# 思维纪要社 2026-10-30 每日汇总

总帖子数609条 | 有效帖子502条 | 总字数89268 | 阅读时间预估179分钟

## 核心事件

当日主线是一句话：海外AI叙事第一次被"钱"审判，A股科技用一份不及预期的三季报完成了最后一跌，而资金在当天完成了从"AI硬件"向"业绩确定+筹码干净"的切换。谷歌单日蒸发4790亿美元市值、英特尔盘后跌超20%、亚马逊AWS增速39.3%低于买方43%—45%的门槛，直接击穿了"超预期即上涨"的定价范式；A股这边新易盛、天孚通信、胜宏科技的Q3同时不及预期，把科创50砸掉5.48%，但也把PCB/CCL、存储、半导体设备这几条真正兑现业绩的线索砸出了性价比。

### 一、海外AI进入"三重考核"阶段，杀的是估值范式而非产业趋势

摩根大通交易台把标准讲得最透：AI相关股票的及格线已经从"业绩超预期并维持指引"，升级为"业绩超预期+维持指引+资本开支与数据中心进展都达标"。谷歌正是栽在第三项——没能给出2027年资本开支指引、搜索与YouTube货币化效率阶段性下行，自由现金流骤降，单日跌12.64%（市值蒸发4790亿美元）；英特尔Q3收入165.1亿美元、Non-GAAP EPS 0.52美元本身是beat，但Q4指引150—160亿美元、毛利率38%、EPS 0.25美元全面miss，根因是PC深度调整（行业2026年出货预计-12%、2027年再-10%）叠加以色列工厂停产（影响Q4收入约3亿美元、毛利率约2个点）；亚马逊AWS同比+39.3%、连续第六季加速、创近五年最快，营业利润率38.7%，但买方门槛是43%，且资本开支维持2200亿美元、自由现金流承压。

所以呢：市场当前真正定价的是"谁能更快更安全地拿到钱"。这解释了为什么同一天纳指-1.38%、罗素2000却+1.01%——不是AI证伪，是资金从"久期最长的AI资产"撤向短久期。国内卖方的主流判断也是宏观主导：流动性压力+中期选举前避险，而非产业逻辑崩塌。

### 二、A股：科技权重砸盘，PCB/CCL成为唯一"零miss"的环节

上证-1.44%、科创50 -5.48%、创业板指-4.13%、上证50仅-0.75%，成交1.69万亿元（环比+7.45%）。高盛中国光网络指数-7.46%、中国存储指数-5.58%，防御板块（白酒、金融、航运）成为避风港。

结构上有一个非常关键的细节：PCB/CCL是AI科技里业绩最好、几乎没有任何miss的环节。生益科技Q3营收141.82亿元（同比+78.76%、环比+30.3%）、归母34.4亿元（同比+238.4%、环比+61.6%）、毛利率41.63%（同比+13.48pct），单季归母与扣非双创历史新高；科翔股份Q3归母3.11亿元（同比+638.54%）、毛利率从二季度9.25%跳升至30.07%；胜宏科技Q3扣非12.76亿元（同比+16.16%），表观归母-52%纯粹是非经常性损益（金融资产公允价值损失6.90亿元）扰动。这也解释了当日资金为何先去修复宏昌电子（封板）、金安国纪、华正新材这些二线PCB与上游——业绩是压制项，也是唯一可靠的进攻理由。

### 三、存储与半导体设备：这一轮最硬的业绩兑现

长鑫科技前三季度营收2690亿元（同比+739%）、归母/扣非1320/1340亿元、毛利率86.9%，Q3毛利率90%再创新高、合并净利润890亿元符合预期；澜起科技Q3扣非同比+167%，且给出Q4互连芯片交付订单25亿元以上的指引，显著高于市场预期；兆易创新Q3收入87.3亿元（环比+18%、同比+226%）、毛利率70.3%，净利低于预期仅因二季度投资重估收益在Q3转损失；大普微Q3营收51.13亿元（同比+891.31%）、归母12.09亿元（同比+1492.71%），企业级SSD份额显著提升、512TB产品全球首发。

设备与零部件端同步验证：中电港Q3营收572.97亿元（环比+31.13%）、归母6.71亿元（同比+775.17%）；正帆科技Q3归母3.22亿元同环比扭亏，前三季度新签订单57.4亿元（同比+74%）、半导体占比76%；微导纳米前三季度半导体营收9.98亿元（同比+89.69%）、占比升至55.40%成为第一大收入来源；华大九天Q3扣非同比+1067

%；中科飞测Q3毛利率51.45%（同比+2.76pct、环比+6.53pct）。

## 四、光模块：不是需求问题，是"交付节奏+物料+费用前置"的三重时间差

中际旭创Q3营收277.69亿元（环比+24.63%）、扣非归母90.18亿元（环比+22.3%）符合预期，存货238.78亿元、预付账款15.67亿元（较半年报+64.26%），Q3物料供应条理性明显改善，Q4供应链预计更好，客户订单已覆盖2027年全年、无砍单。

新易盛是当日最大情绪杀伤点：Q3收入109.4亿元（同比+80.3%、环比-13%）、归母38.43亿元（环比-19.1%）。公司在交流会给出的三条原因是——泰国9月洪水导致物流延误、部分采用库存仓模式客户确认跨期、B供应商DSP受台积电产能影响交付低于预期；季末存货升至174亿元（较上季末+57.5亿元），其中约一半为可确认收入的库存商品。另有市场解读补充：高速DSP、硅光、下一代架构的高薪研发与管理人才薪酬集中在本季兑现，直接吃掉部分利润。太辰光则是另一种形态：Q3收入10.1亿元（同比+161.1%）但毛利率26.9%（同比-9.2pp），增收不增利，与光纤涨价传导和低毛利中低端订单占比上升有关。

所以呢：这条链的分歧点已经从"有没有需求"转为"能不能按时把货变成收入"。剑桥科技Q3归母4.33亿元（同比+212.8%、环比+106.7%）、高速光模块收入占比超50%，说明份额在向交付能力强的厂商集中。

## 五、物理AI/机器人：从"叙事"转向"订单与数据基础设施"

智元发布GO-3 preview基座模型，同时推出行业首个物理AI价值度量衡Worken（有效智能工时），并给出"全链路规模化学习"路径（预训练建通用能力、后训练在虚实交互中改进、部署后持续学习）；其数据业务觅蜂定位一站式物理AI数据服务平台，近半年营收增长显著。开普云公告5003万元具身智能合同（天津南开区中试基地一期，140套场景子系统适配设备+灵巧手多模态数据采集平台），是其从无锡训练场向外部客户的跨区域复制验证。汉朔科技首次披露具身机器人进展：零售场景微软唯一长期全球战略合作方、全球超7万家门店、单店3—5台、按2万美元/台测算市场空间最高70亿美元。征和工业五只灵巧手11月发货英伟达。恒立液压北美大客户丝杠份额70%以上、导轨份额全部切换至公司并进入样板交付、电机30%份额已签正式协议。

这条线的估值含义在于：市场愿意为"数据入口"付溢价，而不是为"本体"付溢价。汉朔的平台卡位、开普云的数采订单、觅蜂的数据服务，都指向同一个结论——物理AI的稀缺资源是高质量真实世界数据。

## 六、脑机接口：政策专项+海外技术突破同日共振，成为新的题材载体

"脑科学与类脑研究"国家科技重大专项正式启动，由北京脑科学与类脑研究所承担三大核心项目，聚焦半侵入式与植入式医用脑机接口，瞄准运动功能重建、高密度医用馈通、多脑区联合运动解码，属三类创新医疗器械赛道。海外侧，Neuralink公布VOICE语音恢复项目早期结果：一名ALS患者植入后第一周即实现每分钟75个英文单词输出，12.5万词汇库下词错误率仅5.8%；马斯克同时预告第二款产品Blindsight。一级市场，脑虎科技完成7亿元B轮，用于"全植入、全无线、全功能"系统多中心注册临床与量产；10月24日全国首个脑机接口高质量数据集建设项目启动。

含义：这是典型的"政策定调+技术里程碑+一级融资"三击题材，且当下市场正缺新题材（机器人与AI硬件都已高位），承接资金的条件具备。

## 七、商业航天：从"任务型保成功"进入"运营型保节拍"

国星宇航10月29日在港交所披露聆讯后资料集，规划"全球首个AI智算卫星星座"，在手114颗待交付AI卫星订单（合约34.75亿元），聆讯后至上市平均3—4周。产业侧的质变在于发射节奏：10月23—25日三天三地六星连发，前三季度累计发射70次（同比+19%），发射从"偶发里程碑"变成"按月排期的固定动作"，产业链因此进入可预期、可定价的订单兑现阶段。市场已提前反应：申万航天装备指数10月28日+4.40%、10月29日+6.84%，中国卫星盘中涨停。

下一个验证点是11月6日长征十二号甲的可回收回收验证，以及蓝箭航天11月上会。

## 八、白酒：业绩最差的一天，反而成了股价最好的一天

泸州老窖Q3营收41.95亿元（同比-37.14%）、归母13.32亿元（同比-57.03%），国窖系列下滑50%以上，但公司明确"主动去库稳价、不急于快速去化、优先价盘稳定与份额"；前三季度营收146.68亿元（-36.58%）、归母56.71亿元（-47.31%）。贵州茅台前三季度营收1332.84亿元（+1.82%）、归母644.67亿元（-0.25%），基本走平。当日白酒板块逆势大涨超4%，古井贡酒、泸州老窖、迎驾贡酒涨超6%。

逻辑闭环是三层：一是科技低迷下的低拥挤度避险；二是三季报加速出清，业绩端逐步见底（"业绩与股价背离是重要底部信号"）；三是基本面预期极低+机构持仓历史低位，春节旺季具备反转期权。迎驾贡酒Q3利润+9%略超预期，是被反复引用的"份额逻辑"样本。

## 九、消费与出行：报表仍在寻底，但分化已经非常明显

承压一侧：海天味业Q3营收64.07亿元（+0.12%）、归母11.90亿元（-15.41%），餐饮需求疲软拖累酱油与蚝油；伊利Q3营收292.51亿元（+2.4%）、归母30.45亿元（-5.6%），液奶与奶粉恢复增长但表观受减值与所得税扰动；东鹏饮料Q3营收61.53亿元（+0.8%）、归母12.78亿元（-7.8%），特饮-8.6%、补水啦+0.5%，雨水天气与主动控库存是主因；珀莱雅Q3收入22.53亿元（+29.76%）但归母仅0.88亿元（-61.18%），花知晓并表拉收入、前置投放吃利润；首旅酒店Q3 RevPAR（不含轻管理）-2.4%、成熟同店-7.8%；峨眉山Q3营收-18.99%、归母-19.79%（金顶索道改造）；陕西旅游Q3归母-40.90%；中国国航Q3归母2.71亿元（-92.64%），油价是核心变量。

亮点一侧：地素时尚Q3营收+22%、扣非+72%，连续五个季度扣非高增；比音勒芬前三季度收入+27.36%、Q3单季收入+34.44%；毛戈平Q3收入与净利均+22%—24%；春秋航空Q3利润8亿元超预期，高油价下仍领跑上市航司；潮宏基Q3扭亏、毛利率29.1%（同比+7.2pct），终端零售个位数增长好于报表。

所以呢：消费正在从"总量逻辑"切换到"份额+结构"逻辑，能给出扣非高增的公司会被单独定价，行业的β暂时不值得下注。

## 十、汽车与机械：出海与吨位升级是唯一确定的增量

吉利汽车Q3营收990亿元（+10%、环比+11%）、核心归母52.1亿元（+32%），前三季度核心归母149亿元（+41%）、单车核心归母净利6664元（+37%），形成"利润增速>收入增速>销量增速"的结构；奇瑞Q3营收979.54亿元（+33.76%）、归母53.96亿元（+15.79%），出口58.4万辆（+58%）、单车收入12.2万元（+16.2%）。反向案例是赛力斯Q3归母14.2亿元（-40.1%）、扣非-13.7亿元，以及上汽Q3归母4.9亿元（-76.7%）、扣非仅0.7亿元。

机械端，三一重工Q3营收248亿元（+17%）、归母23亿元（+21%）；中联重科Q3扣非7.6亿元（+5%、环比+230%）出现拐点；山推股份Q3归母3.3亿元（+20%），上半年海外毛利占比达79%、非洲为最大出口市场。船舶链条继续强势：中国船舶Q3归母34.87亿元（+68.07%）、扣非+154%，前三季度归母134.40亿元（+129.67%）。

潍柴动力是"AI电力"最直接的映射：Q3扣非32.2亿元（+13.9%、环比+2.9%），在天然气重卡发动机出货环比下降约70%的背景下仍逆势增长；数据中心柴发Q1/Q2/Q3分别出货500/800/1300台，前三季度约2600台，气发北美跟踪项目规模达3GW。

# 宏观策略

当日国内最重要的边际变化不在股市，而在利率锚——央行正式把政策利率从7天OMO切换到隔夜OMO。10月30日央行明确每日开展隔夜逆回购操作、利率1.25%，同时将7天OMO改为多重价位中标，隔夜OMO正式取代7天OMO成为政策利率，其他利率锚点跟随调整。这是金融街论坛"换锚"表态的落地执行，含义有三层：一是政策利率的期限缩短、传导链条更贴近短端资金面；二是多重价位中标意味着数量与价格的分离度提高，央行对资金面的数量调控弹性变大；三是银行间短端利率的波动中枢将被重新定义，对债市曲线形态与银行负债

成本都是重定价事件。前一日（10月29日）央行已开展1150亿元7天逆回购（利率1.40%）+1万亿元隔夜逆回购，对冲当日1万亿元到期，操作框架的切换是有准备的。

## 海外：增长更强、通胀更黏，但加息押注反而下调

美国三季度实际GDP年化季环比3.4%（预期3.2%、前值2.2%），创一年新高，商业投资大增12.7%；9月PCE同比3.6%（前值3.4%）、核心PCE 3.1%（前值3.0%），均符合预期。数据组合是"增长韧性+通胀黏性"，理论上应推升紧缩预期。但实际结果是美债收益率回落、加息押注下调——支撑来自避险情绪与油价回落。油价方面，截至10月28日布伦特、WTI分别报110.74、101.94美元/桶，周涨7.5%、9.7%，IEA对中东与俄罗斯供应的判断是主要推力；这一水平对国内航空、化工、交运的成本端已经形成实质压力（国航Q3归母-92.64%，明确归因航油成本）。

美联储10月议息会议以10票赞成、2票反对维持利率不变。沃什的表态值得记录：他坦言此前曾怀疑利率对人工智能领域的影响，但事实证明"利率几乎影响一切"——这句话的潜台词是，AI资本开支对融资成本的敏感度被重新纳入政策视野。欧洲央行维持利率不变，拉加德淡化通胀扩散风险并申明有工具应对债市动荡。

## 国内政策：五中全会公报落地，制度变量在累积

二十届中央委员会第五次全体会议于10月26—29日在北京举行，审议通过《中共中央关于持之以恒推进全面从严治党若干重大问题的决定》，并决定二十一次全国代表大会于2027年下半年在北京召开。四部门同步发布通知提高海南自贸港贸易便利化水平，支持海南开展汽车研发测试用故障关键零部件进口试点，并在LNG期货上市后开展相关交割库业务。

## 市场：科技杀估值，防御接棒，成交反而放大

上证综指-1.44%、科创50 -5.48%、上证50 -0.75%、创业板指-4.13%、沪深300 -1.39%、中证500 -2.91%；成交总额1.69万亿元，环比+7.45%。这个组合很典型：指数跌幅不小但成交放大，说明是换手式的结构调整而非单边撤退。收盘接近日内低点，早盘反弹的"虚假希望"在午后消退；高盛中国光网络指数-7.46%、中国存储指数-5.58%，是跌幅最集中的两个方向，直接对应新易盛、天孚通信、胜宏科技三份不及预期的三季报。资金流向白酒、金融、航运等防御方向。

## 筹码：这轮下跌最该看的是持仓结构，不是估值

公募基金三季报数据把问题讲清楚了：主动偏股型基金电子行业持仓占比从二季度43.4%降至35.8%，通信从16.9%降至14.8%，科技板块整体下降9个百分点至52.7%。关键在于，这9个百分点里，因股价下跌导致的被动缩水占8.3个百分点，主动调仓只贡献1.5个百分点——仓位降了，是因为手里的票跌了，不是因为他们觉得贵了要跑。这意味着两件事：第一，"筹码出清"在统计意义上是完成的；第二，一旦净值修复，被动缩水的部分会反向放大弹性。

路演反馈的版本更直白：当前股市的核心矛盾是筹码出清。5—6月300标的弱、机构只能躲进科技"避险"，动量是唯一胜出策略，委托人给了提升科技含量的巨大压力；但持仓结构与风险承受力不匹配，很多绝对回报账户配了过高的科技仓位，波动加大后绝对回报属性回归，只能被动减仓并引发螺旋下行。三季度不少龙头业绩暴雷，市场从杀估值进入阶段性杀业绩——而业绩好也难有股价反应，又导致部分公司不愿意释放业绩，进一步挫伤人气的负循环。

分板块看，电新行业Q3公募重仓总市值2449亿元、环比-27%，行业持仓比例7.3%、环比-1pct；其中新能源板块277亿元（环比-51%）、电动车1764亿元（环比-24%）、电力设备与工控408亿元（环比-9%，占比反而+0.1pct至1.2%）。保险则是小幅增配但仍深度低配：A股保险被增配0.07ppt至0.47%，较沪深300权重低配2.79ppt，平安-A、太保-A小幅增配，国寿-A、新华-A小幅减配；Q3
A股保险板块股价平均上涨7.4%，跑赢沪深300约19.9个百分点。

### 信用端：华发事件是对"国企不违约"共识的压力测试

珠海华发集团的信托逾期及债务展期传闻，把地方国企的流动性与资产负债表脆弱性摆上台面。10月29日的后续信息是：华发已向一只逾期信托产品的部分投资者完成兑付，并正筹备赎回一笔11月2日回售的10亿元境内债券；信托问题尚不能视为彻底解决，更准确的描述是"流动性压力暂时部分缓释"。摩根大通的统计是，45家国企开发商中有22家违反至少两项"三条红线"；基准情形仍是政府优先阻止公开债违约，但银行贷款展期与非标债务风险可能继续暴露。

传导链条当天已经跑完一遍：理财子出于预防性目的赎回含相关持仓的基金及地域/行业主题产品以储备流动性→基金为应对潜在赎回卖出流动性好的二永→信用债走弱并带崩利率。值得注意的细节是，理财子自身产品并未出现大规模赎回，预防性赎回也不构成当日主力，但链式传导存在放大效应——这是典型的"流动性预期自我实现"，而不是基本面事件的直接冲击。股票端，摩根大通偏好资产负债表稳健的央企华润置地、中海，信用债端偏好2028年到期收益率约15.4%的龙湖曲线。

### 外资视角：中国资产的风险回报在改善，但要结构性参与

高盛把中国三季度贸易拆得很清楚：实际出口量同比+6.7%（二季度6.6%）、出口价格+18.3%，推动名义出口+25.0%；名义进口+25.5%但完全由价格贡献，进口量同比-2.1%。据此上调2026年出口量增速至8.5%、下调进口量增速至3.0%，预计2026年货物贸易顺差与经常账户顺差分别扩至GDP的5.7%和4.4%。支撑项是中国产品结构性竞争力、全球AI资本开支周期与能源价格上涨，变量是内需偏弱、进口替代与中东地缘。

摩根大通认为中国股市经上半年上涨与随后回撤后，估值、杠杆及AI交易溢价已显著消化，中央支持资金重新入场使风险收益比转为偏上行，建议逢低布局，预计A股与科技股领涨；配置偏好A股、大盘股与"成长+防御"哑铃，超配IT、金融、能源、医疗，低配必选消费与房地产。

摩根士丹利的A股情绪指标MSASI截至10月28日回升至19%、单周提高10个百分点，但仍低于22%的技术性反弹阈值，1个月移动平均17%，判断是"短线情绪修复、中期趋势偏弱"，历史上低于阈值后未来1—2个月出现有意义反弹的概率较高，但盈利预测修正、融资余额、南向资金尚未全面确认。

### 策略含义

第一，政策利率换锚是中期变量，短期对股市的影响路径是银行负债成本与债券收益率曲线，而不是流动性总量，不宜当成"降息"来交易。

第二，科技的方向不必怀疑，但节奏要跟着"业绩可验证度"走——PCB/CCL、存储、设备是当日唯三没有miss的环节，光模块要等四季度发货确认，AI应用（影视、短剧）需要等商业化数据。

第三，防御的这波行情有基本面支撑（白酒出清+低持仓），但驱动力是筹码而非景气，适合做仓位对冲而非长期配置。

第四，海外AI资产的定价范式已经切换为"capex回报验证"，这意味着2027年的资本开支指引比2026年的业绩更重要——这是未来一个季度所有AI硬件标的的共同风险源。

## 港美股海外

隔夜到当日，海外市场完成了一次教科书式的"结构切换"：指数跌幅不大，但内部裂口极深。标普500 -0.30%、道指-0.25%、纳指-1.38%，罗素2000却逆势+1.01%——价值优于成长、小盘跑赢大盘，这是资金在AI资产内部做久期收缩的直接证据。

### 美股：AI巨头的财报季变成了"资本开支答辩会"

Alphabet 是当日最大输家，单日跌12.64%、市值蒸发4790亿美元。触发点不是收入，而是三件事同时发生：搜索广告增速不及预期（2026世界杯与推广AI产品导致货币化效率阶段性下行）、自由现金流骤降、以及最关键的——未能给出2027年资本开支的具体指引。市场的解读很统一：在AI投入期，不给capex指引等于不给盈利路径。

Amazon 的数字其实相当强：Q3营收2019亿美元（+12%）、营业利润281亿美元（+61%）、营业利润率13.9%创历史新高，AWS收入460亿美元（+39.3%）连续第六个季度加速、创近五年最快，AWS营业利润178亿美元（+55%）、利润率38.7%，广告收入196亿美元（+11%），订单积压5780亿美元、环比增加820亿美元，管理层称2027、2028年增速都可能超过40%。但买方门槛是43%甚至45%，39.3%因此被视为不及预期，叠加EPS 1.89美元低于预期1.97美元、资本开支维持2200亿美元，股价承压。这里有一个容易被忽略的正向细节：芯片收入同比增长三位数，Trainium与Graviton的自研替代正在形成成本护城河。

Microsoft 是当日少数的"稳"——业绩全线超预期、云业务持续高景气，但拟发行至少250亿美元高等级美元债的动作引发警觉。摩根大通的点评很到位：微软股价即使在疲软市场也保持坚挺，说明市场对其扩大企业级AI应用并实现超预期盈利有信心；但"大额发债"本身也是AI资本开支融资压力的注脚。

Intel 的财报是"当季不错、前瞻塌陷"：Q3收入165.13亿美元（+21%）、Non-GAAP毛利率42%、EPS 0.52美元（指引0.38美元）超预期，数据中心与AI业务（DCAI）收入73亿美元、环比+17%、运营利润率41.5%，客户计算（CCPG）81亿美元、环比-9%。但Q4指引收入150—160亿美元、毛利率38%、EPS 0.25美元全面低于预期，股价盘后跌超20%。三个拖累项很明确：PC进入深度调整（内存成本上涨压制需求，行业2026年出货预计-12%、2027年再-10%，管理层预计PC放缓至少持续到2027年上半年）、以色列工厂事故停产（影响Q4收入约3亿美元、毛利率约2个百分点）、以及自身供应约束。高盛给"中性"、目标价150美元（基于5美元正常化EPS×30倍PE）。

存储端的分化很有意思。闪迪季报稳健、指引超市场预期：营收110.31亿美元（超一致预期2.7%）、调整后EPS 49.51美元（超6.0%）、毛利率85.1%；但股价近30日已回调约20%，高盛判断短期区间震荡，仍给"买入"、目标价2200美元（对应56.6%上行空间）。铠侠则是反面：12月季度营业利润指引仅2万亿日元，远低于买方2.3万亿（一个月前甚至2.5万亿），营收指引环比仅+1%，市场反应"极其负面"。多头的辩护是时间错配——部分智能手机出货提前至二季度、数据中心出货推迟至四季度，四季度位元增长需达15%—19%才能满足CY26指引。三星电子净利润75.21万亿韩元低于预期，但给出2027年HBM已售罄、2027年上半年量产HBM4E的指引。

光互联出现产业链级整合信号：Marvell正就收购Lumentum深入磋商，交易规模或超800亿美元（Lumentum市值约830亿、Marvell约2200亿），最快下周宣布。消息后LITE盘后一度+11%、MRVL -8%。高盛的判断偏中性但对产业含义说得清楚：Marvell的DSP、连接与定制硅，与Lumentum的激光、光子及光交换资产高度互补，整合后有望扩大Marvell在AI数据中心光连接链的覆盖、降低对少数定制XPU项目的依赖；价值来自垂直产品与供应链整合，而非成本协同。

Oracle 是当日AI叙事里唯一的正面样本：AI
World大会给出到FY30的清晰财务路径——总收入超2250亿美元、自由现金流300亿美元、非GAAP EPS 21美元，并披露AI计算业务毛利率35%，演讲期间股价直接拉升10%。这恰好回答了市场对AI商业模式四大担忧（利润率、融资、需求持久性、执行风险）中最要命的一个：AI数据中心到底赚不赚钱。

其他海外公司：礼来Q3营收243.97亿美元（+39%）、调整后EPS 7.48美元双超预期，全年指引由850—870亿上调至910—920亿美元（年内第三次上调），股价盘中+7%、最高触及1408.38美元；默沙东Q3收入180.9亿美元（+5%）、KEYTRUDA家族86.0亿美元（+6%）且增量全部来自皮下剂型QLEX（8.30亿美元，上年同期仅0.35亿），全年指引上调至668—673亿美元；Insmed Q3收入5.24亿美元（+268%），DPP1抑制剂收入指引再次上调；阿迪达斯Q3收入72.52亿欧元（+9%、汇率中性+7%）创单季新高，毛利率54.3%（+2.5pct，含约2亿欧元美国关税退税）、营业利润10.08亿欧元（+37%）、利润率13.9%，DTC收入29.03亿欧元（+20%）；奥驰亚Q3净营收61.3亿美元（+1.0%）、调整后EPS 1.52美元（+4.8%），传统烟草OCI 30.72亿美元（+3.9%）、利润率64.5%，美国卷烟出货-2.9%，同时把回购额度增加10亿美元并延长至2027年12月31日；日本烟草Q3收入100.53百亿日元（+6.1%）、新型烟草收入407亿日元（+14.6%），HNB烟弹发货42亿颗（+33.3%）、日本HNB市占17.4%。

工业与航天：豪迈（HWM）Q3收入27.03亿美元（+29%）、净利5.67亿美元（+47%），调整后EBITDA利润率32.5%（+310bp），其中商用航空+32%、燃气轮机+45%，民航与燃机双线放量、全年指引再上修；FTAI的Mod-1已完成全部关键测试（基荷23MW、峰值25MW、热效率36%），2027—2028年已签约超100台、Q3收到2.34亿美元客户预付款、2027年底目标月产10—15台，股价+17.27%。花旗提出一个新判断：SpaceX在美国建设地面无线网络的概率正在上升，若落地将利好铁塔公司CCI、SBAC、AMT，对传统电信运营商构成净压力。

