢（这本身是风险，但短期是收入确定性）。云毛利率还能环比提升 1pct，说明规模效应开始覆盖折旧压力。

谷歌（GOOGL -9%）：营收 1276 亿美元（同比 +25%，略低于 1282 亿预期）、营业利润 406 亿（同比 +30%，低于 432 亿预期）、EPS 2.12 美元（预期 3.02）、净利润 262 亿（同比 -25%）。三处硬伤：

- 搜索广告 634 亿、同比仅 +12%，远低于 14.7% 的市场预期和 13%—14% 的买方门槛；公司归因于高基数、汇率、亚太零售需求、世界杯后广告正常化

- 云 307 亿（同比 +102.6%，含 TPU 1P 销售贡献）超基准但没到买方 310—325 亿的乐观区间

- 资本开支 514 亿美元、自由现金流 -91 亿美元（受 TPU 销售备货 + 欧盟罚款拖累），其他收益净亏损 82 亿美元（主要是 SpaceX 股权未实现亏损）

卖方动作一致向下：花旗目标价 447→375 美元、摩根大通 425→375 美元（均维持买入/增持），核心担忧都是"AI Mode 的广告定价与加载量弱于传统搜索"，变现折扣是结构性的。

所以呢：谷歌的问题不是 AI 做得好不好，而是"AI 越好、搜索广告越被自己稀释"。TPU 1P 销售开始贡献云收入，是它对抗英伟达的唯一筹码，值得单独跟踪。

其他海外公司：

- 礼来：Q3 收入 244 亿美元、Non-GAAP EPS 7.48 美元均超预期；2026 收入指引上调至 910—920 亿美元（中值上调 55 亿至 915 亿）、EPS 上调至 35—36 美元。核心增量来自 Mounjaro 国际销售与 Zepbound 在 Medicare 渠道放量，Foundayo 口服产品放量但低于预期。

- ServiceNow：Q3 总收入 41.06 亿美元（+20%），收入与利润率均超指引，但 Q4 cRPO 增长指引偏弱，市场在"AI 商业化加速"与"短期订单指标放缓"之间纠结。

- 甲骨文投资者日：OCI、数据库、应用软件、治理与 AI 智能体构成完整增长飞轮；管理层预计至 FY30 仅需约 200 亿美元增量融资，FY28 资金需求基本落实、FY29 自由现金流可达约 300 亿美元。花旗因此增强对 AI 战略信心。

- 苹果：高盛维持买入、目标价 390 美元（现价 347.10，+12.4% 空间），8.5 英寸 iPad mini、M6 MacBook Pro/iMac、首款 PROLED XDR 触摸屏 Mac 强化 2026—2027 产品周期，高端组合与广泛提价可缓冲供应约束。

- 纽柯钢铁：西弗吉尼亚薄板厂 9 月熔炼车间首炉钢、10 月酸洗线开始发货，热轧/冷轧/建筑级镀锌线预计 12 月首卷过线，2027 年初开始爬产、2027 年末产能利用率目标 50%。

- 自由港麦克莫兰（FCX）：Q3 收入环比 +7% 至 75.46 亿美元、调整后 EBITDA 环比 +11% 至 32.08 亿、归母净利环比 +19% 至 11.74 亿，EPS 0.88 美元符合预期；Grasberg 复产如期推进，但铜销量指引因美国矿山天气影响小幅下调。

- 爱齐科技（隐适美）：Q3 营收 10.15 亿美元（+1.9%）、隐适美出货 69.1 万例（+6.6%，季度新高）、非 GAAP 营业利润率 24.4% 超指引，但 ASP -2.3%、扫描仪收入 -7.6%，全年营收指引下调。

二、韩股：SK 海力士创纪录，三星让人失望

SK 海力士 Q3：营收 104.62 万亿韩元（环比 +32%、同比 +328%），史上首次单季突破 100 万亿；营业利润 83.3 万亿韩元、营业利润率约 80%；净利润 39.78 万亿韩元（环比 -58%，受汇兑净损失与投资资产估值损失拖累）。2026 年股东回报计划约 100 万亿韩元。

供需判断极其强硬：HBM 需求超过供给两倍以上，14 份长期协议已锁定 2027—2028 年逾 50% 产能，HBM4 放量 + 2027 年 DRAM 位元增长约 30%，整体存储需求增速可能继续超过供给至 2030 年。高盛上调 2027—2028 年 EPS 预测 19%—22%，预计 4Q26 营业利润超 100 万亿韩元。

三星电子：Q3 表现令人失望，成为拖累 KOSPI 的主力。但有一个细节值得注意——三星明确表态"意识到普通股与优先股价格差距"，回购注销时将积极审查并调整优先股比例；Q3 现金分红总额 30 万亿韩元（普通股/优先股每股均 4601 韩元），2026 年预计股东回报总额 90—110 万亿韩元。所以呢：三星学会了海力士的做法——在存储上行周期里，提高股东回报就是最有效的市值管理。

美光（CITI 投资者会议）：Citi 认为市场低估了 AI 驱动的 DRAM/HBM 供应紧张程度，HBM 及先进存储可能持续紧张至 2027—2028 年。逻辑是制程微缩的位密度收益在下降、HBM 占用更多晶圆产能、新建绿地晶圆厂周期长，供给改善有限。美光长期合同覆盖率持续提升。

三、中概与港股：AI 应用的估值修复刚开始

- 汇量科技（1860.HK）：中信互联网底部推荐，Q4 有望迎来业绩拐点，2027 年不到 11 倍 PE。Mintegral 在超休闲及 Android 多个游戏品类排名靠前，IAA 基本盘稳固，IAP 打开更高价值空间。

- 赤子城科技（09911.HK）：前三季度总收入预计 9.27—9.48 亿美元（同比 +33.8%—36.8%），对应 Q3 约 3.20—3.41 亿美元，拉美与日本拓区成效显著，收入超预期。

- 阅文集团（0772.HK）：26H1 短剧及 AI 漫剧业务收入突破 4.3 亿元（同比 +2.3 倍），衍生品 GMV 达 7.8 亿元（同比 +60%+），IP 储备与内容孵化是核心壁垒。

- 阜博集团：完成 5.3 亿港元可转债发行，与文莱国家电信运营商 UNN 达成战略合作，锁定 25MW 英伟达核心 AI 算力集群（附带额外 25MW 扩容选项）支持 Dreamesh 内容生成，2026Q4 或 2027Q1 陆续落地。"资金到位—算力落地—承接 AI 内容红利"的逻辑链正从叙事走向可验证。

四、Marvell 洽购 Lumentum：一条传闻打崩中国光模块

彭博 10 月 28 日盘后报道，Marvell 正就收购 Lumentum 深入谈判，最早下周宣布，价格与支付方式未披露。瑞穗测算：Marvell 目标价 1140 美元，若收购达成潜在收购价 1260 美元以上，较现价约 +38%。

为什么中国光模块会跌：合并后 Marvell 将同时成为 800G/1.6T 光模块里 DSP 和激光器这两样核心零件的主要供应商之一（Lumentum 的 EML/CW 激光器 + Marvell 的 DSP），模块厂的议价权与毛利率空间被压缩。市场恐慌直接体现为：新易盛 -9.2%、中际旭创 -6.9%、源杰科技 -9.88%、天孚通信 -18.96%。

冷静看，三条反证：①交易尚未达成最终协议，仍存不确定性；②中际旭创电话会明确 2027 年 CSP 需求已从 Forecast 转为实际订单/RPO，800G 与 1.6T 均快速增长、未出现砍单；③国泰海通复盘 Marvell 此前收购 Inphi 与 Innovium 的共性，都是"补齐关键器件供给保障 + 提升下一代方案联合开发能力"，而非挤压下游。

所以呢：短期是情绪杀，中期要盯两件事——交易是否落地、以及 CPO/OCS 的订单能否让模块厂绕过"可插拔光模块被上游卡脖子"的困境。天孚的 FAU 先发优势、良率优势与 CPO 布局，反而是这轮错杀里最值得重新审视的护城河。

五、欧洲与资源：油气与铜的两个坐标

- 小摩中国油气：国家能源局 10 月 21 日召开中长期油气增储上产推进会，重申上游投资与非常规资源开发的政策支持；能源安全重新受重视将支撑中国石油巨头 2026—2030 年油气产量 CAGR 维持 3%—4%，与海外同业看齐，中石油为行业首选。

- FCX/Grasberg：复产如期推进是铜供给端的重要边际，但美国矿山天气影响导致铜销量指引小幅下调——这提醒市场，铜的供给恢复不是线性的。

机构观点

今日 132 篇机构帖里，真正有信息增量的押注集中在五处：海外大行在微软/谷歌上做出方向性分裂、半导体设备与被动元件的上调最具共识、三花智控被外资集体上调机器人/AIDC 权重、医药 Q3 出现一批 1000% 级别的利润弹性、建材家居在汇兑与原材料压力下普遍"收入好、利润差"。以下按主题取最实质的约 20 条。

一、海外大行：微软看多、谷歌看空，同一天完成定价

高盛维持微软买入、目标价 640 美元，理由是 Azure 固定汇率 +48% 超指引与市场预期、商业云加速、云毛利率升至 66%，但同时点出两个隐忧：资本开支 452 亿美元使自由现金流低于其预测，AI 投资回报与折旧压力将是后续焦点。

花旗与摩根大通同日下调谷歌目标价至 375 美元（分别自 447、425 美元下调，均维持买入/增持）。花旗的理由是"AI

搜索变现、资本开支及自由现金流面临更高不确定性"，摩根大通则更直接——维持增持但下调 2027/2028 年 GAAP EPS 预测 5% 和 2%，认为 AI Mode 变现弱于传统搜索、短期仍将压制增长。同一个 375 美元，一个来自花旗一个来自小摩，是今天外资最一致的一个数字。

瑞穗给 Marvell 目标价 1140 美元，测算若收购 Lumentum 潜在收购价 1260 美元以上、较现价约 +38%。

摩根大通对三星电机维持增持并上调目标价：3Q26 MLCC 与 ABF 封装基板利润率显著改善，判断 AI 服务器元件需求、供给约束与产品提价将推动新一轮量价齐升，上调 2026—2028 年盈利预测。

高盛对 NSIG 的判断值得留意：300mm 晶圆产能已升至 100 万片/月、2026 年末目标 120 万片，1H26 销量同比 +90%+，Photonics SOI 预计 2027 年批量出货；但新增折旧、产能初期利用率不足与 200mm 业务压力拖累近期利润率。

花旗对美国半导体设备转谨慎：SOX 自业绩预览以来回撤 8%，已披露 3Q26 的公司 2026/2027 年一致预期 EPS 分别上调 3%/8%（低于二季度的 7%/10%）；修正动能网络与模拟最强、计算次之、设备走弱，因供应链及零部件约束可能限制 WFE 上行空间。

摩根大通对山东黄金维持 A/H 股 Underweight：3Q26 收入环比 +75% 至 369.13 亿元，但自产金单位成本估算高于 700 元/克，毛利率由 30.8% 骤降至 8.3%，归母净利转亏 3.63 亿元，约 69% 的隐含有效税率有待解释。这是今天唯一一份"业绩暴雷+评级压制"的组合。

二、AI 硬件链：设备与元件上调最集中

中信电子对澜起科技：Q3 归母 12.40 亿（+162%）、扣非 10.05 亿（+167%）再创单季新高，Q4 互连类在手订单 25—27.9 亿元，剔除股份支付后盈利能力更强。

东吴电子对三环集团：Q1-3 营收 115.03 亿（+76.7%）、归母 38.65 亿（+97.4%），Q3 单季归母 19.33 亿（+168%）、毛利率环比 +8.81pct，明确判断"高容 MLCC 量价改善进入兑现期"。

中信通信对胜蓝股份：国产算力核心连接器龙头，A 客户 10 月中旬完成验证、Q4 陆续交货、27Q1 上量且上修 27 年订单指引（单机柜价值量大幅上修、带动毛利率提高）；Z 客户已追加专利费、明年下半年起量且远期体量预计大于 A 客户；产能从 3 条产线明年底扩至 7 条。

国泰海通对 MPO 板块给出三家分化结论：仕佳光子超预期（Q3 营收 12 亿 +116%、归母 2.7 亿 +226%，计提 0.5 亿激励后）、杰普特超预期（Q3 营收 11.4 亿 +82%、归母 2.33 亿 +114%）、长芯博创符合预期。

天风电子强推英诺激光：英伟达大额预付锁定 Ibiden 高阶 ABF 载板产能，带动全球载板厂扩产，而日系超快钻孔设备交期长达 1.5 年，国产替代窗口明确打开。

花旗与摩根士丹利同日覆盖天孚通信，结论却相反：花旗维持买入、目标价 378→306 元（预期总回报 52.3%），强调 65% 毛利率显著高于预期、FAU 先发优势与 CPO 布局是核心护城河；摩根士丹利维持持有、目标价 265 元，承认营收加速与组件供应改善，但更看重库存与预付款对营运资金的占用。

三、机器人/物理 AI：外资开始给"零部件"定价

高盛中国 AI 机器人专家访谈的核心判断：前沿基础模型正推动具身机器人从窄域适配走向零样本/少样本泛化，但商业化是渐进加速而非"ChatGPT 时刻"式突变；高精度 3D 感知、低延迟推理、推理经济性仍是瓶颈；短期模型更适合承担 System 2 认知监督，实时控制与软硬件协同仍由 OEM 掌握。近期需求可能率先利好 3D 空间传感器。

摩根大通亚太小组会：中国零部件进度领跑本体，绿的谐波人形相关产品已贡献约 40% 营收、计划三年扩产约 10 倍并向一体化执行器演进；奥比中光、梅卡曼德认为感知层（3D 视觉、AI

识别）商业化会早于整机普及；韩国焦点集中在执行器与减速器。

天风机械对峰岹科技：T 灵巧手产能已爬坡至 1
万台/月并准备扩线；从空心杯电机延伸至关节控制模组，通过收购荷兰 sciosense
布局触觉传感器，形成"空心杯+触觉"打包模组，单手 ASP 大幅增加；数采端布局电流/位置传感器。

长城机械对双林股份：为小鹏供应机器人手部关节模组、手部及腿部丝杠，两类产品均已定点，单台配套价值约 9000 元；小鹏 26Q4 开始爬产、单月出货目标 1000 台，27 年 3000—5000 台。

国投机械/HF 大制造对金刚石散热：国内首批芯片级金刚石散热订单招标完毕，约 50
万片金刚石热沉片、价值量或达 5 亿元，11 月启动供应，0-1 节点快于预期。

四、医药：Q3 的利润弹性集中在"低基数+涨价+出海"

招商医药对信达生物：Q3 产品收入超 47 亿元（同比 +40%、环比 +9%），前三季度累计超 129 亿元已超 2025 全年 118.96 亿元，单季连续创历史新高。

招商医药对荣昌生物：Q3 营收 9.10 亿元（+46.4%），国内商业化收入 8.1 亿元（+32.8%）、环比 +15.6%；前三季度归母 52.73 亿元（+1057.55%），毛利率维持 83.6%，销售费用率同比降 7.7pct 至 40.5%。

天风医药对中红医疗：前三季度归母 2.53 亿元（+3611%），扣非 2.20
亿元（+689%），涨价与降本红利持续兑现。

华泰医药对昭衍新药：Q3 收入 4.84 亿元（+53.0%）、归母 1.82
亿元（+821.3%），新签订单同比环比双高增，收入端显著改善。

天风医药对纳微科技：Q1-3 归母 2.21 亿元（+105.5%）、归母净利率 24.95%（同比 +8.88pct），核心填料持续高增。

招商医药对四大药房：大参林 Q3 收入 73.17 亿、归母 +21.68%；益丰收入 61.06 亿、归母 +12.9%；行业性回暖迹象初现。

五、消费与建材：收入端普遍好于利润端，汇兑是共同杀手

国泰海通食饮连续两篇强调白酒机会：已有 7 家白酒公司披露三季报，Q3 总体仍是出清基调，但行业最大下降幅度阶段已过、结构性见底，部分高端与地产酒龙头动销企稳、进入实质去库存；食品饮料连续 6 年下跌创历史之最，估值处于历史 15% 分位、机构持仓仅 1.49%。汾酒渠道库存已回落至健康合理区间。

申万宏源美护与国泰海通美护对珀莱雅：Q1-3 营收 76.27 亿（+7.46%）、归母 12.56 亿（+22.46%）但扣非 7.43 亿（-25.50%），归母高增全部来自花知晓并购的一次性公允价值重估收益 4.45 亿元；Q3 单季归母 0.88 亿（-61.18%），成长期品牌投放压制利润。

天风建材对悍高集团与兔宝宝形成对照：悍高 Q3 营收 11.33 亿（+8.17%）但归母 2.09 亿（环比 +27.38%），不锈钢同比 +5%、铝合金/锌合金涨幅超 10% 压制毛利率至 36.5%；兔宝宝 Q3 营收 25.48 亿（-5.1%）、归母 -37.25% 但扣非 +104.04%，剔除公允价值与商誉影响后合并净利 +5.3%——这两家的表观与扣非背离，是今日建材板块最典型的报表噪音。

国金商社对安克创新：Q3 营收 95.35 亿（+16.96%）、扣非归母 8.40 亿（+61.23%），归母 -27.04% 全部来自南芯股价下跌导致的 3.54 亿公允价值损失，主业盈利持续增强（前三季度扣非 +53.72%）。

申万非银对中金公司大跌的解释最干脆：11.4 亿股解禁占总股本 14.3%、A 股流通盘单日 +38.9%，相当于约 76 个交易日成交量，纯供需失衡；建议关注 3Q 业绩和 PB 性价比。

中金非银对中国平安：9M26 归母净利 966.5 亿元（-27.3%）、Q3 单季 40.6 亿基本符合预期，但归母营运利润 +8.3% 至 1259.1 亿元，高基数下寿险 NBV 承压、全年或回升。

值得关注

三季报在 10/31 收官，11 月第一周进入典型的「业绩真空 + 催化密集」窗口。这一段时间的定价权不在报表，而在事件兑现与技术验证。以下按时间顺序列出最值得盯的线索，每条都给出"看什么、怎么算兑现、什么算落空"。

一、11 月上旬：商业航天的第一次真实验证（最高优先级）

11 月 6 日，长征十二号甲回收验证。这是本周唯一一个"二元结果"的事件：若陆上着陆腿回收成功，将成为我国第三款突破回收的火箭，也是国家队首次跑通陆上回收技术。看什么：落点精度、着陆腿结构完整性、箭体复用状态评估的后续公告。兑现的含义：板块从"叙事交易"升级为"技术路线确认"，估值中枢可上移；落空的含义：今日涨停潮的筹码（天力复合、飞沃科技、电科蓝天、钧达股份、中国卫星、上海港湾、铖昌科技等）会在 3 个交易日内回吐，且回吐幅度会大于涨幅——因为参与者是博弈资金不是配置资金。

11 月上旬，星舰 F15 窗口，计划双捕获。马斯克此前预计 11 月完成星舰全回收验证。这不是 A 股事件，但它决定了全球商业航天的估值锚——如果星舰完成双捕获，国内"低成本、高频次"叙事会被重新定价。

11 月，蓝箭航天 IPO 上会。民营航天一级市场定价恢复，会直接给二级市场标的提供估值参照系（尤其对拓璞数控、中重科技这类"卖铲子"的公司）。

同时期还有：力箭二号遥二待发射、朱雀三号等分批开展回收试验、星网二代星 11—12 月集采预期（2027 年批量发射）。集采落地是比发射更硬的催化——它把"预期"变成"订单"。

二、11 月：物理 AI 的三场发布会决定叙事高度

1. 智元 2026 创新日（即将举办）：看点是整机新品 + 生态伙伴规模，以及是否披露真实交付量。

2. 小鹏科技日（11 月）：机器人是核心议题之一。双林股份为其供应手部关节模组与手部/腿部丝杠（单台价值约 9000 元），小鹏 26Q4 开始爬产、单月目标 1000 台，27 年 3000—5000 台——科技日上的爬产指引是这个链条最直接的验证。

3. 字节世界模型发布（11 月底）：谷歌 Genie 4 已把交互时长从 1 分钟延长至 2 分钟、首次实现画面/环境音效/人物对话同步生成，字节若跟进，AI 游戏与互动影游（德才股份、恺文、掌阅、文投）会有第二波。

贯穿 11—12 月：特斯拉将不定期发布非编程 Optimus 演示视频，12 月 4 日股东大会；明年上半年智元、乐聚上市；明年 Q1—Q2 OpenAI 机器人样机亮相。

数采环节的关键跟踪指标：国内外具身数据存量目前仅几十万小时，行业共识的垂类泛化门槛是千万小时、跨场景 AGI 是 500—1000 亿小时。26 年国内几十万小时 → 27 年千万小时级 → 三年内上亿小时级。所以呢：这个环节的估值不靠利润，靠"数据小时数"的披露节奏，任何一家公司公布采集规模都是催化。

三、11 月：金刚石散热从招标走向供货

海光深算 4 单晶金刚石散热首批 50 万片（约 5 亿元、单价不到 1000 元）11 月启动供应。这是"0-1 落地"的最后一步。看什么：①首批交付是否按期；②单价是否随加工工序增加而上调（这决定弹性）；③华为昇腾、寒武纪的跟进招标时点（26 年海光率先导入，27 年快速起量）；④单晶渗透率——目前仅单晶已超 10%。

产业链格局已初步划分：设备端国机精工（MPCVD 核心能力），单晶三家（宁波晶钻、沃尔德、中南钻石），多晶两家（国机精工、化合积电）。如果 11 月交付顺利，这条线的确定性会超过大多数 AI 硬件主题，因为它有真实订单和明确单价。

四、11 月：光模块的两个岔路口

岔路一：Marvell 收购 Lumentum 是否下周宣布。若官宣，短期继续压制模块厂估值（新易盛、中际旭创、天孚、源杰），但会强化"核心器件价值重估"逻辑——Lumentum 的 EML/CW 激光器与 Marvell 的 DSP 变成一体化供给，国产替代（源杰的激光器芯片、仕佳的 MPO）反而获得窗口。

岔路二：CPO/OCS 订单能否对冲。天孚的 FAU 先发优势 + 良率优势 + CPO 布局，以及中际旭创"2027 年需求已从 Forecast 转为实际订单/RPO"的表态，是两条关键证据。看什么：11 月是否有 CSP 客户公布 CPO 交换机部署时间表；天孚的存货（目前持续提升）能否在 Q4 转为收入。

反向指标：若 11 月光模块板块继续跑输但业绩上修持续，说明市场在杀"产业链地位"而非"当期业绩"，这种杀法通常需要一次并购落地才会结束。

五、11—12 月：电价、航季与消费的三个观察窗

火电：江苏/广东月度电价同比提升 6 分/10 分，浙江涨至 4 毛；11—12 月是年度长协电价谈判窗口，这是火电行情从"预期提升"转向"现实兑现"的关键。国金公用明确指出：当前阶段预期提升就能驱动行情向上，三季报虽不及预期但已利空落地。

