思维纪要社 2026-10-31 每日汇总

总帖子数177条 | 有效帖子98条 | 总字数62025 | 阅读时间预估124分钟

核心事件

当日主线是三季报收官日的"业绩兑现分化"：AI
硬件链（存储、光通信、ASIC、封测设备）交出超预期答卷并把 2027 年资本开支预期继续推高，而消费与出行链出现"收入微增、利润深跌"的结构性裂口；同时资金面在月末与中期选举前转为防御，科技板块遭遇几乎无买盘承接的抛售。一句话概括：产业景气仍在加速，但估值已开始为"加息 + 政治不确定性"付费。

一、AI 硬件：从"预期定价"切换到"业绩定价"，且业绩真的来了

大摩同时上调两条曲线：一是需求，2027 年全球半导体市场规模约 2.5 万亿美元，其中 AI 半导体约 8090 亿美元、占比三分之一；二是供给投入，把台积电 2027/2028 年资本开支预测上调至 830 亿/920 亿美元，并预计领先制程晶圆 2027 年可能提价 5% – 10%，全球 CoWoS 需求从 2026 年 139.4 万片增至 2027 年 250.9 万片。更关键的是单机价值量的跃升——VR200 单机 BOM 约 776 万美元、较 GB300 高 94%，其中内存、PCB、MLCC、ABF 载板价值量分别增加 435%、143%、166%、82%。所以呢：这条链上"量"和"价"同时向上，弹性最大的是高阶 PCB/CCL、载板、CPU 插座与被动元件，而不是整机 ODM（ODM 年内跑输台湾加权指数逾 30 个百分点，估值仅回历史均值）。

业绩端当日给出四组硬证据。长飞光纤Q326 净利润 32 亿元、同比营收 +139%、环比 +52%，毛利率 57.4%（环比 -3pct，因缆类成品占比提升、预制棒与裸纤占比下降），UBS 给"买入"、目标价 330 港元。长鑫科技FY26Q3 营收 1187.14 亿元、同比 +613.18%，净利润 889.83 亿元同比扭亏，归母 544.35 亿元但环比仅 +3.01%——差异来自少数股东权益占比从 Q1 的 0.25 升至 Q3 的 0.39，这是"增收不增利"表象的真实原因，非经营恶化；技术上 4F ² 自研 VSG 架构叠加混合键合突破 DUV 瓶颈，计划 2026 年底推出 4F ² DDR5 RDIMM 切入 AI 服务器。燧原科技Q3 营收 12.12 亿元、同比 +395.34%，预付款项 77.09 亿元、合同负债 63.85 亿元，下游以预付锁定未来算力交付，邃思 400 年内小规模交付。翱捷科技Q3 净利率达 20%、单季扣非首次转正，ASIC 订单规模 28.5 亿元、量产订单占比超 50%，且 NRE 费用已前置，后续利润弹性可观。

但同一时间，存储涨价开始反噬终端：英特尔 Q3 客户端计算收入同比 -5%、微软 OEM 及设备收入 -22%，UBS 判断 PC 疲弱将在 2027 年成为欧洲分销商 Bechtle、ALSO 的重要业绩逆风。这正是本轮行情的核心张力——上游涨价是利润，下游涨价是需求破坏，2027 年要盯的是"谁在承担成本"。

二、半导体设备与材料：国产替代的订单已经落到报表上

金海通作为 FT 环节平移式分选机龙头，直接受益 AI 芯片挤占海外封测产能后的订单回流，预计 2026 年通用产品收入 15 亿元、同比 +114%，2027 年 20 亿元、同比 +33%；AI 芯片分选机因功率达千瓦级、对温控与压力控制要求更高，价格比通用产品高 70% – 80%，且规格越高所需台数越多。概伦电子Q3 营收 1.77 亿元、同比 +84.5%，归母 739 万元同比扭亏，加速来自原有业务叠加锐成芯微、纳能微并表，毛利率 80.9%（-8.3pct）是并表低毛利业务的代价。联赢激光Q3 净利 1.52 亿元、同比 +202.5%、环比 +39%，毛利率 30.5% 环比 +0.9pct、净利率 12.7% 环比 +6.4pct，逻辑是订单进入批量验收、费用刚性摊薄；前三季新签订单约 63 亿元，全年预计破 70 亿元创历史新高。所以呢：设备股的顺序是"订单→验收→毛利率"，验收节奏决定业绩爆发的季度，订单增速决定能持续几个季度。