### 港股与中概：防御属性与AI应用两条线并行

港股当日的主线不是成长，而是"低估值+防御"。蒙牛被华西食饮以"按手买入"定调——明年仅10倍估值、风格防御切换、错杀补涨，判断明年1000亿港币市值、含股息40%—50%空间；毛戈平Q3收入与净利均同比+22%—24%、前三季度+24%—26%，毛利率与净利率维持稳定（26H1毛利率84.8%、归母净利率24.6%）；友邦保险前三季度VNB按固定汇率+5%至46.27亿美元，Q3受香港与内地去年同期极高基数影响-5%至14.15亿美元，但9月单月VNB同比大增逾25%、Q3新业务价值利润率同比+5.3pct至63.5%，香港Q3微跌3%但8、9月合计恢复20%增长，管理层明确预计Q4增长势头非常强劲。

商业航天是港股当日最硬的产业事件：国星宇航10月29日披露聆讯后资料集，规划"全球首个AI智算卫星星座"、在手114颗待交付AI卫星订单（合约34.75亿元），聆讯后至上市平均3—4周。

AI应用侧的进展集中在腾讯与阅文。腾讯全球数字生态大会披露：WorkBuddy自2026年3月上线以来累计完成90亿次用户任务请求、Token消耗较上线时增长50倍，企业版已落地50多个行业、覆盖中国企业500强的50%与中国企业100强的60%，开放平台伙伴及开发者超5万、上架Skills超20万；同时发布办公套件BuddyOne（以WorkBuddy为工作台，整合腾讯文档、ima、腾讯设计，统一账号、积分池与数据池）及腾讯网盘；混元Hy4与Hy4 Flash即将推出，Hy4首次引入原生视觉理解。阅文则明确"IP+AI"战略，打造覆盖漫剧、动画、"真人+AI"短剧、中长剧的AI精品视频矩阵，发布OPC一站式平台，1H26短剧及漫剧业务收入超4.3亿元、同比+230%。

游戏侧的政策环境继续友好：10月第十批版号共195款（国产183、进口12），高于年内月均177款，进口数量创年内单月最高，年内累计审批1766款、仅比2025年全年1771款少5款；花旗预计11月批次将使全年审批量超过上年并落在1900—2100款区间。网易的重点产品定档2027年1月15日全球多端上线，卖方测算其2027年经调整归母净利润462亿元。

## 机构观点

今日机构输出的密度是三季报以来最高的一天，但真正有信息量的判断集中在三处：外资对中国资产的配置态度、外资对AI硬件的目标价重定、以及国内卖方在"业绩兑现"与"筹码出清"之间的取舍。

### 外资看中国：从"谨慎"转向"结构性看多"，但都强调A股优于港股

摩根大通的转向最明确：中国股市经上半年上涨与随后回撤后，估值、杠杆及AI交易溢价已显著消化，中央支持资金重新入场使风险收益比转为偏上行，建议逢低布局并预计A股与科技股领涨。配置上偏好A股、大盘股与"成长+防御"哑铃结构，超配IT、金融、能源、医疗，低配必选消费与房地产；首选名单为阿里巴巴、中国建设银行、紫金矿业、中国石油、广东索菲亚、华峰测控、美的集团、中广核电力、国电南瑞、科伦博泰。它同时点明逆风仍是盈利下修与地缘政治，属于"看多但承认基本面没转"的典型立场。

摩根士丹利的姿态更保守：A股情绪指标MSASI回升至19%、单周+10个百分点，仍低于22%的技术性反弹阈值，1个月移动平均17%，结论是"短线修复、中期偏弱"，建议以结构性机会为主而非押注指数级上涨；但它同样倾向A股而非港股，理由是A股更可能受益于"国家队"稳定资金，也更受益于AI、先进科技与创新产业的盈利增长。两家在这一点的分歧很小，值得作为仓位结构的参考。

高盛则从贸易数据给出中期支撑：三季度实际出口量+6.7%、出口价格+18.3%、名义出口+25.0%，进口量-2.1%，上调2026年出口量增速至8.5%、下调进口量至3.0%，预计货物贸易顺差与经常账户顺差分别扩至GDP的5.7%

与4.4%。这意味着外需对中国增长的贡献在中期仍然是正的，"内需弱、外需强"的格局不会很快反转。

## 外资看AI硬件：目标价还在上调，但评级口径在收紧

存储链是唯一"上调"集中的方向。摩根士丹利给兆易创新"增持"、目标价750元，逻辑是SLC NAND持续短缺、利基DRAM与大容量NOR供需偏紧、价格维持高位，短期盈利有支撑；但同时明确提示"随着ASP涨幅放缓与较高成本逐步传导，毛利率终将回归正常"，2027年增长要靠终端需求、新产品、份额提升与MCU双位数目标。花旗维持澜起科技A/H"买入"并上调2027—2028年盈利预测与目标价，核心依据是Q3收入与净利分别+46%/+162%创历史新高、高阶RCD产品组合推动毛利率回升、Q4互联芯片交付指引显著高于市场预期且实际订单更高。

闪迪是高盛少数给出大幅上行空间的标的：维持"买入"、12个月目标价2200美元，对应2026年10月28日收盘价有56.6%上行空间，理由是季报与指引双超预期；但它也承认市场预期此前已较充分、股价近30日回调约20%，所以判断短期区间震荡。英特尔则是"当季beat、前瞻miss"的典型，高盛维持"中性"、目标价150美元（5美元正常化EPS×30倍PE），并提示市场此前已对服务器CPU、先进封装与先进制程进展计入较高乐观预期，短期股价可能承压。斯达半导是当日最负面的一份：摩根士丹利维持"持有"、目标价110元，Q3净利仅3000万元、同比-72%、环比-22%，分别低于一致预期51%与摩根士丹利预测73%，毛利率环比-1.9pct至18.2%，尽管功率半导体定价环境改善，仍受制于制造成本扩张、研发投入增加与汽车业务敞口。

Marvell收购Lumentum一事，高盛不给交易概率判断，但把产业含义讲清楚了：DSP、连接与定制硅 + 激光、光子与光交换资产，若整合完成有望扩大Marvell在AI数据中心光连接链的市场覆盖，并通过供应链整合降低对少数定制XPU项目的依赖；价值更可能来自垂直产品与供应链整合，而非成本协同或产品重叠。

## 外资看医药：礼来是共识度最高的多头

摩根大通维持礼来"增持"并列为个股首选，理由是Q3销售额较市场预期高出18亿美元（剔除一次性收益仍高出约9亿美元），2026年收入指引上调至910—920亿美元、营业利润率指引上调250个基点、EPS指引提高至35—36美元；海外Mounjaro继续高速增长并抢份额、Zepbound在Medicare BRIDGE渠道快速放量、口服肥胖药Foundayo预计2027年随国际扩张与糖尿病适应症获批迎来增长拐点，判断其在2000亿美元以上的incretin市场中的领先地位仍可推动未来数年业绩超预期。这与国内卖方"创新药进入业绩驱动阶段"的判断形成呼应（信达Q3产品收入增超40%、科伦博泰ESMO子宫内膜癌III期双终点达标）。

## 外资看地产与信用：华发事件是压力测试，偏好央企

摩根大通的态度是"不认为会公开债违约，但非标风险会继续暴露"：45家国企开发商中有22家违反至少两项"三条红线"，基准情形仍是政府优先阻止公开债违约，但银行贷款展期与非标债务风险可能继续暴露；股票端偏好资产负债表稳健的央企华润置地、中海，信用债端偏好偿债能力较强、2028年债券到期收益率约15.4%的龙湖曲线。这个组合本身就在说：地产的机会在"信用分层"而非"行业反转"。

## 互联网与游戏：审批节奏稳定，供给端是主要变量

花旗判断国内游戏审批已趋于稳定：10月第十批195款（国产183、进口12）高于年内月均177款，进口数量创年内单月最高，年内累计1766款仅比2025年全年少5款，11月批次将使全年超过上年并落在1900—2100款区间；腾讯获模拟手游、网易获跨平台游戏版号，37 Interactive、Kingnet、Perfect World、Youzu、CMGE等亦有产品获批。中金则把腾讯数字生态大会的增量落在"企业级AI落地"上——WorkBuddy累计90亿次任务请求、覆盖50%中国500强、发布BuddyOne与混元Hy4。

## 国内卖方：三条主线，各有各的确定性

第一条是PCB/CCL的稀缺性溢价。天风电子把科翔股份定义为"传统HDI格局颠覆窗口下的稀缺唯一性"，逻辑是高端HDI净利率可达40%—50%、远高于其他高端多层PCB的20%—30%，而高功耗GPU封装正在推动高阶HDI成为PCB商业化迭代最快、量产毛利率最优的赛道，科翔的内嵌陶瓷PCB已处大批量产前夜；生益科技则被定位为"涨价+AI双轮驱动"，Q3营收141.82亿元、归母34.4亿元、毛利率41.63%的数据支撑了"量价齐升+AI覆铜板出货超预期+产品结构优化"的三重叙事。

第二条是储能的盈利兑现与出海。海博思创拿到最明确的目标价：Q3营收51.4亿元（+52%）、归母5.24亿元（+71%），Q3储能系统确认收入约10GWh（国内9.5GWh+海外0.5GWh），国内独立储能与集采项目盈利持续改善，海外实质订单28—30GWh；卖方给出26—28年归母18.9/31.5/41.1亿元、对应PE 12/7/6倍，给予2027年15倍估值、目标价260元、"买入"。德业股份被反复强调"强阿尔法"：前三季度营收171.8亿元（+94.2%）、归母42.7亿元（+82.0%），Q3毛利率优于预期。许继电气则是反面教材："最差阶段已过"但仍需等订单与特高压趋势确认——Q3归母1.85亿元（-30.9%），降价单交付压制毛利。

第三条是出海制造的量价齐升。浙商机械一口气给出四份工程机械点评，口径高度一致：三一重工Q3营收248亿元（+17%）、归母23亿元（+21%）、毛利率28.4%（+0.4pct），"海外国内共振向上"；中联重科Q3扣非7.6亿元（+5%、环比+230%）是"拐点"表述；山推股份Q3归母3.3亿元（+20%）、上半年海外毛利占比79%、非洲成为最大出口市场；徐工机械前三季度营收869亿元（+11%）、归母56.1亿元（-6%），海外与矿山机械是未来增长亮点。一拖股份则被国金定义为"再次验证国内农机周期向上"：Q3收入31.6亿元（+14.0%）、归母2.7亿元（+20.0%），总销量1.9万台（+8.8%）、柴油机销量同比增超70%，并指出国家统计局行业数据下滑更多是库存因素。

杰瑞股份是当日被给到最高弹性的标的：浙商机械标注"重点推荐&三年一倍股"，催化来自合作方FTAI的Q3（Mod-1峰值25MW/基荷23MW/热效率36%、2027—2028已签约超100台、Q3收2.34亿美元预付款、2027年底月产10—15台），叠加SpaceX算力预期上修（9月底1.7GW、明年底13GW、最高20GW）与公司已与X客户签订20亿+美元燃机及配套订单。中金机械的判断是"近期股价回调主要为筹码结构调整，基本面无虞"。

其余值得记录的评级：中国船舶Q3归母34.87亿元（+68.07%）、扣非+154%，浙商大制造"周期景气龙头势起，持续推荐"；新光光电Q3收入+64.81%、合同负债约4亿元订单，天风军工给出"军贸+内装+商业航天三驾马车"；应流股份Q3营收11.13亿元（+50.96%）、归母1.50亿元（+41.92%），燃机与商航订单饱满；比音勒芬被广发纺服"强烈推荐"，前三季度收入+27.36%、Q3单季收入+34.44%；九华旅游被建议"埋伏Q1行情"，26年PE 16倍、明年年中狮子峰索道投运；柳药集团以"约7%高股息、0.8倍PB、全球FIC创新药赋能"被东吴医药作为弹性标的；汉朔科技被国联民生定义为"15倍PE的白马物理AI标的"，零售场景微软唯一长期全球战略合作方、7万家门店、单店3—5台机器人对应最高70亿美元空间；钧达股份与森合高科属于"底部加仓"型推荐，前者Q3在无电费补贴下仍减亏、后者在手订单饱满且明年上半年4万吨扩产落地。

## 值得关注

三季报在今日基本收官，接下来两周市场会同时失去"业绩锚"和"叙事锚"，波动来源将从报表切换到事件。以下线索按确定性排序。

### 一、11月6日：长征十二号甲的可回收回收验证，是商业航天年内最重要的一枪

这是当日被最多帖子同时提到的时间点，也是整个板块从"题材"变成"产业"的验证节点。此前10月23—25日已实现三天三地六星连发，前三季度累计发射70次（同比+19%），发射节奏从"偶发里程碑"转为"按月排期"，这是行情能够持续的前提。若回收验证成功，组网将从"任务型保成功"进入"运营型保节拍"，产业链订单的可定价性会实质提升；若失败，板块大概率回到事件驱动的一日游模式。

同一条线上还有两个时间点：国星宇航已通过港交所聆讯（在手114颗AI卫星、34.75亿元订单），聆讯后到上市平均3—4周，即11月中下旬进入招股窗口；蓝箭航天11月上会。三者叠加，11月是商业航天全年催化剂最密集的月份。跟踪指标可以简化成两个：卫星ETF份额变化、以及航天装备指数的成交额能否维持在放大状态。

## 二、11月3日：乐聚机器人的OPENLET具身智能开发者大会，检验物理AI能否成为Q4主线

今日物理AI的资金关注度已经明显抬升（智元GO-3、Worken度量衡、开普云5003万订单、汉朔零售机器人），但主线成立需要一个"全行业事件"。11月3日在北京的这场开发者大会是最近的窗口。更值得跟踪的是产业侧的两个硬指标：一是灵巧手/关节的月度发货量（征和工业的五只灵巧手11月发货英伟达是第一个可验证的节点），二是数据采集订单的连续性（开普云从无锡训练场到天津中试基地的跨区域复制是否还有第三单）。

这条线的风险在于估值已经跑在前面。上纬新材前三季度研发费用3.84亿元（同比+1182%）、Q3单季2.04亿元，归母亏损4.22亿元——市场愿意为"物理AI大脑"付这个价，但一旦订单节奏低于预期，回撤会同样剧烈。

## 三、11月上旬：Marvell收购Lumentum是否落地，决定光互联的估值锚

交易规模或超800亿美元，最快下周宣布。若落地，含义是AI光互联从"零部件分工"走向"垂直整合"，对国内光模块厂商的影响是双面的：一方面验证了光的战略价值（利好整体估值），另一方面Marvell+Lumentum的整合可能在DSP+激光器环节形成更强议价权，国内厂商的物料成本与供应稳定性需要重新评估。

这条线真正要盯的是Q4发货：新易盛季末174亿元存货中约一半为可确认收入的库存商品，DSP供应在Q4是否改善将直接决定收入能否环比修复；中际旭创已给出Q4供应链改善更明显、收入环比高增的指引，且客户订单覆盖2027年全年、无砍单。若两家Q4都兑现，当前就是光模块的错杀；若只有一家兑现，份额逻辑会取代板块逻辑。

## 四、贯穿11月：存储的"量价背离"什么时候出现

三星已明确2027年HBM售罄、2027年上半年量产HBM4E；兆易创新Q3毛利率70.3%但净利低于预期，摩根士丹利的判断是"ASP涨幅放缓与成本传导后毛利率终将回归正常"；铠侠12月季度营业利润指引仅2万亿日元、远低于买方2.3万亿，需要四季度位元增长15%—19%才能满足CY26指引。三个信号拼在一起，指向同一个问题：这轮存储景气的高点可能出现在2026Q4到2027Q1之间。

跟踪指标：DRAM/NAND现货价周环比、原厂季度指引的位元增长口径、以及国内模组厂的库存周转天数。若价格环比转负而股价仍在高位，是需要减仓的信号。

## 五、11月：白酒的"预期修复"能否过渡到"数据验证"

今日白酒逆势涨超4%，驱动是筹码与预期，不是数据。泸州老窖明确Q4仍会消化库存、有序收缩以保价盘；茅台前三季度收入+1.82%、归母-0.25%基本走平。接下来两周的关键是渠道端：双十一前后的开瓶与动销、经销商回款进度、以及春节开门红的政策力度。

一个可操作的观察框架：如果11月渠道反馈"淡季不恶化"、且龙头批价企稳，则这轮行情的持续性可以延续到12月；如果批价继续下行，则说明"业绩出清"还没结束，反弹只是交易性的。

## 六、11月2日：华发的10亿元债券回售，是信用情绪的即时测试

这是最近的一个硬日期。若顺利兑付，说明流动性压力确实在缓释，信用债与二永的抛压会缓解；若出现技术性波折，理财预防性赎回的链条会再跑一遍，进而压制整个利率曲线。需要同步跟踪的是点心债价格与信托产品的兑付进度——摩根大通已提示45家国企开发商中有22家违反至少两项"三条红线"，非标风险的暴露可能是个序列而非单点。

## 七、央行换锚后的头两周：短端利率的新中枢

10月30日隔夜OMO（1.25%）正式取代7天OMO成为政策利率，7天改为多重价位中标。接下来两周是观察窗口：跨月资金面在隔夜工具下的波动是否收敛、DR001的新中枢落在哪里、以及银行负债成本是否随之下降。这

不只是债市的事——如果短端利率中枢下移，对高股息与银行板块的相对吸引力会重新定价。

### 八、油价110美元的二阶影响刚开始显现

布伦特110.74、WTI 101.94，周涨7.5%、9.7%。三季报里已经能看到成本端的痕迹：中国国航Q3归母-92.64%（航油成本）、春秋航空Q3毛利润同比-30.1%但利润8亿元仍领跑（成本管控对冲）、中国石化Q3归母134亿元（+57%）受益于炼油量利改善与成品油出口套利。接下来两周要跟踪的是：油价能否维持在100美元以上、以及航空与化工的Q4成本指引是否上调。若油价回落，航空是最直接的弹性方向；若继续上行，化工中具备资源属性的一端（炼化、油服）会继续占优。

### 九、锂与光伏：两个"底部确认"的观察窗口

碳酸锂本周SMM电池级9.61万元/吨（周环比-3.3%）、锂辉石精矿（CIF中国）1290美元/吨（周环比-13.1%），11月电池及材料排产整体环比-6%至+3%、同比+22%至+48%，需求持平略降的原因被归结为锂价下跌引发去库、抢消费税与出口退税需求前置、车端偏淡。中矿资源前三季度归母16亿元（+696%）说明资源端在低价下仍有盈利韧性，但价格的底还没探明。

光伏则是另一种形态：TCL中环前三季度归母-45.56亿元（同比改善21.1%）、阿特斯前三季度转亏（-0.95亿元）、旗滨集团前三季度归母-7.51亿元（-182.08%）。这一组的关注点不是盈利，而是"反内卷"政策的落地强度与硅料价格的企稳信号。

### 十、消费的两个数据点：双11与10月社零

双11是美妆与家电的年中检验：珀莱雅Q3归母-61.18%（前置投放）、水羊股份Q3毛利率70.32%创新高、华熙生物Q3扣非+165%，三家的路径差异会在双11的GMV数据里被放大。家电端，美的Q3收入-4.1%、归母+25.9%（长鑫股权投资收益）、扣非-15.7%，石头科技Q3业绩大超预期（市场预期收入15%—20%、归母4亿元+），说明行业内部的分化远大于行业本身的波动。

10月社零则决定"消费复苏"这个叙事还能不能讲。9月社零+1.1%（超预期0.6%）是低基数下的弱修复，若10月继续走弱，白酒与消费的这波反弹就更偏交易性。

### 最后提示一个反向风险

今日所有讨论都建立在"AI资本开支2027年不见顶"的假设上。摩根大通交易台的那句话值得反复读：AI相关股票的标准已经变成"业绩超预期 + 维持指引 + 资本开支与数据中心都达标"。这意味着一旦某家超大规模厂商在2027年capex上给出保守口径，整个链条会被重新估值——而这类指引通常出现在11月至次年1月的财报季。这是未来两个月最大的单一风险源，而不是任何一家公司的季度业绩。

## 各行业板块

### 煤炭

#### 核心催化

- 煤价上行驱动盈利逐季放大。华阳股份Q3归母净利润6.21亿元，同比+81.82%、环比+7.4%，连续两个季度环比改善，核心是煤价上涨对冲了安监趋严带来的产量收缩。这一组合说明当前煤炭的盈利弹性来自价格而非销量，只要煤价维持，Q4仍有量价齐升的弹性空间。

- 安监对供给的约束仍在。公司前三季度原煤产量2975万吨（同比-140万吨、-4.5%），商品煤销量2577万吨（同比-503万吨、-16.3%），销量降幅远大于产量，反映外购统销规模被主动压缩——这是把低毛利贸易量挤出

去、提升吨煤盈利质量的动作。

- 板块层面的资金属性在强化。在科技杀估值、资金寻找低拥挤度方向的背景下，煤炭的高股息与现金流属性重新被定价，这与白酒、银行当日同步走强是同一逻辑。

#### 核心标的及逻辑

华阳股份（Q3归母6.21亿元、同比+81.82%、环比+7.4%；前三季度营收161.69亿元、同比-4.64%，归母16.82亿元、同比+49.67%，扣非16.60亿元、同比+41.86%）。核心逻辑是"价涨对冲量减"：Q3营收62.48亿元，同比+9.32%、环比+25.1%，收入端环比大幅改善说明价格弹性已经开始体现在报表上；同时销量收缩主要来自低毛利的外购统销，吨煤盈利结构实际在优化。后续看点在Q4量价齐升的弹性释放，以及安监约束下产量能否恢复。

平煤股份、甘肃能源当日仅有三季报简评覆盖，未披露足以支撑独立判断的经营数据，暂不作为核心推荐。

#### 行业趋势

煤炭当前处在"供给刚性、需求平稳、价格中枢上移"的组合里。安监趋严是中期约束，意味着产量难以大幅释放；而外购统销的压缩会让表观销量继续低于产量，市场需要习惯"销量下滑但利润增长"的报表形态。

需要提示的是，煤炭的这轮上涨更多是盈利兑现与资金避险的叠加，而不是新的产能周期起点。一旦科技板块情绪修复、资金回流成长，煤炭的相对收益会迅速收窄，配置上更适合作为防御仓位而非进攻主线。

## 石油石化

#### 核心催化

- 油价重回三位数区间。截至10月28日，布伦特、WTI分别报收110.74、101.94美元/桶，较上周上涨7.5%、9.7%。IEA的判断是：中东与俄罗斯出口持续中断，使2026Q2全球柴油供应量同比减少150万桶/日、Q3同比减少170万桶/日，长期中断导致反季节性去库存，全球柴油市场在冬季需求高峰前失去关键库存保障，叠加柴油需求相对刚性，直接造成裂解价差飙升与库存紧张。这是本轮炼化盈利改善的核心来源，而不是原油单边涨价。

- 中国石化Q3业绩超预期，炼油量利改善与出口套利双轮驱动。Q3营收7697亿元（同比+9%、环比+5%）、归母净利润134亿元（同比+57%、环比+55%），且是在计提25亿元资产减值（存货+固定资产）的基础上实现的；若加回减值，单季利润150亿元以上，显著高于市场预期的100—120亿元。

- 上游反而承压。前三季度上游板块营业利润382亿元（同比+62亿元、+19%），但Q3单季110亿元（同比仅+3亿元、环比-44亿元），主要是油价环比下跌与汇率影响（测算油价影响约25亿元、人民币汇率约10亿元），Q3原油实现价格82.2美元/桶（环比-9.7美元/桶），而Brent均价91.4美元/桶——上游与炼化的景气出现明显错位。

#### 核心标的及逻辑

中国石化（Q3归母134亿元、同比+57%；前三季度营收2.2万亿元、同比+4%，归母390亿元、同比+30%）。逻辑分三层：一是炼油端量利改善，柴油裂解价差飙升直接增厚炼油毛利；二是成品油出口套利窗口打开，出口结构优化带来额外收益；三是Q3计提25亿元减值后Q4轻装上阵，减值包袱前置释放。上游的拖累是价格因素而非经营问题，若Q4油价维持110美元以上，上游环比压力会自然缓解。

"三桶油"整体被光大能源化工定位为"再迎布局良机"，核心依据是石化高景气持续叠加高股息属性。在资金从成长切向防御的环境下，这一组合的吸引力被放大。

#### 行业趋势

当前石化行业的关键变量是柴油而非原油。IEA数据显示的柴油供应缺口（Q2 -150万桶/日、Q3 -170万桶/日）是结构性的，冬季取暖与运输需求高峰前库存偏低，意味着裂解价差的高位可能维持到2027年一季度。因此炼化企业的盈利改善具备一定的持续性，而不是单纯的价格波动。

风险在于两点：一是油价若快速冲高至120美元以上，会同时压制下游需求与炼化价差；二是国内成品油需求偏弱，出口配额与套利窗口的政策变化会直接影响炼化利润的实现节奏。上游板块的机会更依赖油价中枢，而炼化的机会依赖价差——两者在当前环境下不宜混为一谈。

## 有色金属

#### 核心催化

- 铜箔盈利修复进入兑现期。海亮股份Q3单季归母5.07亿元，同比+137.80%、环比+148%，创年内单季新高，且已包含Q3起计提的股份支付费用约5500万元；Q2为年内低点（归母2.05亿元，受欧洲减值与套保时间差扰动），Q3反转确认了经营拐点。铜加工主营收入667亿元（同比+34.44%）为核心支撑，贸易收入主动收缩47%，收入质量显著提升。

- 高端铜箔（HVLP）放量节奏加速。德福科技前三季度毛利率9.96%，Q3毛利率11.4%（含铜）；继9月HVLP4出货187吨后，10月接近300吨，高端产品放量持续推进，这是AI服务器与高频高速板对铜箔等级要求提升的直接受益路径。

- 黄金端业绩兑现但产量阶段性承压。中金黄金前三季度营收665.92亿元（同比+23.37%）、归母56.89亿元（同比+54.64%）、扣非56.70亿元（同比+34.57%）；Q3营收236.11亿元（同环比+24.87%/+15.77%）、归母13.32亿元（同比+35.39%、环比-32.59%），矿产金与铜产量Q3阶段性承压，纱岭项目是后续成长空间。

- 镍粉与MLCC材料端环比改善。博迁新材Q3营收5.6亿元（同比+94.7%、环比+16.3%）、归母0.9亿元（同比+98.8%、环比+43.1%）、扣非0.9亿元（同比+106.9%、环比+48.9%），Q3毛利率30.78%（环比+3.36pct）。

- 锂价继续下行、但资源端盈利韧性仍在。本周SMM电池级碳酸锂9.61万元/吨（周环比-3.3%），锂辉石精矿（CIF中国）1290美元/吨（周环比-13.1%）。

#### 核心标的及逻辑

海亮股份（Q3归母5.07亿元、同比+137.8%、环比+147.9%；扣非4.58亿元、同比+150.9%、环比+502.6%）。逻辑是"短期铜箔涨价+北美满产，中期AI铜箔+标箔打开成长空间"：铜箔板块前三季度出货7.98万吨（同比+89.35%），Q3出货预计3.1万吨以上、环比继续提升，其中标箔出货接近6000吨；美国全年10亿元盈利目标不变、单月盈利1亿元以上，铜排铜箔投产即满产。加工费与产品结构双升是盈利弹性的来源。

中矿资源（前三季度营收60亿元、同比+25%，归母16亿元、同比+696%，毛利率55%、同比+36pct；Q3营收24亿元、归母5.1亿元、毛利率59%）。Q3锂盐出货约1万吨、另销售精矿约5万吨，合计折LCE约1.5万吨，精矿外售补充了增量；Q3汇兑损失2亿元以上影响利润，属于非经营性因素。卖方预计26—28年归母20/24/29亿元（同比+342%/+20%/+18%），对应PE 12/10/8倍、维持"买入"，核心看点是2027年多金属放量。