航空与出行：冬春航季已切换，叠加 Q4 商务出行能否修复，是社服板块（九华旅游、中青旅、长白山 Q3 均"收入增、利润降"）能否反转的分水岭。

双十一全周期：CITI 判断全行业 GMV 同比低至中个位数增长，增量来自抖音、京东服务类及即时零售；平台可能不再披露总 GMV。个股层面更有效：比音勒芬首阶段（10/15—25）平均件单价 1164 元、估算销售额增速 198%，是国货高端化的少数硬证据。

白酒：Q3 出清基调已定（7 家披露），真正的验证在 Q4 报表——汾酒渠道库存回落至健康区间是先行信号，若 Q4 报表企稳则"结构性见底"成立。当前食品饮料估值历史 15% 分位、机构持仓 1.49%，是"低预期 + 低持仓"的标准底部结构。

六、需要持续扣动的两个海外变量

12 月 FOMC（大概率加息 25bp）。市场当前的定价分歧在于"这是不是最后一次"：高盛说 12 月是第二次也是最后一次，摩根士丹利说 12 月 + 2027 年 3 月各一次、终端 4.25%—4.50%（少于市场计入的 2.8 次），中信说 12 月再加。看什么：点阵图对 2027 年的指引。若点阵图只留一次，成长股在 12 月会后有一轮估值修复；若仍指向两次以上，红利防御继续占优。

AI 资本开支的融资端。微软全年 capex 约 1700 亿美元、FY27 下半年加速；甲骨文称至 FY30 仅需约 200 亿美元增量融资、FY29 FCF 可达 300 亿——这些都是"供给端"的乐观证据。但需要盯的是需求端的付款能力：OpenAI 已贡献 Azure 逾 30% 收入，客户集中度在上升；CoreWeave 类新云的 CDS 与债券成本是这条链最脆弱的一环。

七、一个容易被忽略的国内变量

财政脉冲。高盛测算 Q3 实际投资同比仅 1.9%（2021Q4 以来最低），负财政脉冲拖累 Q3 环比折年约 0.6 个百分点，9 月底以来的增量措施以定向托底为主、并非大规模持续宽松。所以呢：如果 11 月没有增量财政落地，"AI 结构性亮点 + 总量弱"的组合会延续，指数级别的行情要等到 12 月政治局会议与中央经济工作会议定调。

各行业板块

煤炭

核心催化

今日煤炭（申万）盘中涨幅 >2%，年内累计涨幅 >20% 位列申万一级第一，领涨全盘。三条驱动：一是红利资产"变盾为矛"，低估值叠加盈利上修赢得流动性青睐；二是全球能源共振向上，煤油气的资产配置属性在利率高位环境下被重新定价；三是 Q3 公募煤炭持仓占比依然较低，筹码结构干净、踩踏风险低。

价格端是这轮盈利修复的直接来源：焦煤 Q3 价格同比 +70%、环比 +23%，动力煤同步走强，形成"量减价增、吨利大幅提升"的报表特征。多数公司 Q3 是"产量下降但利润暴增"。

核心标的及逻辑

淮北矿业（Q3 归母 9.07 亿元，同比 +2242%、环比 +21.24%；前三季度 21.46 亿元 +100.5%。商品煤产量 1359 万吨 +4.3%，量减价升下吨利显著提升，华东焦煤龙头 + 多元布局是成长来源）

潞安环能（Q3 归母 9.21 亿元同比 +313.53%、扣非 10.06 亿元 +414.94%；但产量 982 万吨同比 -40.9%、销量 827 万吨 -32.9%，喷吹煤占比升至 47.6%、同比 +15.6pct，产品结构优化对冲了量的下滑。产销回落与非经常性损失是制约项）

平煤股份（Q3 业绩 3.53 亿元，同比 +1158%、环比 +79.5%。销量同比 -8%、环比 -19%，但价格同比 +70%、环比 +23%，煤炭收入同比 +56%；成本同比 +49%、环比 -14%，价涨本降形成双击）

昊华能源（前三季度归母 12.17 亿元 +119.65%，Q3 单季 4.72 亿元环比 +11.21%；1-9 月产量 1495.32 万吨 +7.12%、销量 1502.23 万吨 +7.65%，是少数量价齐升的公司）

山西焦煤（五家 Q3 点评中唯一被评为"超预期"的标的，其余淮北/潞安/恒源为低预期、昊华为略低预期）

中国神华 A+H（券商在"红利穿越周期 + 电价上涨"框架下的首推配置标的）

嘉友国际（Q3 利润 +23.2%、Q1-Q3 +27.8%，Q3 毛利率同比跃升至 24.5%（去年同期 16.6%），焦煤高景气拉动贸易单吨毛利提升。但需注意铁水日产量不足 235 万吨，Q4 焦煤价格向上有压力，预计维持景气而非再上台阶）

行业趋势

短期看，Q4 冬储补库是季节性支撑，但铁水日产量不足 235 万吨意味着需求端缺乏向上弹性，焦煤价格更可能是"高位维持"而非"再创新高"。这意味着 Q4 煤企的利润环比增速会明显放缓，靠价格驱动的行情进入后半段。

中期逻辑更依赖红利属性而非商品属性：在美联储 12 月大概率加息、成长股杀估值的环境下，煤炭的低估值 + 高分红 + 低公募持仓（Q3 仍低）三重特征使其成为资金的被动避风港。这类行情的特征是"跌不动但涨不快"，一旦 AI 硬件止跌、风险偏好回升，资金会快速撤出。

需要警惕的是产量端的持续下滑：潞安产量同比 -40.9%、平煤销量环比 -19%，若安监趋严延续，量减会逐步侵蚀价格弹性带来的利润增量。

石油石化

核心催化

政策端是当日最实质的增量：①国家能源局 10 月 21 日召开中长期油气增储上产工作推进会，重申对持续上游投资及非常规资源开发的政策支持，摩根大通据此判断能源安全重新受重视将支撑中国石油巨头 2026—2030 年油气产量 CAGR 维持 3%—4%，与海外同业看齐，中石油为行业首选；②商务部、发改委、生态环境部、海关总署四部门联合印发通知，推出海南自贸港 16 项贸易自由化便利化举措，货物端明确重点扶持汽车与石化新材料产业，优化保税监管、保税交割与研发测试配套。

盘面上，石油石化是当日少数抗跌的红利与内需防御方向之一（上证 -0.82%
背景下与银行、煤炭、食品饮料同列抗跌板块）。

核心标的及逻辑

中国石油（小摩行业首选。逻辑是上游资本开支持续 + 非常规资源开发，2026—2030 年产量 CAGR
3%—4%，在能源安全叙事下具备"类公用事业"的现金流稳定性）

海南自贸港相关石化新材料标的（16 项举措中货物端明确支持石化新材料，保税监管与保税交割优化直接降低贸易与仓储成本，但帖中未点名具体公司，需等落地细则）

行业趋势

油气板块当前处于"政策底已现、价格中枢待验证"的阶段。上游资本开支的政策支持是慢变量，真正的业绩弹性仍取决于油价——今日帖中提及油价 110 美元/桶（博迈科观点中作为深水油井开采的经济性参照，盈亏线 45 美元），高油价对油服与工程端的订单释放是有利的。

炼化与化工新材料端的机会更依赖海南自贸港这类制度红利，而非油价。保税交割与研发测试配套的优化，对做进出口贸易与来料加工的企业是实质性成本下降。

风险在于：若 12 月美联储加息落地、全球需求进一步走弱，油价的高位维持会面临考验，届时上游的"类公用事业"叙事也会被打折。

有色金属

核心催化

黄金股的业绩雷是当日最刺眼的一幕。山东黄金 3Q26 收入环比 +75% 至 369.13
亿元，但自产金单位成本估算高于 700 元/克，毛利率由 30.8% 骤降至 8.3%，归母净利转亏 3.63 亿元，且约 69% 的隐含有效税率有待解释。更关键的是产量：3Q26 矿产金 7.1 吨、同比 -45%、环比 -25.6%；9M26 累计 26.2 吨、同比 -31%。核心原因不是金价，而是安全生产监管趋严导致产量大幅下降——3Q26 销量 8.65 吨（同比 -35%），销量高于产量是靠消化约 1.5 吨库存，毛利环比减少 34
亿元，降幅大于金价与销量变化所暗示，反映成本上升与品位下降。摩根大通维持 A/H 股 Underweight。

铜的供给端在改善但不线性：自由港麦克莫兰 Q3 收入环比 +7% 至 75.46 亿美元、经调整 EBITDA 环比 +11% 至 32.08 亿、归母净利环比 +19% 至 11.74 亿、EPS 0.88 美元符合预期，Grasberg
复产如期推进；但美国矿山受天气影响，铜销量指引小幅下调。

铜箔是金属里最紧的环节：AI 服务器带动高阶 CCL/PCB 上游原材料严重失衡，铜箔缺口达
33%、玻纤布缺口高达 60%，高阶铜箔扩产周期长、技术门槛高，短期缺口难以填补。

商业航天的金属材料需求被单独点名：火箭端斯瑞新材（铜合金）、西部材料（钛材/太空算力方向）、宇晶股份、迈为股份；卫星端与太空算力共振标的同步受益。

核心标的及逻辑

嘉元科技（Q3 营收 51.31 亿元同比 +99%、环比 +26%，归母 1.73—1.80 亿元同比 +4091%—4264%，扣非 1.93—2.03 亿元同比 +18933%—19848%、环比
+167%—179%。单吨盈利环比大幅提升，核心大客户涨价通道开启，量利齐升已确立）

江南新材（前三季度营收 111.80 亿元 +47.71%、归母 2.61 亿元 +57.88%、扣非 +68.08%；Q3 营收 43.90 亿元 +59.76%、环比 +21.0%，四季度新产能释放将成利润拐点）

逸豪新材（Q1-3 营收 22.54 亿元 +85%、归母 0.70 亿元扭亏；Q3 营收 9.90 亿元 +111%、环比 +45%，归母 0.49 亿元扭亏、环比 +303%，被称为"最超预期的纯标箔公司"，涨价释放强利润弹性）

山东黄金（反面案例：产量与成本双杀，短期建议回避，等安监影响出清与税率解释）

斯瑞新材 / 西部材料（商业航天材料端：铜合金与钛材，随火箭发射频率提升打开增量）

行业趋势

黄金板块正在经历一次逻辑切换：过去两年市场买的是"金价上涨 → 业绩弹性"，现在暴露出"金价再高，产量下不来、成本压不住就是负杠杆"。安全生产监管趋严是长期变量而非短期扰动，这意味着黄金股的估值要从"资源弹性"回到"产量与成本的确定性"，行业内分化会非常剧烈——有新增矿山投产的公司和靠存量矿山吃成本的公司，估值差会拉大。

铜的逻辑更顺：Grasberg 复产 + AI 数据中心用铜 +
电网投资，需求端有三条腿，供给端恢复不线性。铜箔则是这条链上最紧的一环（缺口
33%），且加工费涨价已在报表兑现（嘉元、逸豪、江南新材三家 Q3
单吨盈利同步改善），这是"涨价链"里确定性最高的一段。

风险点：若 12 月美联储加息落地、美元走强，金价与铜价都会承压，届时"涨价逻辑"和"金属价格"会第一次出现背离——加工费涨价的公司抗跌，纯资源公司杀估值。

钢铁

核心催化

当日钢铁板块仅有一条实质信息，来自海外：纽柯钢铁 3Q26
分析师会议披露西弗吉尼亚薄板厂项目进入建设收尾与设备调试阶段——9 月熔炼车间完成首炉钢生产，10 月酸洗线开始向下游业务发运钢卷，热轧、冷轧及建筑级镀锌线预计 12 月完成首卷过线；公司计划 2027 年初开始爬产，维持 2027 年末产能利用率达到 50% 的目标。同时南卡罗来纳 Berkeley
新建汽车级产线同步推进。

核心标的及逻辑

纽柯钢铁（NUE-US）（美国电炉钢龙头，新建薄板产能 2027 年起进入爬产周期。逻辑是产能释放 +
汽车板等高附加值产品结构升级，但 2027 年末才达 50%
利用率意味着折旧与产能爬坡成本会先于收入体现，短期利润率有压力）

国内钢铁标的当日无实质帖文覆盖，不做延伸。

行业趋势

这条信息对国内钢铁的映射意义大于直接投资意义：美国新建薄板产能要到 2027
年才爬产、且首年利用率目标仅
50%，说明全球钢铁新增供给的释放节奏比市场预期慢，这对全球钢价中枢是支撑而非压制。

但国内钢铁的核心矛盾仍在需求端——地产与基建的投资增速（Q3 中国实际投资同比仅 1.9%，2021Q4 以来最低）决定长材需求，制造业与出口决定板材需求。当日帖文中未提供国内钢材价格、库存、吨钢毛利等数据，不做推测。

基础化工

核心催化

纯碱走出清右侧，这是化工里最硬的一条：10 月行业开工率 64.7%、周产量 60.6 万吨，双双落到近五年绝对低位；厂家库存自 10 月 12 日的 17 万吨起持续去化。行业已经从"预期出清"变成"事实出清"。

染料涨价兑现到订单价格：闰土股份 Q3 营收 19.3 亿元（+32.7%）、归母 3.27 亿元（+333.9%）、扣非 3.97 亿元（+550.1%），单季毛利率 37.55%（同比 +19.6pct、环比 +4.7pct），涨价确认已传导至订单而非停留在报价。

高压实磷酸铁锂是明年最确定的供给缺口：今年铁锂行业总需求约 630 万吨，四代以上高压实不到 140 万吨、渗透率不足 22%，而能批量稳定供应的只有 3 家，富临精工供给约 50 万吨。渗透率明年快速提升是可测算的确定性，市场低估了高压实需求的斜率。

核心标的及逻辑

博源化工（现价 5.4 元、市值 200+ 亿、2026E 约 11 倍 PE、5.6% 股息。买的是全行业唯一还在赚钱的天然碱龙头，逻辑是"纯碱底部的成本锚 + 供给出清的看涨期权"。开工率与库存双低意味着价格弹性一旦启动，成本最低的天然碱法弹性最大）

闰土股份（Q3 扣非 3.97 亿元同比 +550.1%，毛利率 37.55% 创阶段新高。染料涨价已从报价走到订单价格，是"涨价链"中兑现度最高的品种之一）

富临精工（高压实铁锂 α 逻辑最硬：行业四代以上供给仅 3 家可稳定批量供货，公司供给约 50 万吨，明年渗透率从不足 22% 快速提升将直接受益）

行业趋势

化工当前是典型的"供给出清 + 局部涨价"组合，而非全面复苏。纯碱靠开工率与库存双低提供底部支撑，染料靠提价修复毛利，高压实铁锂靠技术门槛形成供给壁垒——三条线的共同点是都不是需求驱动，而是供给端收缩或技术分层驱动。这种行情的特点是持续性依赖"供给纪律"（会不会有复产/新产能打破平衡），一旦开工率回升，价格弹性会快速衰减。

在美联储 12 月大概率加息、全球制造业需求偏弱的背景下，化工品价格的向上空间受限于需求，向下空间则被成本与低开工率封住。这意味着板块更可能是"底部抬升"而非"趋势上行"，选股应集中在成本曲线最左端（天然碱法）与技术壁垒最高端（高压实铁锂），中间地带的通用品种缺乏 alpha。

建筑材料

核心催化

水泥已降至冰点：海螺水泥 Q3 营收 193 亿元（同比 -4%）、归母净利 2 亿元（同比 -89%）、扣非归母仅 1 亿元（同比 -94%）。前三季度自产水泥熟料销量近 1.9 亿吨（同比 -5%），分季度 Q1—Q3 销量同比 -10%/+1%/-7%；吨价分别为 214/205/202 元，逐季下台阶。1-3Q26 营收 562.22 亿元（-8.58%）、归母 27.43 亿元（-56.89%）、扣非约 20.09 亿元。

超产治理是 Q4 的唯一变量：财通建筑建材判断，供需矛盾导致业绩承压，但超产治理推进下 Q4 盈利或迎修复——这与 10 月中旬广东环保督察超产整改带动两轮涨价的路径一致。

海外建材是少数亮点：科达制造前三季度营收 158.27 亿元（同比 +25.55%）、归母 19.11 亿元（同比 +66.30%）、扣非 19.29 亿元（同比 +81.74%），毛利率 31.35%。蓝科扰动出清 + 非洲建材量增是主要驱动。

核心标的及逻辑

科达制造（陶机 + 非洲建材 + 负极三块业务。Q1-3 归母 +66.3%、扣非 +81.7%，蓝科扰动出清后海外建材量增是核心弹性；中期看负极包头基地与全球产能蓝图。这是建材里唯一"量价利三升"的公司）

海螺水泥（行业成本最优的龙头，但在全行业亏损边缘时，成本优势只能保证"少亏"而非"多赚"。Q3 扣非 1 亿元意味着吨净利已接近零，此时股价的弹性来自超产治理带来的价格修复预期，而非自身经营改善）

行业趋势

水泥的困境是需求端的结构性下行——前三季度销量同比 -5%、Q3 单季 -7%，且吨价从 214 元跌到 202 元，量价双杀。在这种格局下，行业唯一的出路是供给端的行政约束（超产治理、错峰生产），这也是为什么 Q4 的看点完全落在政策执行力度上，而不是需求回暖。

建材板块内部的分化已经非常清晰：国内地产链（水泥、玻璃）在底部挣扎，出海链（科达制造的非洲建材、海外陶机）在量价齐升。这个分化在投资上比"赌地产复苏"更可靠——因为出海链的驱动力是新兴市场城镇化，不依赖国内政策。

风险在于：若 Q4 超产治理执行不到位，水泥价格修复会落空，海螺的扣非可能进一步逼近盈亏平衡线。

建筑装饰

核心催化

钢结构是建筑里最好的报表：鸿路钢构 Q3 营收 64.08 亿元（同比 +19.39%）、归母 2.6 亿元（+24%）、扣非 2.5 亿元（+104%）；前三季度营收 180.50 亿元（+13.40%）、归母 6.96 亿元（+40.28%）、扣非 6.52 亿元（+81.32%）。Q3 产量增长 21%、吨净利扩张，Q1—Q3 收入增速逐季提速（+9%/+12%/+19%），现金流大幅改善。

海外订单是第二条增长曲线：江河国际前三季度营收 172.11 亿元（+18.26%）、归母 7.89 亿元（+72.51%）、扣非 5.80 亿元（+51.40%）；Q3 单季营收 63.87 亿元（+22.47%），较上半年提速。

洁净室工程超预期：柏诚股份前三季度营收 44.72 亿元（+36.49%）、Q3 单季 18.20 亿元（同比 +113.51%），但归母仅 5009 万元（+1.27%）、扣非 4903 万元（+4.47%），形成明显的收入利润剪刀差（来自两项非经常性因素）；在手订单景气，结转提速可期。

化工工程毛利率跃升：东华科技前三季度营收持平略增、工程业务收入略降，但利润端显著好于收入端——工程项目毛利率大幅提升至 10% 以上，部分优质合同进入结算尾声、利润释放较好；工程业务中化工项目占比超 85%、贡献约 90% 利润，实业业务受内蒙古二醇项目投产及产能爬坡带动较快增长。

基金持仓环比小幅提升：Q3 末主动型基金对建筑板块持仓占比 0.26%（较 Q2 +0.09pct），建筑市值占 A 股 1.3%、低配 1.1pct；指数型基金持仓 0.25%。

核心标的及逻辑

鸿路钢构（Q3 扣非 +104%，产量 +21% 叠加吨净利扩张。更关键的是市场在给它"机器人降本 + 机器人外销"的期权——钢结构制造的自动化改造经验可迁移至机器人产线，这是估值溢价来源）

柏诚股份（Q3 营收同比 +113.51%，洁净室工程直接受益于半导体与 AI 算力厂房建设；收入利润剪刀差是暂时的，在手订单结转提速后利润会跟上）

江河国际（海外幕墙订单驱动，Q3 营收 +22.47%、前三季度归母 +72.51%，扣非 +51.40%，出海逻辑与科达制造同源）

东华科技（化工工程毛利率升至 10% 以上，煤化工/化工项目占比超 85%；优质合同进入结算尾声带来利润集中释放，但这也是"一次性"的，需看新签订单能否接上）

博迈科（FPSO 模块，油价 110 美元远高于深水油井 45 美元的盈亏线；全球份额 30%，26 年 3 月与全球总包龙头签约 3 年长协；26 年累计新签大单 54—66 亿元，超 25 年全年的 21—27 亿元，Q4 预计还有数十亿订单签约）

四川路桥（前三季度营收 752.28 亿元 +2.7%、归母 53.38 亿元 +0.7%，Q3 营收 -4.6%，稳但无弹性）

精工钢构（Q3 营收 52.61 亿元 +13.22% 但归母 1.09 亿元 -54.42%，国内业务拖累盈利，看点是海外项目签单节奏）

行业趋势

建筑板块正在经历一次"结构替代总量"的切换。总量端，Q3 中国实际投资同比仅 1.9%（2021Q4 以来最低），负财政脉冲拖累约 0.6 个百分点，传统基建与地产链订单难有起色。结构端，三条线在逆势增长：钢结构（鸿路、精工）靠制造业厂房与海外项目、洁净室工程（柏诚）靠半导体与算力厂房、海外工程（江河、博迈科、东华）靠出海订单。

这意味着选股逻辑已经从"看基建投资增速"转向"看客户结构"——客户是制造业/AI/海外，就有增长；客户是地方政府/地产，就只有估值修复。基金持仓 0.26%、低配 1.1pct 说明这个切换还没被充分定价，但也说明板块缺乏系统性资金推动。

风险：Q4 是建筑工程结算高峰期，若应收账款回收不及预期，减值会集中释放（兔宝宝裕丰汉唐前三季度仍亏 4757 万元就是例证）。

电力设备

核心催化

储能是 Q3 电新里最亮的一段：海博思创 Q3 营收 51.38 亿元（同比 +51.55%、环比 +30.83%）、归母 5.24 亿元（+70.72%）、扣非 5.24 亿元（+74%），毛利率 22.9%（环比 +0.18pct）；Q3 确收 10GWh（同比 +37%），其中国内 9.5GWh（同比 +34%、环比 +36%）、海外 0.5GWh。前三季度营收 114.34 亿元（+44.51%）、归母 11.56 亿元（+85.65%）、扣非 +105.26%。