三、三季报的"利润裂口"：收入还在，利润没了

当日最值得警惕的不是下滑本身，而是下滑的性质。吉祥航空Q3 营收 67.73 亿元、同比 +5.61%，但归母净利 1.77 亿元、同比 -69.66%，ASK +6.29%、RPK +8.33%、客座率 88.28%（同比 +1.67pct）——量和客座率都在改善，利润却被航油价格吃掉，这是纯成本冲击。老凤祥Q3 营收 66.24 亿元、同比 -54.77%，归母 -1.24 亿元（上年同期 +2.17 亿元），毛利率 5.22% 同比 -1.79pct，同时 Q3 新开 87 家、关闭 194 家、净减 107 家，网点降至 4809 家——这是"主动关店 + 金价抑制终端"的双杀。丸美生物Q3 营收 5.72 亿元、同比 -16.61%，归母 -0.18 亿元同比 -126.17%，毛利率 72.34% 同比 -3.38pct，销售费用率却升至 65.73%（+5.16pct），促销换量已经失效。赛力斯Q3 归母 14.20 亿元看似扭亏，但扣非 -13.65 亿元，利润全部来自赛豆科技出表的一次性收益，Q3 新能源车销量 7.77 万辆、同比 -41.3%，且自 6 月起连续四个月单月同比下滑。

反面样本同样清晰。奇瑞汽车Q3 营收 979.5 亿元、同比 +33.8%，还原汇兑损失 10.8 亿、剔除长鑫投资收益 8.0 亿后核心净利 56.8 亿元、同比 +46.8%，单车收入 11.2 万元、单车核心净利 0.71 万元，在手现金 805.9 亿元（当前市值 1332 亿港元）——出口高景气把"量价利"同时托住。今世缘Q3 营收 22.31 亿元、同比 +15.53%，归母 4.22 亿元、同比 +31.59%，特 A+ / 特 A / A 类分别 +11.3% / +24.3% / +18.0%，省外 +29.4%，毛利率 +1.8pct 至 76.9% 且销售费用率 -2.9pct——区域酒在淡季靠结构升级和费用精准投放逆势加速。中国中免Q3 营收 111.66 亿元、同比 -4.66%，但归母 5.64 亿元、同比 +24.64%，毛利率 33.99% 同比 +1.98pct，海南经营杠杆释放叠加京沪机场与日上减亏。所以呢：收入下滑不可怕，毛利率与费用率同时恶化才是问题；能同时改善毛利率和费用率的公司（今世缘、中免、奇瑞）才是这轮"消费降级"里的真赢家。

四、船舶与海工：长周期上行被管理层用产能数字确认

中国动力Q3 营收 155 亿元、同比 +16%，归母 7.1 亿元、同比 +147%，单季毛利率 22%（环比 +3.7pct）、净利率 9.8%（环比 +1.6pct），驱动来自船用柴油机"量价齐升"与燃机盈利改善；船用低速机价格较底部已涨约 60%，在手订单排至 2030 年，新能源发动机价值量比传统燃料高 20% – 30%。中集来福士在烟台船厂投资者日给出更硬的供给端信号：2026 – 2030 年 FPSO 新签合同年均约 8 艘、较 2020 – 2025 年均水平提升 14%，计划 2028 年上半年启用新船坞、产能再扩 60% – 75%，且首次把 AIDC 定为第二增长驱动力。所以呢：造船与海工是少数"订单能见度到 2030 年"的行业，估值锚应放在产能释放节奏而非单季利润。

五、创新药：ESMO 数据把"中国资产"从故事变成数字

信达生物 IBI343（CLDN18.2 ADC）用于经治 CLDN18.2 阳性胃癌/胃食管结合部癌，III 期 G-HOPE-001 同时达成 OS 与 PFS 双终点：中位 OS 10.2 个月 vs 化疗 6.9 个月、HR 0.57。科伦博泰 sac-TMT（TROP2 ADC）用于晚期子宫内膜癌的 TroFuse-005 全球三期双终点达标，中位 OS 19.0 个月 vs 12.1 个月（HR 0.68，P=0.0001）、中位 PFS 7.2 个月 vs 3.9 个月（HR 0.59）。此外康方生物、恒瑞医药、石药百克、康诺亚、翰森均有积极读出。所以呢：ADC 的竞争已经从"有没有"进入"头对头能不能赢化疗"，有全球三期双终点数据的资产才具备授权议价权。