中金黄金（前三季度归母56.89亿元、同比+54.64%）。金价高位下的盈利兑现明确，Q3环比下滑主因矿产金与铜产量阶段性承压而非价格；纱岭项目投产后是产量弹性的主要来源。博迁新材（Q3归母0.9亿元、同比+98.8%）受益于镍粉需求与MLCC景气回升，毛利率环比修复3.36pct，卖方提示底部布局机会。

#### 行业趋势

有色当前是三段行情并行：铜箔/铜加工在AI算力与高端基板拉动下进入涨价+满产的兑现期；黄金在价格高位维持盈利释放，但产量与成本是分化项；锂仍在磨底，价格未见底、但资源自给率高的企业在低价下仍有盈利。

需要区分两类逻辑：铜箔与镍粉属于"量的成长"，跟随AI硬件资本开支；黄金属于"价的弹性"，跟随实际利率与避险需求。前者要看Q4出货与加工费，后者要看金价能否守住当前中枢。锂的方向最不清晰，11月电池及材料排产环比-6%至+3%、同比+22%至+48%，需求持平略降，短期难有趋势性机会。

## 基础化工

#### 核心催化

- 粘胶长丝出口报价集体上涨，供需错配行情启动。新乡化纤、吉林化纤、宜宾丝丽雅同步上调粘胶长丝出口报价，外销价格上涨150美元/吨。供给端的收缩是主因：新乡化纤关停河南粘胶长丝产能3.12万吨，新疆新建2万吨产能要到2027年上半年才可投放；丝丽雅2万吨产能也在搬迁转型过程中。2026年出口需求激增叠加产能缩减，形成了典型的价格上行周期。

- 华鲁恒升Q3收入增长但盈利短期承压。前三季度营收262.6亿元（同比+11.5%）、归母31.7亿元（同比+33.6%）、扣非31.6亿元（同比+34.2%）；Q3单季营收91.0亿元（同比+16.8%、环比+3.2%）、归母8.2亿元（同比+1.6%、环比-33.8%），收入创新高而利润环比明显回落，反映产品价差收窄的压力。分板块看，新能源新材料Q3营收52.3亿元、环比Q2增长9.5%，产销量继续爬坡。

- 成本端与供给端同时构成约束。原油价格站上110美元（布伦特）抬高石脑油与烯烃路线成本，而煤头路线的相对成本优势在扩大——这会让煤化工与油化工的盈利分化进一步加剧。

#### 核心标的及逻辑

新乡化纤（粘胶长丝出口报价上调150美元/吨）。逻辑是纯供给驱动的价格弹性：公司主动关停河南3.12万吨产能，新疆2万吨新增产能要到2027年上半年才投放，意味着2026年全年行业有效产能是净减少的；而出口需求在2026年明显放量，供需缺口直接体现在报价上。这类"产能刚性+需求脉冲"的组合，价格弹性通常大于成本弹性，利润改善会快于收入。

华鲁恒升（Q3营收91.0亿元、同比+16.8%；归母8.2亿元、同比+1.6%、环比-33.8%）。短期承压的原因是产品价差收窄，但中长期逻辑仍在成本优势与新项目投产：新能源新材料板块Q3营收52.3亿元、环比+9.5%，量在持续释放。卖方的判断是"Q3盈利短期承压，新项目投产巩固成本优势"，属于熬过价差底部的品种。

#### 行业趋势

基础化工当前的分化非常清晰：一端是供给刚性收缩的品种（粘胶长丝），价格已经开始上行；另一端是产能持续投放、价差被压缩的品种（部分新能源材料），收入增长但利润承压。

中期看，油价110美元以上会持续抬升油头路线的成本曲线，煤头与气头路线的相对优势扩大。这意味着在同样的产品价格下，成本曲线左侧的企业盈利会明显好于右侧。选股上，"成本位置"比"产品价格"更重要。

风险在于需求端。国内地产与消费需求仍弱，化工品的国内销量增长有限，出口成为主要增量——这也解释了为什么粘胶长丝的涨价是从出口报价开始的。

## 建筑材料

#### 核心催化

- 消费建材仍在盈利与收入的背离中挣扎，但毛利率已经出现分化。三棵树前三季度营收91.61亿元（同比-2.45%）、归母13.74亿元（同比-49.75%）、毛利率29.55%（同比-3.27pct）；Q3营收31.2亿元（同比-12.67%）、归母0.73亿元（同比-76.43%）、毛利率28.1%（同比-5.4pct），原材料涨价与渠道备货节奏是主因。C端零售前三季度收入44.34亿元（同比+3.23%），Q3同比-10%，主要是渠道库存与备货节奏调整。经营现金流3.62亿元、Q3环比明显改善，全年预计9—10亿元；期末应收账款36.24亿元、较此前下降6.55%，Q4减值计提预计相对较少。

- 防水环节的提价传导最顺畅。科顺股份前三季度综合毛利率26.6%（同比+2.3pct），在收入承压的背景下推动净利润同比提升；Q3受沥青价格快速上涨影响毛利率环比下降约4.5pct但同比仍略有提升。年初以来产品价格同比提升10%以上，且11—12月进一步提价的可能性较高，四季度毛利率有望环比修复。

- 浮法玻璃是当日最弱的一环。旗滨集团前三季度营收111.69亿元（同比-5.19%）、归母-7.51亿元（同比-182.08%）、扣非-9亿元（同比-333.62%）；Q3营收39.57亿元（同比-9.81%）、归母-5.84亿元、扣非-5.67亿元。前三季度拟计提资产减值及报废约5.3亿元，是当期业绩的主要拖累。

- 行业竞争格局在优化，但需求端没有改善。防水与涂料龙头的经营策略已从规模扩张转向盈利质量优先，提价、优选客户、优化结构成为共同动作。

#### 核心标的及逻辑

三棵树（Q3营收31.2亿元、归母0.73亿元）。短期看的是减值出清与现金流改善：应收账款下降6.55%、Q4减值预计较少、经营现金流全年9—10亿元，报表质量在修复；中期看的是C端零售的结构（前三季度C端收入44.34亿元、同比+3.23%），这是毛利率能否回升的关键。当前的矛盾是收入下滑速度快于成本下降速度，需要等原材料价格回落或提价落地。

科顺股份（前三季度毛利率26.6%、同比+2.3pct；产品价格同比提升10%以上）。逻辑最清晰：提价已经落地、11—12月还有一轮，而沥青价格处于高位意味着成本端已经没有更多下行空间——一旦沥青回落，毛利率的弹性会同时来自价与成本两端。行业竞争格局优化、头部企业盈利诉求趋于一致，是这个逻辑成立的前提。

旗滨集团（前三季度归母-7.51亿元、计提减值约5.3亿元）。浮法玻璃主业承压明显，市场的关注点已转向UTG（超薄柔性玻璃）与玻璃基板的布局进展，属于"用新材料业务给传统业务兜底估值"的路径，需要跟踪这两条线的客户验证与产能落地。

#### 行业趋势

建材的核心矛盾是地产与基建需求仍未企稳，而成本（沥青、纯碱、能源）在高位，导致"收入下滑+毛利压缩"的双杀。但结构上已经出现分层：具备提价能力的防水与涂料龙头毛利率在修复，而标准化程度高、无定价权的浮法玻璃仍在亏损。

中期看，行业的机会来自供给出清而非需求复苏。当落后产能退出、头部企业份额提升后，一旦需求边际改善，利润弹性会非常大；但在需求未见拐点前，只能选"提价能落地"的品种。地产链的政策变量（现房销售、收储）仍是最大的不确定性。

## 建筑装饰

#### 核心催化

- 建筑央企的盈利质量在改善，但收入增长几乎停滞。中国化学前三季度营收1376.59亿元（同比+1.0%）、归母43.24亿元（同比+2.2%）；Q3营收459.50亿元（同比+0.8%）、归母11.79亿元（同比+4.3%），利润增速跑赢收入。核心原因是主动压缩低毛利基建业务、把资源集中到化学工程主业与高毛利海外项目，上半年毛利率修复至约10%、提升0.42个百分点，海外订单翻倍放量。

- 四川路桥的Q3出现单季回落。前三季度营收752.28亿元（同比+2.66%）、归母53.38亿元（同比+0.73%）、扣非53.46亿元（同比+2.32%）；Q3营收283.77亿元（同比-4.60%）、归母22.48亿元（同比-10.82%）、扣非22.62亿元（同比-9.6%），部分项目受征拆与地质条件制约导致进度受影响。但四川省"十五五"交通投资预期将延续高强度，与"十四五"基本持平（十四五规划1万亿、实际完成1.26万亿），十五五预计年均约2000亿元，且四川占全国比重预计持续上升。

- 北方国际验证了"投建营转型"的估值逻辑。前三季度营收80.5亿元（同比-18.8%）但归母5.22亿元（同比+7.7%）、扣非5.14亿元（同比+7.0%）；Q3营收26.3亿元（同比-17.4%）、归母1.96亿元（同比+11.5%），单季盈利增速较上半年进一步加快。利润与收入背离的根源是主动压缩低毛利工程承包、集中资源到高毛利运营资产（孟加拉电站等）。

- 洁净室工程是建筑里罕见的AI受益环节。亚翔集成前三季度营收40.15亿元（同比+29.14%）、归母7.91亿元（同比+78.76%，已达去年全年的89%）、扣非7.89亿元（同比+78.91%）；Q3单季营收14.67亿元（同比+2.90%）、归母3.01亿元（同比+6.74%），单季增速回落主因去年同期高基数叠加新加坡部分项目节奏。

- AIDC并表带来第二增长曲线。罗曼股份前三季度收入14.70亿元（同比+100.81%）、归母1.01亿元（同比+379.68%）；Q3收入5.27亿元（同比+75.5%）、归母0.29亿元（同比+271.25%），增长来自2025Q4起并表武桐树AIDC业务叠加传统建筑主业修复，前三季度毛利率23.86%。

#### 核心标的及逻辑

中国化学（Q3归母11.79亿元、同比+4.3%）。逻辑是"结构优化带来利润率抬升"：收入增速只有1%但利润增速4.3%，说明低毛利业务在退出、高毛利海外项目在放量。海外订单翻倍是中期最重要的边际变化，化学工程主业的毛利率修复具备持续性。

四川路桥（前三季度归母53.38亿元、Q3归母22.48亿元、同比-10.82%）。短期承压来自项目进度（征拆与地质），但区域逻辑最硬：四川"十五五"交通投资年均约2000亿元、占全国比重上升，蜀道集团年均承接全省交通投资约1600亿元、占全省80%以上，公司作为核心平台的订单能见度高。Q4项目执行有望提速。

亚翔集成（前三季度归母7.91亿元、同比+78.76%）。这是建筑板块里最纯粹的半导体资本开支映射——洁净室工程直接跟随晶圆厂与先进封装产线建设，订单十分充裕、Q3单季毛利率创新高、净利已接近去年全年。逻辑的持续性取决于国内半导体扩产的节奏。

北方国际（前三季度归母5.22亿元、同比+7.7%）。投建营转型已跨过拐点，收入下滑但利润创历史新高，属于"用运营资产替换工程承包"的估值重构，孟加拉电站等资产的现金流稳定性是核心。

罗曼股份（前三季度收入+100.81%、归母+379.68%）。AIDC并表（武桐树）带来收入翻倍，但需注意Q3单季归母仅0.29亿元、利润率仍薄，属于"收入先行、利润待验证"的阶段。

#### 行业趋势

建筑行业正在经历一次"从规模到质量"的切换。全行业新签订单增速放缓、地方财政约束仍在，但头部企业的动作高度一致：压缩低毛利工程、提高运营资产占比、加大海外布局。这带来两个结果——收入增速普遍下台阶，但毛利率与现金流改善。

结构性的机会集中在三处：一是海外工程（中国化学海外订单翻倍、北方国际运营资产），二是半导体/AIDC相关工程（亚翔集成洁净室、罗曼股份数据中心），三是区域投资强度维持高位的省份平台（四川路桥）。传统房建与基建总包的机会要等财政发力，短期不具备弹性。

## 电力设备

#### 核心催化

- 储能是电新里业绩兑现最确定的方向。海博思创Q3营收51.38亿元（同比+51.5%、环比+30.8%）、归母5.24亿元（同比+70.7%、环比+22.2%）、毛利率22.9%（同比+4.2pct），Q3储能系统确认收入约10GWh（国内9.5GWh+海外0.5GWh）；核心变化是国内独立储能与集采项目盈利能力持续改善，今年集采项目盈利好于去年。海外实质订单估计28—30GWh（不含框架协议），在途库存有望逐步转化为收入。

- 海外户储与工商储需求爆发。德业股份前三季度营收171.80亿元（同比+94.20%）、归母42.72亿元（同比+82.03%）、扣非39.92亿元（同比+75.18%）；Q3营收65.39亿元（同比+97.49%、环比+5.8%）、归母15.55亿元（同比+88.50%），Q3储能逆变器销售40万台以上、环比小增，毛利率优于预期。公司依托覆盖全球160余个国家和地区的渠道优势持续迭代产品。

- AI数据中心供电成为新的增长极。科泰电源Q3业绩同比大增556%，前三季度营收26.7亿元（同比+121%）、归母1.49亿元；Q3末合同负债10.95亿元（较年初+290%、较H1单季再增4.97亿元、+82.9%，相当于前三季度营收的41%），存货24.47亿元（较H1增9.35亿元）系在手订单备货。市场预计今年新签70—80亿元，当前对应明年约10倍PE。

- 电网投资与特高压订单稳步增长。国电南瑞前三季度电网智能板块收入超200亿元、数能融合接近60亿元、能源低碳约150亿元、工业互联超20亿元；全年预计电网智能超360亿元、数能融合超120亿元、能源低碳接近240亿元、工业互联接近40亿元，公司预计能够完成全年750亿元营收目标；前三季度整体订单同比+13.5%，其中电网智能+7%、数能融合+20%、能源低碳+24%、工业互联+2%。

- 光伏仍在亏损但边际改善。TCL中环前三季度营收235.1亿元（同比+9.0%）、归母-45.6亿元（同比减亏21.1%）；Q3营收92.0亿元（同比+12.6%、环比+18.5%）、归母-13.5亿元（同比减亏11.9%、环比减亏13.2%）；前三季度硅片出货83.4GW、市占率行业第一，海外出货占比13.8%、出货量同比+355%，电池组件销量14.5GW（+43%）、海外占比20.6%、同比+202%。阿特斯前三季度营收186.47亿元（同比-40.4%）、归母-0.95亿元，Q3归母-3.95亿元，主因主动控制光伏出货量导致折旧成本偏高，储能Q3出货约2.9GWh、毛利率约15%、单位净利6—7分/Wh。

- 锂电与设备端出现分化。欣旺达前三季度营收635亿元（同比+46%）、归母6.1亿元（同比-56%），Q3归母仅0.1亿元（含汇兑损失1.9亿元、公允价值变动损失3.1亿元，加回后约5亿元）；晶盛机电前三季度营收54.14亿元（同比-34.56%）、归母2.83亿元（同比-68.65%），但Q3营收环比+13.90%、碳化硅衬底业务实现单季度盈利、收入结构中半导体占比已超过光伏；先导智能前三季度收入129亿元（同比+23%）、归母15.9亿元（同比+34%），新签订单280亿元（同比+50%）、合同负债190亿元（较上季度+16亿元）。

- 风电的Q3业绩风险释放接近尾声。受交付及发运节奏、阶段性成本压力和汇率波动影响，部分风电企业Q3承压：新强联Q3营收10.99亿元（同比-21.97%）、归母1.59亿元（同比-39.66%）；但风机核心标的运达、三一、明阳股价已低于或接近2024年9月风机上行行情起点，海风核心标的大金、海力、东缆也处历史相对低位。

#### 核心标的及逻辑

海博思创（Q3归母5.24亿元、同比+70.7%；前三季度归母11.56亿元、同比+85.7%）。卖方给出26—28年归母18.9/31.5/41.1亿元、对应PE 12/7/6倍，给予2027年15倍估值、目标价260元、"买入"。逻辑是"国内集采盈利改善+海外订单高增"的双击，运维业务Q3收入约3000万元、全年预计1.5亿元，是高毛利增量。

德业股份（Q3营收65.39亿元、同比+97.49%；归母15.55亿元、同比+88.50%）。被反复强调"强阿尔法"：海外户储与工商储需求旺盛、渠道覆盖160余国、Q3毛利率优于预期且环比仍在小幅提升，在行业价格竞争加剧的背景下维持盈利能力，这是最稀缺的能力。

科泰电源（Q3业绩同比+556%；Q3末合同负债10.95亿元、+290%）。这是AIDC柴发/电源链条上弹性最大的标的，前瞻指标（合同负债、存货）全面向好验证在手订单饱满，明年约10倍PE的估值在AI供电链里偏低。

国电南瑞（全年750亿元营收目标、前三季度订单+13.5%）。电网智能是基本盘（全年超360亿元），数能融合与能源低碳是增量（订单分别+20%、+24%），属于"稳增长+结构升级"的组合，在特高压与配网数字化投资周期里确定性最高。

宏发股份（前三季度营收173.4亿元、同比+34%，归母18.1亿元、同比+23%；Q3营收63.2亿元、同比+38%）。营收增速里产品涨价贡献约11pct，说明价格传导机制顺畅；高压直流、数据中心、储能等下游增长强劲，是继电器环节最直接的AI与新能源受益者。

晶盛机电（Q3碳化硅衬底单季盈利、半导体收入占比超光伏）。这是重要的结构拐点：光伏设备拖累仍在（前三季度营收-34.56%），但半导体与碳化硅已经开始贡献正利润，叠加员工持股计划，属于"底部+转型"的组合。

#### 行业趋势

电新的三条主线已经彻底分层。

第一条是储能，唯一同时具备高增长与盈利改善的方向：国内集采盈利修复、海外订单爆发、AI数据中心配储新增需求三重驱动，且龙头（海博思创、德业）的毛利率在上升而非下降，这在制造业里非常罕见。

第二条是电网与AIDC供电，属于"确定性成长"：国电南瑞的订单结构、科泰电源的合同负债都在验证需求，但这类标的的估值弹性小于储能。

第三条是光伏，仍在出清过程中：硅片出货增长但全行业亏损，TCL中环、阿特斯的亏损收窄来自减值与出货结构调整而非价格反转。这一段的投资逻辑是"熬"，不是"买"。

需要提示的风险是锂电中游的盈利质量：欣旺达Q3归母仅0.1亿元、扣非1.3亿元，说明在价格竞争下规模增长并不能转化为利润，这类"增收不增利"的标的在反弹中弹性有限。

## 机械设备

#### 核心催化

- 工程机械Q3集体超预期，出海是最硬的逻辑。广发机械的汇总最有说服力：以三一、徐工、中联、山推、柳工五家主机厂平均值为例，Q3收入+12%（国内+3%、海外+18%）、毛利率平均+0.3pct、归母净利润同比+7%，而汇兑损失平均3.5亿元，剔除汇兑后扣非同比+26%。四家主机厂海外增速保持20%以上，收入较Q2降速主要来自国内。

- 三一重工单季业绩略超预期。前三季度营收781亿元（同比+19%）、归母80亿元（同比+12%）、经营性现金流净额124亿元（净现比1.55）；Q3营收248亿元（同比+17%）、归母23亿元（同比+21%）、毛利率28.4%（同比+0.4pct）、净利率9.4%（同比+0.2pct）。公司7月25日公告拟回购4—8亿元，截至9月30日已回购约1837万股、占总股本约0.20%。

- 中联重科出现拐点信号。前三季度营收400亿元（同比+8%）、归母29.6亿元（同比-24%）、扣非15.9亿元（同比-40%）；但Q3扣非7.6亿元（同比+5%、环比+230%）、毛利率27.8%（环比+1.7pct），单季扣非拐点明确。

- 徐工机械与山推股份稳健增长。徐工前三季度营收869亿元（同比+11%）、归母56.1亿元（同比-6%）；Q3营收256亿元（同比+10%）、归母16.5亿元（同比+2%）、毛利率23.1%（环比+0.9pct）。山推前三季度营收124亿元（同比+18%）、归母10.1亿元（同比+19%）；Q3营收41亿元（同比+17%）、归母3.3亿元（同比+20%），上半年海外业务毛利占比达79%、非洲已是最大出口市场。

- 农机周期向上被再次验证。一拖股份Q3收入31.6亿元（同比+14.0%）、归母2.7亿元（同比+20.0%）；Q3总销量1.9万台（同比+8.8%），其中内销1.6万台（+12.6%）、外销2300台（-12.0%），柴油机销量同比增超70%。国金明确指出：国家统计局显示的行业数据下滑更多是库存因素，公司库存管理得当、当前库存低于往年平均。

- 机器人零部件进入"份额切换"阶段。恒立液压北美大客户丝杠供应份额70%以上、导轨份额全部切换至公司（原供应商THK）并已进入样板交付、电机30%供应份额已签正式协议；墨西哥作为核心海外生产基地，本季度启动电机产线建设，配套产能预计明年初投产。

- 燃机与AI电力是最强弹性方向。FTAI的Mod-1已完成全部关键测试（基荷23MW、峰值25MW、热效率36%），2027—2028年已签约超100台、Q3收到2.34亿美元预付款、2027年底目标月产10—15台，股价+17.27%；杰瑞股份与X客户在燃气轮机及配套设备签订20亿+美元订单，SpaceX算力由9月底1.7GW上修至明年底13GW、最高20GW。

- 检测与切割设备出现极高增速。联讯仪器前三季度营收40亿元（同比+402%）、归母20亿元（同比+1976%）、扣非19亿元（同比+1981%）、经营现金流净额15亿元（较中报增加9.7亿元）、合同负债9.24亿元（同比+526%）；Q3营收25亿元（+711%）、归母14.4亿元（+3488%）、扣非13.7亿元（+3404%）。九州一轨Q3营收1.45亿元（同比+210%）、归母1946万元扭亏，晶禧半导体（硅光晶圆切割）Q3单季收入3536万元、净利1916万元、净利率54.2%。

- PCB与金刚石散热打开新曲线。嘉立创Q3营收48.2亿元（同比+86%）、归母8.4亿元（同比+142%），单季经营性现金流入49亿元、OCF 11亿元，收现比102%、净现比131%，今年有望触及30% ROE；沃尔德Q3利润0.51亿元（同比+82%、环比+70%）、毛利率49%（同比+7.54pct），首批GPU纯金刚石散热片大规模招标落地、总量预计几十万片。

#### 核心标的及逻辑

三一重工（Q3归母23亿元、同比+21%；前三季度经营性现金流124亿元、净现比1.55）。逻辑是"海外国内共振向上"：海外增速维持20%以上、国内降速但结构改善，毛利率与净利率双升说明产品结构在往大吨位、高毛利走。回购与高现金流提供安全边际。

中联重科（Q3扣非7.6亿元、环比+230%）。这是当日机械里最典型的"拐点"标的：Q3单季扣非同比转正、环比大增，毛利率环比+1.7pct，说明降价压力最大的阶段已过。工程机械、矿山机械、农业机械"三箭齐发"的结构也让它对单一周期的依赖度低于同业。

山推股份（Q3归母3.3亿元、同比+20%）。山东重工集团旗下低估值标的，海外矿山领域打开空间：上半年海外毛利占比79%、非洲为最大出口市场、大马力产品放量。估值与增速的匹配度在主机厂里最好。

恒立液压（北美大客户丝杠70%以上份额、导轨全部切换、电机30%签协议）。这是机器人零部件里份额确定性最高的标的：从丝杠单一品类扩展到导轨、电机定转子与代工组装，单机价值量在提升；墨西哥产能明年初投产解决了海外供应的瓶颈。

杰瑞股份（已签20亿美元以上燃机及配套订单）。浙商机械标注"重点推荐&三年一倍股"，中金机械认为股价回调是筹码结构调整。逻辑是燃机+AI电力：FTAI的Mod-1产能爬坡（2027年底月产10—15台、年化120—180台）与SpaceX算力上修共同支撑订单能见度，广发机械的核实是"FTAI与杰瑞报表吻合，27年排产指引超过预期"。

联讯仪器（Q3营收25亿元、同比+711%；归母14.4亿元、同比+3488%）。这是光模块/光器件测试设备的核心受益者，1.6T产品放量带动毛利率升至77.63%，合同负债+526%印证订单饱满。业绩弹性极大，但需注意基数效应。

嘉立创（Q3营收48.2亿元、同比+86%；归母8.4亿元、同比+142%）。硬件创新基础设施平台的定位在物理AI时代被强化，收现比102%、净现比131%、ROE有望达30%，财务质量优于多数硬科技公司。

#### 行业趋势

机械的三条主线各有节奏。

工程机械是"海外定价"：国内需求平淡，但海外增速20%以上、毛利率随区域结构改善，剔除汇兑后扣非+26%说明经营质量远好于表观。这条线的风险是汇率与关税，而非需求。

机器人零部件是"份额定价"：恒立液压的导轨全部切换、电机30%签协议，说明国产替代已经从"送样"进入"切换"，2027年量产元年的确定性提高。

AI电力与检测设备是"资本开支定价"：杰瑞的燃机、联讯的测试设备、沃尔德的金刚石散热，本质上都在跟着全球AI数据中心投资走，弹性大但波动也大。

一个值得注意的横向信号是卡特彼勒Q3：集团收入同比+17%、调整后EPS同比+45%，电力与能源收入同比+18%、利润率24.4%（+2.5pct）——全球龙头的发电业务高增，与国内杰瑞、科泰电源的逻辑完全一致，这条线的产业验证是跨市场的。

## 国防军工

#### 核心催化

- 两机（商用航空发动机+燃气轮机）订单进入饱满状态。应流股份Q3营收11.13亿元（同比+50.96%、环比+18.34%）、归母1.50亿元（同比+41.92%、环比+48.34%）、毛利率34.40%（环比+0.08pct）、净利率12.89%（环比+3.54pct）；合同负债达2.83亿元、创上市以来最高峰，新签两机订单23亿元。合同负债创新高是最硬的领先指标，说明下游客户在持续下单而非去库存。

- 海外两机供应链同步上修指引。HWM（豪迈）Q3收入27.03亿美元（同比+29%、环比+6%）、净利5.67亿美元（同比+47%）、调整后EBITDA利润率32.5%（同比+310bp），其中Engine Products收入14.51亿美元（同比+33%）、分部利润率由Q2的37.7%升至39.1%，商用航空+32%、燃气轮机+45%，全年指引再上修。这说明全球民航与燃机的景气是同步的，国内供应商的订单周期不是孤立的。

- 军贸与商业航天成为新的两条腿。新光光电Q3收入3212.08万元（同比+64.81%）、归母-1250.32万元（同比增亏999.13万元）；前三季度收入9611.86万元（同比+135.76%）、归母-4637.91万元（同比增亏2307.99万元）。收入翻倍但仍在亏损，主要是光学制导某型号批产交付与光学目标模拟器的研发投入前置，市场关注的是激光武器首次交付确收与军贸突破的节奏。

- 主机厂短期承压明显。中航西飞前三季度营收186.18亿元（同比-38.44%）、归母6.45亿元（同比-35.03%）；Q3营收44.32亿元（同比-59.07%）、归母1.55亿元（同比-48.93%）。但Q3毛利率8.35%（同比+2.42pct）、净利率3.62%（同比+0.82pct）、期间费用率5.06%（同比+2.65pct），收入下滑的同时盈利能力在改善，说明产品结构与定价在优化。