锂电 Q3 是"量利齐升"：湖南裕能 Q3 营收 226.3 亿元（同比 +155%、环比 +14%）、归母 13.5 亿元（+297%）；杉杉股份 Q3 归母 4.3 亿元（+461%）、扣非 4 亿元（+631%），负极单吨盈利改善 + 偏光片结构优化；国轩高科 Q3 营收 177 亿元（+75%）、扣非 1.45 亿元（+1062.66%），归母 -5.37 亿元主要是铜冠铜箔与奇瑞股票的公允价值变动 -7.85 亿元；嘉元科技 Q3 扣非 2.03 亿元（同比 +19848%、环比 +179%），单吨盈利环比大幅提升、大客户涨价通道开启。

11 月排产环比分化：电池 +0.5%、电解液 +2.9%，而铁锂 -5.7%、负极 -1.4%、隔膜 -0.6%。整体电池及材料环比 -6%～+3%、同比 +22%—48%。原因有三：锂价下跌引发去库、抢消费税与出口退税需求前置、车端偏淡导致动力需求走弱。

光伏仍在亏损但环比减亏：晶澳科技 Q1-3 营收 281.1 亿元（-23.6%）、归母 -36.4 亿元、扣非 -41.4 亿元；Q3 营收 106.2 亿元（-17.7%、环比 +28.2%）、归母 -9.8 亿元环比减亏，单季经营性现金流入超 30 亿元。钧达股份 Q3 环比减亏明确，土耳其基地 Q4 满产、经营层面有望扭亏。

核心标的及逻辑

海博思创（储能系统集成龙头，Q3 确收 10GWh、海外 0.5GWh 起步。毛利率 22.9% 在价格战中还能环比提升，说明海外占比与产品结构在改善）

湖南裕能（Q3 营收 +155%、归母 +297%，满产满销；最大的意义是铁锂经营性单吨利润有了锚，此前市场无法给铁锂定价，现在有了可比基准）

嘉元科技（Q3 扣非同比 +19848%，单吨盈利环比大幅提升，核心大客户涨价通道开启——铜箔是 PCB 与锂电双需求叠加的最紧环节）

德业股份（Q1-3 营收 171.8 亿元 +94.2%、归母 42.7 亿元 +82%、扣非 +75.2%，毛利率 36.5%；逆变器与储能双轮，27 年出货有望持续高增）

国电南瑞（Q1-3 营收 438.8 亿元 +13.7% 但归母仅 +1.2%，毛利率 25.4% 同比 -1.0pct，Q3 归母 -3.x%；电网核心业务稳，储能与 SST 是成长方向，但短期受其他收益与减值拖累）

东方电缆（Q3 营收 43 亿元同比 +40.3%、环比 +47.5%，归母 4.8 亿元环比 +147.7%；海缆与脐带缆交付起量，业绩超预期）

伊戈尔（Q3 营收 17.9 亿元 +33.7%、环比 +27.3%，归母 0.9 亿元环比 +105.5%；合同负债达 3.61 亿元、环比 +98%，海外收入贡献大、财务费用管理良好）

运达股份（Q1-3 营收 219.7 亿元 +18.8% 但归母 -2.5 亿元由盈转亏，扣非 -3.8 亿元；毛利率仅 5.7% 同比 -3.4pct，风机盈利基本见底，报表利润靠洛轴战配收益支撑）

行业趋势

电新的三个子行业处在完全不同的周期位置：

锂电在景气上行——Q3 量利齐升（湖南裕能、杉杉、嘉元、国轩扣非全部大幅改善），但 11 月排产环比走弱（铁锂 -5.7%）说明这是"抢装前置 + 去库"造成的节奏错位，不是需求转弱。年底与 1Q27 有加装预期，维持"淡季不淡"。真正的变量是碳酸锂价格——Q3 碳酸锂波动已经压制了湖南裕能的环比利润（-13%），若价格继续下行，中游的库存收益会转为损失。

光伏在底部减亏——晶澳 Q3 亏 9.8 亿元但环比减亏、经营性现金流入 30 亿元，钧达 Q4 有望扭亏。行业出清靠的是"光伏设备禁止及限制出口"带来的海外产能稀缺性（钧达土耳其基地满产），而不是国内需求复苏。

风电在盈利底部——运达毛利率 5.7%、扣非 -3.8 亿元，国内风机盈利基本见底；海缆（东方电缆）是唯一确定高增长的环节。

风险：11 月排产下滑若延续到 12 月，锂电中游的"量利齐升"叙事会被打破；光伏减亏若不能转化为扭亏，板块仍缺乏基本面支撑。

机械设备

核心催化

数采专家会给出了物理 AI 最硬的量化框架：国内外现有具身数据存量合计仅几十万小时，而垂类场景做到可泛化并保证成功率的行业共识门槛是千万小时，跨场景 AGI 则需要 500 亿—1000 亿小时（累计口径）。节奏上 26 年国内几十万小时 → 27 年跃升至千万小时级 → 三年内上亿小时级。采集范式已从真机（23—24 年）→ 仿真 → UMI（25 年）→ EGO（当前主流）迁移，结论是"数采不会被大厂颠覆，但入口在迁移"。

金刚石散热完成 0-1：国内首批芯片级应用订单招标完毕，约 50 万片金刚石热沉片、价值量或达 5 亿元，11 月启动供应。

测试设备是 Q3 最强的机械子行业：联讯仪器 Q3 营收 25.12 亿元（同比 +711.40%、环比 +140.78%）、归母 14.39 亿元（同比 +3488.07%、环比 +220.99%）、扣非 13.72 亿元、毛利率 77.63%（同比 +22.76pct）、净利率 57%；华峰测控 Q3 营收 6.14 亿元（+51.72%、环比 +31.63%）、扣非 2.62 亿元（+54.9%、环比 +53.29%）、毛利率 75.12%（同比 +1.34pct），合同负债与存货高增。

工业气体价格在涨：杭氧股份前三季度营收 135 亿元（+18%）、归母 9.9 亿元（+30%）、毛利率 22%（+1.4pct）、归母净利率 7.3%（+0.7pct）；Q3 营收 48 亿元，液氩价格持续上涨，电子大宗气打开空间。

核心标的及逻辑

联讯仪器（Q3 净利率 57%，光通信 +
半导体双轮。这个利润率水平在设备行业极为罕见，说明产品结构里高毛利的测试仪器占比在快速提升）

华峰测控（Q3 扣非 +54.9%、毛利率 75.12%，合同负债与存货双高增说明订单能见度高，正在扩产保障交付——这是半导体测试设备国产化的核心标的）

杭氧股份（液氩价格持续上涨推动业绩超预期，中期看电子大宗气加速，长期看大宗气复苏；大宗气价格在绝对底部，构成"压舱石与安全垫"）

宇树科技（Q3 营收 6.65 亿元同比 +69.93% 但环比 -8.82%，前三季度 18.17 亿元
+55.66%。隐忧在费用：销售费用 2.30 亿元、增速超 200%
远超营收，说明"场景打开仍依赖投入，尚未进入自然裂变"——这是"以利换脑"的转型代价）

拓璞数控（商业航天最纯标的：中国大型航空航天五轴机床龙头，提供火箭箭体机械加工/部装/焊接全套方案；上半年新增订单 4.7 亿元、90% 来自航空航天（火箭与飞机各半），截至 8/30 新签订单接近 9
亿元，翻倍以上增长）

双林股份（为小鹏供应机器人手部关节模组、手部及腿部丝杠，均已定点，单台配套价值约 9000 元；小鹏 26Q4 爬产、单月 1000 台，27 年 3000—5000 台）

峰岹科技（T 灵巧手产能已爬至 1 万台/月并准备扩线；从空心杯电机延伸至关节控制模组，通过收购荷兰 sciosense 布局触觉传感器，形成"空心杯+触觉"打包模组，单手 ASP 大幅增加）

杰克科技（缝制机器人"艾妮"中国区首发价 30.8 万元，较此前预期 20 万元高 50%；按中国区人工工资 10 万元/年、机器人 24 小时工作测算 ROI 一年内回本——这是机器人商业化最硬的算账逻辑）

永创智能（Q3 营收 11 亿元 +4%、归母 0.75 亿元 +65%；包装设备龙头切入具身智能，场景与客户优势显著）

日联科技（Q3 营收 4.2 亿元 +51.9%、归母 0.69 亿元 +64.1%、扣非 +81%，毛利率
43.6%；环比下降主要是新能源业务毛利率承压）

行业趋势

机械板块的分化沿着"下游是谁"展开：下游是半导体/AI 的（联讯、华峰测控、日联）Q3 全面超预期，因为算力与存储扩产直接转化为设备订单；下游是新能源的（凯众、日联的新能源部分）毛利率持续承压；下游是商业航天的（拓璞、银龙、中重科技）处在订单翻倍但收入尚未确认的阶段。

机器人这条线出现了一个重要变化：从"讲本体"转向"讲场景 ROI"。杰克科技 30.8
万元的缝制机器人、一年内回本的测算，比任何本体参数都更有说服力；宇树销售费用 +200% 则从反面证明"场景不会自己裂变，必须花钱买"。所以呢：下一阶段的机器人投资应该盯"谁在真实卖货"，而不是"谁在发 demo"。

工业气体的涨价（液氩）是被低估的一条线，因为它同时受益于半导体（电子大宗气）与化工（大宗气）两个周期，且价格在底部，向上弹性比想象中大。

国防军工

核心催化

三季报呈现"航空交付阶段性偏差、导弹与军贸改善"的分化：中航沈飞前三季度营收 135.6 亿元（同比 -34.2%）、归母 10.1 亿元（-26.0%），主要受产品结构调整及配套成品交付节奏影响；但单 Q3 收入同比 +23%、逐季改善态势明确。航材股份前三季度营收 19.32 亿元（-5.25%）、归母 3.10 亿元（-23.03%），系客户需求下降、产品结构变化与部分原材料影响，但民机适航与国际配套业务持续拓展。

洪都航空是军贸逻辑最直接的报表：前三季度营收 43.62 亿元（同比 +39.24%）、归母 1490.5 万元（+25.52%）、扣非 1452.1 万元（+55.54%）、经营活动现金流净额 7.63 亿元（+228.30%）。现金流大幅改善通常领先于收入确认，是订单落地的先行指标。

商业航天是当日最强的板块催化（详见核心事件）：上海卫星互联网方案（2030 年 3000 颗、800 亿产业规模）、国星宇航港股聆讯、"星枢计划"太空算力星座三阶段规划。

核心标的及逻辑

睿创微纳（商业航天首推：合同负债 4.92 亿元、存货 28.07 亿元均环比高增，预示订单高景气、业绩随产能释放季度环比抬升；卫星终端领域整机龙头，中标某客户"低成本相控阵测试终端"项目并完成实验室与在轨测试，被认定为国内首款基于低成本固态空气介质的相控阵终端；手机直连方向进军天基射频与波束赋型芯片。27 年 13 倍）

中航沈飞（Q3 收入 +23% 确认交付节奏恢复，但前三季度 -34.2% 的下滑幅度说明全年压力仍在；产品结构调整期，看 Q4 能否延续 Q3 的改善斜率）

洪都航空（营收 +39.24%、现金流 +228.30%，军贸与航展是中长期空间来源）

广东宏大（全 A 股唯一同时具备"超音速巡航导弹 + 机载多用途导弹"产品能力且有军贸资质的国企：HD-1 系列全程动力巡航 3.5 马赫、HD-1A 空基型，外贸订单实现突破；JK 系列小型制导导弹可从无人机/武装直升机/地面车辆多平台发射）

中航光电 / 中国动力（前者是军工连接器龙头、受益于卫星互联网与装备信息化；后者船舶订单高景气 + 特种动力）

行业趋势

军工当前处在"十五五 开局前的订单真空 + 商业航天独立行情"的两段结构中。

传统装备端，沈飞 Q3 单季 +23% 与航材 -5.25% 形成对照，说明交付节奏的恢复是结构性的（主机厂先于配套厂），配套企业的收入确认要滞后 1—2 个季度。这个滞后意味着 Q4 到明年 Q1 才是配套端的验证窗口。

商业航天端已经脱离军工整体走势，成为独立主题。它的驱动力不是国防预算，而是轨道资源竞争（各国向 ITU 申报卫星总量已超 17.5 万颗）+ 发射成本下降 + 卫星互联网商业化。25 年我国航天发射 92 次创历史新高、商业航天占比过半（54 次）、入轨商业卫星 311 颗，产业趋势是真实的，但二级市场标的的业绩兑现要等到 2027 年批量发射。

风险：沈飞前三季度 -34.2% 说明装备采购的节奏仍受产品结构调整影响，若 Q4 不能延续改善，军工整体估值修复会推迟。

汽车

核心催化

整车 Q3 全面超预期：比亚迪 Q3 营收 2215 亿元（同比 +13.6%、环比 +13.8%）、扣非 86.3 亿元（+25.2%）、归母 100.2 亿元（+28.1%、环比 +21.6%），非经常性损益约 14 亿元主要来自投资收益。吉利 3Q26 营收 989.64 亿元（+10.3%、环比 +10.2%）、归母 48.37 亿元（+27.5%）；剔除汇兑损益及非金融资产减值后归母 52.12 亿元（+32.5%）；1-3Q26 累计营收 2725.64 亿元（+13.1%）、归母 139.28 亿元（+6.7%）。上汽 Q3 营收 1565.69 亿元（-7.6%）、归母 4.86 亿元（-76.7%）、扣非 0.70 亿元（-95.9%），但毛利率 12.3%（同比 +3.3pct、环比 +1.5pct）在修复，利润被投资收益与汇兑压制。

汽零板块超跌反弹是当日主线之一：汽零年初至今 -24%，在指数企稳 +
板块轮动下出现集体性反弹，且不局限于机器人产业链——很多非机器人标的也在大幅反弹。

政策端两条：①上海拟依法有序推动自动驾驶技术在出租汽车行业应用（公开征求意见），并提出运用大数据/区块链/AI 提升管理数字化；②海南自贸港 16 项举措货物端明确重点扶持汽车产业。

全球新能源渗透率分化：9 月已出数据区域中，英国环比 +0.3pct 至 41.4%、俄罗斯 +0.6pct 至 2.5%；东南亚 -0.5pct 至 27.7%、中亚 -0.8pct 至 5.8%、大洋洲 -0.9pct 至 27.2%。

核心标的及逻辑

比亚迪（Q3 归母 100.2 亿元、环比 +21.6%，扣非 +25.2%
说明主业在改善；在价格战背景下仍能实现利润环比加速，是规模效应与出海结构的双重体现）

潍柴动力（Q3 营收 580.08 亿元（+1.03%）、归母 29.57 亿元（-8.56%）但扣非 32.20 亿元（同比 +13.90%、环比 +2.83%），AIDC 柴油发电机单季出货超预期——这是"传统重卡 + AI
电源"的双击，扣非与归母的差异来自非经常性损益）

吉利汽车（Q3 归母 48.37 亿元 +27.5%，剔除汇兑与减值后 +32.5%，是自主品牌里盈利质量改善最明显的）

模塑科技（Q3 收入 17.3 亿元仅 +1.1%，但归母 1.5 亿元 +83.2%、扣非 +42.2%，靠客户结构优化 +
降本协同；市场给它"T 链皮肤"标签，估值仅 20 倍）

三花智控（Q3 营收 83.7—84 亿元（+7.8%—8%）、归母 10.2 亿元（-9.6%）、扣非 10.2
亿元（-5.1%）；空调产量 Q3 同比 -16% 的背景下靠汽车零部件撑住增长。液冷业务前三季度收入 18—21 亿元、2027 年预计 +50%—100%，机器人收入 2027 年预计翻倍）

万向钱潮（T 机器人轴承一供：CRB 交叉滚子轴承 70% 份额、万向节轴承独供，9
月开始北美客户驻厂批量化交付加速，实际承担轴承 Tier1 角色）

汉威科技（人形机器人最大 ASP 传感器：四肢 6 维力传感器 4×2500 元=1 万元、模组内单维力 30×200=0.6 万元、手足电子皮肤 30×100=3000 元、气体传感 1.5 万元；客户覆盖 T、小鹏、小米、宇树、智元）

锐明技术（绑定维谛，AIDC 电源 800V 实质性突破、HVDC 已小批量发货；主业 26 年受存储涨价影响预计 3 亿元利润，若明年顺价则 27/28 年利润 4/5 亿元）

德赛西威（花旗维持中性、目标价 89 元：智能座舱份额与客户结构改善、智驾与连接业务增长可支撑 2026—28 年盈利，但多数利好已反映在估值；1-9 月收入结构智能座舱 66%、智驾 26%—28%，海外占比约 11%—12%）

行业趋势

汽车板块正在经历一次"整车盈利改善 + 零部件超跌修复"的双重定价。整车端，比亚迪与吉利的 Q3 利润增速（+28.1%、+27.5%）远高于收入增速（+13.6%、+10.3%），说明价格战最惨烈的阶段已过、规模效应开始显现；上汽的 -76.7% 是合资品牌萎缩的必然结果，不代表行业。

零部件端的逻辑更复杂：超跌反弹（-24% YTD）是资金行为，真正的 alpha 在"AI 电源（潍柴、锐明）+
机器人执行器（万向钱潮、三花）+ 传感器（汉威）"三条新业务线上。这三条线的共同点是订单已在手、收入还没确认，所以估值先于业绩反应。

风险：全球新能源渗透率在东南亚、中亚、大洋洲环比回落，说明出口市场的高增长期可能见顶；若 Q4 国内以旧换新政策退坡，整车销量会承压，价格战可能重新升温。

计算机

核心催化

国产算力 Q3 出现集体性的利润拐点：工业富联 Q3 营收 3835.54 亿元（同比 +57.73%）、归母 166.34 亿元（+60.35%）、扣非 164.65 亿元（+64.82%），前三季度营收 9414.14 亿元（+55.88%）、归母 403.75 亿元；紫光股份 Q1-3 营收首破千亿至 1021.55 亿元（+32%）、归母 27.73 亿元（+98%），子公司新华三营收 809.83 亿元（+36%）、净利 31.33 亿元（+24%）；浪潮信息 Q1-3 营收 1293.29 亿元（+7.18%）、归母 39.32 亿元（+165.32%）、扣非 34.41 亿元（+157.90%）；中国长城 Q3 营收 56.02 亿元（+42.57%）、环比 +18.24%，服务器电源全球领先，扣非大幅减亏。

摩尔线程是最具标志性的一条：Q3 营收 15.52 亿元（同比 +1773.92%、环比 +55.4%），单季收入已超 2025 年全年；归母 4926 万元、扣非 2007 万元，上市以来首次单季转正；毛利率 50.09%。

长鑫量产 HBM 改变供给曲线：HBM 是国产算力当前最硬的约束，量产启动的意义不在良率，而在"供给曲线开始右移"——供给从 0 到 1 的边际变化，比良率绝对水平更具定价意义。互联环节同步受益（HBM 释放单卡算力，超节点决定集群效率）。

软件端也在改善：达梦数据 Q1-3 营收 11.14 亿元（+34.22%）、归母 3.44 亿元（+4.22%），剔除股份支付后归母 4.47 亿元（+35.6%）与收入增速匹配；Q3 收入 4.02 亿元（+30.7%）重回 30% 以上。合合信息 Q3 营收 5.55 亿元（+20.5%）、归母 1.59 亿元（+37.2%）、扣非 +35.1%，C 端付费改善 + B 端 AI 商业化推进。华大九天 Q3 营收 3.94 亿元（+29.8%）、归母 0.72 亿元（+1101.5%）、扣非 3419 万元（去年同期亏 354 万元），毛利率回升至 91.63%。

上游产能与价格信号：联电产能利用率冲破九成，预告 2027 年综合 ASP 年增约 10%，未来三年 AI 相关营收占比将达 25%，硅光与先进封装成为新成长动能。

核心标的及逻辑

工业富联（Q3 营收 +57.73%、归母 +60.35%，新一代 AI 机柜开始出货。这是"AI 资本开支 → 代工收入"最直接的一环，弹性来自机柜规格升级带来的单机价值量提升）

摩尔线程（Q3 营收同比 +1774%、扣非首次转正、毛利率 50.09%。S5000 获客户高度认可，战略性布局"模型训练工厂"。这是国产 GPU 从"卖卡"走向"卖算力服务"的关键转折）

紫光股份（营收首破千亿、归母 +98%，新华三增速 36% 远快于集团，说明网络设备与服务器业务在 AI 数据中心建设中份额提升）

达梦数据（剔除股份支付后利润增速 35.6% 与收入 34.2% 匹配，Q3 收入重回 30%+。数据库国产化是最不受 AI 硬件波动影响的软件赛道）

华大九天（Q3 归母 +1101.5%、扣非扭亏，数字工具基本布局完成。EDA 的利润弹性来自收入放量后研发费用摊薄，Q3 政府补助 3619 万元也是助力）

能科科技（Q1-3 营收 12.65 亿元 +16.25%，其中 AI 产品与服务 6.51 亿元 +94.37%、占比首次突破 50%；云产品 3.12 亿元 +17.64%、占比 25%；工业电气 2.78 亿元 -22.42%。AI 已成为核心业务驱动，"灵智"具身智能业务提速）

佳都科技（太空算力：宇算星河首批卫星入轨，SpaceX Q3 收入 145.8 亿美元同比 +161%、净利 44 亿美元扭亏——AI 算力与商业航天共振）

光智科技（Q3 营收 9 亿元 +112.7%、归母 9348 万元扭亏，剔除一次性影响后盈利超 2 亿元；6 英寸磷化铟在手订单近万片，是磷化铟衬底国产化的核心标的）

博杰股份（Q3 营收 7.66 亿元 +72.3%、归母 1.78 亿元 +108%、扣非 +286.5%，新签订单保持高增）

深信服（Q1-3 营收 67.79 亿元 +32.27%、归母与扣非均扭亏；Q3 营收 27.82 亿元 +31.45%、归母 3.45 亿元 +134.31%，云计算业务受服务器硬件涨价推动）

传智教育（Q3 营收 1.7 亿元 +64.1%，收款与合同负债高增，AI 人才培养双增长曲线成型）

行业趋势

计算机板块的 Q3 报告揭示了一个重要事实：AI
算力的利润正在从"上游芯片"向下游"整机/服务器/电源"扩散。工业富联 +60%、紫光 +98%、浪潮 +165%、中国长城扣非大幅减亏，这四家都是"卖整机与配套"的，它们的利润弹性甚至大于芯片设计公司。原因是 AI
机柜的规格升级（功率、液冷、互连密度）让单机价值量大幅提升，而整机厂的产能与客户绑定形成壁垒。

软件端则是另一条线：国产化替代的确定性正在被业绩验证（达梦 +34%、华大九天 +30%、合浦 +21%），且这些公司的利润弹性大于收入弹性（费用摊薄 + 政府补助）。在 AI
硬件杀估值的时候，软件的防御性会更明显。

风险：计算机板块是今日跌幅最大的行业之一（创业板 -4.45%、科创 50 -4.27%），且板块内部混入了大量半导体、光模块、传媒标的，指数层面的波动会掩盖个股的业绩改善。真正的机会在"业绩已兑现但股价被杀"的标的（工业富联、紫光、达梦），而不是"故事大但业绩没出"的标的。