六、消费与互联网：机构开始喊"恐慌抛售的尾声"

中国互联网板块评价是"基本面仍有韧性，市场接近恐慌性抛售阶段"：年内至今下跌 23.0%（同期日本互联网 +16.8%、印度互联网 -5.0%），抛售驱动来自宏观逆风、资金流动、AI 商业化变现担忧、财富税传闻与 Q3 财报可能不及预期；但即便假设盈利再下修 10% – 30%，估值已具吸引力，看好组合为腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多、满帮。曹柳龙的判断更激进——2018 年中国进入工业化成熟期、本应 2019 年起迎 20 年史诗级牛市，但过去五年"压低要素价格保出口"压垮了核心资产；现在地缘转为建设性战略稳态、政策转向"提升要素价格"提质增效，若全球油价与 VLCC 运价未明显回落，11

月初中期选举前后美国可能遭遇流动性冲击，待外部风险释放后更积极财政落地，A 股将迎牛市 2.0"消费核心资产"。所以呢：这是一条"先破后立"的路径判断，短期要防外部流动性冲击，中期要提前布局消费核心资产。

七、资金面：月末 + 选举前的系统性抛售

美股本周开局偏强（半导体出现长线资金需求回暖信号），但收尾遭遇猛烈抛售、下跌过程中几乎没有买盘承接；全周资产管理人转为净卖出，抛压集中于科技核心标的，ETF 成交量占全市场约 31%（6 月以来最高完整交易日水平），月末资金效应叠加。花旗对中期选举的框架是"看参议院归属"：民主党横扫已被较充分定价，若共和党保住参议院则构成偏正面意外、利好金融银行；若民主党拿到 53 席以上，企业税率与 2028 年政治风险将带来额外估值压力。所以呢：未来两周美股的胜负手不在盈利，而在参议院归属与月末资金再平衡结束后的承接力度。

八、其他值得记一笔的信号

TCL科技：三星显示拟将华星 10.16% 股权全部转让给控股股东三星电子，对价约 9.60 亿美元，对应华星整体股权价值约 94.5 亿美元；交易后 TCL 科技持股 82.82%、三星电子 10.16%，控制权不变，但打开了与全球终端龙头多品类合作的空间。中控技术Q3 营收 18.71 亿元、同比 +2.57%、归母 -948 万元，但工业 AI 收入前三季 6.19 亿元（Q3 约 2.35 亿元、环比 +17%）、占总营收 11.3%，第二曲线已从验证进入收入贡献。保险Q3 利润与保费双承压（市场回撤 + 高仓位、炒停售高基数 + 65 号文），但权益配置共识是"维持仓位稳定"、OCI 权益占比普遍提升、高股息为重要增配方向；国寿披露"A 股跌 10%、偿付能力约降 2pct"，按中证 800 跌幅谨慎测算存在降档风险的保险持仓仅约 2000 亿元，负循环担忧可暂缓。

宏观策略

当日最重要的边际变化不在股票而在债券。华发（珠海华发集团）地产风险发酵，前几天信用债出事时市场交易的是避险逻辑——"卖信用 + 买利率"，利率债反而走强；但当日信用风险进一步扩散，触发债基与固收+赎回，机构的动作变成"信用卖不掉、先卖利率应对赎回"，于是利率债也被砸。这套链条与 2020 年永煤暴雷时高度相似。

历史给出的路径很清晰：无论是 2020 年永煤还是 2022 年理财赎回，最终都引致央行宽货币维稳、资金利率下行。所以策略是两段式——在观察到央行维稳之前对债市保持谨慎，在观察到央行维稳之后买入债券，核心盯 DR001 与匿名资金利率。

但比赎回更麻烦的是拥挤度。当前债市被类比为"今年 6 月的 AI"：拥挤度极高，且市场普遍无视拥挤度风险。这意味着即使央行出手，反弹的持续性也要打折——拥挤交易的特征是修复快、二次踩踏也快。