- 商业航天进入"运营型保节拍"阶段。10月23—25日三天三地六星连发，前三季度累计发射70次（同比+19%），发射从"偶发里程碑"变成"按月排期的固定动作"；申万航天装备指数10月28日+4.40%、10月29日+6.84%，中国卫星盘中涨停。11月6日长征十二号甲的可回收回收验证是最近的验证节点。

#### 核心标的及逻辑

应流股份（Q3归母1.50亿元、同比+41.92%；合同负债2.83亿元创上市以来最高）。逻辑最清晰：两机订单饱满（新签23亿元）、合同负债创新高、毛利率稳定在34%以上。商用航空与燃气轮机两条线同时放量，而燃机的高增长还包含份额提升——这是国产锻铸件在全球两机供应链中地位上移的直接证据。

新光光电（Q3收入+64.81%、前三季度收入+135.76%）。收入端已经验证了交付能力（光学制导某型号批产完成部分交付验收），亏损来自研发与市场拓展前置。市场关注三个期权：激光武器首次交付确收、军贸重大突破、商业航天配套。属于"收入先行、利润待兑现"的标的，需要跟踪合同负债与订单公告。

中航西飞（Q3营收44.32亿元、同比-59.07%；毛利率同比+2.42pct）。短期收入承压是产品周期问题，看点在新产品定型与军贸落地。毛利率与净利率在收入大幅下滑时仍提升，说明公司在主动优化产品结构、放弃低毛利订单，这是报表质量的正面信号，但需要收入端确认后才具备配置价值。

#### 行业趋势

军工当前是"两条腿走路"：传统主机厂处在产品周期切换的空窗期，收入承压但盈利能力在改善；而两机与商业航天处在订单兑现的上行期。

两机的逻辑最扎实：全球民航复苏+燃气轮机因AI数据中心供电需求爆发，HWM的指引上修与应流的合同负债创新高是同一个事实的两面。这条线的持续性取决于全球航空交付节奏与燃机产能爬坡，而不是国内财政。

商业航天的逻辑正在从"事件驱动"变成"节奏驱动"：发射频次从偶发变成月度排期，意味着产业链的收入确认变得可预测，这是估值中枢上移的基础。11月6日的回收验证是分水岭——成功则打开可回收复用闭环的想象空间，失败则回到事件博弈。

风险在于军品的定价机制与订单节奏。主机厂的收入波动往往由单一型号的交付节奏决定，短期业绩与产业趋势可能严重背离，需要以订单与合同负债而非单季利润作为判断依据。

## 汽车

#### 核心催化

- 比亚迪Q3重回高增长，出口是最强引擎。Q3营收2214.89亿元（同比+13.59%、环比+13.83%）、归母100.20亿元（同比+28.08%、环比+21.60%）、扣非86.3亿元（同比+25.2%）；毛利率18.01%（同比+0.39pct、环比-0.87pct）、净利率4.61%。Q3整车销量132.31万辆（同比+18.75%、环比+19.41%），其中出口乘用车55.1万辆（同比+136.6%、环比+16.9%）、国内77.2万辆（同比-12.4%、环比+21.3%）。出口占比的快速提升既对冲了国内价格竞争，也抬升了单车盈利。

- 吉利的三率结构最健康。Q3营收990亿元（同比+10%、环比+11%）、归母48.4亿元（同比+28%）、核心归母52.1亿元（同比+32%）；前三季度营收2726亿元（同比+13%）、核心归母149亿元（同比+41%）、单车核心归

母净利约6664元（同比+37%）。形成"核心利润增速>收入增速>销量增速"的结构，Q3毛利率18.0%（环比-0.4pct，受降本收益确认节奏影响），前三季度毛利率约18%、同比+1.5pct。Q3股权激励费用3.3亿元（环比增加2.7亿元），扣除后调整核心归母54.8亿元、环比+7%。

- 奇瑞的量价齐升最明确。Q3营收979.54亿元（同比+33.76%、环比+26.54%）、归母53.96亿元（同比+15.79%、环比+22.72%）；销量80.2万辆（同比+15%、环比+13%）、出口58.4万辆（同比+58%、环比+9%）；毛利率16.3%（同比+1.2pct、环比+0.2pct）、单车收入12.2万元（同比+16.2%、环比+11.9%）；三项费率合计10%（同比+0.9pct、环比-1.4pct）。

- 合资与转型压力集中释放。上汽Q3营收1565.7亿元（同比-7.6%）、归母4.9亿元（同比-76.7%、环比-77.2%）、扣非仅0.7亿元（同比-95.9%），销量110.2万辆（同比-3.4%、环比+2.7%）；赛力斯Q3营收280.8亿元（同比-41.7%）、归母14.2亿元（同比-40.1%），扣非-13.7亿元，归母为正主要靠子公司出表后会计核算变化带来的27.9亿元非经常性损益；长城Q3营收577.67亿元（同比-5.68%）、归母13.62亿元（同比-40.75%）、毛利率17.3%（同比-1.1pct、环比-1.0pct）、单车净利0.40万元（同比-0.25万元），出口18.4万辆（同比+35.2%）。

- 热管理与液冷是最强的零部件方向。三花智控Q3营收84亿元（同比+8%、环比-8%）、归母10亿元（同比-10%、环比-8%）、扣非10亿元（同比-5%）、毛利率28.9%（同比+0.9pct、环比+0.6pct），机器人零部件加速产业化、液冷有望持续高增；银轮股份前三季度外销39亿元（同比+39%、毛利率+1.23pct、外销占比28%），商用车非道路营收48.8亿元（同比+34%）、乘用车71.8亿元（同比+24%）。

- 智驾与激光设备出现拐点。科博达智能科技Q3单季扭亏、全年保持12亿元预期、2027年翻倍，大众客户占比降至31%、蔚来与奇瑞边际增量明显，酷睿程独供且进展超预期；德龙激光Q3营收2.94亿元（同比+77%、环比+64%）、归母7401万元（去年同期亏损138万元、Q2亏损1264万元，单季扭亏）、毛利率41.5%、净利率25%。

- 机器人材料与数采是新增长极。祥源新材在灵巧手电子皮肤触觉材料上实现国产替代（超薄IXPE 0.06mm、IXPP压电材料用于动态感知、压阻PU用于静态感知）；瑞松科技为国内头部人形机器人厂商提供体外数据采集/训练项目，训练场中的模型算法、机器视觉硬件与传感器均由公司提供，单个训练场价值量百万元。

#### 核心标的及逻辑

比亚迪（Q3归母100.2亿元、同比+28.08%；出口乘用车55.1万辆、同比+136.6%）。逻辑是"出口抬结构、国内修复量"：国内销量同比仍-12.4%但环比+21.3%，说明价格战最激烈的阶段过去；出口同比翻倍以上增长且单价与毛利更高，是盈利改善的核心。Q3汇兑损失约10亿元，若剔除则业绩更好。

吉利汽车（Q3核心归母52.1亿元、同比+32%；前三季度核心归母149亿元、同比+41%）。最值得关注的是"利润增速>收入增速>销量增速"的结构，以及单车核心归母净利6664元（同比+37%）。这是产品结构升级（高端化）与全球化双兑现的结果，而非单纯以价换量。10/11/12月智充站将达3000/4000/6000座，年底超2万把枪，补能网络的完善会进一步支撑高端化。

奇瑞汽车（Q3归母53.96亿元、同比+15.79%；出口58.4万辆、同比+58%）。单车收入12.2万元（同比+16.2%）与毛利率16.3%（同比+1.2pct）同时提升，说明出口结构在向高价值市场迁移。费率环比下降1.4pct，费用管控在改善。

三花智控（Q3毛利率28.9%、同比+0.9pct；机器人零部件加速产业化）。汽车热管理的基本盘稳固，液冷与机器人零部件是第二曲线。Q3营收环比-8%说明下游整车排产有波动，但毛利率逆势提升反映产品结构在往高价值走。

银轮股份（外销39亿元、同比+39%；商用车非道路+34%、乘用车+24%）。海外与商用车双轮驱动，外销毛利率+1.23pct，是零部件里全球化兑现度较高的标的。Q3利润受汇兑损失4400万元、公允价值变动损失3700万元与社保基数提升拖累，属于非经营性因素。

#### 行业趋势

整车已经彻底分层。第一层是"出口+高端化"双轮驱动的比亚迪、吉利、奇瑞，利润增速普遍高于收入增速，单车盈利在提升；第二层是依赖国内市场的合资与转型企业（上汽、长城、赛力斯），收入与利润同时承压，

且利润受非经常性损益扰动严重。

零部件的分化沿三条线：热管理与液冷（三花、银轮）受益于AI数据中心与新能源车双重需求；智驾（科博达）处在订单兑现前夜，2027年是关键年份；机器人材料与数采（祥源新材、瑞松科技）是纯期权，需要订单验证。

风险在于国内需求与价格战。Q3国内乘用车销量同比普遍下滑（比亚迪-12.4%、长城-4.9%、上汽-3.4%），说明内需仍在收缩；一旦出口增速放缓，整车的盈利结构会迅速恶化。政策端的出口退税调整（13%→9%）与中欧贸易摩擦是外部变量。

## 计算机

#### 核心催化

三季报成为计算机板块当日最主要的定价依据，内部呈现明显的"硬件强、软件弱、AI增量强于传统主业"的分化格局。中控技术Q3收入18.71亿元、同比+2.57%，为连续多个季度负增长后首次转正，但归母净利润亏损947.9万元、同比-112.23%，前三季度归母1.46亿元、同比-66.26%；收入结构上工业AI前三季度收入6.19亿元、占比进一步提升，且已连续三个季度环比增长，传统DCS主业则处于企稳修复阶段。鼎捷数智Q3营收6.85亿元、同比+20.35%，较Q2明显提速，单季归母0.10亿元、同比+72.58%，扣非0.11亿元、同比+223.85%，AI相关签约同比高增。合合信息Q3营收5.55亿元、同比+20.46%、归母1.59亿元、同比+37.24%、扣非1.33亿元、同比+35.06%，利润增速显著快于收入，智能文字识别B端收入加速，C/B端共振验证AI产品商业化。泛微网络Q3收入4.92亿元、同比基本持平（+0.14%），但归母0.82亿元、同比+139.20%，扣非0.79亿元、同比+186.11%，盈利能力改善主要来自费用管控与AI提效。达梦数据前三季度收入同比+34.22%，表观归母仅+4.22%系约1.03亿元股份支付影响，剔除后归母+35.61%，Q3单季收入同比+30.73%，重点行业数字化转型项目加速落地。福昕软件则相对偏弱，Q3营收2.5亿元、同比-0.2%（剔除汇率+4.6%），主要受Q3全球PC出货量下滑约20%拖累渠道端，但数智政务前三季度订单1.1亿元、同比+84%，利润与现金流改善明显。

算力与服务器链条延续强势。工业富联前三季度营收9414.14亿元、同比+55.9%，归母403.75亿元、同比+79.6%，前三季度营收已超2025年全年；单Q3营收3835.54亿元、同比+57.7%、环比+25.0%，归母166.34亿元，Rubin机柜已实现出货，4Q有望在Rubin带动下再加速。紫光股份Q3营收386.40亿元、同比+29.24%，归母6.06亿元、同比+66.97%，核心子公司新华三前三季度营收809.83亿元、同比+35.83%，其中国内政企收入718.68亿元、同比+39.54%，国际业务47.85亿元、同比+37%。盛科通信Q3营收4.67亿元、同比+44.24%、环比+10.5%，研发投入同比+61%，高端交换芯片加速布局但毛利率同比下滑5.93pct至43.22%，仍处投入换份额阶段。分销端中电港前三季度营收1308.53亿元、同比+192.41%，归母约11.84亿元，存储与处理器两大高景气赛道放量。

AI应用侧出现两个新变量。一是腾讯全球数字生态大会披露WorkBuddy自2026年3月上线以来累计完成90亿次用户任务请求、Token消耗较上线时增长50倍，企业版已落地50多个行业、覆盖中国企业500强的50%与100强的60%，开放平台伙伴及开发者超5万、上架Skills超20万，并发布办公套件BuddyOne；同期OpenAI将ChatGPT Work向Uber全球3万名员工铺开，并把Oracle业务应用与Agent、ServiceNow工作流接入ChatGPT，企业侧分发明显提速。二是AI安全被单独提出，天风计算机团队援引A16z观点：87%的CISO预计2027年企业安全预算将增加、仅约4%的安全企业计划裁员、AI agent安全已成为安全领域第一优先级，当前企业安全采购中AI工具采用率不足20%，对应网宿科技、绿盟科技等标的。

物理AI的数据基础设施开始有真实订单落地。开普云10月29日晚公告签署5003万元具身智能项目合同，涉及灵巧手多模态数据采集系统配套平台、场景适配设备及部署服务，从无锡训练场到天津国资订单初步形成跨区域复制。上纬新材（启元）Q3营收4.06亿元、同比-18.04%、环比+5.56%，归母亏损2.55亿元、环比增亏1.30亿元，前三季度研发费用3.84亿元、同比+1182%，投入强度极高；其世界模型仿真器PrimeSim登顶WorldSimProbe的LIBERO综合榜并拿下五项测试中的三项第一，强化学习策略成功率由61.7%提升至73.2%。汉朔科技前三季度营收44.78亿元、同比+59.41%、归母4.82亿元、同比+53.41%，盘后电话会首次披露具身机器人业务——作为零售场景微软唯一长期全球战略合作方，全球超7万家门店使用其平台系统，单店预计可部署3-5台机器人、按2万美元/台测算市场空间最高约70亿美元。此外瑞松科技为国内头部人形机器人厂商提供以机器视觉为主的体

外数据采集与训练方案，单个数据训练场价值量约百万元；华中数控将物理AI落地数控系统，属工业端典型场景。

#### 核心标的及逻辑

中控技术：工业AI从0-1进入1-N兑现期，前三季度工业AI收入6.19亿元且连续三季度环增，Q3整体收入同比转正意味着传统主业拖累见底，短期利润受软件退税、政府补助减少及股份支付压制，属"收入先行、利润滞后"的典型。

鼎捷数智：Q3收入提速至+20.35%、扣非同比+223.85%，AI相关签约高增，是制造业软件中AI变现路径最清晰的标的之一。

合合信息：C端订阅+B端智能文字识别双轮驱动，Q3扣非+35.06%显著快于收入增速，AI研发投入已进入产出期，全球化布局提供第二增长曲线。

汉朔科技：电子价签基本盘稳健（收入+59.41%），具身机器人业务首次量化披露，7万家门店、单店3-5台、70亿美元潜在空间的测算提供了较大预期差，估值仅约15倍PE。

工业富联：AI服务器代工龙头，Rubin机柜已出货、4Q环比再加速，前三季度营收超上年全年，是算力资本开支最直接的业绩映射。

紫光股份：新华三国内政企收入+39.54%、国际+37%，订单高增蓄力后续成长，Q3归母+66.97%验证盈利能力修复。

昆仑万维：Q3收入35.78亿元、同比+72.7%，AI短剧单月流水近1亿美元、毛利率环比提升9.4pct至74.4%，但销售费用率高达69.3%、同比+17.9pct，归母亏损10.85亿元，处于"以投放换规模"阶段，需跟踪投放效率拐点。

开普云 / 上纬新材 / 瑞松科技：物理AI数据与训练基础设施三条不同路径——开普云拿订单、上纬新材做世界模型仿真与本体、瑞松科技做数采方案，共同指向"数据比模型更稀缺"的产业判断。

#### 行业趋势

第一，软件板块的AI叙事正在从"讲模型"切换到"看报表"，合合信息、泛微网络、鼎捷数智三家共同特征是扣非增速远高于收入增速，说明AI对费用的节约已先于对收入的拉动显现；而中控技术、福昕软件的收入端仍受传统主业与PC周期拖累，板块内部兑现节奏差异会持续拉大。

第二，算力硬件（工业富联、紫光股份、盛科通信、中电港）与AI应用（合合、泛微、昆仑万维）之间的业绩剪刀差仍在扩大，前者受益于北美云厂资本开支的确定性交付，后者依赖商业化验证，因此市场在北美财报不及预期时优先杀应用、在业绩兑现时优先买硬件。

第三，物理AI的产业重心正从本体向数据基础设施迁移。启元、智元（觅蜂定位一站式物理AI数据服务平台）、开普云、瑞松科技的共同点是都在卖"数据采集与训练能力"，而非单纯卖机器人，这与"优质模型均需在数据层面投入较大功夫"的产业共识一致，数据采集硬件、训练场、仿真器三个环节最值得跟踪。

## 电子

#### 核心催化

三季报成为电子板块当日唯一主线，且呈现极端分化：存储、PCB/CCL、半导体设备三条线大面积超预期，功率与军工电子则明显承压。存储端，长鑫科技前三季度营收2690亿元、同比+739%，归母/扣非1320/1340亿元，毛利率86.9%、Q3单季进一步升至90%再创新高，Q3营收1187亿元、同环比+613%/+19%，合并净利润890亿元落在预期的850-900亿元区间上沿。普冉股份Q3营收30.50亿元、同比+479.25%、环比+21.41%，归母7.28亿元、同比+3875.57%，毛利率55.15%、同比+27.01pct，2D NAND景气与SHM高毛利产品共同贡献。澜起科技Q3营收20.79亿元、同比+46.0%，归母12.40亿元、同比+162.0%，扣非+167%，预计Q4互连芯片交付订单25亿元以上，花旗上调2027-2028年盈利预测与目标价，认为Agentic AI推动内存通道数与通道填充率提升，DIMM需求增速

将快于服务器CPU出货。分销端中电港前三季度营收1308.53亿元、同比+192.41%，归母11.84亿元，存储与处理器两大品类放量。

PCB与上游材料是当日业绩最强、盘面修复最快的一条线。生益科技Q3营收141.82亿元、同比+78.76%、环比+30.3%，归母34.40亿元、同比+238.4%，扣非34.72亿元、同比+246.7%，毛利率41.63%、同比+13.48pct、环比+9pct，涨价与AI需求双轮驱动，业绩基本顶在预告上限。科翔股份Q3归母3.11亿元、同比+638.54%，营收18.5亿元、同比+100.90%，单季毛利率由Q2的9.25%跃升至30.07%、净利率由-1.43%升至16.64%，高端HDI能力兑现，天风电子认为传统HDI格局正迎来颠覆窗口、陶瓷基HDI净利率有望进一步抬升。胜宏科技Q3营收68.31亿元、同比+34.30%，扣非12.76亿元、同比+16.16%，表观归母仅5.27亿元、同比-52.17%主因非经常性损益扰动，股权激励锚定Q4高增。金安国际Q3营收31.45亿元、同比+161.88%、归母11.58亿元、同比+1030.57%，但其主打标准通用板材、高频高速AI板材仍在送样阶段、暂不直接供货AI服务器。嘉立创Q3营收48.2亿元、同比+86%，归母8.4亿元、同比+142%，收现比102%、净现比131%，全年有望触及30%ROE。上游材料方面圣泉集团先进电子材料量价齐升（Q3营收32.77亿元、同比+20.42%，剔除股份支付后扣非+4.34%）、国际复材电子细纱与Low Dk特种布受AI算力及高频高速基板拉动、电子布整体供需紧张且行业库存低位，瑞丰高材则通过并购密拓卡位低介电树脂国产替代。

半导体设备与零部件订单能见度显著提升。正帆科技Q3营收16.10亿元、同比+26.3%、环比+27.8%，归母3.22亿元同环比扭亏，前三季度新签订单57.4亿元、同比+74%，其中半导体订单占比76%。华海清科Q3营收15.39亿元、同比+23.7%，归母4.39亿元、同比+53.5%，CMP市占率与规模持续提升。微导纳米前三季度半导体营收9.98亿元、同比+89.69%，占主营比重升至55.40%，在手订单充足。中科飞测Q3营收6.73亿元、同比+34.73%，单季归母0.32亿元、同比+783.70%实现扭亏，明场设备进展亮眼，部分先进设备验收周期较长导致确收偏慢、Q4将加速。联讯仪器Q3营收25.12亿元、同比+711%、环比+141%，归母14.39亿元、同比+3488%，单季毛利率77.6%，合同负债9.24亿元、同比+526%，订单饱满度极高。晶盛机电碳化硅衬底业务实现单季度盈利并推出员工持股计划，九州一轨子公司晶禧（硅光晶圆切割）Q3收入3536万元、净利1916万元、净利率54%。

模拟与功率则冷暖不一。圣邦股份Q3营收17.09亿元、同比+74%，扣非2.97亿元、同比+208%，毛利率51.77%保持高位，网络计算与汽车需求共振。杰华特Q3营收12.3亿元、同比+62%、环比+28%，DrMOS已在大算力客户率先放量，毛利率环比+6.8pct至29.5%，但仍处亏损。斯达半导Q3收入同比+10%、环比+9%，净利润仅3000万元、同比-72%，毛利率环比-1.9pct至18.2%，摩根士丹利维持"持有"、目标价110元，判断折旧与制造成本扩张压制盈利复苏。国博电子Q3营收3.7亿元、同比-26.4%、单季转亏，并计提减值5998万元。万通发展（数渡科技）Q3收入约1.56亿元、占前三季度73.72%，合同负债1.31亿元、存货约9亿元（主要为104芯片）、预付款1.83亿元，前瞻指标全部向上。

消费电子与终端链整体稳健。东山精密Q3营收175.82亿元、同比+73.81%，光模块加速放量；领益智造Q3营收155.22亿元、同比+11.15%、归母11.53亿元、同比+14.00%、扣非10.58亿元、同比+17.88%，A客户结构性增长叠加服务器液冷与电源放量；苏州天脉Q3营收15.15亿元、同比+388.10%、环比+412.12%，苹果VC开始兑现；安克创新Q3营收95.35亿元、同比+16.96%、扣非8.40亿元、同比+61.23%；石头科技Q3营收56.1亿元、同比+34.9%、归母4.8亿元、同比+33.0%；优利德Q3营收4.78亿元、同比+56.49%、净利7010万元、同比+88.97%，前三季度外销同比+61.67%、越南基地完成产能爬坡。TCL科技Q3营收500.52亿元、同比-0.66%，但归母13.12亿元、同比+12.80%，华星贡献归母17.5亿元、同比+38%，面板环节的Alpha属性显现。

主题层面两条新线索值得记录。一是脑机接口：Neuralink公布VOICE语音恢复项目早期结果，一名ALS患者植入后第一周即实现每分钟75个英文单词输出、12.5万词汇库下词错误率仅5.8%；国内脑虎科技完成7亿元B轮融资，"脑科学与类脑研究"国家科技重大专项同日启动，聚焦半侵入式与植入式医用脑机接口。二是端侧大算力芯片：Momenta兄弟公司新芯航途发布X7 Ultra，700 TOPS算力、NPU计算利用率98.7%、中国首发量产Arm v9车规级CPU，X7已量产8个月、累计出货超20万颗、搭载10款量产车型。

#### 核心标的及逻辑

生益科技：CCL涨价与AI高频高速需求叠加，Q3毛利率环比+9pct至41.63%、扣非同比+246.7%，是电子板块业绩弹性最大且确定性最高的一环，业绩顶在预告上限意味着涨价传导顺畅。

科翔股份：Q3毛利率从9.25%跳升至30.07%属于典型的产能利用率与产品结构双拐点，高端HDI稀缺性是其核心逻辑，需跟踪陶瓷基HDI订单落地。

长鑫科技：存储周期上行最纯粹的业绩载体，毛利率90%已接近历史极值，后续弹性取决于DDR5/HBM产品结构与两存上市节奏。

澜起科技：Q4互连芯片交付指引25亿元以上、订单更高，Agentic
AI带来的内存通道数提升是新增逻辑，属AI基础设施中确定性最高的接口芯片标的。

联讯仪器：Q3单季收入超上半年合计、毛利率77.6%、合同负债同比+526%，订单能见度是全板块最好的之一，业绩兑现节奏领先。

正帆科技：新签订单同比+74%、半导体占比76%，收入确认滞后于订单，属订单先行型标的。

圣邦股份 /
杰华特：模拟与电源链的国产替代仍在加速，圣邦盈利质量稳定、杰华特弹性更大但尚未转正，需区分。

斯达半导：功率半导体定价环境虽改善，但折旧与制造成本扩张吞掉利润，短期仍属"收入增长、盈利不增长"状态。

#### 行业趋势

第一，存储与PCB是当前电子板块两条业绩主线，且逻辑不同：存储靠价格周期（长鑫毛利率90%、普冉毛利率+27pct），PCB靠AI算力带来的产品结构升级与涨价（生益、科翔、胜宏），前者要看价格拐点，后者要看产能释放与客户认证节奏。

第二，板块筹码已显著出清。公募三季报显示主动偏股基金电子持仓从43.4%降至35.8%、通信从16.9%降至14.8%，科技整体从约61.7%降至52.7%，其中因股价下跌导致的被动缩水占8.3个百分点、主动调仓仅贡献1.5个百分点——仓位下降并非基金经理主动看空，这意味着一旦业绩修复，回补空间较大。

第三，海外映射的负面冲击集中在"现金流"而非"需求"。谷歌业绩后现金流转负、收盘跌12%，亚马逊盘后再跌12%，微软宣布发行250亿美元债券（2017年以来首次在美国发债）后由涨转跌，英特尔因内存涨价压制PC需求、Q4指引大幅低于预期而盘后跌21%，闪迪、美光、海力士盘后跌约5%。市场对AI相关公司的标准已从"业绩超预期"升级为"业绩超预期+维持指引+资本开支与数据中心符合预期"，这一标准短期内会持续压制估值，但英特尔明确"数据中心需求很强、被PC周期与自身供应约束拖累"，恰恰印证AI算力需求本身并未走弱。

## 通信

#### 核心催化

光模块三季报整体低于市场预期，但内部差异极大，是当日科技板块最主要的杀跌来源。中际旭创Q3营收277.69亿元、同比+171.8%、环比+24.63%，归母85.87亿元、同比+174%、环比+8.47%，扣非90.18亿元、同比+190%、环比+22.3%，毛利率46.6%、同比+3.8pct，扣非利润符合市场预期；Q2多颗物料偶发跳票后，Q3物料供应条理性显著增强，虽仍有短缺但节奏恢复正常，因此收入环比加速，存货升至238.78亿元，产能扩张势头迅猛、供应链优先保障，龙头优势凸显。新易盛Q3营收109.40亿元、同比+80.30%、环比-12.98%，归母38.43亿元、同比+61.15%、环比-19.07%，毛利率46.27%、环比-1.7pct，业绩明显低于预期。公司在机构交流中给出两点解释：一是9月底泰国洪灾导致物流不畅，部分已生产完毕待发货产品延迟至10月确认，货品与生产基地未发生损坏、无需计提；二是Q3末存货较Q2增加50多亿元、其中约一半为可确认收入的库存商品，同时研发与管理费用因集中招聘高速DSP、硅光、NPO/CPO方向高端人才而大幅抬升，直接吃掉部分利润。公司表示全年仍力争完成激励考核目标。

二线光模块与器件公司普遍"增收不增利"。太辰光Q3营收10.07亿元、同比+161.06%、环比+52.60%，归母1.19亿元、同比+36.54%、环比仅+7.95%，毛利率26.9%、同比-9.2pct、环比-6.3pct，MPO产能爬坡叠加光纤涨价成本传导，压制盈利改善节奏。德科立Q3营收2.48亿元、同比+13.3%、环比-14.7%，归母亏损3173万元，毛利率23.