电子

核心催化

MLCC 进入超级周期的业绩兑现期：三环集团前三季度营收 115.03 亿元（同比 +76.74%）、归母 38.65 亿元（+97.35%）、扣非 36.82 亿元（+115.76%）、毛利率 48.47%（同比 +5.98pct）；Q3 单季营收 50.79 亿元（+115.27%）、归母 19.33 亿元（+167.97%、环比 +69.39%）、扣非 18.72
亿元（+192.61%）、毛利率环比提升 8.81pct。更值得看的是现金流质量：前三季度经营活动现金流净额 34.27 亿元（+72.18%），销售商品收到现金 97.39 亿元（去年同期 59.65 亿元）。

存储涨价全面传导至设计公司：兆易创新 Q3 营收 87.32 亿元（同比 +225.65%、环比 +18.35%）、归母 42.09 亿元（+728.93%）、扣非 45.51
亿元（+814.39%），毛利率创历史新高——利基存储涨价的红利正在被芯片设计端全额捕获。

半导体设备/零部件 Q3 加速：江丰电子前三季度营收 44.65 亿元（+35.67%）、归母 8.11 亿元（+102.38%）、扣非 4.33 亿元（+47.95%）；Q3 营收 17.28 亿元（+44.42%）、归母 2.71 亿元（+83.20%）、扣非 2.27 亿元（+94.2%）、毛利率 31.9%（同比 +4.4pct）。钽靶涨幅保守 40%
以上，零部件订单逐月创新高、26 年底单月交付目标 2.5 亿元，喷淋头 26 年预计成为第一大单品，27 年零部件收入预计翻倍以上。拓荆科技 Q3 营收 23.08 亿元（+1.84%，高基数）但归母 10.88 亿元（+135.39%）、扣非 5.61 亿元（+33.63%）、毛利率 42.47%（同比 +8.05pct）。

PCB/CCL 上游缺口是全场最紧的：铜箔缺口 33%、玻纤布缺口
60%，高阶铜箔与电子级玻纤扩产周期长、技术门槛高，短期缺口难填。鹏鼎控股 Q1-3 营收 291.87 亿元（+8.7%）、归母 24.48 亿元（+1.7%）、扣非 21.04 亿元（-6.3%），但毛利率 25.0%（同比 +4.4pct）在改善；Q3 营收 119.70 亿元，汇率与原材料压制利润，服务器与光模块是后续成长驱动。

金刚石散热完成 0-1：海光深算 4 单晶金刚石方案招标落地 50 万片、价值量约 5 亿元、11 月启动供货。

核心标的及逻辑

三环集团（Q3 归母 +168%、毛利率环比 +8.81pct，高容 MLCC
量价齐升已进入兑现期。现金流与回款同步大幅改善（销售收现 97.39 亿 vs 去年同期 59.65 亿），说明这轮涨价是真实的供需缺口而不是渠道囤货）

兆易创新（Q3 营收同比 +225.65%、扣非
+814.39%、毛利率创历史新高。利基存储涨价的弹性最大受益者，NOR Flash 与 DRAM 双线受益）

江丰电子（靶材涨价 Q3 明显体现、钽靶涨幅 40%+；零部件从"配套"走向"主力"，26 年底单月交付 2.5 亿元、27 年翻倍以上，是半导体零部件国产化最完整的平台）

澜起科技（Q3 营收 20.79 亿元 +46%、归母 12.40 亿元 +162%、扣非 10.05 亿元 +167% 再创单季新高；Q4 互连类在手订单 25—27.9 亿元，指向 Q4 再提速，互连收入有望环增 22%—36%）

联讯仪器（Q3 营收 25.12 亿元 +711.40%、归母 14.39 亿元 +3488.07%、净利率 57%，光通信与半导体双轮驱动）

必易微（Q3 营收 3.04 亿元 +70%、归母 0.51 亿元 +745%、环比 +112%，超预期且 Q4 有望继续环增；子公司兴感半导体是国内磁传感器领先厂商，下游覆盖机器人、商业航天、工业储能，是物理 AI 的触觉感知弹性标的）

拓荆科技（Q3 扣非 +33.63%、环比 +111.61%，毛利率 42.47% 同比 +8.05pct；先进薄膜与混合键合持续突破，超前布局国产供应链保障交付）

敏芯股份（六维力传感器用一颗 MEMS 芯片替代传统 6—12 片应变片，标定数据点大幅减少、精度相当，总成本显著降低——成本是机器人力觉普及的核心瓶颈，这个方案若跑通会重塑竞争格局）

天安新材（电子皮肤与他山科技合作，手工样件已完成、实现接近觉与触觉传感；若铂机器人增持至 30%）

行业趋势

电子板块当前的矛盾非常尖锐：基本面是全场最好，股价是全场最差。三环 +168%、兆易 +814%、江丰 +94%、澜起 +167%、联讯 +3488%，这些都是实打实的利润增速，但板块跟随 AI 硬件叙事一起被杀（科创 50 -4.27%）。

这种背离的根源在定价锚：市场用"谷歌搜索增速 12%"和"天孚不及预期"来给整个电子链定价，而忽略了国内电子公司的驱动力是涨价周期（MLCC、存储、靶材、铜箔）+ 国产替代，与海外 AI 广告变现无关。

三条最硬的产业线索：①被动元件涨价（MLCC 高容缺货，三环毛利率环比 +8.81pct 是证据）；②上游材料缺口（铜箔 33%、玻纤布 60%，扩产周期长意味着缺口会持续到 2027）；③散热技术迭代（金刚石从 0 到 1，单晶渗透率已超 10%）。

风险：三星电子 Q3 营业利润 107.44 万亿韩元低于预期 108.45 万亿、净利 75.21 万亿远低于预期 89.06 万亿，若韩国存储双雄的分化延续，全球存储板块的估值会被三星拖累；同时 Marvell 收购 Lumentum 若落地，光模块链的估值压制会传导至上游光芯片。

通信

核心催化

业绩与股价的背离达到极致：中际旭创前三季度营收 695.47 亿元（同比 +178.13%）、归母 222.38 亿元（+211.81%，利润增速快于营收），Q3 扣非 90.18 亿元、调整后经营利润 94.23 亿元均符合预期，毛利率 46.6%（环比 +0.2pct）、单季净利 93 亿元——但当日股价跌 6.9%。天孚通信 Q3 营收 19.23 亿元（环比 +28.41%）、归母 8.79 亿元（环比 +23.47%）、毛利率 65.05%（+0.39pct），股价却跌 18.96%。

杀跌的导火索是 Marvell 洽购 Lumentum：合并后 Marvell 将同时掌握 800G/1.6T 光模块的 DSP 与激光器两大核心零件，议价权从模块厂向芯片厂转移。新易盛 -9.2%、源杰 -9.88%、天孚 -18.96%。

但产业数据全部向上：蘅东光 Q3 营收 16.56 亿元（+174%、环比 +48%）、归母 3.51 亿元（+332%、环比 +59%）、扣非 +354%，前三季度营收 34.62 亿元（+113%）、归母 6.56 亿元（+193%）；亨通光电 Q3 营收 223.41 亿元（+27.14%）、归母 30.44 亿元（+299.10%、环比 +51.10%），光通信单季毛利环增 50%；联讯仪器 Q3 净利率 57%。海外侧，日本 9 月光纤及电缆出口额 106 亿日元（+63%，历史第三高）、光缆连接器出口 79 亿日元（+114.3%，刷新历史纪录）。

液冷是最确定的配套：维谛技术 Q3 净销售额 43.13 亿美元（同比 +61%，有机增长 55%，市场预期仅 37.6 亿）、调整后 EPS 2.21 美元（+78%，预期 1.82），订单增速显著高于收入增速并上调全年指引；金富科技 Q3 营收 6.85 亿元（+166.48%）、归母 0.91 亿元（+107.01%），液冷收入 4.2 亿元、归母口径利润贡献超 6000 万元（并表 51%）、净利率超 29%。

核心标的及逻辑

中际旭创（2027 年 CSP 需求已从 Forecast 转化为实际订单/RPO，800G 与 1.6T 均快速增长、未出现砍单。Q3 非经营性损益拖累明显：上游股权投资损失约 6.2 亿元（税后影响 4.5 亿）、港股募资 609 亿港元的汇兑损失约 3.9 亿元（税后影响 3 亿）——这是"业绩看起来没那么好"的真实原因）

天孚通信（收入低于花旗预测 34%、净利低 16%，但毛利率 65.05%
高于预期；核心矛盾是"光芯片供给改善向收入确认传导有时滞"，存货持续提升。FAU 先发优势、良率优势与 CPO 布局是护城河，花旗下调目标价 378→306 元但维持买入）

亨通光电（Q3 归母 +299.10%、环比 +51.10%，光通信单季毛利环增
50%，高端光互联打开成长空间。前三季度归母 61.63 亿元 +159.42%，兑现预告中值）

蘅东光（Q3 营收 +174%、归母 +332%、扣非 +354%，AI 光互联放量加速兑现，是这条链上增速最快的标的）

胜蓝股份（国产算力核心连接器：A 客户 10 月中旬完成验证、Q4 交货、27Q1 上量且上修 27
年订单指引，单机柜价值量大幅上修带动毛利率提升；Z 客户明年下半年起量、远期体量预计大于 A 客户；产能从 3 条产线明年底扩至 7 条）

华丰科技（Q1-3 营收 20.53 亿元 +23.75%，毛利率 26.05% 同比 -4.72pct 系产能与良率爬坡；224G
高速线模组交付有望进一步抬升，研发费用 +55% 是短期利润承压主因）

飞荣达（Q1-3 营收 57.75 亿元 +25.07%、归母 4.23 亿元 +47.85%、扣非 4.26 亿元 +71.64%，算力 +
消费电子需求旺盛）

东田微（超跌是资金博弈三季报，基本面营收结构持续改善：通信业务快速增长、消费电子下降带来毛利率与净利率提升，无锡工厂投产后客户结构进一步改善，是"无源黑马"）

行业趋势

通信板块正在经历一次"产业链地位重估"。市场担心的不是需求（2027 年订单已转
RPO、日本出口创历史新高、维谛订单增速超收入），而是价值分配——当 Marvell 这类芯片厂把 DSP 与激光器整合，模块厂的毛利率会被结构性压缩。这个担忧在逻辑上成立，但时间上还没到：当前 800G/1.6T 仍是卖方市场，模块厂的产能与良率是瓶颈，议价权还在自己手上。

真正的分化会出现在 CPO 时代：如果 CPO 大规模量产（天孚判断"CPO 大规模量产在即"），光引擎与 FAU 的价值量会从"可插拔模块"转移到"光引擎封装"，届时拥有 CPO
布局的公司（天孚）会重新获得定价权，而纯模块组装厂会被边缘化。

液冷是这条链上最确定的配套：维谛订单增速显著高于收入、金富科技净利率 29%、英伟达 Rubin
液冷方案落地——这三条证据说明液冷的渗透率提升是"已经发生"而不是"将要发生"。

风险：若 Marvell-Lumentum 交易在下周官宣，光模块板块会二次探底；但若中际旭创的 2027 年 RPO 在 Q4 财报中得到确认，错杀会快速修复。

传媒

核心催化

游戏三季报全面超预期，且质量分化清晰：世纪华通前三季度营收 332.98 亿元（同比 +22.31%）、归母 63.35 亿元（+45.37%）、扣非 64.00 亿元（+49.06%，扣非高于归母）；Q3 营收 111.81 亿元（+11.6%）、归母 18.32 亿元（+8%）、扣非 21.0 亿元（+23%），归母与扣非的差异来自金融资产公允价值变动损失 3.7 亿元。董事长提议回购 3—6 亿元（价格上限 20.40 元/股）。恺英网络前三季度营收 72.58 亿元（+78.11%）、归母 20.69 亿元（+30.69%）、扣非 17.91 亿元（+17.79%）、经营现金流 20.02 亿元（+51.97%，与归母净利基本相当）；Q3 营收 24.6 亿元（+64.4%）。

完美世界靠单产品反转：前三季度营收 51.13 亿元（-5.61%），但游戏收入 47.9 亿元（+7.09%），新游全球累计流水超 27 亿元、海外贡献超六成，带动游戏毛利率升至 73.79%；Q3 单季利润大幅转正并创阶段新高，经营现金流 11.81 亿元（+32.87%）。

三七互娱是唯一"增收不增利"的：Q3 营收 40.91 亿元（+2.9%、环比 +15.1%）重回增长，但归母 -2.x 亿元，主因出海 SLG 新品前置投放；前三季度营收 113.66 亿元（-8.8%）、归母 14.70 亿元（-37.3%）、扣非 -47.0%。

世界模型给 AI 内容打开新空间：谷歌 DeepMind 10 月 27 日发布 Genie 4，交互时长由约 1 分钟延长至 2 分钟，首次实现画面、环境音效、人物对话同步生成，支持自然语言实时调整场景/角色/天气。德才股份（奇想无限《零号档案：降临》已落地）是互动影游的第一批受益标的。国产 3A《影之刃：零》10 月 29 日正式上线，IGN 中国 10 分、Metacritic 均分 88、Steam 预售登顶多国畅销榜。

出版与影视是"低基数 + 成本控制"的修复：长江传媒 Q3 营收 17.29 亿元（+14.2%）、归母 3.17 亿元（+82.6%）；新华文轩 Q3 营收 24.89 亿元（+5.1%）、归母 2.19 亿元（+82.1%）、扣非 +55.5%；中南传媒 Q3 营收 24.21 亿元（+11.33%）、归母 1.65 亿元（+9.94%）。电影端则相反：中国电影 Q3 营收 10.79 亿元（-11.0%）、归母 0.72 亿元（-59.1%）；横店影视 Q3 营收 4.28 亿元（-18.07%）、归母亏 2036 万元由盈转亏。儒意电影是例外：Q3 营收 33.1 亿元（+6.8%、环比 +58%）、扣非 1.6 亿元（+22%、环比 +146%）。

核心标的及逻辑

世纪华通（扣非 +49.06% 高于归母，说明经营质量优于表观；Merge 带动合同负债创新高，等待总流水向上拐点；3—6 亿元回购彰显信心。基金 Q3 重仓市值在传媒板块居前）

恺英网络（营收 +78.11% 但扣非仅 +17.79%，说明发行业务推动收入快于利润；现金流 20.02 亿元 +51.97% 与归母净利相当，是传媒里现金流质量最好的）

完美世界（单产品驱动 Q3 反转，全球流水 27 亿元、海外占比超六成、毛利率 73.79%。风险是产品周期单一，Q4 需看新游接力）

芒果超媒（Q3 基本面触底、Q4 开局强劲；2 月设"AIGC 创新内容中心"（有独立立项权、制片权、预算权）、5 月设"AI 产业化中心"，AI 从技术支持层面进入内容生产核心，AI 内容常态化量产排播）

儒意电影（Q3 营收环比 +58%、扣非环比 +146%，院线头部 + AI 内容 + 已开启第二期回购）

长江传媒 / 新华文轩（Q3 归母 +82.6% / +82.1%，出版主业在低基数与成本控制下修复，数字转型与教育服务是增量）

行业趋势

传媒的三季报揭示了两个方向：

游戏在"产品周期 + 出海"双轮驱动下进入景气上行。世纪华通扣非 +49%、恺英营收 +78%、完美单产品流水 27 亿元，共同点是海外贡献提升（完美海外超六成）与产品结构升级（毛利率 73.79%）。这个逻辑比"AI 降本"更实在——它是收入端的真实增长。

AI 内容正从"概念"进入"产品"。Genie 4 把交互时长翻倍、实现音画同步生成，直接打开了互动影游与 AI 短剧的技术天花板；芒果的 AIGC 组织改革（两个一级部门、独立预算权）说明大厂已经把 AI 内容当作主业而非试验。乐的是"有 IP 的"（阅文 26H1 短剧与 AI 漫剧收入 4.3 亿元 +2.3 倍、衍生品 GMV 7.8 亿元 +60%），不是"有算力的"。

电影与出版的背离值得注意：出版靠低基数修复（长江 +82.6%），电影靠档期吃饭（横店亏损、中国电影 -59.1%）。这说明内容行业的现金流稳定性取决于"是否有存量 IP 与订阅制收入"，而不是票房弹性。

基金持仓 0.33%（环比 +0.12ppt）仍是低配，说明这条线的修复还没被机构充分定价。

食品饮料

核心催化

已有 7 家白酒公司披露三季报，Q3 总体仍是出清基调，但内部已出现分化：

- 迎驾贡酒逆势正增长：Q1-3 营收 48.29 亿元（同比 +6.93%）、归母 15.75 亿元（+4.25%）；Q3 营收 14.13 亿元（+4.25%）、归母 4.14 亿元（+8.58%），销售回款 54 亿元（+7.7%）——中高档白酒 Q3 收入 10.79 亿元（+6.45%）、普通白酒 2.60 亿元（+0.16%），产品结构升级是逆势增长的核心。

- 口子窖深度调整：Q1-3 营收 26.1 亿元（-17.6%）、归母 3.8 亿元（-48.2%）；Q3 营收 6.6 亿元（+3.1%）微增，但归母 0.2 亿元（-28.4%），回款 23.1 亿元（-22.7%）。

- 汾酒出清去库接近尾声：26Q3 业绩继续调整、销售收现等指标回落，但渠道库存已回落至健康合理区间（据酒业家等媒体），是行业里最积极的边际信号。

国泰海通连续两篇强调白酒机会：白酒悲观预期反应、报表调整比较充分，行业最大下降幅度阶段已过、结构性见底，部分高端与地产酒龙头动销企稳、进入实质去库存；经过 2025—2026 年深度调整，2027 年有望实现报表企稳并与动销匹配。食品饮料板块连续 6 年下跌创历史之最，估值处于历史 15% 分位、机构持仓仅 1.49%。

大众品里安井食品最亮：Q1-3 营收 134.6 亿元（+18.4%）、归母 11.4 亿元（+20.3%）、扣非 10.5 亿元（+21.1%）；Q3 营收 41.95 亿元（+11.37%）、归母 3.20 亿元（+16.93%），毛利率 18.90%（-1.09pct）但净利率 7.71%（+0.40pct）。结构上主业收入同增 15%+、净利率超 9%；冻品先生接近双位数；新宏业受益定制业务放量、利润大幅增长；新柳伍亏损收窄；鼎味泰收入增长不到 20%、扣非利润近 +15%（受益瑞幸门店增加）。

啤酒仍在承压：青岛啤酒 Q1-3 营收 280.4 亿元（-4.5%）、归母 50.5 亿元（-4.2%）、扣非 -5.9%；Q3 营收 83.8 亿元（-5.6%）、归母 11.4 亿元（-17.1%）、扣非 -x%，总量下滑、结构改善但盈利承压。重庆啤酒 Q3 营收 38.1 亿元（-9.6%）、归母 3.2 亿元（-14.0%）。

海外映射：联合利华 Q3 基本销售增长 5.2%（优于预期 4.8%），但北美疲弱与食品部门拖累掩盖了印度等新兴市场的强劲；CEO 表示随着成本环境明朗正加快调价，预期明年涨价幅度更大。

核心标的及逻辑

迎驾贡酒（Q3 归母 +8.58% 在白酒里唯一正增长且提速，中高档占比提升（10.79 亿元 vs 普通 2.60 亿元），省内外共同发力，回款 +7.7% 优于收入。这是"区域酒在出清期抢份额"的典型样本）

安井食品（Q1-3 归母 +20.3%、Q3 +16.93%，净利率逆势提升 0.40pct。锁鲜装 13 亿元 +15%、毛利率略降至 49%；新宏业定制业务放量、鼎味泰受益瑞幸门店扩张——B 端定制是它对抗 C 端疲软的关键）

安琪酵母（Q1-3 营收 136.08 亿元 +15.45%、归母 11.71 亿元 +4.90%、扣非 +5.18%；Q3 营收 44.21 亿元 +13.73% 但归母 2.90 亿元 -8.46%、扣非仅 -0.9%。收入高增而利润承压，是"量增价减 + 成本刚性"的组合）

天味食品（Q3 营收 12.50 亿元 +22.54% 是大众品里最快的，但归母仅 +1.48%、毛利率 39.73%（-0.73pct）、净利率 17.67%（-3.04pct）——收入靠促销换来的，利润被费用吃掉）

巴比食品（Q1-3 收入 13.5 亿元 -0.4%、归母 2.1 亿元 +5.1%；Q3 收入 5.0 亿元 -4.4% 但归母 +10.5%，靠成本与费用优化实现利润增长）

圣农发展（圣泽 903 已通过农业部审批、预计 11—12 月公告，生长速度与料肉比追平国外头部品种、出苗率与抗病力更优；27 年内部全面切换预计增加利润 2 亿元。食品深加工熟食销量从去年 40 多万吨增至今年预计 50 多万吨，中期规划 100 万吨）

行业趋势

食品饮料正处在"总量出清、结构分化"的末端。

白酒的关键变化是出清的时间差：汾酒出清偏晚、Q3 仍在调整，而迎驾这类区域酒已经靠产品结构升级实现正增长。这意味着行业复苏不会是齐涨，而是"先出清先复苏"。从估值看，板块连续 6 年下跌、估值历史 15% 分位、机构持仓 1.49%，是典型的"低预期 + 低持仓"底部结构——但这个底部需要 Q4 报表来确认，仅靠渠道库存回落到健康区间还不够。

大众品的分化逻辑是"B 端 vs C 端"：安井靠定制业务（新宏业、鼎味泰供货瑞幸）实现利润增速快于收入；天味靠促销换收入、利润被费用吃掉；巴比靠成本优化。所以呢：在消费疲软的环境下，能绑定 B 端客户（餐饮连锁、量贩零食）的公司才有利润弹性。

啤酒是最难的：青啤 Q3 归母 -17.1%、重啤 -14.0%，量在跌、结构改善的红利被成本与费用抵消。这条线要等旺季数据或提价落地才有转机。联合利华"明年涨价幅度更大"的表态值得留意——若全球消费品重启提价，国内调味品与乳制品的成本传导窗口也会打开。

社会服务

核心催化

酒店板块出现边际改善信号。长江社服援引 STR 口径数据，2026 年第 43 周（10.18-10.24）中国大陆整体 RevPAR 同比 +1.2%，其中 OCC 同比 -0.2%、ADR 同比 +1.4%；三大酒店集团 RevPAR 同比 +0.8%，OCC 同比 -1.9%、ADR 同比 +2.7%。结构上是"量微降、价回升"，奢华与中高端层次表现好于经济型，说明提价能力正在从高端向腰部传导，但出租率仍未修复到扩张区间。