二、A 股流动性：雪球不是当下的风险，5300 点才是

市场近期担心雪球敲入，测算结论是暂时不构成现实压力：雪球规模约 2000 – 3000 亿元，且 2024 年暴雷后发行结构已从 20% 敲入为主改为 40% 敲入为主，按历史发行情况估算，中证 500/中证 1000 需跌到 5300 以下、即指数再跌约 15%，才会出现较大规模的风险暴露。

含义很直接：短期内雪球是"情绪变量"而非"平仓变量"，真正需要防的是触发前的自我实现式恐慌。对策略而言，这反而给出一个相对明确的观察标尺——指数距离 5300 还有约 15% 缓冲，当前位置的下行更多由资金行为而非结构性去杠杆驱动。

三、海外利率与汇率：12 月加息已被强化定价

大摩 G10 外汇的核心判断是美元相对宏观基本面仍略显便宜（对利差、能源价格、欧洲主权债利差的多变量 DXY 回归显示轻微低估），FOMC 会议进一步强化了 12 月加息 25bp 的预期；若美国 CPI 再超预期，短端利率可能继续上行并支撑美元。交易上建议做多美元兑日元、做空英镑兑美元、做空欧元兑澳元、做空欧元兑瑞郎、做多挪威克朗兑瑞典克朗；澳元与瑞郎维持看涨。

欧元的矛盾在于：ECB 虽可能在 12 月加息，但市场对 2027 年政策利率的定价仍偏高，叠加欧洲主权债利差与政治风险，中期偏弱。短期风险是拥挤仓位引发欧元逼空，以及美国财政再融资、欧洲政治与能源价格波动。

野村美国路演纪要提供的客户侧图景更细：客户对美科技股中长期乐观；部分建立美元兑日元多头（认为组合资金流大背景未变）；对美元兑离岸人民币观点分化但多数倾向离岸人民币升值；看空印尼盾、看多印度卢比、看多韩元情绪最强；多数认为当前美国利率具备估值支撑且有避险资金流入，但部分对高位能源价格谨慎；倾向做韩国利率收息交易，对香港前端利率收息认同度有限。

四、美国政治：中期选举是一次"不对称赔率"交易

花旗的框架是把中期选举拆成"参议院归属"单变量：民主党横扫的概率已较大程度反映在当前情绪中，因此结果对市场的影响是不对称的——共和党保住参议院属偏正面意外，可能推动年底前美股上涨并利好金融、银行（参议院委员会主导权、金融监管环境、美联储主席任命权三条线索）；民主党拿到 53
席以上则市场会提前计入更高企业税与 2028 年政治风险，形成额外估值压力。众议院翻蓝基本符合预期，但席位多少会通过预算谈判、医疗支出、地方选举与数据中心审批影响 AI 产业供给。

五、美股资金面：月末再平衡叠加系统性抛售

本周开局偏强，半导体出现长线资金需求回暖信号；但收尾遭遇猛烈抛售，下跌过程中几乎没有买盘承接。全周资产管理人最终转为净卖出（逆转周初对科技的买入），对冲基金资金流多空平衡；抛压集中在科技核心标的，但节奏比过去两周有序。ETF 成交量占全市场约 31%，为 6
月以来最高完整交易日水平，系统性、自上而下特征明显，月末资金效应叠加。

结构上出现防御轮动：周四至周五消费板块跑赢，资金从科技转向必需消费，餐饮（CMG、WING、EAT）、邮轮（NCLH、RCL）因业绩较好受益，低配板块出现回补（CROX、BOOT）。

六、A 股策略：两条互斥但都需准备的路径

路径一（曹柳龙，"消费回归"）：2018 年中国进入工业化成熟期，本应自 2019 年起迎 20
年史诗级牛市；但过去五年中美对抗下"压低要素价格"保出口，使 2019 – 2021 的核心资产牛市退化为 2022 年以来的老登资产调整。现在地缘情势变更、中美确定建设性战略稳态关系，政策正转向"适当提升要素价格"提质增效。路径判断是：若全球油价与 VLCC 运价未明显回落，11
月初中期选举前后美国可能遭遇流动性冲击；待外部风险充分释放、更积极财政落地后，A 股将迎来牛市 2.0"消费核心资产"。