2%、同比-4.2pct，电信主业毛利率持续低迷、数通光模块受物料供应紧张导致交付不及预期，规模效应尚未释放。剑桥科技则相反，Q3营收22.16亿元、同比+67.3%、环比+56.2%，归母4.33亿元、同比+212.8%、环比+106.7%，北美新客户拓展取得重要突破、客户结构改善，高速光模块成为核心增长引擎。华工科技Q3营收48.32亿元、同比+41.75%、环比+35%，归母同比+17%，发布以XPO领衔的AI光互联全栈新品，但毛利率同比-1.05pct至20.64%、经营性现金流-12.88亿元，反映备货与原材料波动压力。

光纤光缆与海缆是当日通信板块少见的利润加速环节。中天科技前三季度营收484.40亿元、同比+27.56%，归母40.01亿元、同比+71.10%、扣非+76.91%；单Q3营收175.01亿元、同比+21.75%，归母16.14亿元、同比+109.38%、环比+9.88%，扣非15.78亿元、同比+133.88%，综合毛利率18.88%、同比+5.02pct、环比+1.74pct，光纤涨价继续向利润传导，海缆稳步兑现。烽火通信则受累于汇率，Q3营收80.7亿元、同比+35.5%，但归母仅1.2亿元、同比-46.1%，主要受国际形势影响美元及小币种贬值导致财务费用增加、其他收益减少。

运营商方面，中国联通前三季度营收2946.47亿元、同比+0.6%，归母58.03亿元、同比-33.8%，扣非48.66亿元、同比-36.2%；单Q3营收932.83亿元、同比+0.5%，归母16.64亿元、同比-31.3%，降幅较上半年略有收窄，短期承压主因增值税政策调整及人工成本计提节奏变化，算力与AI业务仍是长期价值主线。

设备与芯片侧，紫光股份Q3营收386.40亿元、同比+29.24%、环比+8.7%，归母6.06亿元、同比+66.97%，扣非5.83亿元、同比+70.41%，新华三前三季度营收809.83亿元、同比+35.83%，国内政企+39.54%、国际+37%，存货环比+31%显示备货积极。盛科通信Q3营收4.67亿元、同比+44.24%、环比+10.6%，毛利率42.14%、环比+1.39pct有所回升，数通25.6T产品稳步交付，前期上调关联交易额度至22亿元印证需求景气，国内超节点发展为交换芯片打开新空间。工业富联前三季度营收9414.14亿元、同比+55.9%，归母403.75亿元、同比+79.6%，Q3营收3835.54亿元、同比+57.7%、环比+25.0%，Rubin机柜已实现出货。

海外与产业事件层面，Marvell拟以超800亿美元收购Lumentum，Lumentum市值约830亿美元、Marvell约2200亿美元，消息公布后LITE盘后一度涨约11%、MRVL跌超8%。高盛认为双方在DSP、连接、定制硅与激光、光子、光交换资产上高度互补，若整合完成将扩大Marvell在AI数据中心光连接产业链的覆盖，并降低对少数定制XPU项目的依赖，潜在价值更可能来自垂直整合而非单纯收入协同。此外花旗提出SpaceX在美国自建地面无线网络概率上升，若落地将利好铁塔公司CCI、SBAC、AMT（目标价98/235/220美元），对传统运营商构成净压力。

#### 核心标的及逻辑

中际旭创：Q3扣非90.18亿元、环比+22.3%，在物料紧缺环境下仍实现收入环比加速，毛利率46.6%创高位，说明其在供应链中的优先级最高。存货238.78亿元既是备货也是后续收入确认的蓄水池，Q4收入有望保持环比高增。

新易盛：Q3的低于预期是"发货跨期+研发前置投入"的组合，而非需求走弱——存货增加50多亿元中约一半为可确认收入的库存商品，10月已恢复发货。公司正从成熟光模块厂商向NPO/CPO、硅光、高速DSP等下一代技术加码，短期利润被前置投入压制，中期决定其能否在1.6T之后继续保持份额。

剑桥科技：Q3归母环比+106.7%、同比+212.8%，北美新客户突破带来客户结构改善，是二线光模块中唯一实现"量利齐升"的标的，弹性来源清晰。

中天科技：光纤涨价传导顺畅（毛利率同比+5.02pct）、海缆订单兑现，是通信板块中业绩确定性最高且不受AI资本开支预期扰动的品种。

紫光股份：新华三国内政企+39.54%、国际+37%，订单与存货同步高增，Q3归母+66.97%验证盈利能力修复。

太辰光 / 德科立：MPO与数通器件环节仍在产能爬坡与物料约束中，毛利率同比分别-9.2pct、-4.2pct，需要看到光纤涨价成本压力缓解与规模效应释放后才有盈利弹性。

#### 行业趋势

第一，光模块产业链的利润正在向上游物料与光纤环节转移。中际旭创、新易盛的收入增长都受制于物料供给，太辰光、德科立的毛利率被光纤涨价吞掉，而中天科技作为光纤光缆一体化企业毛利率同比提升5.02pct——同一条产业链上，议价能力正在从模块组装向棒纤缆与关键物料迁移，这一结构变化比单季业绩更值得跟踪。

第二，龙头与二线公司的分化在加剧。中际旭创Q3扣非环比+22.3%、新易盛环比-19.07%、太辰光环比仅+7.95%，同样的行业景气下，供应链优先级、海外产能布局（泰国洪灾暴露了单一基地风险）与客户结构决定了兑现节奏，这也解释了为何高盛中国收盘点评中"新易盛、天孚通信、胜宏科技三家科技权重业绩全部低于市场预期"会直接引发科创50单日-5.48%。

第三，板块筹码已明显出清。公募三季报显示通信持仓从二季度16.9%降至14.8%，与电子合计降9.8个百分点，其中被动缩水占8.3个百分点、主动调仓仅1.5个百分点，说明抛压主要来自股价下跌而非主动减仓，一旦Q4发货恢复与1.6T放量兑现，回补弹性较大。

第四，并购整合成为光互联的新变量。Marvell对Lumentum的800亿美元收购若落地，将把电芯片与光芯片打通，国内厂商在光模块组装环节的份额优势仍在，但在DSP、激光器等上游的自主可控压力会进一步上升，硅光与CPO路线的投入强度将成为下一阶段的分水岭。

## 传媒

#### 核心催化

游戏板块三季报呈现"收入端普遍改善、利润端被投放前置压制"的共同特征。三七互娱Q3营收40.9亿元、同比+3%、环比+15%，为年内首次同比环比双增，海外新品推动SLG流水拐点初现；但扣非仅1.81亿元、同比-79%、环比-55%，归母亏损2.96亿元同比转亏，一是Q3销售费用26.8亿元、同比+50%，新品投放集中确认，二是间接持有的智谱股价波动造成5.06亿元非经常性亏损（Q1、Q2为收益）。前三季度营收113.66亿元、同比-8.79%，归母14.70亿元、同比-37.29%，销售费用率56.73%、同比+6.98pct。公司仍拟每10股派1元、分红总额2.2亿元。完美世界Q3营收23.62亿元、同比+36.85%、环比+49.5%，归母5.06亿元、同比+211.47%，扣非4.71亿元、同比+185.49%，较Q2亏损2.21亿元大幅扭亏；前三季度营收51.13亿元、同比-5.61%，归母3.87亿元、同比-41.83%。游戏业务Q3收入21.53亿元、环比+37.8%，核心产品截至10月28日全球累计流水超27亿元、海外贡献高于国内。巨人网络Q3营收19.96亿元、同比+16.98%、环比-15.44%，归母7.42亿元、同比+16.01%，扣非8.62亿元、同比+27.18%，毛利率94.4%、同比+4.0pct，非经常损益受收购Superplay或有对价影响约-1.34亿元；Q3暑期旺季费用当期确认、部分收入递延至Q4，造成收入与费用错配。恺英网络前三季度营收72.58亿元、同比+78.11%，归母20.69亿元、同比+30.69%，扣非17.91亿元、同比+17.79%；单Q3营收24.61亿元、同比+64.42%，归母6.41亿元、同比+1.22%，扣非6.24亿元、同比+7.27%，收入高增但利润率被产品周期摊薄。

影视院线仍在磨底，AI影视是唯一被反复强调的方向。博纳影业Q3营收3.09亿元、同比+3.27%，归母净亏损7690.52万元、同比亏损扩大，主要受信用减值与投资损失影响；行业层面3Q26全国含服务费票房同比-3.9%至122.4亿元，公司影投口径月度市占率仍居前十。东方明珠Q3营收16.26亿元、同比-5.5%，归母净亏损2706万元、同比由盈转亏，但微短剧作品在红果、抖音双平台热度攀升，叠纸游戏沉浸式主题展、王者荣耀"峡谷丰收季"等IP全链运营与文旅场景新业务在推进。中原传媒前三季度营收60.56亿元、同比-8.53%，归母7.29亿元、同比-2.42%，但单Q3归母2.23亿元、同比+3.77%转正，综合毛利率约40.30%、同比+2.60pct，营业成本同比-12.33%，出版主业盈利质量改善。

AI应用侧，昆仑万维Q3营收35.78亿元、同比+72.7%、环比+28%，毛利率74.4%、同比+4.4pct、环比+9.4pct，其中AI短剧单月流水近1亿美元、天工AI前三季度收入43.21亿元；但销售费用率高达69.3%、同比+17.9pct，期间费用率89.5%，归母亏损10.85亿元、扣非亏损10.88亿元、同比由盈转亏，前三季度扣非亏损15.46亿元、同比扩大129.5%，属典型"以投放换规模"阶段。阅文集团在10月16日创作大会上明确"IP+AI"战略，计划打造覆盖漫剧、动画、真人短剧的AI精品视频矩阵并发布OPC一站式平台，同步推进IP全链路运营；机构已实地考察其AI产业基地、动捕展厅与AIGC制作流程。

行业政策与产品层面有两个正向信号。一是游戏版号：Citi统计2026年10月第十批版号共195款（国产183款、进口12款），高于年内月均177款、进口数量创年内单月最高；年内累计审批1766款，仅比2025年全年1771款少5

款，预计11月批次将使全年超过上年、落在1900-2100款区间，审批节奏趋于稳定；本批腾讯获模拟手游《不可卷卷书店》、网易获一款跨平台游戏，37 Interactive、Kingnet、Perfect World等亦有产品获批。二是国产单机突破：《影之刃零》10月29日发售，截至当晚23点Steam同时在线峰值接近72万人，PC版媒体均分约88分，IGN国际版/中国分别给出9分/10分，优点在动作流畅、画面表现与低上手门槛（难度可调、无死亡惩罚），不足在Bug卡顿、剧情人物偏平淡、地图自由度有限，被视为《黑神话》之后又一款走出去的高品质国产单机。

此外，市场对"短剧监管"的传闻出现了误读式波动。据传媒圈内更新，所谓议案本周末不会出台，内容对短剧基本没有实质影响，性质接近抖音对成年人的自律性提醒（观看1小时后提示、仍可继续观看），不构成对短剧商业模式的冲击。AI影视链方面，招商传媒与中信传媒均在当日调整中明确表态"调整即加仓"，核心标的锁定上海电影、芒果超媒、华策影视，逻辑是AI剧、AI互动内容、AI综艺的项目储备与国企改革下的对外投资拓展；开源海外则从美股财报切入，指出海内外AI应用DAU很高但商业化一般（类比地图、天气），因此更看好变现路径最短的AI影视（AI长剧、AI电影、AI互动影游）。

#### 核心标的及逻辑

完美世界：Q3扣非4.71亿元、环比扭亏幅度最大，核心产品全球累计流水超27亿元且海外贡献高于国内，是游戏板块中业绩弹性与产品周期最匹配的标的。

巨人网络：毛利率94.4%、扣非同比+27.18%，长线运营稳健，Q3费用与收入错配只是确认节奏问题，Q4收入回补确定性较高。

三七互娱：收入端同比环比双增验证SLG流水拐点，但利润被26.8亿元销售费用与智谱股价波动的5.06亿元非经常亏损双重压制，需观察Q4投放效率与新游流水爬坡。

恺英网络：收入+64.42%但扣非仅+7.27%，属"以收入换份额"阶段，产品周期与现金流同步推进，弹性取决于下一款产品表现。

昆仑万维：AI短剧单月流水近1亿美元是最硬的商业化验证，但销售费用率69.3%意味着当前是买流量而非买留存，盈利拐点需等投放效率提升。

中原传媒：出版主业成本下降12.33%、毛利率提升2.60pct，Q3归母转正，属防御型稳健标的。

#### 行业趋势

第一，游戏板块已从"版号荒"进入"产品周期竞赛"。版号审批节奏稳定在全年1900-2100款、进口数量回升，供给端不再是瓶颈，竞争焦点转为买量效率与长线运营能力——三家头部公司（三七、完美、巨人）Q3销售费用率与扣非增速的反向关系，就是这一转变的直接体现。

第二，AI对传媒的改造正沿"短剧→影视→IP全链"路径推进。昆仑万维的AI短剧已跑出单月近1亿美元流水，阅文的AI精品视频矩阵覆盖漫剧、动画、真人短剧，东方明珠的微短剧在红果、抖音双平台上量，说明短剧是当前AI内容唯一被验证的高频变现场景；而AI长剧、AI电影仍处项目储备阶段，估值弹性大于业绩弹性。

第三，院线与传统广电仍在承受大盘压力（3Q26全国票房同比-3.9%、东方明珠收入-5.5%、博纳亏损扩大），行业出清尚未结束，这类公司的看点已从票房弹性转向IP运营、文旅场景与国企改革带来的资产重估。

第四，需注意传媒板块的"传闻扰动"特征。当日短剧监管传闻引发的波动最终被证实无实质影响，说明在缺乏业绩支撑的阶段，政策与传闻对股价的边际影响远大于基本面，交易层面需区分"叙事驱动"与"流水驱动"两类标的。

## 食品饮料

#### 核心催化

白酒是当日食品饮料板块的绝对主角，板块一度逆势大涨超4%，古井贡酒、泸州老窖、迎驾贡酒单日涨超6%，核心驱动不是业绩超预期，而是"业绩最差、股价最好"的背离。三季报显示行业正加速出清：贵州茅台前三

季度营收1332.84亿元、同比+1.82%，归母644.67亿元、同比-0.25%，扣非643.25亿元、同比-0.55%，毛利率89.76%、同比-1.69pct，归母净利率48.37%、同比-1.00pct；单Q3营收410.1亿元、同比+3.0%，归母199.5亿元、同比+3.8%略超市场预期，销售回款451.0亿元、同比+3.2%，但经营现金流净额133.7亿元、同比-46.7%，期末合同负债20.8亿元、环比Q2末减少10.9亿元、较2025年末减少59.2亿元，渠道蓄水池明显收缩。泸州老窖调整最深：前三季度营收146.68亿元、同比-36.58%，归母56.71亿元、同比-47.31%，扣非56.21亿元、同比-47.67%；单Q3营收41.95亿元、同比-37.14%，归母13.32亿元、同比-57.03%，公司坚持国窖去库稳价、报表延续调整，业绩符合预期。

徽酒成为最先触底的区域样本。古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖Q3收入分别同比+3.7%、+4.2%、+3%，单季行业性转正；迎驾已连续三个季度转正，洞6稳健增长、洞9势能提升，Q3利润同比+9%略超预期；古井、口子均为调整以来首次转正，指向库存已降至相对合理水平、报表出清接近尾声。徽酒能够行业性转正的关键在于8月升学宴需求旺盛，对冲了政商务下滑，且产品结构继续升级。

其他子行业整体承压但结构分化。重庆啤酒Q3营收38.14亿元、同比-9.6%，需求偏弱导致销量承压、固定成本摊薄上行；公司积极开拓非现饮渠道，即时零售渠道份额高于全渠道，1L罐装与乌苏表现相对更好，26Q3起进入去库存周期、2027年轻装上阵，并已锁定部分麦芽与铝材价格、推进工业节约项目对冲成本。东鹏饮料前三季度营收186.0亿元、同比+10.4%，归母41.4亿元、同比+10.2%，扣非38.5亿元、同比+8.8%，毛利率47.5%、同比+2.3pct；但单Q3营收61.5亿元、同比仅+0.8%，归母同比-7%左右，销售/管理/财务费用率同比分别+0.5/+0.6/+1.2pct，增长明显降速。安琪酵母Q3营收44.21亿元、同比+13.73%，归母2.90亿元、同比-8.46%，毛利率22.26%、同比-2.17pct，收入增长但盈利被成本压制。宝立食品前三季度营收24.47亿元、同比+14.74%，归母2.10亿元、同比+9.33%，扣非2.02亿元、同比+11.73%；Q3营收8.45亿元、同比+12.29%，归母0.81亿元、同比+8.10%，B端复合调味料主业放量引领增长。有友食品前三季度营收16.98亿元、同比+36.41%，归母1.86亿元、同比+6.96%，扣非1.74亿元、同比+13.02%；单Q3营收6.64亿元、同比+40.18%，但毛利率同比-7.1pct至19.9%，归母0.62亿元、同比-5.45%，收入高增而毛利被原料成本侵蚀。安井食品调研显示10月提价经销商接受度较好、行业竞争对手跟进是大概率事件；提价前经销商集中囤货导致10月发货短期承压属正常节奏，11-12月旺季订单逐步释放；受厄尔尼诺影响海水鱼糜价格涨幅超20%、中短期回落难度大，淡水鱼糜仅中个位数涨幅，公司提前布局淡水鱼糜产能可平抑波动，烘焙为首批推出披萨、蛋挞的战略赛道。

#### 核心标的及逻辑

贵州茅台：Q3收入+3.0%、利润+3.8%在行业深度调整中仍守住正增长，但合同负债环比减少10.9亿元、经营现金流同比-46.7%说明渠道回款意愿在下降，属于"报表稳、渠道弱"，是份额逻辑最硬的底仓型标的。

泸州老窖 / 古井贡酒 / 山西汾酒：机构观点明确从"一阶导拐点"转向"二阶导拐点"，即从"报表转正"转向"降幅最大时刻"，这三家属于加速出清、后续降幅将收窄且绝对市值相对品牌力明显低估的品种，弹性大于确定性。

迎驾贡酒 / 今世缘：份额逻辑突出、业绩确定性强，迎驾已连续三季度收入转正、Q3利润+9%略超预期，今世缘预期收入利润双位数增长，是最早走出拐点的两家。

东鹏饮料：前三季度毛利率提升2.3pct至47.5%说明产品结构仍在优化，但Q3收入仅+0.8%、利润转负，费用率全面上行，需观察 Q4 淡季与新品接续。

安井食品：提价落地且竞对大概率跟进，是当前食品板块少数具备定价权的标的；海水鱼糜涨价超20%的压力被淡水鱼糜产能对冲，成本端可控性优于同业。

重庆啤酒：Q3收入-9.6%已是行业压力最大区间，26Q3起主动去库存意味着2027年基数轻、报表弹性大，属"以时间换空间"型标的。

#### 行业趋势

第一，白酒已进入"基本面、预期、筹码"三重底。基本面端Q3报表加速出清（老窖收入-37.14%、茅台合同负债环比-10.9亿元），预期端双节悲观反馈已充分下修且淡季价格动销未继续恶化，筹码端在科技高拥挤度承压时具备绝对优势——这正是"业绩最差、股价最好"背离的成因，也意味着后续行情的驱动将从"业绩改善"转为"

资金切换+春节旺季预期"。

第二，行业出清呈"区域先于全国、徽酒先于川酒"的顺序。徽酒三家Q3集体转正（+3%~+4.2%），而泸州老窖仍-37%，说明库存去化程度与区域需求结构（升学宴等大众需求占比）决定了见底顺序，全国性高端品牌因政商务占比高而调整更深更久。

第三，成本端压力成为大众品的主要矛盾。有友食品毛利率-7.1pct、安琪酵母-2.17pct、安井面临海水鱼糜涨超20%，说明原料涨价正在吞噬收入增长；能否通过提价（安井已落地且竞对跟进）或原料替代（淡水鱼糜）传导，是2027年大众品盈利修复的分水岭。

第四，机构给出的时间表值得记录：国信食饮判断内需新叙事仍在酝酿、基本面预计2027年下半年逐步企稳、市场可能提前交易，并提示业绩兑现前会有表观数据恶化扰乱预期这一"切换必要阵痛"；四季度政策密集落地、行业步入淡季，供给端改善且对政策敏感度高的白酒与乳品（贵州茅台、伊利股份）优先，弹性标的为泸州老窖、古井贡酒。

## 社会服务

#### 核心催化

酒店是本板块业绩最扎实的细分。锦江酒店前三季度营收106.79亿元、同比+4.27%，归母10.55亿元、同比+41.43%，扣非10.82亿元、同比+28.87%，经营现金流净额33.60亿元、同比+20.45%；单Q3营收38.78亿元、同比+4.39%，归母5.10亿元、同比+35.88%，扣非4.89亿元、同比+13.43%。收入端仅个位数增长而利润增速远超收入，核心是降本控费与融资费用下降。经营数据则承压明显：Q3境内有限服务RevPAR同比-2.23%，其中OCC+0.03pct、ADR-5.57%，即以价换量特征突出，但直营RP同比+9.06%，结构改善对冲了整体价格下行。

首旅酒店前三季度营收55.73亿元、同比-3.61%，归母8.22亿元、同比+8.87%，扣非7.46亿元、同比+10.46%；单Q3营收19.94亿元、同比-6.01%，归母3.81亿元、同比+6.54%，扣非3.78亿元、同比+11.27%，利润超预期。前三季度毛利率42.53%、同比+1.83pct，Q3单季46.58%、同比+1.79pct，主要来自部分直营店退出与加盟占比提升。经营端Q3不含轻管理酒店RevPAR同比-2.4%、成熟同店RevPAR同比-7.8%，但9月经营已较7-8月略有改善、10月延续9月趋势，近期同比在±1%左右波动。行业层面26H1酒店需求同比增长约6%、供给同比增长6.7%，供需增速差正在收窄；商务需求总体稳定，上海、深圳、北京等城市10月经营稳中向好，演唱会、体育赛事等活动持续贡献增量。公司维持全年新开1500-1600家门店目标（与2025年同期持平），强调后续除规模外更看重核心城市与核心物业位置，并在无大额资本开支背景下表示分红比例将进一步提升。

景区则普遍承压，且下滑幅度大于酒店。10月29日披露三季报的景区公司中，峨眉山A、大连圣亚、桂林旅游、陕西旅游营收同比分别-18.99%、-15.34%、-21.38%、-23.41%，扣非归母净利润同比分别-18.68%、-28.76%、-67.16%、-41.93%。具体看：峨眉山A前三季度营收6.66亿元、同比-9.09%，归母2.13亿元、同比-8.99%，扣非2.14亿元、同比-7.74%；单Q3营收2.23亿元、同比-18.99%，归母9058万元、同比-19.79%，扣非9168万元、同比-18.68%，单季归母净利率仍达40.53%，核心景区改造期间运力受限叠加限量售票约束接待能力，利息收入增加与欠款回收对利润形成一定支撑。陕西旅游前三季度营收7.05亿元、同比-20.76%，归母2.22亿元、同比-39.85%，扣非2.14亿元、同比-41.82%；单Q3营收2.86亿元、同比-23.41%，归母9742万元、同比-40.90%，扣非9554万元、同比-41.93%，综合毛利率同比-6.85pct，核心拖累是《长恨歌》客流减少。

在这一片下滑中，九华旅游是少数三季报仍保持正增长的景区公司，当前26年PE约16倍、在景区板块中偏低。核心看点有三：一是业绩稳健性在同行普遍承压时凸显；二是狮子峰索道预计明年年中投运，名山索道回报率一般较优，开业前市场预期有望升温；三是过去三年每年Q1九华都有一波行情，与Q1为旺季的交易习惯有关，且明年春节比今年早11天，或利好客流。

#### 核心标的及逻辑

锦江酒店：利润增速（+41.43%）远高于收入（+4.27%），降本控费与融资成本下降是主因，直营RP+9.06%说明结构优化有效，但ADR-5.57%显示价格战压力仍在，属"盈利改善、经营承压"的组合。

首旅酒店：Q3扣非+11.27%超预期、毛利率同比+1.83pct，直营退出+加盟占比提升是可持续的利润来源；开店目标未下调、分红比例将提升，叠加估值处于底部，是酒店板块中赔率更好的品种。

九华旅游：板块内唯一保持正增长的景区，16倍PE具备安全边际，狮子峰索道投运与春节提前构成双重催化，属"业绩稳+有事件"的稀缺组合。

峨眉山A：单季净利率仍高达40.53%，说明核心资产盈利能力未受损，当前下滑主要来自改造期运力约束这一可逆因素，改造完成后的修复弹性值得跟踪。

陕西旅游：受《长恨歌》单项目客流下滑拖累最深（扣非-41.93%），业务集中度高导致抗风险能力弱，需观察客流恢复与演艺产品迭代。

#### 行业趋势

第一，酒店与景区走出完全相反的曲线，本质是"供给弹性"差异。酒店供给虽仍在增长（26H1供给+6.7%高于需求+6%），但连锁化率提升与加盟模式使头部企业可以通过结构升级、直营退出、费用管控在RevPAR下滑时仍实现利润增长；景区则受制于接待能力刚性（改造、限量售票）与单一客流依赖，收入下滑直接传导至利润。

第二，酒店业的价格策略已从"提价保RevPAR"转向"降价保OCC"。锦江ADR-5.57%而OCC基本持平、首旅成熟同店RevPAR-7.8%，说明行业在以价换量，这对RevPAR是负向、对入住率与市占率是正向，也意味着龙头企业的份额在提升而中小单体酒店在出清。

第三，景区板块的胜负手在于"有无新增供给"。九华旅游的狮子峰索道、峨眉山的改造完工，都属于可预期的产能释放；而陕西旅游、桂林旅游、大连圣亚缺乏新增项目，只能被动等待客流回暖，这也是估值分化的根源。

第四，需求端的结构性亮点集中在"活动经济"与"淡季平滑"。首旅提到演唱会、体育赛事持续贡献增量、假期市场全年更平均，说明酒店需求正从商务驱动转向事件驱动，这会降低行业对宏观商务需求的敏感度，也是2027年RevPAR企稳的重要前提。

## 纺织服饰

#### 核心催化

比音勒芬三季报连续超预期，前三季度收入同比+27.36%、归母净利润同比+20.51%，其中单Q3收入同比+34.44%、归母净利润同比+24.72%，增速较前三季度进一步加快。公司作为A股高端运动户外龙头，外部受益于消费K型分化下"老钱风"与户外风兴起、线上高客单价带集体放量，内部受益于品牌力、产品力与渠道力提升；同时实控人一致行动人及高管前后增持，彰显信心。旗下代理品牌Snow
Peak上海前滩太古里门店调研显示高端户外渠道拓展顺利。

海外龙头阿迪达斯26Q3同样创下单季历史新高：收入72.52亿欧元、同比+9%（汇率中性+7%），毛利率54.3%、同比+2.5pct，营业利润10.08亿欧元、同比+37%，营业利润率13.9%、同比+2.8pct，均创季度新高，并上调全年利润指引。毛利率改善主要来自约2亿欧元的美国关税退税、全价销售占比提升及DTC占比提高；营销及销售点费用8.33亿欧元、同比+4%，费用率11.5%、同比-0.5pct，费用杠杆正向贡献。