景区三季报呈现明显分化：九华旅游收入与利润双增、现金流同步改善，是少数量价齐稳的标的；中青旅收入端在整合营销项目结算带动下大增但利润被信用减值吞噬；长白山则出现收入基本走平、成本与管理费用快于收入、单季收入转负的组合。

政策端，商务部、发改委、生态环境部、海关总署四部门联合印发通知，围绕海南自贸港推出 16 项贸易自由化便利化举措，覆盖货物贸易、服务贸易、新业态三条线。与社服直接相关的是服务贸易端放开医疗、保险、职业资格等领域，对海南本地免税、医疗旅游、职业培训与国际人才流动构成中期制度红利。

核心标的及逻辑

九华旅游：2026 年前三季度营收 6.97 亿元、同比 +4.31%，归母净利润 1.92 亿元、同比 +6.10%，扣非归母 1.86 亿元、同比 +6.21%，经营活动现金流净额 2.35 亿元、同比 +7.85%。Q3 单季营收 1.97 亿元、同比 +6.58%（略超预期），归母净利润 3975 万元、同比 +1.9%，扣非 3795 万元。逻辑是客流刚性 + 索道等核心资产高毛利，收入增速略超预期但毛利率同比偏弱，说明人工与维护成本在上升，利润弹性弱于收入弹性。

中青旅：2026 年前三季度营收 92.64 亿元、同比 +15.41%，归母净利润 3426 万元、同比 -71.64%，扣非归母 3869 万元、同比 -65.61%。Q3 单季营收 38.78 亿元、同比 +22.6%。收入与利润的极端背离来自三点：天气扰动、消费与行业竞争加剧，以及整合营销板块项目结算周期拉长导致信用减值损失增加。属于"规模扩张但盈利质量

恶化"的典型，需观察减值是否一次性。

长白山：2026 年前三季度营收 6.50 亿元、同比 +2.13%，归母净利润 1.40 亿元、同比 -6.34%，扣非归母 1.40 亿元、同比 -6.34%。Q3 单季营收 3.73 亿元、同比 -7.04%，归母净利润 1.39 亿元、同比 -8.45%。单季收入转负是关键信号——旺季不旺，且营业成本与管理费用增速高于收入，利润端承压明确。

粤海投资（港股，帖子归入本板块）：26Q1-3 持续经营业务收入 157.11 亿港元、同比 +10.0%，持续经营业务税前利润 66.83 亿港元、同比 +7.1%，归母综合溢利 43.62 亿港元、同比 +7.3%，净财务费用同比 -24%。水资源业务稳健增长叠加财务费用节约，是典型的"低估值 + 稳定分红 + 降杠杆"组合。

行业趋势

社服当日帖文的核心信息是"分化"而非"复苏"。酒店 RevPAR 转正靠的是 ADR 提价而非 OCC 修复，说明需求端仍在弱平衡；景区端只有具备强 IP 或刚性客流的标的（九华）能维持收入利润双增，依赖项目结算和客流弹性的标的（中青旅、长白山）盈利质量明显下滑。

海南自贸港 16 项举措是中期制度变量，短期不改变报表，但为 2027 年免税、医疗旅游、国际教育等赛道提供了政策期权，值得作为主题线索跟踪而非当期业绩依据。

纺织服饰

核心催化

当日板块内唯一有实质内容的帖文来自广发纺服的海外龙头跟踪：阿迪达斯公布 FY2026Q3（2026 年 7-9 月）业绩，收入 72.52 亿欧元、经汇率调整后同比 +7%，与彭博预期收入 72.52 亿欧元持平；归母净利润 7.06 亿欧元、同比 +53.15%，大幅超出彭博预期的 GAAP 净利润 5.79 亿欧元。毛利率 54.3%、同比提升 2.5pct；销售及一般管理费用率 40.71%、同比减少 0.62pct；归母利润率 9.74%、同比提升 2.78pct。

这是全球运动服饰链最重要的需求侧读数之一。收入符合预期、利润大超预期，且利润改善来自"毛利率提升 + 费用率下降"的双重作用，说明行业核心矛盾已从需求总量转向折扣率、库存结构与费用效率——"以价换量"退潮后，龙头的盈利修复弹性开始释放。

分地区看，结构分化极其明显。大中华区 11.38 亿欧元、经汇率调整后同比 +13%；北美 14.74 亿欧元、同比 +12%；新兴市场 10.75 亿欧元、同比 +15%；拉美 9.28 亿欧元、同比 +16%；日韩 4.11 亿欧元、同比 +19%；而欧洲 22.36 亿欧元、同比 -4%。即除欧洲外全球普涨，且增速梯度为"日韩 > 拉美 > 新兴市场 > 大中华区 > 北美"，欧洲是唯一负增长区域。

核心标的及逻辑

当日帖文未提供 A 股、港股纺织服饰个股的具体业绩、评级或目标价，故不列具体标的，不做标的层面的延伸推导。

从阿迪达斯数据可提取的产业链逻辑（属推断，非帖子原文的国内公司数据）：利润增速（+53%）远超收入增速（+7%），对应折扣收窄与费用效率提升，对上游制造代工环节的意义在于订单结构而非订单总量——高单价功能性面料、快反小单的占比提升，会比总订单量更早体现在代工端的毛利率上。大中华区 +13% 是全球第二高增速的主要区域之一，对国内运动品牌与代工链的需求预期构成正向支撑。

行业趋势

运动服饰全球龙头已进入"收入温和、利润修复"的阶段，且区域分化剧烈——欧洲 -4% 与日韩 +19% 之间差出 23 个百分点，说明复苏并非全球同步，而是集中在亚太与新兴市场。对国内纺服板块的映射有两个方向：一是具备海外大客户绑定、产能全球化布局的制造端，受益于订单结构升级；二是国内品牌端，需观察双十一折扣力度与库存周转，若折扣同步收窄则利润弹性可期。

当日板块帖文覆盖度极低（仅 1
条且为海外公司业绩），国内纺服标的无实质信息，板块判断以海外龙头读数为锚，不做国内个股延伸。

轻工制造

核心催化

造纸是当日轻工中报表最扎实的子行业。太阳纸业 26Q1-3 实现收入 319.64 亿元、同比 +10.5%，归母净利润 29.22 亿元、同比 +16.9%，扣非归母 29.65 亿元、同比 +20.0%；26Q3 单季收入 111.02 亿元、同比 +13.0%、环比 +3.0%，归母净利润 9.71 亿元、同比
+3x%。利润增速持续快于收入，浆纸一体化对成本波动的对冲效应在报表上得到验证，Q3 扣非超预期。

出口链家居分化剧烈。致欧科技 26Q1-Q3 营收 76.16 亿元、同比 +25.23%，归母净利润 3.75 亿元、同比 +38.14%，扣非 3.11 亿元、同比 +8.61%；26Q3 单季营收 27.90 亿元、同比 +36.95%，归母净利润 1.29 亿元、同比 +59.19%，单季营收利润双创新高。建霖家居 26Q1-3 营收 42.58 亿元、同比 +14.37%，归母净利润 3.23 亿元、同比 -7.23%，但扣非 3.04 亿元同比 +1.1%，Q3 单季营收 14.31 亿元、同比 +7.01%，归母 1.2 亿元、同比 +6.5%——即汇兑扰动还原后真实盈利已转正。匠心家居则相反：1-3Q26 收入 22.91 亿元、同比 -8.79%，归母净利润 4.45 亿元、同比 -32.39%；3Q26 收入 7.26 亿元、同比 -12.55%，归母 1.37 亿元、同比 -39.28%，汇兑、关税、股份支付三重压制。

包装与新业务端有两条独立线索。裕同科技发布 2026 年股票期权激励计划（草案），向 36 名新材料及工艺技术应用业务板块核心骨干授予 550 万份股票期权，占总股本 0.43%，行权价 19.46 元/份、较当日收盘价折价 25.5%，业绩考核要求为 2027-2029 年华研科技收入达标；该标的同日被列为 11 月金股。金富科技 26Q3 收入 6.85 亿元、同比 +166.48%，归母净利润 0.91 亿元、同比 +107.01%，其中液冷收入 4.2 亿元、并表 51% 口径贡献利润超 6000 万元、净利率超 29%。

文娱与烟草海外线：晨光股份 2026Q1-3 收入 180.1 亿元、同比 +3.9%，归母净利润 9.5 亿元、同比 +0.4%；Q3 单季收入 66.9 亿元、同比 +2.6%，归母 3.7 亿元、同比 -6.4%，其中零售大店延续双位数增长，书写工具收入 20.86 亿元。日本烟草 26 年前三季度营收 2.99 万亿日元、同比 +13.6%，调整后营业利润 9724 亿日元、同比 +21.6%（固定汇率 +16.9%），Q3 单季利润 6189 亿日元、同比 +21.0%，HNB 品牌 Ploom
全球化扩张提速并上调全年指引。

核心标的及逻辑

太阳纸业：浆纸一体化是核心壁垒。收入 +10.5% 而扣非
+20.0%，意味着木浆自给与林浆纸协同在浆价波动中锁定了成本优势；Q3 收入环比 +3.0%
说明旺季提价落地。逻辑落点是"产能投放 +
成本曲线左移"，新项目持续落地护航成长，而非依赖单一纸种涨价。

致欧科技：单季营收 +36.95%、归母 +59.19%，利润增速快于收入，是跨境电商中少见的经营质量同步提升。驱动力来自品类扩张与仓配效率，需关注关税政策对后续单季毛利率的影响。

建霖家居：短期看汇兑扰动还原后的真实盈利（Q3 归母已转正 +6.5%），中期看渠道变革 +
全球产能卡位。扣非累计 +1.1% 与归母 -7.2% 的差额，正是汇率与财务项的一次性影响。

匠心家居：汇兑、关税压制 Q3 净利，收入端 -12.55% 说明北美需求与转口贸易路径仍在调整。逻辑是北美品牌渠道深耕，但当期报表尚在磨底，属于"逻辑先行、数据滞后"的标的。

裕同科技：股权激励绑定新材料与工艺技术板块核心骨干，考核锚定华研科技收入，指向"3-5
年收入再造一个裕同"的中长期目标；同时布局 AI 时代综合科技平台——下游端侧 AI
产品爆发带动消费电子包装反转，上游 AI 硬件围绕服务器、大客户与机器人放量。

金富科技：液冷业务是第二增长曲线的核心，Q3 液冷收入 4.2 亿元、净利率超
29%，远高于传统包装业务，规模效应释放下高盈利可持续，正加速产能、客户、产品三线扩张。

晨光股份：收入稳健但利润承压，零售大店双位数增长是结构亮点，传统书写工具基本盘走平，属于"渠道升级尚未转化为利润弹性"的阶段。

行业趋势

轻工当日的主线是"成本与汇率的两端挤压"。造纸靠一体化对冲成本、实现利润增速快于收入；出口家居则被汇兑与关税双向夹击，报表分化取决于产能布点（东南亚转口 vs 本土直发）与客户结构（大客户绑定 vs 长尾）。

第二增长曲线成为估值分水岭：液冷（金富）、机器人零部件与电子皮肤（天安新材，与它山科技合作手工样件已完成、实现接近觉与触觉传感，若铂机器人增持至
30%、聚焦橡胶加工/水产加工/医疗/航空航天四大赛道）、AI
硬件包装（裕同）等新叙事正在替代传统地产链逻辑，成为资金重新定价的依据。

医药生物

核心催化

CXO 与科研服务是当日医药最强的报表方向，且呈现"订单先行、利润爆发"的特征。昭衍新药 2026Q1-3 营收 11.88 亿元、同比 +20.60%，归母净利润 9.30 亿元、同比 +1051.94%，扣非归母 8.81 亿元、同比 +2933.08%；Q3 单季收入 4.84 亿元显著改善，新签订单同比环比均高增，在手订单 45
亿元，实验室服务业务扭亏为盈。皓元医药 26Q1-3 收入 26.46 亿元、同比 +28.52%，归母 3.09 亿元、同比 +30.49%；Q3 单季收入 9.98 亿元、同比 +33.4%，归母 1.38 亿元、同比 +62%，后端 CDMO
大单集中交付。药康生物前三季度收入 7.24 亿元、同比 +25.79%，归母 1.70 亿元、同比 +54.79%（部分口径 +58.09%），扣非 1.53 亿元、同比 +64.88%。纳微科技前三季度收入 8.88 亿元、同比 +32.36%，归母 2.21 亿元、同比 +105.52%，净利率 24.95%、同比提升 8.88pct。百奥赛图 26Q1-Q3 收入 14.03 亿元、同比 +49.09%，归母 3.12 亿元、同比 +173.77%。泰格医药前三季度收入 57.92 亿元、同比 +15.2%，扣非 4.50 亿元、同比 +38.1%，但归母 -2.72 亿元、同比 -126.7%，主因公允价值变动收益 -5.97 亿元；Q3 单季扣非 1.72 亿元、同比 +49.62%。美迪西前三季度收入 12.15 亿元、同比 +44.13%，归母 9199.92
万元、同比扭亏为盈。普蕊斯前三季度收入 5.86 亿元、同比 -3.74%，归母 739.44 万元、同比 -91.54%，但 Q3 单季收入 2.14 亿元、环比 +19.91%、归母环比扭亏。

创新药商业化进入兑现期。荣昌生物前三季度营业收入 67.64 亿元、同比 +293.28%，归母净利润 52.73 亿元、同比 +1057.55%，扣非归母 44.12 亿元、同比 +909%；Q3 单季营收 9.10 亿元、同比 +46.4%，其中国内商业化销售收入 8.1 亿元、同比 +32.8%、环比
+15.6%，销售效率持续提升，全球研发管线加速推进。信达生物 2026Q3 产品收入超 47 亿元、同比 +40%、环比约 +9%，Q1、Q2 分别超 38 亿元、43 亿元，前三季度累计产品收入持续强劲增长。

医疗器械三季报整体"收入回暖、利润被汇兑与国内价格压制"。联影医疗前三季度营收 105.80 亿元、同比 +19.43%，归母 10.35 亿元、同比 -7.60%，扣非 9.43 亿元、同比 -10.49%；Q3 单季收入 35.29 亿元、同比 +24.12%，归母 1.38 亿元、同比 +13.00%，国内份额逆势扩张、海外加速兑现。迈瑞医疗前三季度营收 270.97 亿元、同比 +4.89%，归母 71.84 亿元、同比 -5.10%，扣非 72.57 亿元、同比 -2.75%，经营现金流 82.97 亿元、同比 +14.x%；剔除汇兑后收入 +7.38%、扣非净利 +8.76%，海外高增、国内环比回暖，增长结构为 IVD + 新兴业务双驱动。奕瑞科技前三季度营收 25.00 亿元、同比 +61.41%，归母 5.72 亿元、同比 +21.65%。微电生理前三季度营收 4.21 亿元、同比 +25.25%，归母 4825 万元、同比 +15.10%，但扣非仅 352 万元、同比 -85.36%，PFA 商业化稳步推进。心脉医疗前三季度营收 11.19 亿元、同比 +10.26%，归母 4.49 亿元、同比 +4.55%，扣非 4.18 亿元、同比 +12.18%。开立医疗 1-3Q26 收入 15.88 亿元、同比 +8.9%，归母 0.11 亿元、同比 -65.7%，扣非转亏。

零售药店与流通端稳健修复。大参林前三季度营收 213.08 亿元、同比 +6.18%，归母 12.71 亿元、同比 +17.56%，扣非 12.72 亿元、同比 +18.49%，但经营性现金流 22.14 亿元、同比 -40.63%；Q3 单季收入 73.17 亿元、归母 3.44 亿元、扣非 3.41 亿元，同比 +11.78%/+21.68%/+19.71%。益丰药房前三季度营收 182.36 亿元、同比 +5.49%，归母 13.62 亿元、同比 +10.36%，扣非 12.88 亿元、同比 +13.54%；Q3 单季收入 61.06 亿元、归母 3.92 亿元。上海医药前三季度营收 2229.64 亿元、同比 +3.67%，归母 45.86 亿元、同比 -10.90%，但扣非 33.74 亿元、同比 +25.02%——表观与扣非的背离说明非经常性损益在拖累。

中药与品牌药普遍"收入微增、利润改善、现金流好转"。云南白药前三季度营收 322.57 亿元、同比 +5.23%，归母 48.22 亿元、同比 +0.95%，扣非 46.31 亿元、同比 +1.78%，经营现金流 48.74 亿元、同比 +9.38%。羚锐制药前三季度营收 31.40 亿元、同比 +3.24%，归母 7.19 亿元、同比 +10.43%，扣非 6.59 亿元、同比 +8.85%，经营现金流 10.21 亿元、同比 +108.x%，利润率表现亮眼。济川药业前三季度营收 36.37 亿元、同比 -7.50%，归母 10.61 亿元、同比 +3.77%，扣非 9.30 亿元、同比 +8.19%，现金流 9.90 亿元、同比 +40.73%。马应龙营收 29.61 亿元、同比 +4.36%，归母 5.14 亿元、同比 +2.66%，现金流同比 +43.71%。康缘药业营收 24.23 亿元、同比 +3.41%，归母 2.11 亿元、同比 +5.81%。以岭药业 Q3 收入 18.9 亿元、同比 +3.6%，归母 3.4 亿元、同比 +2.0%，前三季度收入 59.7 亿元、同比 +1.7%、归母 11.0 亿元，心脑线通过院内压力测试。科伦药业前三季度营收 131.13 亿元、同比 -1.24%，归母 14.67 亿元、同比 +22.18%，扣非 10.61 亿元、同比 -7.48%；Q3 单季营收 42.74 亿元、同比 +1.9%、归母同比 +70%，川宁压力下主业仍具韧性。康弘药业前三季度收入 31.72 亿元、同比 -12.48%，归母 7.84 亿元、同比 -24.09%，生物药收入承压。ST 人福前三季度营收 184.12 亿元、同比 +2.96%，归母 24.15 亿元、同比 +43.01%，其中出售乐福思健康产业 16.34% 股权影响当期损益 5.14 亿元。

医美是当日最弱子行业。爱美客前三季度收入 17.4 亿元、同比 -6.5%，归母 7.9 亿元、同比 -27.6%，扣非 7 亿元、同比 -26.4%；Q3 收入 5.3 亿元、同比 -6.6%，收入降幅收窄但费用投入压制利润。锦波生物 26Q1-3 营收 10.65 亿元、同比 -17.80%，归母 3.54 亿元、同比 -37.72%，扣非 3.22 亿元、同比 -42.41%，现金流同比 -44.71%，基本面继续承压、短期筹码面催化更值得关注。朗姿股份前三季度收入 47.1 亿元、同比 +9%，归母 2 亿元、同比 -79%，但扣非利润超预期、盈利改善延续，医美提效与女装线上化是主线。

低值耗材与 ICV 端出现极端弹性。中红医疗前三季度营收 22.45 亿元、同比 +20.44%，归母 2.53 亿元、同比 +3611.36%，涨价与降本红利持续兑现。振德医疗 26Q1-Q3 营收 35.10 亿元、同比 +10.22%，归母 2.37 亿元、同比 +16.73%，扣非 2.11 亿元、同比 +15.63%，海外收入增长明显提速、毛利率提升。英科医疗前三季度营收 106.19 亿元、同比 +43.02%，扣非归母 12.39 亿元、同比 +155.75%，但归母仅 2.12 亿元、同比 -77.05%，表观被美元理财浮亏与汇兑吞噬。可孚医疗前三季度营收 31.91 亿元、同比 +33.08%，归母 3.05 亿元，收入延续高增、毛利率逐季创新高。金域医学前三季度营收 44.03 亿元、同比 -2.99%，归母 3.74 亿元、同比扭亏 +569.23%，扣非 3.85 亿元、同比 +556.43%。诺禾致源前三季度营收 16.70 亿元、同比 +5.67%，归母 0.96 亿元、同比 -14.87%，扣非 -4.99%，Q3 扣非恢复增长、累计经营现金流转正。亚辉龙前三季度营收 14.29 亿元、同比 +11.04%，归母 1.44 亿元、同比 +137.58%，扣非 1.52 亿元、同比 +50.66%，试剂加速增长。英诺特前三季度营收 2.17 亿元、同比 -34.45%，归母 0.41 亿元、同比 -68.46%，扣非 -80.64%。百克生物前三季度营收 5.64 亿元、同比 +18.84%，归母 -9562.55 万元、同比减亏 6262.51 万元。天宇股份前三季度营收 30.17 亿元、同比 +15.44%，归母 1.50 亿元、同比 -34.39%。毕得医药前三季度收入 10.51 亿元、同比 +7.37%，归母 1.64 亿元、同比 +36.92%。

海外读数：礼来 2026Q3 业绩显著超预期并大幅上调全年指引，2026 年销售指引中值上调 55 亿美元至 915 亿美元，核心增量来自 Mounjaro 国际销售与 Zepbound 在 Medicare 渠道快速放量。爱齐科技（隐适美）Q3 营收 10.15 亿美元、同比 +1.9%，隐适美出货 69.1 万例、同比 +6.6% 创季度新高，非 GAAP 营业利润率 24.4% 超指引，但下调全年营收指引。Labcorp 26Q3 收入 38.10 亿美元、同比 +6.9%（有机 +5.5%），中央实验室业务延续高增、BLS 订单明显改善，上调全年收入及 EPS 指引。

AI 制药叙事继续升温。Anthropic 公开招股书，7 位联合创始人致投资者信明确"AI 将极大加快生物学与医学发展进程"，并在 AI 制药方向做较多布局。金斯瑞生物 10 月 27

日高盛非交易路演（NDR）抛出关键判断——"约束正从需求侧转向供给侧"，AIDD 需求大幅加速、客户已超 100 家，覆盖 AI4S 初创、大模型公司与跨国药企，公司计划到 2027 年底实现显著扩容。帖子同时提示 AI4S 的核心缺口：分子设计并非终点，"靶点-疾病"因果数据仍存在巨大缺口，AI+生物数据基建或许刚刚开始。

核心标的及逻辑

昭衍新药：利润爆发的核心不是收入，而是订单结构与产能利用率。在手订单 45 亿元、Q3 新签订单同比环比双高增、实验室服务扭亏，是临床前 CRO 从"价格战"走向"产能出清后提价"的实证。归母 +1051.94% 中含生物资产公允价值变动，需以扣非 +2933.08% 与经营现金流交叉验证。

皓元医药：后端 CDMO 大单集中交付驱动 Q3 归母 +62%，远超收入 +33.4%，说明高毛利订单占比提升。逻辑落点是"新分子产品开发 + 国际市场开拓 + 提质增效"三线并进，前端工具化合物提供客户入口、后端商业化订单提供利润弹性。

荣昌生物：前三季度归母 52.73 亿元、同比 +1057.55%，主要来自授权收入确认；但更关键的是国内商业化销售收入 8.1 亿元、同比 +32.8%、环比 +15.6%，说明自营销售效率在真实提升，而非单纯一次性 BD。