路径二（中国互联网，防守反击）：板块年内跌 23.0%（日本互联网 +16.8%、印度互联网
-5.0%），抛售驱动是宏观逆风、资金流动、AI 商业化变现担忧、财富税传闻、Q3 财报可能不及预期；但与 6 月末那轮相比，这次是大型互联网公司大幅上调资本开支引发盈利预测下调，属"主动投入导致的短期利润下修"而非需求崩塌。即便假设盈利再下修
10% – 30%，估值已具吸引力，看好腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多、满帮。

两条路径的公约数是：短期先承受外部流动性冲击，中期押注政策转向与消费/互联网核心资产修复；差异在于触发时点——前者等财政落地，后者等财报与情绪出清。

七、产业侧的两条宏观线索

光伏：10 月 29 日青海启动 2027 年新能源增量项目机制电价竞价，光伏竞价电量 14.08 亿千瓦时、报价区间 0.15 – 0.2277 元/千瓦时、保障执行周期 12 年，入选项目按投产时间差异化起算、逾期投产电量失效——这是"以电价机制约束投产节奏"的典型设计，低价区间意味着西北光伏收益率仍被压制。海外侧，SEG Solar 在德州休斯敦投建 4GW HJT 电池厂、总投资 9.5 亿美元，2028/2029 年各投产 2GW，紧邻现有组件产线实现电池-组件-辅材一体化，指向"本土含量要求"下的垂直一体化竞赛。

氟化工/制冷剂：受地缘冲突与海运费上涨、船期紧张影响，1 – 9 月 R32、R134a、R125（≥40%）、R125/R143 出口量分别为 21593 吨（-53%）、72729 吨（-11%）、35068 吨（-23%）、6837 吨（-34%）；Q3 巨化股份、永和股份制冷剂销量分别 6.01 万吨（同比 -21.0%、环比 -29.7%）、1.87 万吨（同比 -24.4%、环比 -18.7%）。但量跌价升：三代制冷剂价格延续上涨，Q4 空调企业长协价继续上调 500 元/吨，9 月出口环比回升，国内外补库有望带动四季度销量修复。这条线索的本质是"配额制下供给刚性 + 出口扰动造成节奏错配"，回调即布局。

八、结构数据：Q3 机构持仓的两处位移

建筑：2026Q3 机构建筑装饰板块重仓持股市值 96.2 亿元、环比 Q2 提升约 17 亿元，占股票投资比重 0.12%（+0.03pct），但仍低配 1.42pct（低配幅度环比略扩）。个股上央国企总体获增持——中国建筑 +3.50 亿元、中国铁建 +4.44 亿元，三家国际工程央企不同程度增持，四川路桥 +1.85 亿元、安徽建工 +0.59 亿元；民企中江河集团获增持 8.86 亿元，鸿路钢构、德才股份、宏润建设、亚翔集成亦有增持。建材则相反，电子布获减持幅度较大——这与 PCB/CCL 景气上行形成有趣背离，说明资金在"电子布涨价逻辑"上选择了兑现而非加仓。

保险：Q3 利润与保费双承压（市场回撤 + 高仓位；炒停售高基数 + 65 号文压制新单，9 月以来有好转；财险保费增速下行但非车综改推动 COR 改善）。关键在配置行为——业绩会共识是"维持仓位稳定"，Q3 上市险企 OCI 权益占比普遍提升（新华、国寿、平安提升明显），高股息是重要增配方向。负循环担忧可暂缓：Q3 寿险核心偿付压力较小（国寿 -0.5pct、平安 +3.9pct、太保 -1pct、新华持平，主要来自 AFS 债券浮盈），国寿披露"A 股跌 10% 偿付约降 2pct"，按中证 800 跌幅谨慎测算存在降档风险的持仓仅约 2000 亿元，且未来三期工程大概率进一步放松。

港美股海外

本周开局偏强——半导体板块出现需求回暖的积极信号，主要来自长线资金；但收尾遭遇猛烈抛售，下跌过程中几乎没有买盘承接。全周看，资产管理人最终转为净卖出，逆转了本周早些时候对科技板块的买入需求，对冲基金资金流整体多空平衡。抛压不出意料集中在科技核心标的，但节奏比过去两周相对有序。