#### 核心标的及逻辑

比音勒芬：Q3收入+34.44%在纺服板块中属绝对领先，且利润增速（+24.72%）与收入增速的差距在收窄，说明规模效应与费用摊薄正在生效；高管增持提供了较强的信号意义，是板块内稀缺的"高增长+高确定性"标的。

#### 行业趋势

第一，纺服行业的分化正沿"价格带"展开。比音勒芬的高增长与消费K型分化直接相关——高端与高性价比两端扩张、中间价格带收缩，叠加户外、老钱风等风格切换，具备品牌溢价的公司获得超额增长。

第二，海外龙头的盈利改善更多来自一次性因素与结构优化，而非需求全面回暖。阿迪达斯毛利率+2.5pct中约2亿欧元来自美国关税退税，剔除后改善幅度有限，说明全球运动服饰需求仍处温和状态，DTC与全价销售占比提升是更可持续的利润来源。

第三，关税仍是纺服出口链的核心变量。阿迪达斯获得关税退税属于正向一次性收益，而国内出口型制造企业面临的是关税成本与订单转移的双向压力，两条链条的盈利方向并不一致，需区分"品牌内需"与"制造出口"两类标的。

## 轻工制造

#### 核心催化

定制家居是当日轻工最疲弱的一环，两家公司同步转亏，指向地产后周期需求与价格竞争的双重挤压。志邦家居Q3营收9.76亿元、同比-16.90%，归母亏损0.37亿元、同比-204.33%，扣非亏损0.40亿元、同比-225.12%，公司明确业绩下滑主因定制家居行业市场竞争加剧、业务规模下滑及毛利下降。金牌家居Q3营收7.13亿元、同比-20.62%，归母亏损0.62亿元、同比由盈转亏，扣非亏损0.73亿元、同比亏损扩大，橱柜、衣柜、木门三大品类收入全面下滑，国内地产调整与终端需求偏弱叠加价格战，海外订单节奏也有所放缓，仅海外订单储备与AI业务在稳步推进。相对而言悍高集团更有韧性，前三季度收入28.1亿元、同比+12.6%，归母5.0亿元、同比+3.6%，扣非4.9亿元、同比+1.5%；单Q3收入11.3亿元、同比+8.2%，归母2.1亿元、同比+4.3%，但扣非同比-4.9%，毛利率同比-1.9pct至36.5%，费用率15.0%、同比+0.1pct，属"收入稳增、盈利被毛利侵蚀"。

造纸包装整体平稳，龙头毛利韧性凸显。太阳纸业前三季度收入319.6亿元、同比+10.5%，归母29.2亿元、同比+16.9%；单Q3收入111.0亿元、同比+13.0%、环比+3.0%，归母9.7亿元、同比+34.9%、环比-7.1%，毛利率15.9%、环比-0.6pct但同比+1.8pct，在行业弱势背景下毛利韧性显现；颜店70万吨包装纸8月投产、南宁箱板纸处于爬坡期，浆纸产能规模持续扩张。奥瑞金Q3营收67.83亿元、同比+2.47%，归母1.55亿元、同比-10.22%，扣非1.66亿元、同比-0.65%，收入增速较上季放缓、下游需求相对疲软，公司持续深化原中粮包装业务整合，推进二片罐、三片罐生产运营与供应链协同。吉宏股份前三季度营收57.91亿元、同比+14.93%，归母2.01亿元、同比-6.77%，扣非1.86亿元、同比-9.55%，剔除汇兑损失后归母2.44亿元、同比+8.66%；单Q3营收20.55亿元、同比+13.85%，归母0.43亿元、同比-55.60%，跨境电商在AI赋能下收入高增，但销售费用投入加大叠加包装业务产能爬坡，单季盈利明显承压。

出口链与消费品牌呈现明显分化。英科再生Q3收入11.02亿元、同比+20.2%，归母表观-1.12亿元，但剔除汇兑与理财等非经后经营性净利润1.23亿元、同比+59.2%；分产品成品框4.31亿元（+10.6%）、装饰建材3.98亿元（+23.2%）、再生塑料2.48亿元（+33.3%）、设备及其他0.25亿元（+39.7%），Q3客户受高海运费影响下单延迟、Q4预计补发，当前在手订单饱满、满产满销。建霖家居Q3收入14.31亿元、同比+7.0%，归母1.17亿元、同比+6.5%，扣非1.14亿元、同比+16.0%；前三季度收入42.58亿元、同比+14.4%，北美收入27.7亿元、同比+16%、占比64%，其中卖场直供渠道快速放量（切入家得宝、劳氏），是低估值高分红标的。绿联科技前三季度营收91.81亿元、同比+44.26%，归母7.03亿元、同比+50.66%，扣非6.91亿元、同比+54.73%；单Q3收入33.60亿元、同比+34.03%，归母2.72亿元、同比+41.73%，智能存储等新品在IFA发布、产品矩阵向高端化与场景化延伸，是板块中增长最快的消费电子周边标的。晨光股份前三季度营收180.1亿元、同比+3.94%，归母9.5亿元、同比+0.36%，扣非7.9亿元、同比-1.30%；单Q3营收66.9亿元、同比+2.63%，归母3.66亿元、同比-6.44%，传统核心业务Q3收入25.4亿元、同比-0.1%，其中线下20.7亿元、同比-3.0%，晨光科技4.7亿元、同比+14%以上，线上对冲线下。

电工与烟草等稳定型行业亦承压。公牛集团前三季度收入122.09亿元、同比+0.1%，归母28.31亿元、同比-5.0%，扣非25.44亿元、同比-5.8%；单Q3收入38.15亿元、同比-5.3%，归母6.80亿元、同比-26.0%，扣非6.44亿元、同比-25.1%，主因渠道减负与原材料压力，电连接基本盘韧性延续、新能源业务（家用充电桩企稳、商用重卡超充放量、储能推进）预计明显修复。海外烟草方面，奥驰亚26Q3净营收61.3亿美元、同比+1.0%，归母净利25.1

8亿美元、同比+6.0%，调整后EPS 1.52美元、同比+4.8%，净利增速高于调整后主因2025Q3特殊项为净贡献0.69亿美元而2026Q3为净拖累0.29亿美元，剔除后经营改善与ABI权益收益仍是主因、税收增加部分抵消；传统烟草Q3净营收54.3亿美元。

#### 核心标的及逻辑

太阳纸业：Q3归母同比+34.9%、毛利率同比+1.8pct，在纸价弱势下靠浆纸一体化与新增产能实现利润加速，是轻工板块中少数具备成本壁垒与产能增量的标的。

英科再生：经营性净利润同比+59.2%与表观亏损形成鲜明反差，汇兑扰动掩盖了真实经营质量；Q3订单延迟至Q4补发、当前满产满销，收入与利润的错配在四季度会反转。

悍高集团：收入+12.6%在定制家居普遍双位数下滑的背景下属明显超额，但扣非转负、毛利率-1.9pct说明价格竞争已传导至五金环节，需观察费用管控能否延续。

建霖家居：北美收入占比64%、卖场直供渠道快速放量，扣非+16.0%优于收入增速，属出口链中订单结构改善的典型。

绿联科技：收入+44.26%、扣非+54.73%，是板块内增速与质量兼备的稀缺标的，新品迭代与高端化路径清晰。

公牛集团：Q3归母-26.0%为近年最大单季降幅，渠道减负与原材料压力是主因，但电连接基本盘未失、新能源业务修复在即，属短期业绩底、中期格局稳的品种。

#### 行业趋势

第一，地产后周期（定制家居、木门、橱柜）仍处下行通道且尚未见底。志邦、金牌Q3收入分别-16.90%、-20.62%，双双转亏，且两家公司均明确提到"行业价格竞争加剧"，说明当前是量价双杀而非单纯需求不足，行业出清仍需时间。

第二，出口链的盈利质量需要剔除汇兑才能看清。英科再生表观亏损1.12亿元但经营性净利+59.2%、建霖家居还原汇兑后利润更优、吉宏股份剔除汇兑后归母+8.66%，人民币升值对本币报表的扰动已成为出口型公司的共同变量，判断真实经营需以经营性口径为准。

第三，包装与造纸的整合红利开始释放。太阳纸业靠新增产能与浆纸一体化提升毛利，奥瑞金深化中粮包装整合、推进二片罐三片罐协同，行业集中度提升带来的定价权改善正在抵消需求疲软。

第四，消费品牌的内部分化沿"渠道结构"展开。晨光线下-3.0%而晨光科技+14%、绿联靠新品与海外高增、公牛因渠道减负短期承压，说明在总量疲软的环境下，线上化程度与新品迭代速度是决定增长的核心变量。

## 医药生物

#### 核心催化

海外创新药三季报集中超预期，成为板块最强映射。礼来26Q3营收243.97亿美元、同比+39%，销售额较市场预期高出18亿美元、剔除一次性收益仍高出约9亿美元，当日股价涨超7%创历史新高；公司上调2026年收入指引至910-920亿美元、营业利润率指引上调250个基点、EPS指引提高至35-36美元。JPM维持"增持"并列为首选个股，核心逻辑是海外Mounjaro继续高速增长并抢占份额、Zepbound在Medicare BRIDGE渠道快速放量、口服肥胖药Foundayo预计2027年随国际扩张和糖尿病适应症拓展进一步贡献。默沙东3Q26收入180.9亿美元、同比+5%（剔除汇率+4%），GAAP净利润50.7亿美元、同比-12%，non-GAAP EPS 2.49美元、同比-3%，本季收入含采购时点前置带来的约5.5亿美元收益；全年收入指引上调至668-673亿美元、non-GAAP EPS 2.77-2.82美元，当日股价涨3.8%。Insmed 3Q26收入5.24亿美元、同比+268%（上年同期BRINSUPRI仅上市一个首季、约0.28亿美元），研发+45%、销售及管理+36%，营业亏损收窄至0.89亿美元、期末现金约11亿美元；全年BRINSUPRI指引上调至13.5-14.0亿美元、ARIKAYCE上调至4.60-4.70亿美元。

国内创新药进入业绩驱动阶段。众生药业Q3收入4.67亿元、同比-20.62%，但归母0.65亿元、同比+3.95%，扣非0.63亿元、同比+6.92%，利润端恢复正增长、业绩筑底企稳；前三季度收入14.68亿元、同比-22.28%，归母1.77亿元、同比-29.53%，销售费用5.13亿元、同比-19.97%同步收缩，RAY1225减重三期临床数据优秀。信达生物Q3产品收入增长超40%，科伦博泰ESMO子宫内膜癌III期双终点达标，叠加礼来的强势表现，机构明确"创新药已进入业绩驱动阶段"，重点推荐科伦博泰/科伦药业、信达生物、恒瑞医药、百利天恒，弹性标的为柳药集团（约7%高股息、0.8倍PB、全球FIC癫痫创新药+祛瘀健脾茶OTC转换）。

CXO与上游环节盈利改善显著。奥浦迈前三季度营收7.39亿元、同比+172.07%，归母4886.57万元、同比-1.13%，但扣非1.06亿元、同比+183.79%；增长来自细胞培养产品收入同比+36.98%、CDMO业务+33.35%，以及澎立生物并表贡献约3亿元收入。昭衍新药作为国内实验猴存栏量最大的CRO，猴价上涨可直接增厚生物资产利润，是猴周期最纯粹的弹性标的。

医疗器械与集采窗口期压力仍在。威高骨科前三季度营收9.70亿元、同比-12.27%，归母1.78亿元、同比-14.35%，扣非1.73亿元、同比-11.12%，经营现金流净额0.98亿元、同比-60.98%，毛利率63.67%、同比-0.95pct；收入下滑主因集采窗口期渠道库存结构与价格体系调整导致销量下降，公司正主动调整渠道产品结构。乐普医疗的看点在医美新品PDRN，草根调研显示审批正从技术转行政、预计获批在即；逻辑是当前多数医美项目价格持续走低、传统产品难以为机构贡献利润，具备卖点与利润空间的新品会更受机构重视，且今年众多化妆品公司推出含PDRN成分新品形成市场教育。

医美与化妆品链呈现"收入承压、扣非高增"的组合。华熙生物前三季度营收25.96亿元、同比-17.94%，归母1.86亿元、同比-26.27%，扣非1.60亿元、同比-13.47%；单Q3营收8.40亿元、同比-6.96%，归母0.33亿元、同比+5.62%，扣非0.31亿元、同比+165.00%，收入降幅明显收窄、扣非在低基数下大幅正增，主因业务结构优化与费用严控，新品Juvelook预计助力Q4增长。诺斯贝尔（青松股份）前三季度营收18.21亿元、同比+17.25%，归母1.07亿元、同比-3.01%，但扣非1.09亿元、同比+44.00%；单Q3营收7.14亿元、同比+15.88%，归母0.51亿元、同比-38.71%，扣非0.51亿元、同比+3.98%，毛利率20.70%、同比-1.62pct，主业盈利韧性充足、高附加值订单在放量。

科研前沿方面，TYK2/IBD赛道出现密集催化。武田zasocitinib（TAK-279）治疗溃疡性结肠炎的2b期顶线结果显示，第12周临床缓解率与安慰剂组拉开显著差距、两个受试剂量中一个剂量组获得名义显著性p值，但未观察到疗效随剂量递增的效应，有效剂量组缓解率与其他在研口服药物2期数据水平相当、所有剂量组安全性良好。国泰海通医药梳理IBD口服管线：和美药业PDE4抑制剂莫米司特2期UC诱导期缓解率δ值43%（N=92）、维持期52%-75%，为口服赛道最佳疗效，银屑病适应症已上市且安全性获监管验证，具备极好的联用与出海潜力；Abivax的miR-124激动剂Obefazimod 3期UC诱导期缓解率δ值14%/19%（市值约80亿美元），维持期疗效好但需关注安全性风险。此外脑机接口领域Neuralink的VOICE项目使ALS患者第一周即实现每分钟75词输出、词错率5.8%，国内脑虎科技完成7亿元B轮融资，医用脑机接口临床转化在加速。

#### 核心标的及逻辑

科伦博泰 / 信达生物 / 恒瑞医药 / 百利天恒：机构给出的创新药核心组合，逻辑是"进入业绩驱动阶段"——科伦博泰ESMO子宫内膜癌III期双终点达标、信达Q3产品收入增超40%，从叙事驱动转向数据与放量驱动。

众生药业：Q3利润端转正、销售费用同比-19.97%，RAY1225减重三期数据优秀，属"业绩筑底+管线催化"双击型标的。

奥浦迈：扣非+183.79%是本板块增速最高的之一，细胞培养产品+36.98%、CDMO+33.35%、澎立生物并表三重驱动，上游耗材国产替代逻辑清晰。

华熙生物：Q3扣非+165%在收入仍下滑背景下实现，说明费用管控与业务结构优化已见效，Juvelook新品是Q4的关键变量。

乐普医疗：PDRN获批在即，医美机构对"有卖点且有利润空间"的新品需求强烈，属事件驱动型机会。

柳药集团：约7%股息率、0.8倍PB提供安全边际，祛瘀健脾茶OTC转换（已挂网公示）与全球FIC癫痫创新药构成弹性，是"高股息+创新药"的复合标的。

威高骨科：集采窗口期的渠道去库存仍在进行，收入与现金流同步承压，需等待新一轮带量采购落地后的价格体系稳定。

#### 行业趋势

第一，全球减重与代谢赛道仍是创新药最强主线。礼来Q3营收+39%、上调全年指引、口服肥胖药Foundayo预计2027年放量，说明GLP-1的市场空间仍在扩张而非见顶；国内RAY1225等同类管线在三期数据上的表现，将决定国产减重药的估值中枢。

第二，IBD正成为口服小分子的新战场。武田TYK2、和美PDE4、Abivax的miR-124激动剂在UC适应症上密集读出2/3期数据，且"联用价值"被反复提及，意味着单一机制难以形成绝对优势，具备联用潜力与已上市安全性背书的品种（如莫米司特）更可能胜出。

第三，国内医药板块的盈利修复普遍呈"收入弱、扣非强"形态。华熙生物（收入-6.96%、扣非+165%）、诺斯贝尔（收入+15.88%、扣非+3.98%）、奥浦迈（收入+172%、扣非+183.79%）共同指向一个事实：经过两年降本增效，企业在收入端尚未恢复时利润端已率先改善，这使"扣非增速"成为当前筛选医药标的比"收入增速"更有效的指标。

第四，器械与集采的博弈进入新阶段。威高骨科在集采窗口期主动调整渠道结构导致销量下降，说明带量采购的影响已从"降价"转向"渠道重构"，能否在新一轮集采中通过产品结构升级对冲价格下行，是器械公司分化的关键。

## 公用事业

#### 核心催化

火电与新能源运营的商业模式差异在Q3报表中被进一步放大。淮河能源前三季度营收273.3亿元、同比-1.6%，归母6.0亿元、同比-58.2%，扣非5.5亿元、同比-25.4%；单Q3营收83.9亿元、同环比-19.4%/-8.7%，归母0.7亿元、同环比-88.9%/-68.2%，扣非0.6亿元、同环比-80.6%/-58.6%。核心拖累是度电成本环比上升，电力业务盈利被煤价与利用小时双向挤压；公司同时强调分红有承诺，在盈利大幅下滑时仍维持股东回报的确定性。

中闽能源则呈现相反走势：前三季度营收15.10亿元、同比-2.37%，归母4.22亿元、同比-0.02%，但扣非3.57亿元、同比+15.96%；单Q3营收4.07亿元、同比-7.97%，归母0.75亿元、同比+57.32%，扣非0.66亿元、同比+1007.63%。Q3利润高增主要来自抽蓄电量增长对冲风电走弱，以及上年同期减值形成的低基数；扣非增速远超归母，说明主营质量实际在改善而非依赖非经常性收益。

筹码层面，电新板块整体被大幅减持。截至2026Q3末，电新行业公募基金重仓持股总市值2449亿元、环比下降27%，行业整体持仓比例7.3%、环比下降1pct；其中新能源板块持仓277亿元、环比-51%，占比环比-0.6pct至0.8%；电动车板块1764亿元、环比-24%，占比环比-0.5pct至5.2%。新能源运营与制造两端同时被减仓，反映资金对补贴退坡后收益率下行的担忧。

#### 核心标的及逻辑

淮河能源：Q3归母-88.9%是本轮煤电盈利压力的极端样本，度电成本上升直接击穿利润；但公司明确分红承诺，在盈利底部反而提供了股息率的支撑，属"业绩底+股息底"的防御型标的，弹性取决于煤价回落与电价机制调整。

中闽能源：扣非同比+1007.63%虽含低基数因素，但抽蓄电量增长对冲风电波动的模式验证了"水风光储互补"的实际价值，在新能源消纳压力上升的背景下，具备调节能力的运营商相对优势会持续扩大。

#### 行业趋势

第一，公用事业内部正在从"看装机"转向"看度电成本与调节能力"。淮河能源的度电成本上升与中闽能源的抽蓄对冲形成鲜明对照，说明在电价市场化与新能源占比提升的双重作用下，单纯的发电量增长已不能保证盈利，成本控制与调节能力才是核心变量。

第二，火电的盈利周期与煤价高度绑定，且当前处于压力区间。Q3度电成本环比上升直接导致归母-88.9%，而分红承诺的存在使公司在盈利下滑时仍需维持现金分红，这会对资本开支与负债结构形成约束，需关注其现金流覆盖能力。

第三，新能源运营的估值压力尚未释放完毕。公募对新能源板块持仓环比-51%、占比降至0.8%，是电新各子板块中降幅最大的，说明市场对补贴退坡、消纳受限与电价下行的担忧已充分反映在仓位而非估值上，反转需要看到利用小时或电价的实质改善。

第四，抽蓄与调峰资源的价值正在重估。中闽能源靠抽蓄电量增长实现扣非高增，在新能源装机快速扩张、电网调节需求上升的背景下，具备抽蓄、储能等调节性资源的运营商将获得超越装机的alpha。

## 交通运输

#### 核心催化

中远海控三季度业绩超预期，且驱动力高度清晰。Q3扣非归母净利润172亿元，超预期主要来自价格因子：单箱航线收入9402元，去年同期7501元、同比+25.3%。收入增量160.2亿元中，价格效应贡献137.1亿元（占86%）、货量效应贡献23.1亿元（占14%），说明本轮盈利改善几乎完全由运价驱动而非需求放量。现金流质量同样突出，经营现金流是归母净利润的1.43倍；Q3财务费用为-3.14亿元（即利息净收入），货币资金1525.40亿元、有息负债728.56亿元，公司处于净现金状态，利率上行对其反而是有利因素。在此盈利与现金基础上，全年股息率已升至8%以上。

#### 核心标的及逻辑

中远海控：运价驱动的172亿元单季扣非利润、1.43倍的现金流覆盖、净现金资产负债表，三者叠加使其成为典型的高股息+高现金流标的。核心逻辑在于集运的供给约束（绕行、船队交付节奏）支撑运价中枢，而公司账上净现金使其在运价回落时仍具备分红能力；风险则在于盈利对运价的弹性是双向的——价格效应占收入增量的86%，意味着运价一旦回落，利润下滑的幅度会被同比例放大。

#### 行业趋势

第一，集运的盈利结构显示需求端并未成为主导。价格效应贡献86%的收入增量、货量仅14%，说明当前运价水平更多由供给端（绕行带来的吨海里需求、有效运力约束）而非全球贸易量支撑，这也意味着一旦地缘扰动缓解、运力回归，运价的下行风险不容忽视。

第二，净现金状态改变了航运公司的股东回报逻辑。中远海控货币资金1525.40亿元、有息负债728.56亿元，财务费用为负，在利率上行环境中反而受益；这种资产负债表结构使其能够在周期下行期维持甚至提高分红，全年8%以上的股息率具备较强的防御属性。

第三，交通运输板块当日的有效信息集中度极低。除集运外，航空、快递、公路铁路等子行业在当日缺少实质性的三季报或经营数据披露，板块整体缺乏方向性驱动，资金关注度仍集中在高股息与运价弹性两条主线。

## 房地产

#### 核心催化

华发集团的信用事件是当日房地产板块的绝对核心，也是观察地方国企信用边界的关键样本。市场预期高度分化：一边是3C券商被聘请为财务顾问的消息被解读为利空（此前融创、龙光、富力、碧桂园等均被聘请重组财务顾问或协助方），点心债价格上午一度只有10多元，下午尾盘信用债异常上行；另一边是上午传出非标兑付的消息，晚间公告珠海国资委财务总监被任命为集团董事（实为常态配置、一直如此安排）、管理层更换被

解读为利好，同时披露45.7亿元资产出售。

基本面压力确实较大。集团层面上半年经营活动净现金流仅1.94亿元、亏损38亿元，华发股份的归母权益几乎要被亏完；集团短债占比41.3%、规模达1672亿元，债券存量超千亿，债务滚续压力不小。市场对其后续路径给出的两个参照是：从政治重要性看可比津城建（珠海市最大国企+化债与换届周期+广东省书记政治局委员身份，传染性不小，若展期则广州、厦门等企业可能受冲击甚至进一步扩散）；从行业属性看万科有一定可比性（地产行业救助成本高、政府完全兜底难度大）。珠海市仍在努力、短期或能维持，但往后仍需观察。

外资视角更为谨慎。摩根大通认为珠海华发集团的信托逾期及债务展期传闻，暴露了部分地方国企的流动性与资产负债表脆弱性，45家国企开发商中有22家违反至少两项"三条红线"；基准情形仍是政府优先阻止公开债违约，但银行贷款展期和非标债务风险可能继续暴露。股票端偏好资产负债表稳健的央企华润置地和中海，信用债端偏好偿债能力较强、2028年债券到期收益率约15.4%的龙湖曲线。

地产链中游的需求端同步印证压力。三棵树前三季度营收91.61亿元、同比-2.45%，归母13.74亿元、同比-49.75%；Q3营收31.2亿元、同比-12.67%，归母0.73亿元、同比-76.43%，主因原材料涨价与渠道备货节奏，前三季度毛利率29.55%、同比-3.27pct，但经营现金流3.62亿元、Q3环比明显改善、全年预计9-10亿元，期末应收账款36.24亿元、较早前下降6.5亿元。科顺股份前三季度综合毛利率26.6%、同比+2.3pct，在收入承压背景下推动净利润同比提升；Q3受沥青价格快速上涨影响毛利率环比下降约4.5pct但同比略升，年初以来产品价格同比提升10%以上，当前沥青高位运行、11-12月进一步提价可能性较高。

下游家居则是最直接的需求映射。志邦家居Q3营收9.76亿元、同比-16.90%，归母亏损0.37亿元、同比-204.33%，扣非亏损0.40亿元、同比-225.12%；金牌家居Q3营收7.13亿元、同比-20.62%，归母亏损0.62亿元、同比由盈转亏，扣非亏损0.73亿元、同比亏损扩大，橱柜、衣柜、木门三大品类收入全面下滑，房地产持续调整、终端需求偏弱及价格竞争加剧是共同原因，两家公司均提到海外订单储备与AI业务在推进但尚不足以对冲。

#### 核心标的及逻辑

华润置地 / 中海（港股央企）：摩根大通明确给出股票端偏好，逻辑是在国企信用分化加剧的环境下，只有资产负债表足够稳健、融资渠道畅通的央企才能穿越周期，属"以质换量"的防御选择。

龙湖（信用债）：2028年到期债券收益率约15.4%，其偿债能力在民营房企中相对较强，是信用债端风险收益比最优的品种，但也反映市场对民营房企的定价仍高度折价。

三棵树 / 科顺股份：地产链中游的两条不同路径——三棵树受原材料涨价与备货节奏冲击、Q3利润大幅下滑，但现金流与应收账款在改善；科顺靠提价（同比+10%以上）与客户结构优化实现毛利率同比提升，说明在需求下行期"定价权"是唯一有效的护城河。

志邦家居 / 金牌家居：定制家居双双转亏，且均明确归因于行业价格竞争加剧，说明当前是量价双杀而非单纯需求不足，行业出清仍需时间。

#### 行业趋势

第一，地方国企的信用定价正在被重估。华发事件的意义不在于单一企业，而在于打破了"国企不会违约"的隐性信仰——45家国企开发商中22家违反至少两项"三条红线"，意味着国企身份已不足以提供信用背书，未来地产债的分化将沿"城市能级+资产质量+政府支持意愿"三条线展开。

第二，政策底线的判断仍是"保公开债、弃非标"。摩根大通的基准情形是政府优先阻止公开债违约，但银行贷款展期与非标风险会继续暴露，这一判断与华发"非标兑付传闻+点心债暴跌+资产出售"的组合高度吻合，也意味着非标与银行贷款持有人将是本轮风险的主要承担方。

第三，地产链的盈利修复必须依赖提价而非需求。科顺产品价格同比提升10%以上、毛利率同比+2.3pct，而三棵树受原材料涨价冲击毛利率-3.27pct，同样面对成本上行，能否提价决定了利润方向；下游定制家居因缺乏定价权而直接转亏，产业链利润正加速向具备品牌与渠道壁垒的环节集中。

第四，传染性是当前最需警惕的变量。若华发展期，广州、厦门等同类地方国企可能受到冲击，考虑到珠海市最大国企的地位与化债、换届周期的特殊性，其处置方式将成为其他区域国企的定价模板，需密切跟踪非标兑付进展与资产出售落地节奏。