联影医疗：Q3 单季收入 +24.12%、归母 +13.00%，在国内设备招标价格承压背景下实现份额逆势扩张，海外加速兑现是第二引擎。逻辑是"国内以量补价 + 海外高端突破"。

迈瑞医疗：表观利润被汇兑压制，剔除汇兑后收入 +7.38%、扣非 +8.76%，内生稳健。海外高增、国内环比回暖，IVD + 新兴业务双驱动是结构主线。

大参林 / 益丰药房：药店板块的收入增速（+6.18%/+5.49%）已回落至个位数，但利润增速（+17.56%/+10.36%）快于收入，说明门店结构优化与品类毛利改善在起效；大参林经营现金流同比 -40.63% 是唯一需要盯住的瑕疵。

爱美客 / 锦波生物：医美需求端仍在磨底，爱美客收入降幅收窄至 -6.6% 但费用投入压制利润，锦波生物收入 -17.80%、扣非 -42.41% 更为疲弱。板块当前是"筹码与预期"博弈而非基本面反转。

中红医疗：归母同比 +3611.36% 是当日医药弹性最大的数字，涨价与降本红利持续兑现，属于低值耗材在供给出清后的价格修复。

药康生物 / 纳微科技 / 百奥赛图：科研上游三条线共同验证"工业客户需求旺盛 + 海外加速拓展"，纳微科技净利率同比 +8.88pct 说明国产填料在价格与份额上同时突破。

行业趋势

医药当日的主线是"创新药与 CXO 兑现、器械与消费医疗磨底"的双轨格局。CXO 端订单（昭衍在手 45 亿、皓元后端大单、药康工业客户）已明确转向，利润弹性来自产能利用率与高毛利订单占比；创新药端从"BD 一次性收入"向"自营商业化放量"过渡（荣昌国内商业化 +32.8%、信达 Q3 产品收入 +40%）；器械端则被汇兑与国内降价双重压制，只有份额扩张与海外突破能对冲；医美与消费医疗仍在需求磨底期。

AI 制药是当日新增的叙事变量。Anthropic 招股书与金斯瑞 NDR 的"约束从需求侧转向供给侧"共同指向一个判断：AI4S 的瓶颈已不是算力或模型，而是"靶点-疾病"因果数据的稀缺。这意味着数据基建、模式动物、安评与实验室服务等"卖水人"环节，可能比分子设计公司更早受益。

公用事业

核心催化

火电的定价预期正在被月度电价数据重新锚定。国金公用（姜涛/许子怡）指出，当前阶段"预期提升就会驱动火电行情向上"，具体证据有三条：江苏、广东月度电价同比分别提升 6 分/10 分，浙江涨至 4 毛；三季报业绩陆续落地，虽不及预期但市场反应为"利空落地"；11-12 月电煤需求回升或带动煤价上行，反而

会提升次年电价签订预期。同时越来越多用户对长协需求的提升，正在强化签订环节的供需博弈。

煤价与电价的联动逻辑在本轮出现方向反转：过去煤价上涨是火电的成本利空，当前则被视为"电价谈判的筹码"——因为长协签订在即，煤价抬升会倒逼电价上行预期。这是火电行情从"成本博弈"切换到"电价博弈"的关键变化。

核心标的及逻辑

当日板块源文件中，公用事业本行业的个股业绩、评级与目标价均无实质覆盖（文件内混入的东方电缆、神马电力、国电南瑞、应流股份等属电力设备与机械，已在对应板块处理），故不列具体标的。

可提取的行业级判断（帖子原文口径）：火电当前是"供需与红利"双线索——供需端看月度电价同比抬升与长协签订，红利端看三季报利空落地后的估值修复。这两条线索的共同前提是煤价不能崩塌式下跌，否则电价上行预期会被反向压制。

行业趋势

公用事业当日的信息量集中在火电一个子行业，水电、核电、燃气均无实质帖文。火电的核心矛盾是"电价预期 vs 煤价现实"：11-12 月迎峰度冬的电煤需求回升，会同时推升煤价（成本端压力）与电价签订预期（收入端弹性），净效应取决于长协比例与月度竞价敞口。

需提示的是，板块内"三季报不及预期但反应为利空落地"这一表述，本质是交易层面的判断而非基本面反转，若后续月度电价数据不能持续验证，行情持续性存疑。

交通运输

核心催化

航空与物流的三季报集中落地，普遍呈现"收入增长、利润被价格与油价挤压"的组合。春秋航空 2026 年前三季度营收 193.5 亿元、同比 +15.4%，归母净利 18.4 亿元、同比 -21.1%；Q3 单季营收 70.2 亿元、同比 +8.5%，归母净利 8.0 亿元、同比 -31.4%，符合预期，且在行业普遍承压背景下盈利能力继续领先。Q3 公司 ASK 同比 +8.9%（国内 +12.x%），供需增速跑赢行业。票价端，Q3 国内含油票价同比下降约 3%，逐月看 7 月同比 -5% 至 -6%、8 月 -1% 至 -2%，随暑假结束行业航班量回归季节性。国联民生交运将本季定性为"油价 + 票价双重挤压，确认利润底部"。

国货航 2026 年三季报：总收入 65 亿元、同比 +14%、环比 -12%；归母净利润 5.5 亿元、同比 -7%、环比 +24%；扣非净利润 4.3 亿元（2025Q3 为 6.0 亿元，2026Q1、Q2 分别为 3.9、4.4 亿元）。毛利率环比修复的主因是油价回落，同时处置收益增厚利润。

轨道装备端验证了高铁交付景气。铁科轨道 2026 年三季报点评显示前三季度业绩大幅增长，Q3 单季营收 3.8 亿元、同比 +32.0%，归母净利 0.7 亿元、同比 +180.1%，盈利能力显著提高，少数股东损益增加指向材料备件业务放量，验证高铁交付景气周期。

核心标的及逻辑

春秋航空：Q3 归母 -31.4% 但仍是行业最强盈利。逻辑是"低成本模式 + 运力扩张跑赢行业"——ASK 同比 +8.9%、国内 +12.x%，在票价下行（含油票价 -3%）的环境中靠客座率与单位成本优势守住利润。国联民生的判断是"利润底部确认"，意味着后续票价同比基数走低 + 油价若回落，弹性会先于行业释放。

国货航：收入 +14% 但归母 -7%，扣非 4.3 亿元低于去年同期的 6.0 亿元，说明主业盈利仍在同比下滑；积极信号是毛利率环比修复（油价回落）与环比归母 +24%。逻辑落点是航空货运的油价敏感性高于客机，油价下行周期的利润弹性更大。

铁科轨道：Q3 归母 +180.1%、营收 +32.0%，是交运设备中增速最高的标的。逻辑是高铁交付进入景气周期，材料备件（耗材属性）放量带来毛利率与少数股东损益同步抬升，属于"交付周期 + 耗材复购"的双轮驱动。

行业趋势

交运当日的主线是"客货运价格与油价的赛跑"。航空客运被票价下行压制（Q3 含油票价 -3%，7 月一度 -5% 至 -6%），但运力扩张与客座率提升部分对冲；航空货运则直接受益于油价回落，毛利率环比修复。两者共同指向一个判断——2026Q3
是油价与票价的"双底"，若四季度油价维持低位、客运票价基数走低，行业利润同比拐点可能在 Q4 或 2027Q1 出现。

高铁装备是与航空完全独立的景气线。铁科轨道 Q3 营收 +32%、归母 +180%
说明动车组与线路的交付、维保需求正在集中释放，这与客运票价无关，属于资本开支驱动的确定性增长。

房地产

核心催化

摩根大通中国房地产深圳市场专家会议给出明确的时间表判断：一手房供应收缩与二手房挂牌趋稳，将支撑深圳二手房价格在 2026 年底前后整体筑底。量端预测更为谨慎——一手房销量 2026 年下降 10%、2027 年再降 10%-15%，二手房销量则保持稳定。"828"政策因过渡安排对近期预售影响有限，但按揭放款延后正在加大开发商现金流压力；人才房政策是专家会讨论的变量之一。

宏观侧，高盛测算 2026 年三季度中国实际投资同比增速降至 1.9%，低于二季度的 2.0%，为 2021
年四季度以来最低。结构上，非国企、内陆高债务地区和传统建设投资偏弱，高科技及 AI
相关投资相对有韧性；财政支出与资金落地偏慢，负财政脉冲估计拖累三季度环比折年增速约 0.6
个百分点。这是地产链需求端最直接的总量约束。

地产链个别标的出现"表观与扣非背离"。兔宝宝 Q3 收入同比下降 5%，毛利 4.4 亿元、同比基本持平；Q3
归母净利润 2.3 亿元、同比下降 37%，主因去年 Q3 有公允价值变动收益 2.7
亿元（悍高集团上市后股价大涨）；Q3 扣非净利润 1.9 亿元、同比增长 104%，主因去年 Q3
坏账计提较多。公司当前股息率 5%-6%，被定位为"稀缺的地产链稳健业绩标的"。

转型标的方向，万通发展 2026 年前三季度营收 4.40 亿元、同比 +38.67%，归母净利润 -3.15 亿元；Q3 营收同比 +62%，其中数渡科技 Q3 营收 1.56 亿元。利润承压来自三处：数渡科技尚处投入期（前三季度研发费用 2.02 亿元）、限制性股票激励费用摊销、金融资产公允价值下降。

核心标的及逻辑

兔宝宝：地产链中少数"收入下滑但扣非高增"的标的。Q3 扣非 +104%
主要来自去年坏账计提的高基数，属于质量修复而非需求改善；毛利 4.4
亿元同比基本持平说明价格体系未进一步恶化。逻辑落点是 5%-6%
的股息率提供安全垫，叠加地产竣工端的边际企稳预期，是"低估值 + 高分红 + 后周期修复"的组合。

万通发展：从传统地产向算力（数渡科技）转型，Q3 营收 +62%、数渡单季营收 1.56
亿元是转型兑现的首个读数。但归母 -3.15 亿元、研发费用 2.02
亿元说明仍处投入期，属于"叙事先行、利润滞后"的标的，需跟踪数渡科技的订单与并表节奏。

行业趋势

房地产当日的信息结构是"价格筑底、销量仍降"。JPM 的判断把深圳二手房价格见底时间锚定在 2026
年底前后，但同时给出 2026 年 -10%、2027 年再降 10%-15% 的一手房销量预测——价格与销量不同步，意味着行业出清尚未结束，开发商的现金流压力（按揭放款延后）仍是最大风险点。

宏观投资的疲弱（Q3 实际投资 +1.9%，2021Q4 以来最低）从总量上限制了地产链的估值修复空间。因此板块内部的机会集中在两类：一是有分红安全垫的后周期消费建材（兔宝宝），二是有独立产业逻辑的转型标的（万通发展），而非传统开发商。

银行

核心催化

当日银行板块的全部信息集中在"交易结构"而非基本面。盘面记录显示，银行股在指数下跌中持续创新高——上证综指 -0.82%、科创 50 -4.27%、创业板指 -4.45%、沪深 300 -1.03%、中证 500 -2.82%，而上证 50 +0.36%，银行是唯一系统性上涨的方向。高盛中国午盘亦记录"金融板块领涨，银行股延续涨势"。

帖文对这一现象的解读极具信息量：银行是"全市场情绪的镜像对立面"。多条盘面记录提到——创业板 ETF 与科创板 ETF 放量拉升指数，但银行没有回落，导致效果打折扣；"银行不下去，多少钱去了，都是没有诚意的，只有银行下去，救市资金才能以小见大"。这一判断的本质是：银行上涨代表资金选择防御而非进攻，在科技板块杀跌时，红利资产的吸金效应会削弱成长股的反弹力度。

核心标的及逻辑

当日板块源文件中未提供任何银行个股的三季报数据、评级或目标价，故不列具体标的，不做个股层面的延伸推导。

可提取的板块级结论（帖子原文口径）：银行当前的定价逻辑是"红利防御 + 低估值 + 筹码稳定"，而非息差或资产质量的边际变化。其上涨与科技板块的下跌构成跷跷板——在 AI 硬件杀跌（谷歌搜索增速 12%、天孚通信业绩不及预期）的环境下，资金从成长撤向红利，银行成为最主要的承载体。

行业趋势

银行当日扮演的是"市场风格指标"而非"基本面标的"。这一角色的形成有三个条件：一是绝对估值低、股息率高，在利率下行环境中具备类债券属性；二是筹码结构稳定、踩踏风险低（公募持仓占比处于低位）；三是业绩预期平稳，三季报不会出现大幅低于预期的暴雷。

需要提示的是，帖文明确将"银行持续新高"视为修复行情的负面信号——因为这意味着存量资金在防御板块抱团，而非增量资金入场做多成长。因此对银行板块本身而言，短期是资金的避风港；但对整体市场而言，银行越强、风格切换越难。

非银金融

核心催化

中国平安 3Q26 业绩是当日非银唯一的重量级报表。集团归母净利润同比 -27.3% 至 966.5 亿元，对应 Q3 单季归母净利润仅 40.6 亿元，基本符合中金及市场预期；但集团归母营运利润同比 +8.3% 至 1259.1 亿元。净利润与营运利润的背离，是理解这份财报的关键——净利润被 3Q25 投资端高基数与 3Q26 资本市场波动双重压制，而营运利润剔除短期投资波动后仍稳健增长，说明承保与负债端的盈利根基未受损。

分板块看，寿险新业务价值承压但结构在优化：9M26 平安寿险及健康险 NBV 同比 -13.3% 至 309.9 亿元，主因 3Q25 预定利率下调带来的销售端高基数；代理人渠道长缴期占比同比提升超 10 个百分点。考虑四季度相对低基数，中金认为全年 NBV 同比增速或好于 9M26。

财险是本期最大亮点。9M26 平安财险整体/车险/非车险保费同比分别 +2.5%/-0.0%/+7.8%，其中新能源车险保费同比 +21.2% 且保持承保盈利；综合成本率（CoR）同比优化 1.4pct 至 95.6%，对应单季 CoR 大幅改善 3.9pct。三季度大灾明显多于去年同期而 CoR 仍改善，反映承保能力。

投资端承压但资负匹配良好。9M26 未年化净投资收益率同比 -0.3pct 至 2.5%，未年化综合投资收益率同比 -3.1pct 至 2.3%，主要受去年高基数影响；管理层表示各项投资指标均满足资负新规要求，未来 3-5 年净投资收益均有望覆盖负债保证成本。

券商端的事件冲击来自中金公司。10 月 29 日中金 A 股开盘跌超
9%，申万非银归因为换股解禁的一次性抛压：当日解禁 11.4 亿股、占总股本 14.3%，导致 A 股流通盘单日增加 38.9%；对照 10 月 28 日中金单日成交仅 0.15 亿股、换手率 0.39%，解禁量相对日常成交的冲击倍数极高。

核心标的及逻辑

中国平安：当前 A/H 股价对应全年股息率 5.6%/7.0%，交易于 0.6x/0.5x 26e P/EV。中金维持跑赢行业评级与 A/H 目标价 89.8 元/99.4 港元不变，对应 1.0x/1.0x 26e P/EV 和 0.9x/0.9x 27e
P/EV。逻辑落点是三条：一是营运利润 +8.3% 支撑股息可持续性；二是财险 CoR 在灾害多发季度仍改善 1.4pct，承保能力被验证；三是 NBV
高基数压力将在四季度自然缓解。风险点在于长端利率与资本市场大幅波动对新单及投资收益的双向压制。

中金公司：解禁是纯交易层面的冲击，不改变基本面。申万非银的建议是把注意力转向 3Q 业绩与 PB 性价比——即解禁抛压释放后，估值是否已进入有吸引力的区间。这类"事件驱动型下跌"通常需要 1-2 周消化流通盘扩容。

行业趋势

非银当日的信息结构是"保险基本面稳、券商被交易事件扰动"。保险的核心矛盾已从"负债端新单"转向"资产端收益率 + 股息可持续性"——在净投资收益率同比下滑 0.3pct 的环境下，5.6%/7.0%
的股息率成为估值的主要支撑，而非 NBV 增速。

券商板块当日无行业级信息，仅有中金解禁个案。这类解禁冲击的特征是"幅度大、持续短"，但对板块情绪有传染性，需关注后续是否有其他券商跟进解禁。

商贸零售

核心催化

量贩零食是本轮零售中增速最高的业态。万辰集团 2026Q1-3 营收 556.28 亿元、同比 +52.15%，归母净利 18.38 亿元、同比 +114.99%，扣非归母 17.60 亿元、同比 +118.35%；Q3 单季营收 207.92 亿元、同比 +48.73%，归母净利 6.28 亿元、同比 +63.84%，扣非 6.19 亿元、同比 +74.22%。Q3 毛利率同比 +0.9pct 至 13.0%，归母净利率同比 +0.3pct 至 3.0%，此前少数股权收回增厚归母利润的趋势延续。量贩零食业务 Q1-3 累计营收 551.76 亿元，加回计提股份支付费用后净利润 29.50 亿元；Q3 单季营收 206.55 亿元、同比 +49.5%，加回后净利 10.19 亿元、单季净利率 4.93%。截至 2026 年 9 月 15
日，旗下量贩零食零售品牌签约门店数已达 3 万家。

传统零售处于主动收缩与结构调整期。重百集团前三季度收入 108.33 亿元、同比 -6.9%，归母净利 6.12 亿元、同比 -38.2%，但剔除投资收益及非经常性损益后主业归母净利同比 +1.07% 微增。Q3 单季营收 32.46 亿元、同比 -9.6%，归母 1.66 亿元、同比 -23.7%，而单季毛利率逆势提升 0.65pct 至 27.15%。分业态看：超市 Q3 收入 15.31 亿元、同比 -6.6%，毛利率 24.5%、同比 +0.5pct，期末 139 家超市门店较年初净减 2 家；百货 Q3 收入 3.75 亿元、同比 -13.8%，毛利率跃升至 77.2%、同比 +5.7pct；电器 Q3 收入 7.57 亿元、同比 +22.3%，但毛利率 18.5%、同比 -5.7pct（世纪通下沉与区县头部加盟商拓展阶段性让利）；汽贸 Q3 收入 5.27 亿元、同比 -37.3%，毛利率 8.7%、同比 +0.5pct。

运动服饰零售仍在去库存通道。滔搏 FY27 财年中报：收入同比 -11% 至 109.1 亿元，归母净利下滑 16% 至 6.6 亿元。分品牌看，主力品牌收入 -12% 至 95.5 亿元（占比 87.5%），其他品牌 -9% 至 12.9
亿元；分业务看，零售 -9% 至 96.7 亿元，批发 -28% 至 11.8 亿元。毛利率同比 -0.9pct 至 40.1%，主因销售折扣同比加深；但存货金额同比 -16% 至 58.3
亿元，为后续折扣改善打下基础。销售费用率持平 29.1%、管理费用率稳定 4.1%，归母净利率仅降 0.4pct 至 6%。经营活动现金净额 18.4 亿元（同期净利润的 2.8 倍），净现金 14.9 亿元，中期派息率 102.9%，2019 年上市以来累计派息率 109.9%。

双十一的玩法出现结构性变化。花旗指出，2026 年双十一平台从"跨店凑单"转向"单品直降"，有助于减少人为凑单、虚假订单、退货与取消订单，提升物流履约效率；补贴由普遍撒钱转向精准投放，重点支持 88VIP、京东 PLUS 等高 LTV 会员，并更关注商家营销 ROI 与盈利质量；AI 已覆盖选品、内容生成、客服、广告投放、数据分析与商家日常经营，竞争重点由低价转向"低价 + AI 效率 + 服务体验"。花旗预计全行业 GMV 同比低至中个位数增长，增量主要来自抖音商城、京东服务消费与即时零售；平台可能减少公布总 GMV，后续应跟踪品类增速、会员活跃度、即时零售订单量与 AI 工具效率。评级上维持阿里巴巴、京东、拼多多"买入"，唯品会"中性"。

核心标的及逻辑

万辰集团：国泰海通维持"增持"，维持 2026-2028 年归母净利预测 25.5/33.6/39.0 亿元、同比 +89%/+32%/+16%，对应 26/27 年 PE 仅 11/8 倍。此前市场担忧行业阶段、新店快递加密后单店波动、净利率趋势，公司用 Q3 数据回应：老店同店相对平稳、净利率剔除补助后仍同比提升。逻辑落点是加盟体系韧性与单店适应性在多线级市场均成立，3 万家签约门店带来规模效应与供应链效率提升，同时品类优化与差异化创新支撑持续成长。

重百集团：三季报的核心不是收入（-9.6%），而是毛利率的逆势跃升——百货分部毛利率同比 +5.7pct 至 77.2%、超市 +0.5pct 至 24.5%，说明"保利降费"与商品效率改善已传导到报表。投资收益端，前三季对联营企业投资收益 2.04 亿元、同比 -63.0%，但马上消费 Q3 投资收益 0.93 亿元已环比回升，公司预计 Q4 仍将环比改善。预计 2026-2028 年归母净利 7.14/8.98/10.23 亿元，对应 PE 11.3/9.0/7.9x，高股息防御属性是主要配置理由。

滔搏：收入 -11% 但净利率仅降 0.4pct，费用管控能力是核心。存货同比 -16% 至 58.3 亿元意味着折扣压力将在后续季度缓解，而 102.9% 的中期派息率（上市以来累计 109.9%）叠加 14.9 亿元净现金，使股息回报成为估值下限。

行业趋势

零售当日呈现"新业态高增、旧业态收缩"的极端分化。量贩零食以 +52% 的收入增速和 3 万家门店继续扩张，其本质是用供应链效率替代传统渠道加价率；而百货、超市、汽贸则处于关店出清阶段，利润改善靠毛利率而非收入。

双十一的玩法变化值得重视：从凑单转向单品直降、补贴集中于高 LTV 会员、AI 覆盖全经营链路，意味着行业竞争维度从"GMV 规模"转向"盈利质量与履约效率"。花旗预计 GMV 仅低至中个位数增长、且平台可能不再披露总 GMV，这本身就是一个信号——规模增长时代结束，单位经济模型成为新战场。

农林牧渔

核心催化

圣农发展总部调研纪要释放了四条中期变量，均指向"成本曲线下移 + 出口打开"的双击逻辑。自主育种方面，圣泽 903 已通过农业部审批（预计 11-12 月公告），生长速度、料肉比追平国外头部品种，出苗率与抗病力更优；2027 年内部全面切换 903，预计增加利润 2 亿元——这是白羽鸡行业从"引种依赖"转向"种源自主"的标志性节点，直接改变苗价成本与供给节奏。

出口业务进入加速期：2025 年出口约 10 亿元，2026 年预计 14-16 亿元，明年有望超 20 亿元，新增出口国主要为东南亚、非洲。价格竞争力是核心支撑——目前中国胸肉价格 0.8-1 万元/吨，较欧美有明显优势。