两个技术性因素放大了波动：一是 ETF 成交量占全市场成交比重达到约 31%，为 6 月以来最高的完整交易日水平，说明这轮波动是系统性、自上而下驱动而非个股基本面驱动；二是月末资金效应。行业层面已出现防御轮动——周四至周五消费板块跑赢大盘，资金从科技转向必需消费，餐饮（CMG、WING、EAT）、邮轮（NCLH、RCL）因业绩较好受益，低配板块出现回补（CROX、BOOT）。

所以呢：这是一次"仓位再平衡 + 政治不确定性定价"的抛售，判断反弹的关键不是看财报，而是看月末效应结束后承接力度能否恢复。

中概/中国互联网：跌到"恐慌抛售"区间

中国互联网板块年内至今下跌 23.0%，同期日本互联网上涨 16.8%、印度互联网下跌 5.0%。驱动因素被拆成五条：宏观逆风、资金流动、AI 商业化变现周期的担忧、财富税相关传闻、以及 2026Q3 财报可能不及预期。

与 6 月末那轮走弱的关键差异在于：这次是大型互联网公司大幅上调资本开支计划，引发盈利预测下调——属于主动投入导致的短期利润下修，而非需求端崩塌。即便假设盈利还会进一步下修 10% – 30%，当前估值水平已具备吸引力；头部公司核心经营盈利有韧性、资产负债表健康，能够在超级智能迭代中捕捉长期价值。看好组合为腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多、满帮集团。

港股：光通信与海工的"业绩 + 订单"双击

长飞光纤光缆：Q326 净利润 32 亿元，较 UBS 预测及市场一致预期高 4% – 9%；营收同比 +139%、环比 +52%，毛利润同比 +362%、环比 +44%。毛利率 57.4%、环比 -3pct，原因是缆类成品收入占比提升而预制棒及裸纤占比下降——这是产品结构下移而非价格战。UBS 给"买入"、12 个月目标价 330 港元，预计 2026 – 2028 年净利润 90.75 / 156.15 / 191.37 亿元，但明确提示预测对需求、产品结构与利润率改善的假设较为敏感。

中集集团 / 中集来福士（2039.HK / 000039.SZ）：烟台船厂投资者日释放的是供给端硬信息。管理层判断 2026 – 2030 年全球海上工程项目落地规模维持高位；FPSO 新签合同年均约 8 艘，较 2020 – 2025 年均水平提升 14%，增长由巴西、非洲、亚洲带动；受产能约束，韩国份额将被中国抢占，公司计划 2028 年上半年启用新船坞、产能再扩 60% – 75%。在建项目方面所有船坞已排满，码头停靠 2 艘 FPSO，主船坞正在做 FLNG 模块集成，满负荷运转；面向 80 位参会者举办 FPSO/FLNG 技术宣讲（去年仅 20 人）。公司首次把 AIDC 确定为第二增长驱动力，并在面向 2030 年的五年规划中重点强调 ROE。管理层还预计三年后高端深水钻井平台将出现供给不足。

港股创新药：ESMO 2026（10/23 – 27）读出密集。信达生物（1801.HK，买入）IBI343 用于经治 CLDN18.2 阳性胃癌/胃食管结合部癌，III 期 G-HOPE-001 双终点达成，中位 OS 10.2 个月 vs 化疗 6.9 个月、HR 0.57。科伦博泰（6990.HK，买入）sac-TMT 用于晚期子宫内膜癌的 TroFuse-005 全球三期双终点达标，中位 OS 19.0 个月 vs 12.1 个月（HR 0.68，P=0.0001）、中位 PFS 7.2 个月 vs 3.9 个月（HR 0.59）。康方生物、恒瑞医药、石药百克、康诺亚、翰森亦有积极数据。

日本：铠侠的"短期瑕疵、中期向上"

铠侠 Q2 非 GAAP 营业利润 1.99 万亿日元，略高于 UBS 预测的 1.93 万亿与市场一致预期的 1.97 万亿；但产品组合恶化导致整体 ASP 增幅低于可比产品，且 Q3 营业利润指引 2 万亿日元较一致预期 2.32 万亿低约 14%，短期印象偏负面。UBS 预计 Q4 营业利润回升至 2.79 万亿日元，认为 NAND 供需尚未恶化；维持"买入"，目标价由 3.3 万上调至 3.5 万日元，较现价 1.347 万日元约有 160% 上行空间，100% 剩余现金返还政策构成中长期催化。