## 银行

#### 核心催化

当日银行板块的实质信息不在业绩（三季报已基本披露完毕），而在两个层面：负债端与交易端的连锁反应，以及银行作为市场风格指标的作用。

负债端，华发信用事件触发了理财子的预防性赎回。据与理财子交流的情况，一些理财子开始提前赎回含有相关敞口的基金，以及基于地域和行业维度的避险赎回，目的是提前储备流动性；基金为应对潜在赎回压力，继续卖出流动性最好的二永债，进而带崩信用债市场、并进一步传导至利率债。近期信用债市场本身缺乏明确方向，此事件成为一波调整的触发点。不过理财子自身产品并未出现大规模赎回、产品本身是安全的，对固收+基金的赎回更多出于预防性目的；与此同时，股市大跌也促使部分机构赎回固收+基金。这一链条的关键在于"预防性"而非"实质性"——流动性储备行为本身会放大资产价格波动，但不等于负债端已经失稳。

政策端，央行"换锚式"降息正式落地：10月30日央行明确每日开展隔夜逆回购操作、利率1.25%，同时将7天OMO调整为多重价位中标，隔夜OMO正式替代7天OMO成为政策利率，其他利率锚点跟随调整至隔夜OMO，资金利率走廊上下限调整为1%和1.5%。由于存在期限价差（以DR001与DR007为例，10月DR007高于DR001约6BP、今年区间在2-16BP），政策利率从1.4%下调至1.25%对应的实质降息幅度约在5-10BP。

交易端，银行成为当日风格切换的核心指标。市场普遍将"银行走弱"视为科技获得增量资金的前提：逻辑链条是银行调整→科技才有增量资金→指数才能稳定→题材情绪才会健康。当日盘面亦反复验证——开盘银行回落、科技低开往上修复；午后二线银行与白酒走强，反而压制了科技的持续回流。多位市场参与者强调，若银行未经历充分调整，盘中的科技拉升多为"诱饵"，银行不跌则科技难以上攻。

#### 核心标的及逻辑

银行板块（整体）：当前银行的核心矛盾不在盈利而在资金属性——它是市场防御情绪的载体，也是科技行情的"抽水机"。若要与科技形成跷跷板，需要看到以四大行为代表的高股息标的连续阴线跌破十日线，才可能标志极致抱团阶段的松动，这是判断风格切换最直接的先行指标。

理财子与二永债：华发事件后理财子的预防性赎回使二永债成为最先被抛售的资产（流动性最好），这提示信用债的调整顺序是"二永→普通信用债→利率债"，跟踪二永利差是判断负债端压力最灵敏的指标。

#### 行业趋势

第一，银行股已从"基本面交易"变为"风格交易"。三季报披露完毕后，板块缺乏新的业绩催化，其涨跌更多反映资金在防御与进攻之间的再平衡，这也解释了为何当日"银行一上来，市场就瑟瑟发抖"成为普遍感受。

第二，理财负债端的稳定性是当前信用债市场的关键变量。华发事件引发的预防性赎回虽未造成理财产品的实质赎回潮，但"储备流动性→卖二永→信用债调整→利率调整"的传导链条已经跑通一次，若后续非标风险继续暴露，这一链条可能被反复触发。

第三，换锚式降息的实质宽松幅度有限但信号意义明确。政策利率降至1.25%、走廊收窄至1%-1.5%，实质降息约5-10BP，对银行息差的影响偏中性甚至略负（资产端重定价快于负债端），但资金面中枢下移有利于债券配置盘，也降低了银行的同业负债成本。

第四，需要区分"信用风险"与"流动性风险"。华发事件目前主要冲击的是信用债定价与非标持有人，银行体系受到的直接冲击有限；真正的风险在于若地方国企信用重定价扩散，银行对公不良与拨备计提压力会在2027年报表中体现，这是中期需要跟踪的线索。

## 非银金融

#### 核心催化

三家A股上市险企三季报集中披露，呈现"负债端稳、投资端崩"的极端组合，单季利润集体转负。中国人寿前三季度累计归母894.30亿元、同比-46.7%，其中单Q3亏损450.59亿元，是三家中的最大亏损；寿险端NBV同比+13.1%仍保持双位数增长，但总投资收益率仅3.23%，核心偿付能力充足率156.29%、较26H下降0.51pct。新华保险前三季度累计222.82亿元、同比-32.2%，单Q3亏损5.11亿元；NBV前三季度88.73亿元、同比正增长，单Q3测算19.57亿元；年化总投资收益率3.5%、年化综合投资收益率5.0%，核心偿付能力充足率126.17%、较26H下降0.04pct。中国财险（公司本部）前三季度净利润259.54亿元、同比-35.5%（测算），财险端保费4505.01亿元、同比+1.7%，综合成本率95.8%、同比-0.3pct，其中车险94.3%、同比-0.5pct，非车险98.0%、同比持平；总投资收益率（未年化）2.5%。

港股方面，友邦保险首九个月VNB按固定汇率增长5%至46.27亿美元，Q3受香港与内地去年同期极高基数影响VNB下跌5%至14.15亿美元，但9月单月VNB同比大增逾25%、Q3新业务价值利润率同比+5.3pct至63.5%，管理层预计Q4增长势头非常强劲。分市场看，香港Q3 VNB微跌3%但8-9月合计恢复20%增长、本地客群表现亮眼；中国内地因客户赶在去年行业重新定价前投保导致基数畸高，Q3 VNB大跌33%，但9月代理渠道已重现卓越增长、保障类产品占比升至46%推高利润率；除泰国外其他分部均实现增长，新加坡+22%、马来西亚+10%、其他市场+14%。公司明确预期将超越"2023-2026年每股税后营运溢利复合年均增长9%-11%"的原定目标，并测算若美国利率曲线上行50BP，集团内涵价值仅轻微下跌1%、股东资本比率反而略升，利率敏感度极低。

筹码与估值层面，中金非银的3Q26公募持仓追踪给出了关键坐标：A股保险被公募增配0.07ppt至0.47%，但仍较沪深300权重低配2.79ppt，其中平安-A、太保-A分别增配+0.04ppt/+0.05ppt，国寿-A、新华-A分别减配-0.01ppt/-0.02ppt，平安-A低配幅度最大；港股保险配置比例维持2.13%、较流通市值占比低配2.25ppt，剔除友邦、保诚后H股中资寿险被减配0.04ppt至1.74%，个股上平安-H/国寿-H/新华-H被减配、太保-H/太平-H被增配，平安-H低配幅度最大。股价上，3Q26 A股保险平均上涨7.4%、跑赢沪深300 19.9ppt，港股保险/H股中资寿险分别上涨6.1%/4.2%、跑输恒指3.4ppt/1.5ppt。估值上，A/H中资寿险分别交易于0.53x/0.34x 2026e P/EV，对应近五年33%/60%与近十年17%/34%分位。

#### 核心标的及逻辑

中国人寿：Q3单季亏损450.59亿元是权益市场波动的直接映射，但NBV+13.1%说明负债端并未失速。当前估值处历史低位，2027年在资负两端低基数下盈利具备相对韧性，属"业绩已充分反映悲观预期"的修复型标的。

新华保险：综合投资收益率5.0%明显高于总投资收益率3.5%，说明OCI账户配置贡献了对冲，负债端NBV正增长且单季19.57亿元，弹性大于国寿但稳定性略弱。

中国财险：综合成本率95.8%、同比改善0.3pct，车险94.3%、非车险98.0%，承保端是三家标的中唯一具备确定性的；利润下滑主要来自投资端（总投资收益率2.5%未年化），属于典型的"承保稳、投资拖"。

友邦保险：Q3 VNB下跌纯属基数问题（内地客户抢在重新定价前投保），9月单月+25%、利润率+5.3pct至63.5%已验证真实动能，管理层给出Q4"非常强劲"的指引，且利率上行50BP仅影响内含价值1%，是港股金融中稀缺的低利率敏感度标的。

中国平安（A/H）：A股与H股均被低配幅度最大，若市场风格向红利再平衡，其作为高股息+低估值权重的回补空间最大。

#### 行业趋势

第一，险企利润表的波动已完全由投资端主导。国寿单季亏损450.59亿元、新华单季亏损5.11亿元、财险利润-35.5%，而三家NBV全部正增长（国寿+13.1%、新华正增长、友邦利润率提升），说明负债端经营并未恶化，利润下滑纯粹是权益市场在三季度走弱的会计映射，这也意味着一旦市场企稳，利润修复的弹性同样巨大。

第二，估值已计入悲观预期但资金尚未回流。A/H中资寿险0.53x/0.34x P/EV分别处近五年33%/60%、近十年17%/34%分位，A股保险低配2.79ppt、港股低配2.25ppt，中金判断随着风格向红利再平衡、2027年资负两端低基数下盈利具备韧性，板块或迎来估值修复。

第三，路演反馈揭示了当前市场的核心矛盾是筹码出清而非基本面。绝对回报账户此前配置了过高仓位与过高科技板块，波动加大后被动减仓引发螺旋下行；三季度龙头业绩暴雷使市场从杀估值进入杀业绩阶段，业绩好也难有股价反应，甚至导致部分公司不愿释放业绩。从筹码结构看，公募TMT集中度仍偏高、保险难有仓位大动作但会加大OCI账户配置、年金养老金调仓是否到位难说、私募出清较快、量化私募后面有赎回压力、个人投资者反弹有减持压力，情绪底已现但筹码底未确认。

第四，保险资金的配置行为将成为市场的重要边际力量。在权益波动加大、长端利率中枢下移（隔夜OMO降至1.25%）的环境下，险资加大OCI账户与高股息资产配置是必然选择，这既支撑红利板块，也意味着保险自身利润表的波动性会因OCI占比提升而下降。

## 商贸零售

#### 核心催化

黄金珠宝与化妆品是当日商贸零售板块两条最主要的业绩线，方向却完全相反。潮宏基前三季度营收59.42亿元、同比-4.73%，归母5.36亿元、同比+69.1%，扣非5.29亿元、同比+68.6%；但2025Q3曾计提商誉减值1.71亿元，剔除该影响后归母同比仅+9.8%。单Q3营收15.68亿元、同比-26.57%，归母1.14亿元、扣非1.09亿元均实现扭亏。公司在金价回落背景下保持韧性，终端零售个位数增长、好于报表数据，毛利率环比持续向好，说明收入下滑主要来自加盟发货节奏而非终端需求崩塌。

化妆品则呈现"收入提速、利润被投放吃掉"的典型特征。珀莱雅前三季度收入76.27亿元、同比+7.46%，归母12.56亿元、同比+22.46%，但扣非7.43亿元、同比-25.50%；单Q3收入22.53亿元、同比+29.76%（花知晓并表驱动提速），归母0.88亿元、同比-61.18%，扣非0.79亿元、同比-65.20%，利润大幅下滑主因形象宣传推广费增加——红宝石面霜4.0上新、原色波塔与花知晓新品上市、新品牌孵化集中投入。水羊股份前三季度营收36.68亿元、同比+7.58%，归母1.01亿元、同比-25.77%，扣非0.99亿元、同比-24.61%；单Q3营收11.58亿元、同比+27.34%，归母0.14亿元、同比+9.39%，扣非0.15亿元、同比+49.23%，Q3毛利率70.32%创近年单季新高，品牌结构持续优化。

区域零售与药店呈现"降本增效驱动利润"的共同路径。新华百货前三季度营收46.91亿元、同比微降0.34%，归母1.04亿元、同比-3.46%，扣非0.87亿元、同比-4.52%；但单Q3营收14.27亿元、同比-1.73%，归母0.35亿元、同比大幅增长63.68%，扣非0.27亿元、同比+19.49%，改善趋势显著，宁夏区内基本盘小幅承压、区外收入提速但毛利贡献微弱，关店调改的结构优化开始见效。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%，经营现金流净额22.14亿元、同比-40.63%；Q3营收同比+11.78%，增速较Q1的+0.25%、Q2的+6.87%逐季抬升，收入端明显提速。大参转债10月21日到期、未转股余额7.2亿元。

出海品牌与零售科技维持高景气。安克创新前三季度收入261.4亿元、同比+24.4%，归母22.6亿元、同比+17.0%，扣非22.8亿元、同比+53.7%；单Q3收入95.4亿元、同比+17.0%，归母5.6亿元、同比-27.0%（受公允价值变动损益影响），扣非8.4亿元、同比+61.2%，产品结构向上升级推动盈利持续改善，收入降速部分源于亚马逊Prime Day错期。石头科技前三季度营收157.0亿元、同比+30.1%，归母14.7亿元、同比+41.2%，扣非12.1亿元、同比+44.5%；单Q3营收56.1亿元、同比+34.9%，归母4.8亿元、同比+33.0%，扣非4.0亿元、同比+20.3%，在PD错期影响下仍超预期，单季确认北美退税0.22亿元。汉朔科技前三季度营收44.78亿元、同比+59.41%，归母4.82亿元、同比+53.41%，作为零售场景微软唯一长期全球战略合作方，全球超7万家门店使用其平台系统，并首次披露具身机器人业务（单店3-5台、市场空间最高约70亿美元）。晨光股份前三季度营收180.1亿元、同比+3.94%，归母9.52亿元、同比+0.36%，扣非7.92亿元、同比-1.3%；单Q3收入66.9亿元、同比+2.63%，归母3.66亿元、同比-6.44%，传统核心业务Q3收入25.3-25.4亿元、同比-0.1%，线下20.7亿元、同比-3.0%，但晨光科技4.7亿元、同比+14%以上，抖音渠道带动线上快增，科力普与杂物社稳健运营。

海外电商方面，亚马逊26Q3营收2019亿美元、同比+12%，经营利润281亿美元、同比+61%（一致预期+50%），营业利润率13.9%创历史新高，净利润207亿美元、同比-2%（主因2025Q3 Anthropic投资带来的非经营性收益高基数）；Q4指引营收2400-2470亿美元、同比+12%~16%，资本开支维持约2200亿美元。AWS营收459.8亿美元、同比+39.3%（彭博预期455亿），虽好于一致预期但未达买方42%以上的更高预期，是股价承压的直接原因。

#### 核心标的及逻辑

潮宏基：剔除去年商誉减值后归母+9.8%，在金价回落、终端零售仅个位数增长的环境下仍保持正增长，且Q3单季扭亏、毛利率环比改善，说明其产品结构与品牌力具备韧性，报表下滑主要是加盟发货节奏问题。

珀莱雅：Q3收入+29.76%验证花知晓并表与新品牌孵化成效，但扣非-65.20%说明投放强度已到极高水平；这是"以利润换份额"的战略选择，关键看Q4大促后费用率能否回落。

水羊股份：Q3毛利率70.32%创近年单季新高、扣非+49.23%，品牌结构优化已传导至利润端，是化妆品板块中少见的"收入利润双改善"标的。

大参林：Q3收入增速+11.78%较Q1的+0.25%大幅抬升，逐季提速趋势明确，扣非+18.49%优于收入，药店板块的门店扩张与品类优化正在兑现。

安克创新 / 石头科技：两家出海品牌的共同点是"扣非增速远超收入"（安克+61.2%、石头+44.5%），产品结构升级与高端化带来的毛利率改善是核心驱动，PD错期只是节奏扰动而非需求问题。

汉朔科技：零售数字化基本盘（收入+59.41%）叠加具身机器人首次量化披露，7万家门店的场景壁垒是其在物理AI叙事中最独特的资产。

#### 行业趋势

第一，黄金珠宝的报表与终端正在脱钩。潮宏基终端零售个位数增长而报表收入-26.57%，反映加盟模式下发货节奏与终端动销的时滞；在金价回落的背景下，品牌商的毛利率反而环比改善，说明行业正从"靠金价上涨赚库存收益"转向"靠产品设计与品牌溢价赚毛利"。

第二，化妆品行业进入"投放决定份额、费用决定利润"的阶段。珀莱雅Q3收入+29.76%但扣非-65.20%，水羊股份收入+27.34%且扣非+49.23%，同样高增长下利润方向相反，差异在于前者处于多品牌同时孵化的投入期、后者已完成品牌结构优化，这提示判断化妆品公司不能只看收入增速，必须看费用投放的阶段属性。

第三，零售渠道的胜负手是"关店调改+线上化"。新华百货靠关店调改实现Q3归母+63.68%，晨光线下-3.0%但线上（晨光科技）+14%以上，说明在总量疲软的环境下，渠道结构的主动调整比等待需求回暖更有效。

第四，出海品牌的高增长已进入"结构升级"阶段。安克与石头的扣非增速（+61.2%、+44.5%）均显著高于收入增速（+17.0%、+34.9%），说明其增长不再依赖铺货与低价，而是来自高端产品占比提升；这一转变使其在关税与汇率波动中的抗风险能力明显强于纯代工型出口企业。

## 农林牧渔

#### 核心催化

牧原股份三季报把猪周期的深度亏损完整呈现出来。前三季度营收922亿元、同比-17.5%至-18%，归母亏损93.19亿元、同比由盈转亏；单Q3营收327.9亿元、同比-7.2%，归母亏损32.41亿元、同比由盈转亏，业绩符合预期。拆分看，前三季度累计出栏5873万头、同比+2.5%；Q3销售商品猪2011.4万头、同比+6.3%，销售均价仅10.43元/公斤、同比-24%，均重127kg，完全成本约11.5元/公斤，头均亏损约140元，亏损幅度显著优于行业平均。商品猪业务Q3估计亏损约28亿元，其余亏损来自其他板块。

成本端的改善是当前唯一亮点，也是公司反复强调的方向。Q3全成本11.5元/公斤，9月已降至11.4元/公斤出头；仔猪与保育阶段指标改善，预计随对应批次出栏在未来3-4个月逐步体现成本下降，但最终降幅仍受冬季防

疫等因素影响。生产指标方面，最新全程成活率约87%、断奶至上市成活率约93%、全程料肉比约2.7（与前两个月基本持平）、PSY保持28-29、育肥猪日增重850g以上。公司明确Q4及未来几个月的重点工作是疫病防控，前端生产指标改善为后续生产成绩提升与成本下降提供支撑。

筹码层面，农业板块正在被低位增配。2026Q3农业板块公募基金重仓持股比例0.94%、环比上升0.41pct，在32个一级行业中排第10，但仍处于低配状态（标配比例1.2%）；分板块看农产品加工/畜禽养殖/种植业配置比例分别为0.12%/0.79%/0.03%，环比+0.03pct/+0.39pct/0pct，增配几乎全部来自畜禽养殖。重仓持股占比较高的标的为牧原股份、海大集团、温氏股份、万辰集团、天康生物等，持仓市值环比提升较多的为邦基科技、北大荒、隆平等。

#### 核心标的及逻辑

牧原股份：头均亏损140元显著优于行业平均，全成本11.5元/公斤、9月进一步降至11.4元出头，是行业内成本曲线最靠前的企业。核心逻辑是"亏损期比同行亏得少、复苏期比同行赚得多"，成本优势在猪价10.43元/公斤的极端低位下成为唯一的生存壁垒；未来3-4个月仔猪与保育指标改善的兑现，是成本继续下行的关键观察点。

海大集团 / 温氏股份 / 天康生物：均为公募重仓持有的农业核心标的，其中海大受益于饲料原料成本波动与水产料结构，温氏与天康则是生猪养殖的产能弹性品种，在板块被低位增配的背景下具备beta属性。

邦基科技 / 北大荒 /
隆平：Q3持仓市值环比提升较多，反映资金在农业内部从养殖向种植与饲料链扩散的早期迹象。

#### 行业趋势

第一，猪价已跌破行业平均完全成本，全行业进入深度亏损。牧原Q3均价10.43元/公斤、完全成本11.5元/公斤，头均亏损140元，这已是成本最优企业的水平，意味着行业平均亏损幅度更大，产能去化具备经济基础，但去化速度取决于现金流储备而非亏损幅度。

第二，成本管控能力成为本轮周期的核心分化变量。牧原把全成本从行业平均水平压到11.4-11.5元/公斤，靠的是成活率87%、料肉比2.7、PSY 28-29、日增重850g以上等一系列生产指标的系统性领先，这种优势在猪价低迷期会被放大，在猪价回升期会转化为超额利润。

第三，冬季防疫是短期最重要的不确定性。公司明确Q4重点是疫病防控，且成本下降的最终幅度"仍受冬季防疫等因素影响"，说明Q4的成本曲线存在向上风险，这也是判断2027年盈利弹性的关键变量。

第四，资金已在低位布局但仍有空间。农业板块公募持仓0.94%、环比+0.41pct，仍低于1.2%的标配比例，且增配几乎全部集中在畜禽养殖（+0.39pct），说明市场对猪周期的左侧布局已经开始，但尚未形成一致预期，一旦产能去化数据确认，仓位仍有较大提升空间。

## 综合

#### 核心催化

本板块收录的是跨行业、多元经营的标的，当日业绩信息集中在造船、EDA、探测器、出海仓配与影视几条线上。

中国船舶是三季报中最亮眼的周期龙头：前三季度营收1311.18亿元、同比+22.08%，归母134.40亿元、同比+129.67%，扣非135.41亿元、同比+209.01%，毛利率17.47%、同比+4.91pct；单Q3营收395.89亿元、同比+13.88%，归母34.87亿元、同比+68.07%，扣非37.98亿元、同比+154.71%，毛利率17.69%、同比+4.92pct、环比+0.43pct。行业层面，截至2026年9月底克拉克森新船价格指数报186.59点，年内上涨1.05%、2021年以来上涨46.79%，处历史峰值97.4%分位；2026年1-9月全球新接订单同比+96%，其中油轮+307%、LNG船+249%、散货船+81%、箱船+1%，供给端活跃船厂数量与交付量相较上轮周期明显收缩、船位已近饱和。

华大九天Q3扣非同比+1067%：前三季度营收9.60亿元、同比+19.30%，归母2693万元、同比+197.28%，扣非-0.31亿元、亏损同比收窄39.71%，毛利率88.85%、同比-1.66pct，研发费用6.30亿元、同比+13.11%；单Q3营收3.94亿元、同比+29.82%、环比+27.18%，归母0.72亿元、同比+1101.50%、环比+157.68%，扣非3419万元、同比+1067.08%，毛利率90.83%。需注意Q3非经常性损益3781万元、其中政府补助3619万元对归母贡献较大。公司10月公告拟出资1.49亿元受让芯行纪926.91万股（持股约6.90%）以补齐数字EDA布局布线关键工具，另以1.5亿元增资布局硬件仿真验证。

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%，扣非5.41亿元、同比+23.16%，经营现金流净额7.38亿元、同比-32.87%（上年同期收到客户履约保证金）；单季收入增速连续三季抬升，Q1/Q2/Q3分别为+42.50%/+68.31%/+71.92%。毛利率47.55%、同比-4.43pct，Q3单季47.29%、环比-1.68pct。业务结构上硅基微显示背板1H26收入3.50亿元、占比约21%（2025年全年仅2.5%），探测器1H26占比约57%仍为第一大业务；研发投入3.75亿元、同比+64.34%、占营收14.98%（Q3达17.5%），主要投向CMOS产品。

出海仓配与户外品牌表现分化。乐歌股份前三季度营收50.37亿元、同比+3.95%，归母0.59亿元、同比-65.04%，扣非0.33亿元、同比-70.86%；单Q3营收18.58亿元、同比+9.19%、环比+10.39%，较H1的+1.11%显著提速，归母0.38亿元、同比-5.70%、环比+83.2%，扣非0.3亿元、环比+121.6%。Q3毛利率26.55%、同比-0.24pct、环比-3.92pct（Q2退税扰动），销售费用率13.78%、同比-1.07pct、环比-2.41pct，但财务费用0.64亿元、同比+0.28亿元、费用率3.45%仍压制利润。海外仓价格战影响减弱、行业持续出清，8月底库容利用率约70%、接单量及在途货柜创历史同期新高；Ellabell 10万平自建仓已投用、成本较租赁低1/3至1/2，Apple Valley预计2027H1建成。三夫户外前三季度收入7.7亿元、同比+31.4%，归母0.6亿元、同比+176.4%；Q3收入2.4亿元、同比+16.8%，归母543.9万元、同比+23.8%；X-BIONIC收入3.2亿元、同比+51.2%、占比约42.0%，HOUDINI、CRISPI收入均0.7亿元、分别+6.2%/+6.1%，江苏三夫代理品牌收入1.4亿元、同比+52.3%；毛利率同比+4.8pct至60.3%、Q3+7.9pct至57.8%，但销售费用率+3.7pct至38.3%，归母净利率+4.0pct至7.6%。

机器人与精密制造链条的核心变量是订单。恒工精密作为T链谐波钢轮份额最大的核心供应商，人形机器人二次开发与场景部署放量，在手订单6.3亿元、在谈订单近十亿元，前三季度人形机器人业务收入1.73亿元。征和工业定位灵巧手+数采+场景闭环，英伟达GEAR实验室11月将完成21自由度链式灵巧手小样交付，国内已实现客户交货、北美大厂开始交付；定增拟投1.5亿元用于研发及产能，2026年底上海张江年产1000只产线落地、2027年扩至2-3倍。金雷股份前三季度营收20.05亿元、同比+7.81%，归母2.34亿元、同比-23.39%；Q3营收7.50亿元、同比+6.01%，归母0.91亿元、同比-22.42%，毛利率24.35%、同比-6.89pct但环比+1.62pct，改善来自精密轴占比提升、同比承压来自折旧摊销增加。

影视与广电方面，儒意电影Q3收入33.07亿元、同比+6.8%，归母1.61亿元、同比-6.9%，业绩符合预期；国内直营影院Q3票房19.5亿元、同比+4.0%，观影人次4560万、同比+1.2%，市占率16.0%、同比+8.2%，国庆档市占率16.6%亦同比增长，管理费率同比下降0.4ppt，年内累计回购2826万股、占总股本1.34%，2027年影片储备丰富。歌华有线Q3收入4.69亿元、同比+2.41%，归母净亏损8904万元、同比由盈转亏，主要因联营企业投资亏损与费用扩张；前三季度营收18.18亿元、同比+30.63%，归母1.24亿元、同比大幅增长，主要靠政企业务收入驱动，Q3毛利率8.96%、同比+1.53pct、环比+5.40pct，但销售/管理费用率分别同比+1.80pct/+1.98pct至7.49%/7.52%，公司已审议通过估值提升计划。

#### 核心标的及逻辑

中国船舶：扣非同比+209%、毛利率同比+4.91pct，是新船价格指数处历史97.4%分位、全球新接订单+96%的直接受益者；供给端船厂数量与交付能力收缩意味着高价订单的盈利释放仍在中段，周期景气尚未见顶。

华大九天：Q3扣非+1067%含低基数与政府补助因素，但收入+29.82%、环比+27.18%显示EDA国产替代的真实需求；参股芯行纪补齐数字布局布线、增资硬件仿真验证，是从"点工具"走向"全流程"的关键一步。

奕瑞科技：单季收入增速连续三季抬升（+42.50%→+68.31%→+71.92%），硅基微显示背板占比从2025年的2.5%升至1H26的21%，第二曲线已实质放量；但毛利率同比-4.43pct与研发费率14.98%说明仍在投入换份额阶段。

乐歌股份：海外仓行业出清+自建仓成本优势（低1/3至1/2）+库容利用率70%，三重因素指向2027年海外仓盈利弹性；短期利润受汇兑压制（Q3财务费用0.64亿元），需等汇率与内销代工拖累缓解。

三夫户外：X-BIONIC收入+51.2%、占比42%，高端户外品牌代理模式跑通，毛利率+4.8pct至60.3%，但销售费用率38.3%意味着仍处渠道扩张的高投入期。

恒工精密 / 征和工业：两家均以订单验证机器人业务真实性——恒工在手6.3亿+在谈近10亿、前三季度机器人收入1.73亿元；征和11月向英伟达GEAR交付21自由度灵巧手、2026年底建成1000只/年产线，是物理AI硬件链中订单能见度较高的标的。