食品深加工是第二增长曲线：去年深加工熟食销量 40 多万吨，今年预计 50 多万吨，中期规划达 100 万吨，甘肃等基地正在学习复制太阳谷熟食模式。出栏规划上，预计 2026 年白鸡屠宰量约 7.5 亿只、2027 年约 8 亿只，五年目标 10 亿只。

核心标的及逻辑

圣农发展：本轮逻辑的三层递进。第一层是种源自主——圣泽 903 全面切换后 2027 年增利 2 亿元，且摆脱海外引种的价格与疫情扰动；第二层是结构升级——熟食深加工销量从 40 多万吨向 100 万吨中期目标走，把周期品做成消费品，平滑鸡价波动；第三层是出口增量——从 10 亿元到明年 20 亿元以上，靠的是国内胸肉 0.8-1 万元/吨对欧美的成本优势。财务端，上市以来累计分红近 80 亿元，2025 年分红率约 45%，中报已每股分 3 毛、年报可能再分红，"成长 + 高分红"组合在农业股中稀缺。

行业趋势

白羽鸡的核心矛盾正从"引种量决定供给"转向"自主品种决定成本"。圣泽 903 若按计划在 2027 年全面切换，国内白羽鸡产业链的苗价将不再完全跟随海外祖代引种节奏，行业周期属性会被削弱、成长属性增强。

出口是新增变量。东南亚与非洲的禽肉需求增长叠加国内胸肉的价格优势，使"以出口消化国内过剩产能"成为可能，这会改变国内鸡价的底部支撑。但需注意出口受检疫准入与地缘政策影响，节奏存在不确定性。

当日板块源文件中另有大量非农内容（计算机、商社等混入），已剔除；农业子行业中的生猪、饲料、种业当日无实质帖文覆盖，不做延伸。

综合

核心催化

教育板块出现"双主业同步超预期"的组合。新东方 FY27Q1 收入 18.74 亿美元、同比 +23.1%，Non-GAAP 经营利润 4.07 亿美元、同比 +21.2%，对应利润率 22.5%、同比提升 0.5pct；相较彭博一致预期，收入略超、利润略低。管理层指引 Q2 整体收入增速超过 25%，其中东方甄选增长有望进一步加速，教育业务保持良好表现，全年收入增长指引维持 14%-18%。出国业务 Q1 美元收入约 +7.5% 至 +8%。

东方甄选 FY27Q1 利润端大超预期。由新东方财报少数股东权益倒推，Q1 东方甄选归母净利约 1.5 亿元，加回估算 7000-8000 万元股权激励费用后，对应 Non-GAAP 归母净利 2.2-2.3 亿元、同比增速 78%-86%，利润增速显著跑赢 GMV 增长，利润率稳步提升。

纺服代工出现利润率拐点。华利集团 2026Q1-3 营收 164.43 亿元、同比 -11.98%，归母净利 15.73 亿元、同比 -35.42%，扣非 14.4 亿元、同比 -42.4%；Q3 单季营收 55.18 亿元、同比 -8.33%，归母 6.2 亿元、扣非 6.02 亿元。收入仍在下滑，但 Q3 毛利率与净利率环比大幅改善，分别环比 +5pct 左右、净利率环比 +3.73pct，说明新工厂爬坡进度较好、运营逐渐成熟、管理提效。24 年及之前公司净利率长期维持在更高水平，若后续订单恢复，净利率弹性有望继续显现。浙江自然 1-3Q26 收入 9.4 亿元、同比 +14.92%，归母净利 1.39 亿元、同比 -24.05%；其中 Q3 收入 2.17 亿元、同比 +63.46%，归母 0.19 亿元、同比 -48.60%，水上运动与折叠保温箱表现较好，但原料价格与汇兑压制盈利。

品牌服饰端，比音勒芬在天猫双十一首阶段（10 月 15-25 日）以平均件单价 1164 元、估算销售额增速 198% 位列中高端服饰品牌榜 TOP，与山下有松、之禾、裘真、PANE 等国货品牌一并以三位数增长；相较之下海外老牌轻奢整体进入调整。

工具与包装的报表稳健但利润受扰动。巨星科技 26Q3 单季营业总收入 46.15 亿元、同比 +11.8%，归母净利 7.39 亿元、同比 -16.3%，扣非 7.24 亿元、同比 -7.3%，毛利率 32.3%、同比 -2.7pct，归母净利率 16.0%、同比 -5.4pct；26Q1-3 营业总收入 122.89 亿元、同比 +10.2%。奥瑞金 26Q1-3 收入 206.64 亿元、同比 +12.6%，归母净利 9.18 亿元、同比 -14.7%，但扣非 7.10 亿元、同比 +25.0%；Q3 单季收入 67.83 亿元、同比

+2.5%，归母 1.55 亿元、同比 -10.2%，扣非 1.66 亿元、同比 -0.7%。

消费细分中，黄酒与生物柴油各有独立逻辑。会稽山 26Q1-3 营收 12.19 亿元、同比 +0.63%，归母净利 1.43 亿元、同比 +23.00%，扣非 1.47 亿元、同比 +36.12%；Q3 营收 3.66 亿元、同比 -7.24%，兰亭等核心产品高增、传统产品拖累收入，结构与毛利率改善是主线。卓越新能被定位为"欧洲柴油景气稀缺标的"：四季度能源通胀可能是主线，柴油价格使公司刚进入景气拐点；在运产能 50 万吨/年、海外产能 40 万吨/年，其中泰国 30 万吨/年将于 2027 年初投产，另有 10 万吨/年新加坡产能在建，海外原料价格低且享反倾销税优势。

核心标的及逻辑

新东方：教育主业稳健（出国业务美元收入 +7.5% 至 +8%，全年指引 14%-18%），叠加东方甄选的利润高增，构成"稳定基本盘 + 高弹性第二曲线"。Q2 收入增速指引超 25%，是短期最强的催化。

东方甄选：Non-GAAP 净利 2.2-2.3 亿元、同比 +78%-86%，且利润增速显著跑赢 GMV，说明增长质量在提升而非单纯冲规模。利润率提升来自自营品占比与履约效率，这是可持续的变量。

华利集团：收入 -8.33% 但毛利率环比 +5pct，是典型的"订单未复、效率先复"。新工厂爬坡完成后固定成本摊薄，一旦订单回暖，净利率弹性会快速释放——这是代工股最经典的拐点形态。

巨星科技：收入 +11.8% 但毛利率 -2.7pct、归母 -16.3%，说明关税与产品结构变化正在压缩毛利。工具出口链的核心变量是关税与汇率，收入增长未能转化为利润是当前主要矛盾。

奥瑞金：收入 +12.6%、扣非 +25.0% 但归母 -14.7%，表观与扣非背离来自非经常性损益；Q3 单季扣非基本持平（-0.7%），说明金属包装主业在成本压力下仍具韧性。

会稽山：收入几乎零增长（+0.63%）但扣非 +36.12%，是"结构升级驱动利润"的教科书案例——兰亭等高端产品高增、传统产品拖累收入，毛利率改善直接落到利润端。

卓越新能：生物柴油的景气拐点由欧洲柴油价格驱动，公司是少数以外销欧洲为主的标的，产能布局（泰国 30 万吨 2027 年初投产、新加坡 10 万吨在建）使其在原料成本与反倾销税上具备双重优势。

行业趋势

综合板块当日实际是"跨行业杂项"的汇集，主线可归为三条。

第一条是教育与直播电商的双击：新东方与东方甄选同时超预期，说明"教培复苏 + 自营电商"的组合已进入利润释放期。

第二条是出口链的利润率分化：华利集团（代工，毛利率环比 +5pct、拐点确立）与巨星科技（工具，毛利率 -2.7pct、关税压制）形成鲜明对比，差异在于订单结构与产能布点。

第三条是消费细分的结构升级：会稽山（黄酒高端化，扣非 +36%）、比音勒芬（双十一销售额增速 198%）、诺斯贝尔（代工扣非 +3.98%）共同指向一个判断——总量疲弱但结构性机会集中在"高性价比国货"与"有提价能力的细分龙头"。

家用电器

核心催化

三花智控三季报是家电板块的核心事件。2026Q1-3 营收 252.74 亿元、同比 +5.18%，归母净利 30.67 亿元、同比 -5.4%，扣非净利 31.66 亿元、同比 +2.68%。拆至 Q3：收入 83.74 亿元、同比 +7.82%，归母 10.23 亿元、同比 -9.64%，扣非 10.18 亿元、同比 -5.09%，符合预期。Q3 毛利率 28.89%、同比 +0.87pct，但销售净利率 12.61% 同比略降，主因期间费用率 13.8%、同比 +1.8pct（新兴业务研发与生产投入、利息收入下降），叠加汇兑损失 0.89 亿元、公允价值变动损益 -0.36 亿元（同比减少 0.7 亿元）。

结构上，家电与汽车两条线分化明显。华创家电测算 Q3 空调行业产量同比 -16%、新能源车产量同比 +18%，据此判断公司在空调产量承压背景下仍靠汽车零部件贡献营收增长。花旗口径更细：Q3 制冷业务毛利率同比提升 2 个百分点至 29.0%，汽零业务毛利率同比下降 1.8 个百分点至 27.7%；液冷业务成为制冷板块主要增长来源，2026 年前三季度收入约 18 亿至 21 亿元，2027 年预计同比增长 50%-100%；机器人收入 2027 年翻倍。

黑电端，海信视像前三季度营收 444.17 亿元、同比 +3.70%，归母净利 18.44 亿元、同比 +13.23%，扣非归母 14.80 亿元、同比 +22.70%。Q3 单季营收 161.77 亿元、同比 +3.70%，归母 6.49 亿元、同比 +13.24%，扣非同比 +36.07%。Q3 毛利率 15.45%、同比 +1.02pct，归母净利率 4.01%、同比 +0.34pct；费用端销售/管理/研发/财务费率分别 6.02%/1.31%/3.21%/0.13%，同比 +0.38/-0.23/-0.38/-0.03pct。需要注意的是 Q3 其他收益 0.87 亿元（-58.09%）与公允价值变动收益 0.42 亿元（-42.96%）合计同比减少约 1.72 亿元，在此背景下归母仍 +13.24%，说明主营盈利能力改善更为扎实。Q3 其他综合收益 -5.79 亿元主要与认购惠科股份 3.91 亿元股权的投资估值变动有关，属非经营性因素，不影响当期归母净利。

面板供给侧出现实质退出。友达公告拟以 388 亿新台币（约 80 亿元人民币）向台积电出售台中厂二期厂房及相关厂务附属设施，预计处分收益约 185 亿新台币，涉及一座 5 代厂和一座 7.5 代厂（L7A），而 L7A 正是友达生产电视面板的产线。测算显示 L7A 约占电视相关 LCD 产线面积产能的 1.6%，若剔除同线生产的非电视应用，实际占比可能更高。需求端，AVC 数据显示 2026 年前三季度 60 吋及以上电视面板出货面积占比已升至 46.0%（较 2025 年全年 +1.4pct），其中 70 吋及以上占比 25.5%（+0.4pct）。

格力电器管理层与股东层面同步增持。10 月 28 日多名高管集中竞价增持，董明珠增持 7.5 万股（275.93 万元）、李绍斌 2 万股（73.94 万元）、方祥建 1 万股（36.96 万元）、刘华 1 万股（36.67 万元）、邵丽国 0.1 万股（3.7 万元），合计 11.6 万股、金额 427.2 万元。公司层面今年回购目标 50-100 亿元，目前仅回购 23.2 亿元；持股 5% 以上大股东京海互联亦公告拟增持 6-12 亿元。

核心标的及逻辑

三花智控：三条逻辑并行。第一条是主业韧性——Q3 空调产量 -16% 的环境下收入仍 +7.82%，靠的是海外家电增长与汽车业务客户覆盖面。第二条是液冷——2026 前三季收入 18-21 亿元、2027 年预计 +50%-100%，是制冷板块的新增长源。第三条是机器人——最新代 Optimus 基本定型、2026Q4 有望快速起量，公司深度绑定客户、海外基地配合产能扩建，产品端卡位 ASP 最大的执行器环节。预计 2026 年净利润 46 亿元（不考虑证券投资损失）。

海信视像：大屏化与高端化是主线，Q3 扣非 +36.07% 远快于收入 +3.70%，说明产品结构升级带来的毛利率改善（+1.02pct）已实质兑现。在其他收益与公允价值变动合计减少 1.72 亿元的情况下归母仍 +13.24%，是"主营质量改善"的最强证据。预计 2026-2028 年归母净利 27.85/30.96/33.82 亿元，对应 PE 12.0/10.8/9.9x。

TCL科技（帖子点名，非公司自身数据）：友达出售 L7A 意味着电视 LCD 产能进一步退出，叠加 60 吋以上出货面积占比升至 46.0% 的大尺寸化趋势，供给收敛与需求升级共振，面板供需格局有望加速改善。

格力电器：高管集体增持 427.2 万元 + 大股东京海互联拟增持 6-12 亿元 + 公司回购目标 50-100 亿元（已回购 23.2 亿元），三重信号叠加指向管理层对中长期经营的信心，属治理与股东回报层面的边际改善。

行业趋势

家电当日的主线是"传统品类承压、新品类接棒"。空调产量 Q3 同比 -16%，白电内销进入存量博弈；而液冷（三花 2026 前三季 18-21 亿元）、机器人执行器（Optimus 2026Q4 起量）、大尺寸面板（60 吋以上占比 46.0%）成为新的增长极。这意味着家电公司的估值锚正在从"地产后周期 + 以旧换新"转向"AI 硬件供应链"。

面板的供给退出是本轮最清晰的结构性变化。友达出售 L7A（占电视 LCD 面积产能 1.6%）叠加台积电买厂，说明台系厂商正在系统性退出 TV 面板，产能向大陆龙头集中，这对 TCL科技等大陆面板厂是份额与议价权的双重利好。

美容护理

核心催化

珀莱雅三季报呈现"收入高增、利润剧烈分化"。2026Q1-3 营收 76.27 亿元、同比 +7.46%，归母净利 12.56 亿元、同比 +22.46%，但扣非净利 7.43 亿元、同比 -25.50%；Q3 单季营收 22.53 亿元、同比 +29.76%，归母仅 0.88 亿元、同比 -61.18%，扣非 0.79 亿元、同比 -65.20%。收入增长主要源于花知晓并表，即 Q3 的高增长有相当部分来自外延并购而非内生，而利润端的大幅下滑说明并表标的与费用投入正在吞噬当期盈利。

医美上游仍在磨底。爱美客前三季度收入 17.4 亿元、同比 -6.5%，归母净利 7.9 亿元、同比 -27.6%，扣非 7 亿元、同比 -26.4%；Q3 收入 5.3 亿元、同比 -6.6%，归母 1.98 亿元、同比 -34.9%，扣非 1.7 亿元、同比 -31.6%——收入降幅收窄但费用投入压制利润，新品转化效率是后续关键。锦波生物 26Q1-3 营收 10.65 亿元、同比 -17.80%，归母 3.54 亿元、同比 -37.72%，扣非 3.22 亿元、同比 -42.41%，经营现金流 3.06 亿元、同比 -44.71%；单 Q3 营收 2.94 亿元、同比 -32.74%，归母 0.72 亿元，基本面继续承压，短期筹码面催化更值得关注。

代工与服装端相对稳健。诺斯贝尔 26Q3 单季营收 7.14 亿元、同比 +15.88%，归母净利 0.51 亿元、同比 -38.71%（上年同期处置 148 亩土地使用权确认资产处置收益 3125 万元形成高基数），扣非归母 0.51 亿元、同比 +3.98%，剔除股份支付影响后主营实际是正增长。朗姿股份前三季度收入 47.1 亿元、同比 +9%，归母 2 亿元、同比 -79%，但扣非归母 2.6 亿元、同比 +52%；Q3 收入 15 亿元、同比 +2%，扣非利润超预期，医美提效与女装线上化是主线。

核心标的及逻辑

珀莱雅：Q3 收入 +29.76% 与归母 -61.18% 的极端背离，需要拆成三层看——花知晓并表贡献了大部分收入增量；主品牌在双十一提前投放与新品孵化期的费用前置；以及并表标的的毛利率结构低于主品牌。中泰商社的关注点是"Q3 收入提速"，说明份额逻辑仍在，但利润兑现要等费用投放周期结束。

爱美客：收入降幅从上半年的更深水位收窄至 Q3 的 -6.6%，但归母 -34.9% 说明费用端仍在加码。竞争加剧是核心矛盾，逻辑落点是新品（如再生类产品）的转化效率能否在 Q4 验证，否则"收入企稳、利润下滑"的组合会延续。

锦波生物：收入 -17.80%、扣非 -42.41%、经营现金流 -44.71%，三项同步恶化说明渠道去库存尚未结束。帖子明确提示"短期筹码面催化更值得关注"，即基本面对股价的解释力已经弱于交易结构。

诺斯贝尔：扣非 +3.98% 是化妆品代工端少见的正增长，Q3 营收 +15.88% 说明订单在恢复。逻辑是"代工环节受益于品牌方轻资产化"，但毛利率受原料与汇率影响，弹性有限。

朗姿股份：扣非 +52% 与归母 -79% 的背离来自非经常性损益（上年同期高基数），真实经营是改善的。医美机构端的提效（单店模型优化）与女装线上化是两条主线。

行业趋势

美护当日的主线是"渠道与上游同时去库存"。品牌端珀莱雅靠并购维持收入增速但利润被费用与并表结构吞噬；医美上游爱美客、锦波生物收入与利润双降，说明终端动销仍未恢复；只有代工端（诺斯贝尔）与机构端（朗姿）出现边际改善，因为它们处在产业链中更靠近"效率"而非"品牌溢价"的位置。

这一结构意味着美护板块的复苏顺序可能是"代工 → 机构 → 品牌 → 上游材料"，当前处于第一、二环节的早期。双十一的表现（比音勒芬等中高端国货在天猫首阶段高增）说明消费并非全面收缩，而是向"高性价比国货"集中，这对定位中高端的品牌是结构性压力。

环保

核心催化

政策端出现明确增量。国家能源局发布《关于推动煤电与新能源融合发展的实施意见》，两条内容直接对应改造市场：一是支持煤电机组通过深度调峰改造进一步压减最小技术出力，若调峰深度降到 20% 甚至更低，对应的改造市场空间将成倍扩大；二是鼓励配套改造建设储能储热系统，电极锅炉与蓄热器可将电能接近 100% 效率转化为热能存储与供给。

青达环保三季报验证了订单向收入的转化。单 Q3 实现营收 4.96 亿元、同比 +74.87%、环比 +2.79%，归母净利 3668 万元、同比 +132.19%、环比 +52.97%，收入确认超预期；前三季度已实现归母净利 8893 万元，而四季度是公司收入利润确认的大头，2026 年全年 2 亿元左右业绩可期，对应当前 PE 仅 12 倍。

核心标的及逻辑

青达环保：三条增长线同时推进。

火电改造是基本盘弹性所在。公司水旁路侧全负荷脱硝产品是火改核心环节之一，2025 年该业务新签订单不到 1.4 亿元，今年有望冲击 3 亿元——订单翻倍以上，直接对应深度调峰政策落地。储能储热是第二条线，2025 年"清洁能源消纳"业务收入 5221 万元、同比 +415%，今年相关新签订单有望过亿。

辅机 AI 是第三条线，也是最容易被低估的一条。公司是国内输渣设备龙头，去年推出输渣设备 AI 系统，可实现卸渣过程全自动调节、节省能耗与人工巡检成本；2025 年 AI 系统新签订单约 2000 万元，2026 年有望达 5000 万元。脱硫废水、低温省煤器等辅机设备的 AI 系统正在推出试点，按单个电厂 AI 改造费用 500 万元测算，1000 个中大型电厂即可贡献约 50 亿元改造空间，且客户复购率高。

新业务储备上，公司 2022 年成立"青达低碳绿氢研究院"，已具备制氢、固态储氢、氢检测服务、氢提纯等技术，在全国率先具备固态金属储氢材料检测能力，并拿下山东省首个电解槽检测资质；同时积极开拓核电资质与订单。治理层面，7 月 31 日向实控人定增申请拿到批文、正式进入发行阶段，若实施完成实控人持股比例将大幅增加，利益关系理顺。

行业趋势

环保板块当日的全部信息量集中在"煤电灵活性改造"这一条主线上，与传统市政环保（水务、固废）无关。逻辑链条是：新能源装机占比提升 → 煤电从基荷电源转为调节电源 → 深度调峰改造与储热配套成为刚需 → 辅机设备与 AI 改造订单释放。

这一逻辑的关键验证点是政策落地节奏与电厂资本开支意愿。当前订单数据（火改从 1.4 亿到 3 亿、消纳从 5221 万到过亿、AI 从 2000 万到 5000 万）均属公司口径指引，需以四季度实际确认收入交叉验证。

催化日历

日期	事件	关注点
10/30（周五）	三季报披露收官日临近；应流股份合肥线下调研（14:00，董秘出席）	两机叶片与核电订单能否延续 Q3 的 +42% 利润增速
10/30（周五）	安杰思三季报电话会（14:00）	内镜耗材海外放量节奏
10/31（周六）	A 股三季报法定披露截止	尾声阶段业绩暴雷集中释放，往往是次日情绪低点
11 月上旬	星舰 F15 窗口，计划双捕获；马斯克此前预计 11 月完成星舰全回收验证	决定全球商业航天估值锚

| 11/6（周五） | 长征十二号甲回收验证 |
国内第三款突破回收的火箭、国家队陆上着陆腿回收首次验证，商业航天最关键单一事件 |

| 11 月内 | 蓝箭航天 IPO 上会 | 民营航天一级定价恢复，为二级提供估值参照 |

| 11 月内 | 力箭二号遥二待发射；朱雀三号等分批开展回收试验 | 发射节奏与回收方案（陆地/网系）并行推进 |

| 11 月内 | 智元 2026 创新日 | 整机新品 + 生态规模 + 真实交付量披露 |

| 11 月内 | 小鹏科技日 | 机器人爬产指引（26Q4 单月 1000 台、27 年 3000—5000 台） |

| 11 月内 | 金刚石散热首批 50 万片启动供应（海光深算 4 单晶方案） | 交付是否按期、单价是否上调 |

| 11 月中下旬 | 海川智能磷化铟形成 25 万片年产能 | 磷化铟衬底国产供给的第一个规模节点 |

| 11—12 月 | 星网二代星集采预期（2027 年批量发射） | 从"预期"变"订单"的最硬催化 |

| 11—12 月 | 特斯拉不定期发布非编程 Optimus 演示视频 | 物理 AI 叙事的持续燃料 |

| 11—12 月 | 圣泽 903 通过农业部审批后公告（预计） | 白羽鸡自主品种商业化，圣农发展 27
年内部全面切换预计增利 2 亿元 |

| 11—12 月 | 江苏/广东/浙江年度长协电价谈判窗口 | 火电从"预期提升"转向"现实兑现" |

12 月

| 日期 | 事件 | 关注点 |

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

| 12 月上旬 | 美联储 12 月 FOMC（市场主流预期加息 25bp） | 点阵图对 2027
年的指引才是关键，决定成长股估值能否修复 |

| 12/4 | 特斯拉股东大会 | Optimus 量产与 V3 设计定型的官方口径 |

| 11 月底—12 月 | 字节世界模型发布（预期） | AI 游戏、互动影游、AI 漫剧的第二波催化 |

| 12 月内 | 谷歌 Genie 4 上线 AI Ultra 订阅与 Gemini API/Studio 早期伙伴 | 世界模型商业化路径首次跑通 |

| 12 月内 | 中央经济工作会议（惯例） | 财政脉冲能否从"定向托底"转向"持续宽松"，决定指数级行情 |

2027 年及更远（仅列帖中明确提及）

| 时间 | 事件 |

|---|---|

| 2027 年 3 月 | 摩根士丹利预期美联储第二次加息（若 12 月已加），终端 4.25%—4.50% |

| 2027 年 4—5 月 | 海川智能磷化铟产能提升至 75 万片以上 |

| 2027 年上半年 | 智元、乐聚上市（预期） |

| 2027 年 Q1—Q2 | OpenAI 机器人样机亮相（预期） |

| 2027 年 | 星网二代星批量发射；圣农全面切换圣泽 903 |

连板与强势股

10 月 29 日 A 股低开低走、放量普跌，超 4700 只个股下跌：上证 -0.82%、上证 50 +0.36%、沪深 300
-1.03%、中证 500 -2.82%、创业板指 -4.45%、科创 50 -4.27%，成交 1.57 万亿（环比
-4.35%）。结构极端分化——银行续创历史新高、煤炭盘中涨超 2%（年内累计涨幅
>20%，申万一级第一），而 AI 算力硬件链全面重挫。