所以呢：NAND 的周期位置比单季指引更重要——指引差是产品组合与确认节奏，供需未恶化才是持有理由。

海外产业映射：自动驾驶卡车与物流 AI

10 月北美货运科技的主线是自动驾驶卡车从试点走向早期商业化：Charger 拟采购最多 500 辆搭载 Aurora 技术的卡车，Kodiak 与 DTL 签署 75 辆无人驾驶车队协议，得州与俄亥俄商业线路持续扩张，监管批准与 64 天连续运行纪录降低了部署障碍。成本端出现关键拐点——Bot Auto 称自动驾驶硬件 BOM 约 5 万美元，显著低于行业完整系统 35 万 – 60 万美元，规模经济有望改善，但多数项目仍在安全员陪同或限定线路阶段。物流自动化同步深化：GXO 扩大人形机器人部署，C.H. Robinson 将 Lean AI 扩展至海运、空运与报关，沃尔玛及零售商加快自动化仓储、无人机配送、RFID 与计算机视觉。大摩对该行业维持"In-Line"，未给个股目标价，关键仍在"签约与试点 → 可复制的无安全员运营与盈利验证"这一步跨越。

机构观点

当日券商观点可归为三条主线。第一条是 AI 硬件的价值量重估：大摩把 2027 年全球半导体市场看到 2.5 万亿美元、AI 半导体 8090 亿美元（占三分之一），同时上调台积电 2027/2028 年资本开支至 830 亿/920 亿美元、领先制程 2027 年可能提价 5% – 10%，CoWoS 需求从 139.4 万片翻到 250.9 万片；VR200 单机 BOM 776 万美元、较 GB300 高 94%，内存/PCB/MLCC/ABF 载板价值量分别 +435%/+143%/+166%/+82%。第二条是"涨价受益 ≠ 利润改善"的证伪：斯达半导被 UBS 维持买入但复核盈利、被大摩直接下调至低配，成为当日最大分歧标的。第三条是债市与流动性的防御判断，这在宏观板块已展开，此处只记结论。

半导体与功率器件：同一天，两家外资给出相反结论

斯达半导是当日最值得研究的分歧样本。UBS 维持"买入"、12 个月目标价 142.80 元，理由是 3Q26 收入 11.57 亿元、同比 +9.7%、环比 +8.7%，较其预测高 4.6%，管理层对工控需求稳健、海外汽车增长、SiC 小批量出货、工控 MCU 开始贡献收入、车规 MCU 客户验证中的路径保持信心——但同时承认归母净利同比 -71.7%、环比约 -28% 至 3010 万元、低于预期，毛利率降至 18.2%，并明确"正在复核盈利预测"。

大摩的立场更彻底：评级由 Equal-weight 下调至 Underweight，目标价由 110 元砍到 50 元。以 10 月 30 日收盘价 65.05 元计，对应约 23% 下行空间。核心判断是"IGBT 行业涨价并不等于公司利润同步修复"——晶圆代工涨价叠加 fab-lite 模式的折旧压力，将使 2026 – 2028 年毛利率中枢降至约 21%；同时 SiC 向储能、光伏、家电渗透，对传统 IGBT/IPM 构成结构性威胁，而 MCU、DrMOS 等新品贡献滞后。

所以呢：这是"周期复苏"与"结构替代"两种叙事的正面对撞。跟踪指标不是 IGBT 价格，而是季度毛利率能否止跌于 21%、以及 SiC 在储能/光伏的渗透率曲线。

存储与光通信：目标价集体上调

铠侠：UBS 维持买入，目标价由 3.3 万上调至 3.5 万日元，较现价 1.347 万日元约 160% 空间。逻辑是 Q2 非 GAAP 营业利润 1.99 万亿日元略超预期（UBS 1.93 万亿、一致预期 1.97 万亿），Q3 指引 2 万亿日元虽低于一致预期 2.32 万亿约 14%、产品组合恶化拖累 ASP，但 Q4 预计回升至 2.79 万亿日元、NAND 供需尚未恶化，且 100% 剩余现金返还构成中长期催化。