#### 行业趋势

第一，造船周期仍处上行中段。新船价格指数处历史97.4%分位、全球新接订单同比+96%（油轮+307%、LNG船+249%），而活跃船厂数量与交付量相较上轮周期明显收缩，供给刚性使高价订单能够持续转化为利润，中国船舶扣非+209%、毛利率+4.91pct即为验证。

第二，国产EDA正从单点工具走向全流程覆盖。华大九天参股芯行纪（数字实现EDA的布局布线）与增资硬件仿真验证，指向国产EDA最难啃的环节——数字后端；这一路径决定其能否从"模拟EDA龙头"升级为"全流程平台"，也是估值能否重估的核心。

第三，出海企业的盈利普遍被汇兑与费用率压制。乐歌股份扣非-70.86%（财务费用+0.28亿元）、三夫户外销售费用率38.3%、金雷股份折旧摊销增加导致毛利率-6.89pct，说明在收入增长的同时，费用与汇率已成为决定利润的关键变量，需以经营性口径评估真实质地。

第四，机器人产业链的定价正从"叙事"转向"订单"。恒工精密（在手6.3亿元）、征和工业（英伟达11月交付、2027年产能2-3倍）都以具体订单与交付节点作为核心逻辑，这与上半年纯主题炒作有本质区别，也意味着缺乏订单验证的标的会被快速边缘化。

## 家用电器

#### 核心催化

白电三季报呈现"收入下滑、利润分化"的格局。美的集团Q3营业总收入1073.22亿元、同比-4.1%，归母149.47亿元、同比+25.9%，扣非91.93亿元、同比-15.7%，毛利率26.0%、同比-0.47pct，归母净利率13.93%、同比+3.32pct。分化原因清晰：归母高增来自扣非口径剔除的长期股权投资收益（长鑫股权贡献数十亿元）与外汇衍生工具收益，实际经营利润中单位数下滑、与收入降幅基本匹配。业务拆分上，C端整体高个位数下滑（内销-15%以上、外销中个位数增长），其中空调-15%以内（内销-20%以上、外销低个位数）、冰洗中低个位数（内销-20%、外销+15%以上）、厨小低个位数；B端高个位数增长（内销略增、外销+15%以上），楼宇高个位数（内销中个位数、外销+10%以上），工业-10%以上。

海尔智家前三季度营业总收入2218.19亿元、同比-5.23%，归母149.99亿元、同比-13.67%；单Q3营业总收入697.04亿元、同比-10.13%，归母46.82亿元、同比-12.31%，降幅较前三季度进一步扩大。公司同步推进股份回购，三地市场合计支出约35亿元，并加大注销力度，已/拟注销总股本约1.58亿股、占年初总股本的1.69%。

零部件与机器人链更具成长性。三花智控前三季度营收253亿元、同比+5%，归母31亿元、同比-5%，扣非32亿元、同比+3%，毛利率28.3%、同比+0.3pct；Q3营收84亿元、同环比+8%/-8%，归母10亿元、同环比-10%/-8%，扣非10亿元、同环比-5%/-12%，但毛利率28.9%、同环比+0.9/+0.6pct，归母净利率12.2%、同比-2.4pct、环比基本持平。机器人零部件加速产业化、液冷业务有望持续高增。儒竞科技Q3单季收入4.05亿元、同比+36.26%，归母3091万元、同比+1.43%，经营重回增长轨道；收入高增主因机器人业务放量，公司在运动控制算法与伺服驱动系统集成有技术积累，与机器人头部客户联合研发测试并实现量产交付，26H1伺服业务同比+66.8%，热泵与数据中心新业务同步发力。

消费电子品牌端则明显更强。安克创新前三季度收入261.4亿元、同比+24.4%，归母22.6亿元、同比+17.0%，扣非22.8亿元、同比+53.7%；Q3收入95.4亿元、同比+17.0%，归母5.6亿元、同比-27.0%，扣非8.4亿元、同比+61.2%。绿联科技前三季度收入91.81亿元、同比+44.26%，归母7.03亿元、同比+50.66%；单Q3收入33.60亿元、同比+34.03%，归母2.72亿元、同比+41.73%。第三方内销数据显示其结构升级明显：Q3充电宝销额市占率4.3%（排名第六）、均价160元、同比+46%；充电器销额市占率5.2%、同比+0.1pct；海外增长强劲拉动毛利率提升的逻辑进一步验证。

#### 核心标的及逻辑

美的集团：归母+25.9%与扣非-15.7%的背离完全由投资收益与汇兑对冲造成，实际经营仅中单位数下滑；C端内销-15%以上、B端外销+15%以上，说明其增长动能已从国内家电切换到海外与ToB（楼宇、工业），是家电龙头中转型最彻底的一家。

海尔智家：Q3收入-10.13%较前三季度-5.23%进一步走弱，国内需求压力集中体现；但35亿元回购与1.69%股本的注销力度在A股家电中少见，股东回报构成估值底。

三花智控：Q3毛利率28.9%、同环比双升，在收入环比-8%的情况下仍守住盈利质量；机器人零部件产业化与液冷高增是第二曲线，属"传统制冷稳、新业务弹性大"的组合。

儒竞科技：Q3收入+36.26%主要靠机器人伺服放量、26H1伺服+66.8%，是家电链中机器人含量最高、弹性最大的标的，但归母仅+1.43%说明规模效应尚未释放。

安克创新 / 绿联科技：两家扣非增速（+61.2%、+41.73%）均远高于收入增速，绿联充电宝均价同比+46%是结构升级最直观的证据，说明消费电子品牌的增长已从"铺货"转向"提价"。

#### 行业趋势

第一，白电的内销压力已充分显现。美的内销-15%以上（空调内销-20%以上、冰洗内销-20%）、海尔Q3收入-10.13%，两家龙头的国内业务同步双位数下滑，说明家电以旧换新等政策效应在退坡，行业已进入存量替换阶段。

第二，出海与ToB是龙头唯一确定的增量。美的外销中个位数、B端外销+15%以上、楼宇外销+10%以上，海尔推进全球化布局，说明国内需求下行时海外与商用业务成为利润的稳定器，这也是两家公司估值分化的核心。

第三，零部件企业的机器人转型正在兑现收入。三花智控机器人零部件加速产业化、儒竞科技伺服业务26H1+66.8%并在Q3贡献主要增量，说明家电产业链的精密制造能力（阀件、电机、伺服）正在向人形机器人迁移，这条路径比整机厂更具确定性。

第四，消费电子品牌的竞争已从价格转向结构。绿联充电宝均价+46%而市占率仍居第六、安克扣非+61.2%，说明在充电与存储等成熟品类中，高端化与场景化（如智能存储、阳台储能）才是当前有效的增长方式，单纯降价换份额的策略已失效。

## 美容护理

#### 核心催化

毛戈平（01318.HK）发布三季度自愿性经营公告：Q3集团营业收入同比+22%-24%、净利润同比+22%-24%，2026年前三季度营业收入同比+24%-26%、净利润同比+20%-22%，整体毛利率、净利率维持稳定。Q3主品牌消费客群持续扩容，各核心品类与全渠道销售表现向好，带动业绩强劲增长。机构判断化妆品延续高端化趋势，抖音扶持达播与头部品牌、淘天补贴高价值用户与优质品牌供给，流量环境整体更利好高端品牌，毛戈平具备高端国货心智、线下壁垒深且高端供给稀缺，是这一趋势最明确的受益者。

水羊股份呈现"收入提速、利润改善"的转折：前三季度营收36.68亿元、同比+7.58%，归母1.01亿元、同比-25.77%，扣非0.99亿元、同比-24.61%；单Q3营收11.58亿元、同比+27.34%，归母0.14亿元、同比+9.39%，扣非0.15亿

元、同比+49.23%，Q3毛利率70.32%创近年单季新高，品牌结构持续优化，自有品牌占比提升带动盈利质量改善。

医美端，乐普医疗的PDRN新品被列为重点关注机会。草根调研显示审批正从技术审评转入行政审批、获批在即；核心逻辑是当前多数医美项目价格持续走低、传统产品难以为机构贡献利润，因此医美机构会高度重视PDRN这类"有卖点且有利润空间"的新品；同时今年众多化妆品公司陆续推出含PDRN成分的产品，已在消费端形成市场教育与认知基础。

#### 核心标的及逻辑

毛戈平：Q3收入与利润同步+22%-24%、前三季度收入+24%-26%，在行业整体增速放缓的背景下保持20%以上的高质量增长，且毛利率与净利率稳定、未靠费用换增长。核心壁垒是高端国货心智与线下专柜体系，在流量向头部品牌集中的环境下具备"越竞争越受益"的属性。

水羊股份：Q3扣非+49.23%、毛利率70.32%创近年单季新高，说明品牌结构优化（自有品牌占比提升、代理业务收缩）已传导至利润端，是美护板块中少见的"收入利润双改善"标的，需跟踪Q4大促的费用投放节奏。

乐普医疗（医美逻辑）：PDRN获批在即，卡位的是"机构需要高毛利新品"这一真实痛点，叠加成分已在化妆品端形成认知，获批后的放量斜率可能快于一般新品，属事件驱动型机会。

#### 行业趋势

第一，化妆品的高端化趋势在流量规则变化下被强化。抖音扶持达播与头部品牌、淘天补贴高价值用户与优质供给，意味着流量成本向中小品牌抬升、向头部品牌倾斜，具备品牌溢价与线下壁垒的公司（毛戈平）获得的不是短期红利而是结构性优势。

第二，国货美护的竞争已从"渠道铺货"转向"品牌结构"。水羊股份Q3毛利率70.32%创新高、扣非+49.23%，与其收缩低毛利代理、聚焦自有品牌直接相关；毛戈平则靠主品牌客群扩容实现量价齐升，两条路径共同指向"结构优于规模"。

第三，医美正经历"老品降价、新品定价"的换挡期。传统医美项目价格持续走低已无法为机构贡献利润，机构对新品的筛选标准从"知名度"转向"利润空间+差异化卖点"，这给PDRN这类有明确成分故事与合规路径的新品提供了窗口。

第四，美护板块的三季报分化极大。毛戈平收入利润同步+20%以上，水羊股份收入+27.34%但归母仅+9.39%（前三季度仍-25.77%），说明行业总量增长有限、份额与利润正在向少数品牌集中，选股的重要性远高于选行业。

## 催化日历

- 华发集团旗下一笔10亿元人民币境内债券进入回售日，公司正筹备赎回。这是观察地方国企流动性压力是否缓释的第一个硬节点，同步关注点心债价格与信托产品兑付进度。

### 11月3日（周二）

- 乐聚机器人在京参与主办 OPENLET 具身智能开发者大会，是物理AI能否成为Q4主线的事件窗口。
- 当日为11月首个交易日，需同步跟踪三季报后首批公告与11月排产数据的市场反应。

### 11月6日（周五）

- 长征十二号甲可回收火箭实施回收验证（"下周五"口径）。这是商业航天从"任务型保成功"转向"运营型保节拍"的核心验证点，与国星宇航港股招股、蓝箭航天11月上会形成共振。

### 11月内（未定日）

- 蓝箭航天科创板/港股上会，市场对"11月上会"存在预期差。

- 游戏版号11月批次公布。10月第十批为195款（国产183、进口12），年内累计1766款；花旗预计11月批次将使全年审批量超过2025年的1771款并落在1900—2100款区间。

- 千帆星座/GW星座招标与冲刺节点，年内至12月商业航天催化持续。

- 征和工业五只灵巧手发货英伟达，是灵巧手海外订单的首个可验证交付节点。

- Marvell收购Lumentum交易（规模或超800亿美元）"最快下周"宣布，需跟踪是否落地及对光互联估值锚的影响。

- 壹石通园区100kW SOFC发电系统（12台8kW模组）计划11月底至12月完成安装调试。

- 电池及材料11月排产：整体环比-6%至+3%、同比+22%至+48%，需求持平略降（锂价下跌引发去库、抢消费税与出口退税前置、车端偏淡）。

### 11月中旬—12月中旬

- 食品饮料板块的历史超额窗口期（券商统计10月中旬到12月中旬出现超额概率大），需配合双十一动销与经销商回款数据验证。

- 国星宇航港股上市窗口：10月29日披露聆讯后资料集，聆讯后至上市平均3—4周。

### 12月

- 白酒春节开门红政策与渠道回款启动，是判断"业绩出清是否结束"的关键。

- 海外超大规模厂商2027年资本开支指引进入披露期（通常11月至次年1月），是AI硬件链条最大的单一风险窗口。

### 2027年1月15日

- 网易重点新品全球多端上线，卖方测算其2027年经调整归母净利润462亿元。

## 连板与强势股

当日盘面最强势的两条线是消费医药与PCB，连板高度整体不高，说明情绪处于修复初期而非亢奋阶段。

### 连板结构

- 上海沪工：3板，商业航天方向的高度标杆。

- 西部材料：2板，商业航天+太空算力材料。

- 澳洋健康：3板，属"玄学"炒作方向。

- 桂林三金：2板，医药方向连板。

- 东方海洋、盛洋科技、阳光照明：均2板，跟随玄学/低位补涨结构。

### 反包与穿越票

- 大业股份：穿越型标的，前一交易日卡位成功后维持强势，独立性较强。

- 襄阳轴承：机器人方向的共振票，当日走反包结构，但反包动能已用、强度一般。

### 当日涨停中的业绩驱动

金安国纪：涨停。此前从83元跌至54元（跌幅约35%），当日报63元，PE(TTM)约22倍、市值约464亿元。三季度营业收入31.45亿元（同比+161.88%）、归母净利润11.58亿元（同比+1030.57%）；前三季度营收65.43亿元（同比+101.25%）、归母19.24亿元（同比+1012.67%）。毛利率提升极快，主因是自有玻纤布。市场定位为二线覆铜板厂商，主打标准通用板材、周期性更强，高频高速AI板材尚在送样、未贡献收入，目前不直接供货AI服务器。

宏昌电子：前一日晚公布业绩后封板，是PCB元件业绩线修复的领涨票。

### 题材板块分布

- 消费：青岛食品、皇台酒业、迎驾贡酒、合百集团、好想你、古井贡酒、泸州老窖、今世缘、舍得酒业、三峡旅游。
- 医药：桂林三金、东方海洋、羚锐制药、永安药业、阳普医疗、毕得医药、万邦医药、近岸蛋白、皓元医药、睿智医药。
- PCB：金安国纪、明阳电路、满坤科技、澳弘电子、超声电子、四会富仕、依顿电子。
- 电池：祥源新材、中国电研、上海洗霸、中矿资源、圣阳股份。
- 半导体：必易微、大普微、明微电子、屹唐股份、华海诚科。

### 结构判断

盘面的核心特征是"科技转弱、机器人反包不能向上、白酒强势"，市场转向偏弱的防御。传导链条被反复提及：银行走强→科技缺少增量资金→指数难以稳定→题材情绪偏弱；反过来，只有银行（尤其是四大行）走弱，科技才有增量资金。当日PCB元件进攻为市场提振了士气，缓解了盘前最恐慌的情绪，但阵型一般、没有启动容量中军，属于业绩驱动的局部修复而非全面反攻。

## ETF关注

当日帖文中没有成体系的ETF推荐，仅在盘面跟踪里出现两只被动产品的资金动向，一并记录如下。

卫星ETF（永赢）：10月29日盘中一度涨超4%，与申万航天装备指数10月28日+4.40%、10月29日+6.84%同步，反映商业航天在业绩验证与发射催化共振下出现资金回流。若11月6日长征十二号甲回收验证顺利，该产品仍是板块最直接的β工具。

沪深300ETF：当日未见明确的申购/赎回数据，但"国家队"资金托底沪深300ETF是近期市场反复提及的稳定器，与摩根士丹利"倾向A股而非港股，理由是A股更可能受益于国家队稳定市场资金"的判断一致。

作为背景，当日披露的三季报基金持仓数据可作为被动配置的参考坐标：主动偏股型基金电子持仓占比由二季度43.4%降至35.8%、通信由16.9%降至14.8%，科技板块整体降至52.7%（降9个百分点，其中被动缩水8.3个百分点、主动调仓仅1.5个百分点）；电新行业公募重仓总市值2449亿元、环比-27%，行业持仓比例7.3%（环比-1pct）；农业板块公募重仓持股比例0.94%、环比+0.41pct，在32个一级行业中排第10，仍处低配（标配1.2%），重仓集中度为牧原股份、海大集团、温氏股份、万辰集团、天康生物。

产业类ETF目前缺乏明确的资金面催化，暂不做方向性推荐。

## 海外财报速览

- Amazon（AMZN）：Q3营收2019亿美元（+12%，剔除Prime Day错期影响增速高出约4pct），营业利润281亿美元（+61%）、利润率13.9%创历史新高，净利207亿美元（-2%），EPS 1.89美元（预期1.97美元）。AWS收入460亿美元（+39.3%）、连续第六季加速、创近五年最快，营业利润率38.7%；广告196亿美元（+11%）；订单积压5780亿美元（环比+820亿美元）；资本开支维持约2200亿美元。管理层称2027、2028年增速都可能超过40%。

- Alphabet（GOOGL）：单日跌12.64%、市值蒸发4790亿美元。搜索广告增速不及预期（世界杯与AI产品推广导致货币化效率阶段性下行）、自由现金流骤降、未给出2027年资本开支指引。

- Microsoft（MSFT）：业绩全线超预期、云业务高景气，季度自由现金流强劲；同时拟发行至少250亿美元高等级美元债，引发对AI资本开支融资压力的关注。

- Intel（INTC）：Q3收入165.13亿美元（+21%），Non-GAAP毛利率42%（指引44.1%）、EPS 0.52美元（指引0.38美元）；DCAI收入73亿美元（环比+17%、运营利润率41.5%）、CCPG 81亿美元（环比-9%）。Q4指引收入150—160亿美元、毛利率38%、EPS 0.25美元，全面低于预期，盘后跌超20%。

## 存储与半导体

- SanDisk（SNDK）：季度营收110.31亿美元（超一致预期2.7%）、调整后EPS 49.51美元（超6.0%）、毛利率85.1%；下季营收与EPS指引高于一致预期但低于高盛预测。

- Kioxia（铠侠）：12月季度营业利润指引仅2万亿日元，远低于买方2.3万亿（一个月前为2.5万亿），营收指引环比仅+1%，市场反应极其负面。

-
Samsung（三星电子）：净利润75.21万亿韩元低于预期；2027年HBM已售罄，计划2027年上半年量产HBM4E。

- Marvell（MRVL）：正就收购Lumentum深入磋商，交易或超800亿美元（LITE市值约830亿、MRVL约2200亿），最快下周宣布；消息后LITE盘后+11%、MRVL -8%。

- Oracle（ORCL）：AI World大会给出FY30指引——总收入超2250亿美元、自由现金流300亿美元、非GAAP EPS 21美元；AI计算业务毛利率35%，演讲期间股价拉升10%。

## 医药

- 礼来（LLY）：Q3营收243.97亿美元（+39%）、调整后EPS 7.48美元双超预期；全年营收指引由850—870亿上调至910—920亿美元（年内第三次上调），营业利润率指引上调250bp；股价盘中+7%、最高触及1408.38美元。

- 默沙东（MRK）：Q3收入180.9亿美元（+5%），non-GAAP EPS 2.49美元（-3%）；KEYTRUDA家族86.0亿美元（+6%），增量全部来自皮下剂型QLEX（8.30亿美元 vs 上年0.35亿）；全年收入指引上调至668—673亿美元。

- Insmed（INSM）：Q3收入5.24亿美元（+268%），DPP1抑制剂收入指引再次上调。

## 消费与烟草

- 阿迪达斯（ADS）：Q3收入72.52亿欧元（+9%、汇率中性+7%）创单季新高；毛利率54.3%（+2.5pct，含约2亿欧元美国关税退税）；营业利润10.08亿欧元（+37%）、利润率13.9%；DTC收入29.03亿欧元（+20%），批发渠道仍谨慎。

- 奥驰亚（MO）：Q3净营收61.3亿美元（+1.0%）、归母25.18亿美元（+6.0%）、调整后EPS 1.52美元（+4.8%）；传统烟草净营收54.3亿美元（+0.8%）、OCI 30.72亿美元（+3.9%）、利润率64.5%；美国卷烟出货-2.9%；回购额度增加10亿美元并延长至2027年12月31日，季度股息已上调4.7%至1.11美元/股。

- 日本烟草（2914.T）：Q3收入100.53百亿日元（+6.1%），新型烟草收入407亿日元（+14.6%）、占比4.0%；新型烟草发货48亿颗（+26.6%），HNB烟弹42亿颗（+33.3%）；日本HNB市占率17.4%。

### 工业与航天

- Howmet（HWM）：Q3收入27.03亿美元（+29%）、净利5.67亿美元（+47%），调整后EBITDA利润率32.5%（+310bp）；Engine Products
14.51亿美元（+33%）、分部利润率由37.7%升至39.1%；商用航空+32%、燃气轮机+45%；全年指引再上修。

- FTAI Aviation（FTAI）：Q3财报后股价+17.27%；Mod-1完成全部关键测试（基荷23MW、峰值25MW、热效率36%），2027—2028年已签约超100台、Q3收到2.34亿美元客户预付款、2027年底目标月产10—15台。

### 港股

- 友邦保险（1299.HK）：前三季度VNB按固定汇率+5%至46.27亿美元；Q3受高基数影响-5%至14.15亿美元，但9月单月VNB同比增逾25%、Q3新业务价值利润率同比+5.3pct至63.5%；香港Q3微跌3%、8—9月合计恢复20%增长；管理层预计Q4增长势头非常强劲。

- 毛戈平（1318.HK）：Q3营收与净利均同比+22%—24%，前三季度营收+24%—26%、净利+20%—22%，毛利率与净利率维持稳定（26H1毛利率84.8%、归母净利率24.6%）。

## ⚠ 风险提示

一、海外AI资本开支与现金流风险（当日最大外部冲击）

四大云厂商三季报后市场标准已从"业绩超预期"升级为"业绩超预期+维持指引+资本开支与数据中心符合预期"，不达标即被惩罚：谷歌业绩后现金流转负、收盘暴跌12%；亚马逊在已跌4%基础上盘后再跌12%（AWS同比+39.3%，未达买方42%以上预期）；微软业绩本不错但宣布发行250亿美元债券（2017年以来首次在美国发债），盘后由涨4%转为-1%；英特尔受内存涨价压制PC需求、Q4指引大幅低于预期，盘后暴跌21%，闪迪、美光、海力士盘后跌约5%，费城半导体盘后跌5%。摩根大通的判断是"人工智能变成了一场吃馅饼比赛，赢了就要吃更多"——AI相关预期已成为所有行业回报的主要决定因素。国内映射上，A股科技权重股新易盛、天孚通信、胜宏科技 Q3 业绩全部低于市场预期，直接导致科创50单日-5.48%、创业板指-4.13%。

二、信用风险：地方国企债务与负债端连锁反应

珠海华发集团信托逾期与债务展期传闻是当日最大的信用事件。集团上半年经营活动净现金流仅1.94亿元、亏损38亿元，华发股份归母权益几乎被亏完；集团短债占比41.3%、规模1672亿元，债券存量超千亿，滚续压力不小。摩根大通指出45家国企开发商中有22家违反至少两项"三条红线"，基准情形仍是政府优先阻止公开债违约，但银行贷款展期与非标债务风险可能继续暴露。市场已出现传导：点心债价格上午一度只有10多元、尾盘信用债异常上行；理财子开始预防性赎回含相关敞口的基金以储备流动性，基金为应对赎回卖出流动性最好的二永债，进而带崩信用债并传导至利率债。若华发真的展期，广州、厦门等同类企业可能受到冲击，传染性不容低估。

三、盈利质量风险：扣非口径普遍弱于表观利润

多家公司表观净利润被非经常性损益显著美化，需以扣非或经营性口径重新评估：美的集团Q3归母+25.9%但扣非-15.7%（长鑫股权投资收益与外汇衍生品收益贡献），国寿Q3单季亏损450.59亿元、新华单季亏损5.11亿元（投资端拖累，NBV仍正增长），英科再生表观归母-1.12亿元但经营性净利+1.23亿元（+59.2%），乐歌股份扣非-70.86%（财务费用+0.28亿元），华大九天Q3扣非+1067%中含政府补助3619万元。此外潮宏基2025Q3曾计提商誉减值1.71亿元、三夫户外前三季度计提资产减值4035.3万元（同比+65.8%）、旗滨集团前三季度计提减值约5.3亿元、国博电子Q3计提减值5998万元、中伟新材Q3信用及资产减值合计1.6亿元，减值风险仍在持续释放。

四、行业景气与价格风险

生猪：牧原Q3销售均价10.43元/公斤、同比-24%，完全成本11.5元/公斤，头均亏损约140元（已优于行业平均），前三季度归母亏损93.19亿元。光伏：TCL中环前三季度归母-45.6亿元、阿特斯单季归母-3.95亿元，行业性亏损尚未结束。锂电材料：天赐材料Q3毛利率环比-7pct（碳酸锂跌价+六氟均价环比降1万+）、贝特瑞毛利率同比-3pct至18.8%、中矿资源Q3汇兑损失2亿元以上。消费：东鹏饮料Q3收入仅+0.8%、归母-7%左右；海天味业Q3归母-15.41%；千禾味业Q3归母-45.36%；有友食品Q3毛利率-7.1pct。成本端：海水鱼糜涨超20%、沥青与聚乙烯等原料涨价、三棵树毛利率-3.27pct、共创草坪毛利率-4.47pct，成本传导时滞正在压缩中游利润。

五、交易结构风险：筹码出清未完成

当前市场核心矛盾是筹码出清而非基本面。5-6月机构为避险躲进科技股，动量成为唯一胜出策略，绝对回报账户被迫配置过高仓位与过高科技板块，波动加大后被动减仓引发螺旋下行；三季度龙头业绩暴雷使市场从杀估值进入杀业绩阶段，业绩好也难有股价反应。结构上公募TMT集中度仍偏高，保险难有仓位大动作，年金养老金调仓是否到位难说，量化私募后面有赎回压力，个人投资者反弹即有减持压力。公募三季报显示电子持仓从43.4%降至35.8%、通信从16.9%降至14.8%，科技整体降9个百分点至52.7%，但其中被动缩水占8.3个百分点、主动调仓仅1.5个百分点，意味着主动卖压虽小、被动抛压仍未出清。摩根士丹利A股情绪指标MSASI虽回升至19%，仍低于22%的技术性反弹阈值。

六、题材与情绪炒作风险

生肖、谐音等纯情绪炒作再度出现（峨眉山A被称"猴存储"、ST天圣、大胜达、大晟文化、宏辉果蔬等），历史上此类标的缺乏基本面支撑、回撤极快。同时当日盘面特征显示，若银行等权重未充分调整，盘中的科技拉升多为"诱饵"，尾盘回落风险较高；题材层面在机器人之后尚未出现新的持续性主线，短线资金缺乏承接。

七、需持续跟踪的潜在风险点

11月2日华发相关回售节点与45.7亿元资产出售进展；冬季疫病防控对牧原成本曲线的影响；Q4 PC需求下滑（英特尔预计放缓至少持续到2027年上半年、行业PC出货量预计2026年下降约12%）对电子链的二次冲击；人民币升值与海运费波动对出口企业报表的持续扰动；集采窗口期器械企业的渠道去库存进度；以及海外AI资本开支若在2027年出现拐点，对国内算力硬件订单的滞后影响。

## 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。