涨停与强势方向（当日盘中数据）

商业航天是唯一逆势涨停潮：天力复合 +16%、飞沃科技 +15%、电科蓝天 +13%、西测测试 +12%；阳光照明、航天晨光、盛洋科技、上海沪工、顺灏股份、铖昌科技、江顺科技、钧达股份、中国卫星、上海港湾、龙溪股份 10CM 涨停，西部材料逼近涨停。

机器人是抗跌主线：襄阳轴承作为板块共振核心继续连板（有反包形态），共振类强势带动昨日穿越反包类标的获得支撑。题材轮动路径为机器人 → 短剧 → 无人驾驶 → 商业航天/低空，但除商业航天外强度均偏弱。

昨日（10/28）热点回溯：机器人（光洋股份、襄阳轴承）、短剧（掌阅科技、文投控股）、消费（青岛食品、茂业商业）、AI 硬件（金安国纪）、AI 制药（百普赛斯）。

杀跌方向

光模块/CPO 是重灾区：天孚通信 -18.96%、源杰科技 -9.88%、新易盛 -9.2%、中际旭创 -6.9%；PCB、存储、半导体设备同步领跌。中金公司 A 开盘跌超 9%（换股解禁 11.4 亿股，占流通盘单日 +38.9%）。

说明

以上个股与涨跌数据均来自当日帖子中引用的盘面复盘与涨停统计，未做补充或推算；帖子未提供完整涨停板梯队名单与连板高度统计，故不列具体连板数。

ETF关注

当日 `posts_etf.txt` 仅 7 条，且无实质 ETF 产品推荐——内容为盘面讨论（ETF 放量观察）、个股三季报与海外宏观解读。按流程在此做占位说明，不编造 ETF 标的与规模数据。

帖中提及的 ETF 相关信息

- 尾盘 ETF 放量：下午开盘后创业板 ETF 与科创板 ETF 放量，指数有所拉升，但银行板块未同步回落，护盘效果打折。市场观点认为"银行不下去，增量资金的诚意不足"——银行是全市场情绪的镜像对立面。

- 资金行为特征：保险、固收+ 这类稳健大资金仍在卖出，筹码出清尚未完成；ETF 放量更多体现为被动资金托底，而非主动做多信号。

可跟踪的被动资金线索（来自当日其他板块，供参考）

- 银行板块续创历史新高，若配置型资金从宽基 ETF 转向红利/银行 ETF，可作为风格切换的确认信号。

- 商业航天主题当日 10 余股涨停，若后续出现相关主题 ETF 份额明显增加，说明增量资金正在从博弈转向配置。

海外财报速览

| 公司 | 核心数据 | 市场反应与要点 |

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

| 微软 | FY27Q1 营收 922.8 亿美元（+19%），Non-GAAP EPS 4.89 美元（+18%）；Azure 固定汇率 +48%，M365 商业云 +18%（调整后 +19%），云毛利率 66% | 涨约 4%。OpenAI（含间接销售）已贡献 Azure 逾 30% 收入；FY27Q4 Azure 退出增速指引 43%→47%；全年 capex 约 1700 亿美元 |

| 谷歌 | 营收 1276 亿美元（+25%）、营业利润 406 亿（+30%，低于预期 432 亿）、EPS 2.12 美元（预期 3.02）；搜索广告 634 亿（+12%）、云 307 亿（+102.6%）、capex 514 亿、FCF -91 亿 | 跌约 9%。搜索增速 12% 远低于预期 14.7%；其他收益净亏 82 亿（SpaceX 股权未实现亏损） |

| ServiceNow | Q3 总收入 41.06 亿美元（+20%），收入与利润率均超指引 | Q4 cRPO 增长指引偏弱，AI 商业化加速与短期订单指标放缓并存 |

| 甲骨文 | 投资者日：OCI/数据库/应用/治理/AI 智能体构成增长飞轮 | 至 FY30 仅需约 200 亿美元增量融资；FY28 资金需求基本落实、FY29 FCF 约 300 亿美元 |

| 苹果 | 高盛维持买入、目标价 390 美元（现价 347.10，+12.4%） | 8.5 英寸 iPad mini、M6 MacBook Pro/iMac、首款 PROLED XDR 触摸屏 Mac 强化 26—27 产品周期 |

二、半导体与存储

| 公司 | 核心数据 | 要点 |

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

| SK 海力士 | Q3 营收 104.62 万亿韩元（环比 +32%、同比 +328%），史上首破 100 万亿；营业利润 83.3 万亿、利润率约 80%；净利 39.78 万亿（环比 -58%，汇兑与投资估值损失） | HBM 需求超供给两倍以上，14 份 LTA 锁定 27—28 年逾 50% 产能；2026 年股东回报约 100 万亿韩元；高盛上调 27—28 年 EPS 19%—22% |

| 三星电子 | Q3 表现"令人失望"，拖累 KOSPI 收跌 1.24% 至 5937.7 | Q3 现金分红 30 万亿韩元（普通/优先股每股均 4601 韩元），2026 年股东回报总额 90—110 万亿韩元；将审查调整回购优先股比例 |

| 美光 | Citi 投资者会议：HBM 及先进存储或持续紧张至 2027—2028 年 | 制程微缩位密度收益下降、HBM 占更多晶圆产能、绿地厂周期长；长期合同覆盖率持续提升 |

| 三星电机 | 3Q26 超预期，MLCC 与 ABF 封装基板利润率显著改善 | 摩根大通上调 26—28 年盈利预测与目标价，维持增持 |

| NSIG | 300mm 产能 100 万片/月（2026 年末目标 120 万），1H26 销量 +90%+ | Photonics SOI 预计 2027 年批量出货；新增折旧与 200mm 压力拖累近期利润率 |

三、医药与消费

| 公司 | 核心数据 | 要点 |

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

| 礼来 | Q3 收入 244 亿美元、Non-GAAP EPS 7.48 美元，均超 Visible Alpha 预期 | 2026 收入指引上调至 910—920 亿美元（中值 +55 亿至 915 亿）、EPS 35—36 美元；Mounjaro 国际 + Zepbound 的 Medicare 渠道放量；Foundayo 口服放量但低于预期 |

| 爱齐科技（隐适美） | Q3 营收 10.15 亿美元（+1.9%），隐适美出货 69.1 万例（+6.6%，季度新高），非 GAAP 营业利润率 24.4% 超指引，EPS 2.80 美元（+7.3%） | ASP -2.3%、扫描仪收入 -7.6%；APAC 零售出货 +16%；全年营收指引下调 |

四、工业与资源

| 公司 | 核心数据 | 要点 |

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

| 维谛技术 | Q3 收入 43 亿美元（+61%），EPS 2.21 美元（+78%，超预期约 20%）；美洲/亚太同比 +75%/+50% | 全年指引上修至 144.5—148.5 亿美元（中值 +5%）；股价 +16.48%，Rubin 液冷方案落地 |

| GE Vernova | 3Q26 燃机订单高增、上调指引，但股价下跌 | 三点担忧：3Q26 净增签约 11GW（1Q/2Q 分别 21/20GW）、2027 年展望更类似 3Q-4Q26 情景、利润率改善部分归因于产品结构 |

| 纽柯钢铁 | 西弗吉尼亚薄板厂 9 月首炉钢、10 月酸洗线发货 | 热轧/冷轧/建筑级镀锌线预计 12 月首卷过线，2027 年初爬产、2027 年末产能利用率目标 50% |

| 自由港麦克莫兰 | Q3 收入环比 +7% 至 75.46 亿美元，调整后 EBITDA 环比 +11% 至 32.08 亿，归母净利环比 +19% 至 11.74 亿，EPS 0.88 美元 | Grasberg 复产如期推进；铜销量指引因美国矿山天气影响小幅下调 |

五、港股与中概（三季报/经营数据）

| 公司 | 核心数据 |

|---|---|

| 赤子城科技（09911.HK） | 前三季度总收入 9.27—9.48 亿美元（+33.8%—36.8%），Q3 约 3.20—3.41 亿美元，拉美与日本拓区成效显著 |

| 汇量科技（1860.HK） | 中信互联网底部推荐，Q4 有望迎业绩拐点，2027 年不到 11 倍 PE |

| 阅文集团（0772.HK） | 26H1 短剧及 AI 漫剧收入突破 4.3 亿元（+2.3 倍），衍生品 GMV 7.8 亿元（+60%+） |

| 阜博集团 | 完成 5.3 亿港元可转债；与文莱 UNN 合作锁定 25MW 英伟达 AI 算力集群（附 25MW 扩容选项），2026Q4—2027Q1 落地 |

| 中国联通 | Q1-3 营收 2946.5 亿元（+0.6%）、归母 58.0 亿元（-33.8%）；Q3 归母 16.6 亿（-31.3%），主因增值税税率调整与人工成本节奏 |

六、当日美股盘前亮点（帖中提及）

- 磷化铟：AXT 涨 10.56%，子公司通美签署最高约 5.45 亿美元私募融资，用于扩大磷化铟半导体衬底产能

- 液冷：维谛技术涨 16.48%，Q3 营收与 Q4 展望均超预期

⚠ 风险提示

10 月 29 日 A 股低开低走、呈放量普跌格局。上证指数收跌 0.82%、创业板指收跌 4.45%、科创 50 收跌 4.27%、沪深 300 -1.03%、中证 500 -2.82%，全市场超 4700 只个股下跌，成交额 1.57 万亿元、环比下降 4.35%（略缩量）。结构上，银行、煤炭、食品饮料、石油石化等红利与内需防御方向相对抗跌，而科技资产中的 AI 算力硬件链全面杀跌。

下跌的三条直接触发因素在帖文中被明确列出：一是前一日天孚通信业绩不及预期，引发市场担忧后续一批光模块公司三季报踩雷；二是谷歌营收、利润双双低于预期，AI 故事再蒙阴影；三是三星电子财报同样不及预期、韩国股市跳水，连带 A 股情绪转差，叠加早盘美股期货走弱压制风险偏好。

这条链条的风险在于"业绩证伪的传染性"——光模块是 2026 年 AI 硬件中最拥挤的赛道之一，单家公司的季度 miss 足以触发对整个产业链的估值重检，而重检幅度往往大于基本面变化。

二、AI 叙事的第一道裂缝：广告主业而非算力被证伪

谷歌 3Q26 是当日最关键的风险样本。收入 1275.77 亿美元、同比 +24.7%（固定汇率 +25%），miss 一致预期 0.3%；营业利润 406 亿美元、同比 +30%、营业利润率 31.8%，但 miss 预期 6.0%；净利润 261.70 亿美元、同比 -25.2%。核心问题在搜索：搜索及其他收入同比仅 +12%，低于市场预期的 14.7%，也达不到买方机构 13%-14% 的门槛；YouTube 广告 112 亿美元、同比 +9.2%，同样低于预期 114 亿美元。云业务 307 亿美元虽超市场基准预期，但没能达到 310-325 亿美元的买方区间，营业利润率升至 36.2%（环比

+0.6pct），开始体现 TPU 1P 销售贡献。

摩根大通维持 Alphabet 增持评级，但将 2027 年 12 月目标价从 425 美元下调至 375 美元（降幅约 11.8%），并下调 2027、2028 年 GAAP EPS 预测 5% 和 2%；高盛亦预计该业绩将引发市场初步负面反应。这里的关键判断是：本轮 AI 叙事此前一直被"云与算力"支撑，而这次裂缝出现在最成熟的广告主业——搜索增速降至 12% 意味着 AI Mode 的变现效率尚未补上传统搜索的放缓，META Muse 等消费级应用的竞争则从外部加剧了担忧。

三、存储与半导体的"三层撕裂"：上游暴利、中游缺料、下游缺交付

同一天里，半导体链出现三种完全相反的状态。

上游是暴利：SK 海力士 3Q26 营收 104.6 万亿韩元、营业利润 83.3 万亿韩元，均高于高盛预测与彭博一致预期，超预期来自 DRAM、NAND 及 HBM 价格强于预期；高盛上调 2027—2028 年 EPS 预测 19%—22%，预计 4Q26 营业利润超 100 万亿韩元。

中游是缺料与折旧：摩根士丹利覆盖的 SJ 半导体 3Q26 营收 17 亿元、环比持平、同比下降 8%，较其预测低 34%；净利润 1.86 亿元、环比 -28%、同比 -46%，较预测低 51%；关键材料短缺制约收入交付，扩产带来的折旧压力使毛利率由 2Q26 的 31% 降至 26%。花旗覆盖的另一家半导体公司 3Q26 营收 19.23 亿元、净利润 8.79 亿元，分别低于花旗预测 34% 和 16%，但 65% 的毛利率显著高于预期——芯片供给改善向产量及收入确认传导存在时滞，预计 4Q26 收入环比改善。花旗维持买入但将目标价由 378 元下调至 306 元。

设备端是扩产与折旧赛跑：高盛覆盖的 NSIG 300mm 晶圆产能已升至 100 万片/月、目标 2026 年末达 120 万片/月，1H26 销量同比增长逾 90%，Photonics SOI 预计 2027 年进入批量出货；但新增折旧是明确的利润拖累项。

这三层叠加的政策含义是：存储涨价对上上游是纯红利，对以存储为 BOM 主材的终端、模组、支付设备厂商则是刚性成本。当日多家公司的毛利率下滑都在同一条逻辑链上，需警惕"营收高增但利润环比下滑"被误读为景气延续。

四、成本吞噬利润：当日最典型的暴雷样本

山东黄金是最值得记录的反面案例。摩根大通维持其 A/H 股 Underweight 评级，并预计 3Q26 业绩将引发负面股价反应：3Q26 收入环比增长 75% 至 369.13 亿元，但自产金单位成本据估算高于 700 元/克，推动毛利率由 30.8% 骤降至 8.3%，归母净利润转为亏损 3.63 亿元。这是"量增、价升、利润转亏"的完整链条——金价上涨带来的收入弹性，被成本与税率完全吞掉。对资源股而言，这是比需求下滑更危险的风险形态，因为报表上的收入增速会掩盖单位经济模型的恶化。

同类风险在制造业中以"汇兑与一次性费用"的形态出现：英科医疗 26Q3 营收 37.1 亿元、同比 +47.7%，主营利润 5.5 亿元，但归母净利润 -6.25 亿元，亏损与主业经营无关，主要受美元理财浮亏约 7.5 亿元、利息支出 1.0 亿元、汇兑损失 3 亿元影响；匠心家居 3Q26 收入 -12.55%、归母 -39.28%，汇兑、关税、股份支付三重压制；浙江自然 1-3Q26 收入 +14.92% 但归母 -24.05%、Q3 归母 -48.60%；涛涛车业前三季度收入 +52.1%、归母 +33.7%，但 Q3 归母仅 +2.2%，汇率与运费压制；鹏鼎控股前三季度营收 291.87 亿元、同比 +8.7%，归母 24.48 亿元、同比 +1.7%，但扣非 21.04 亿元、同比 -6.3%；精工钢构 3Q26 收入 +13.22% 而归母 -54.42%，国内业务拖累盈利能力。

五、三季报"低于预期"清单：需要区分一次性与趋势性

当日明确标注"低于预期"或"不及预期"的标的包括：横店影视 3Q26 收入 4.28 亿元、同比 -18.07%，归母亏损 2036 万元、同比由盈转亏，电影放映收入承压叠加成本刚性；中国电影 3Q26 收入 10.79 亿元、同比 -11.0%，归母 7229 万元、同比 -59.1%（但公司口径仍好于预期，主因参投影片收入好于预期且费用控制较好）；慕思股份 3Q26 收入 12.22

亿元、同比 -4.83%，归母 0.58 亿元、同比 -46.97%；国电南瑞前三季度营收 438.80 亿元、同比 +13.7%，归母 49.12 亿元、同比 +1.2%，毛利率 25.4%、同比 -1.0pct，业绩略低于市场预期；晶澳科技前三季度营收 281.13 亿元、同比 -23.6%，归母 -36.40 亿元、扣非 -41.37 亿元，Q3 归母 -9.8 亿元环比减亏但仍在亏损。

需要与"趋势性恶化"区分的是"减值出清型"低预期：蒙娜丽莎前三季度营收 27.85 亿元、同比 -6.44%，但归母 9790 万元、同比 +21.61%，扣非 9667 万元、同比
+43.18%，收入降幅收窄叠加减值出清，属于报表底部特征而非恶化。

六、评级与目标价下调：五条独立的下修线

当日出现五处明确的评级或目标价下修，集中在海外与资源板块：摩根大通将 Alphabet 2027 年 12 月目标价由 425 美元下调至 375 美元；花旗维持德赛西威"中性"及 89
元目标价，理由是三季度增长虽由智能驾驶域控及大型项目 SOP 带动、1-9 月收入结构约为智能座舱 66%、智能驾驶 26%-2x%，但多数利好已反映在估值中，且成本通胀持续；花旗将某半导体公司目标价由 378 元下调至 306 元；摩根大通维持山东黄金 A/H 股 Underweight；瑞银继 9 月之后再度下调韩国股市 12
个月目标位，将 KOSPI 目标价由 8000 点下调 6% 至 7500
点，核心驱动是汇率与自下而上的盈利修正，宏观压力将拖累每股盈利。

瑞银的韩股判断值得单独提示：其认为当前股市尚未充分反映韩元贬值与盈利下修的组合，2027
年才有望复苏。这意味着韩股（尤其存储与半导体权重）在短期仍是 A 股半导体情绪的外部扰动源。

七、筹码与交易结构：三类机制性抛压

第一类是解禁。中金公司 10 月 29 日 A 股开盘跌超 9%，申万非银归因为换股解禁的一次性抛压——当日解禁 11.4 亿股、占总股本 14.3%，导致 A 股流通盘单日增加 38.9%；对照 10 月 28 日单日成交仅 0.15 亿股、换手率 0.39%，解禁量相对日常成交的冲击倍数极高。

第二类是高位板块的补跌风险。盘面记录明确提示："今天尾盘不适合低吸机器人，因为 AI 科技还有不少跌停板块很弱，这个情绪容易蔓延至题材，机器人高位容易还有补跌风险压制。"这一判断的背景是机器人板块已连续多日成为逆势主线，筹码位置偏高。

第三类是前期主线的筹码出清尚未完成。商业航天虽被中泰机械定性为"筹码出清、催化密集"，但其前提正是前期回调幅度较大（部分标的回调 50% 以上），说明板块内部的分化与套牢盘仍是短期压制。

八、宏观与政策：三条同时存在的尾部风险

美联储是最近的一条。10 月 FOMC 以 10:2 决议维持利率在 3.75%-4.00%，Hammack（最鹰派票委）与理事 Lisa Cook 投票加息；声明将近期经济活动描述从"稳固"上调至"强劲"，同时认为需积累更多信息。摩根士丹利预计 12 月和 2027 年 3 月再各加息 25bp，终端区间达 4.25%-4.50%（少于市场计入的约 2.8 次）；中信证券亦判断 12 月将再度加息 25bp。高盛预测美国三季度实际 GDP 环比折年率 3.3%，其中企业固定投资预计增长 10.4%、AI 相关资本开支贡献 5.0 个百分点，但较高进口含量令净出口对 GDP 形成拖累。若 12
月加息落地，成长股估值将再承压。

国内投资是第二条。高盛测算 2026 年三季度中国实际投资同比增速降至 1.9%，低于二季度的 2.0%，为 2021 年四季度以来最低；非国企、内陆高债务地区和传统建设投资偏弱，高科技及 AI
相关投资相对有韧性；财政支出与资金落地偏慢，负财政脉冲拖累三季度环比折年增速约 0.6 个百分点。

地产是第三条。摩根大通预计深圳二手房价格在 2026 年底前后整体筑底，但一手房销量 2026 年下降 10%、2027 年再降
10%-15%；"828"政策因过渡安排对近期预售影响有限，按揭放款延后正在加大开发商现金流压力。

九、供应链缺口的两面性：上游红利与下游成本

AI 服务器需求爆发正在制造极端的上游缺口。据行业研究测算，高阶 CCL 及 PCB
上游核心原材料出现严重供需失衡，其中铜箔缺口达 33%、玻纤布缺口高达 60%；下一代 AI

服务器所需的超薄高速覆铜板价格最高可达普通材料的四倍，供给缺口扩大叠加 5%-20% 的提价正在推动行业盈利能力创纪录，EMC 与 TUC 第三季度盈利大幅超预期，GIR 预计未来几个季度两家公司毛利率有望突破 40%-42%、并可能带动 2027 年 EPS 上调 10%。

这条逻辑的投资含义是双向的：对铜箔、玻纤布、高阶 CCL 厂商是量价齐升的确定性红利；但对 PCB 中下游、模组与终端厂商，则是刚性成本上行。当日已有多家公司（欧陆通、匠心、鹏鼎）的毛利率数据在验证后一条。需警惕把"上游涨价"简单外推为"全产业链景气"。

另一侧的技术风险同样值得记录：国产存储的"叙事进度"快于"良率进度"——这类差距在股价上表现为主题投资的弹性，在基本面上则表现为交付与毛利率的不达预期。

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。