长飞光纤光缆：UBS 给"买入"、目标价 330 港元，Q326 净利 32 亿元超预期 4% – 9%，2026 – 2028 年净利预测 90.75/156.15/191.37 亿元，但明确提示对需求、产品结构、利润率改善的假设高度敏感。

AI 应用与模型：能力差距重新拉开

花旗 AI 前沿指出，Gemini 4 Carbon 以 59 分重返 Artificial Analysis 智能指数第一，超过 GPT-6 Astra 的 57 分与 Meta Muse 的 50 分，最佳开放模型仅 32 分，闭源与开放差距扩大到 27 分、为 6 月以来最宽。但其目前仅面向网络防御，短期商业影响有限。关键判断是：模型效率提升尚未削弱算力需求——缓存上下文、任务时长延长、全机架部署继续推升 HBM 与高端 GPU 租赁价值，故障预测与验证提升存量 GPU 利用率；实体 AI 仍受安全标准、真实世界数据、制造业软件渗透率制约，平台软件商与拥有真实数据的早期采用者更占优。

花旗对中国 AI 视频模型的判断更具体：谷歌 Genie 4 依托 Gemini Omni 做现实世界外观与行为仿真、其他 Gemini 模型提供推理，国内头部公司应借自身视频模型探索交互式世界模型。字节 Seed 团队把视频生成视为通往世界模型的关键路径，Seedance 叠加基础大模型能力有望占优；快手可依托可灵 AI（Kling）挖掘机会，但基础大模型能力有限构成约束，维持中性。

人形机器人：方向验证、路径妥协

UBS 的结论是"技术方向获初步验证，但尚未达到通用落地阶段"：GPT-6 Astra 在 Unitree G1 与 UBTECH Walker S1 测试中展现较强零样本规划、空间推理与全身控制，但直接控制仍受延迟、成本、精细操作与可靠性制约。未来一至两年更可行的路线是通用基础模型负责高层规划，VLA、世界模型与专用控制器负责执行。

行业正从试点转向量产部署（XPeng、特斯拉、UBTECH、Boston Dynamics、GXO 均有积极进展，中国标准与上海部署目标提供政策支撑），但资本市场将更重视持续收入、亏损收窄与技术差异化。投资上偏好业务基础扎实、有客户与技术壁垒的零部件企业，尤其边缘 AI 设备供应商，中国区首选
OPT、恒力液压、科达利、双环。

金融：银行两家被"买入"，保险是"利润承压但不必恐慌"

邮储银行（国海，买入）：前三季营收同比 +6.24%、归母 +4.56%；利息净收入 +4.58%、净息差 1.60%（较 Q2 末 -3bp）；非息亮眼——手续费及佣金 +8.72%、其他非息 +15.50%，非息占比 +1.24pct；成本收入比 54.74%、同比 -2.66pct；总资产 19.85 万亿元较年初 +6.26%，贷款 10.39 万亿元 +7.71%，对公贷款高增。

农业银行（国海，买入）：前三季营收 +12.33%、归母 +7.10%；Q3 单季营收 +14.92%（较 Q2 提升 3.27pct）、归母 +10.84%（提升 5.49pct），单季利息净收入 +10.68%、净息差 1.28% 平稳，投资收益单季 +57.63% 支撑营收；县域贷款较年初 +10.11%、占全行 41.3%；Q3 末不良率 1.23%、较 Q2 末降 2bp。

保险（长江非银）：三季报整体符合预期，利润与保费双承压——市场回撤 + 高仓位压利润，炒停售高基数叠加 65 号文压新单（9 月以来有好转），财险保费增速下行但非车综改推动 COR 改善。配置行为是重点：权益"维持仓位稳定"，Q3 OCI 权益占比普遍提升（新华、国寿、平安明显），高股息为重要增配方向。负循环担忧可暂缓——Q3 寿险核心偿付压力小（国寿 -0.5pct、平安 +3.9pct、太保 -1pct、新华持平，主要靠 AFS 债券浮盈），国寿称"A 股跌 10% 偿付约降 2pct"，按中证 800 跌幅谨慎测算有降档风险的持仓仅约 2000 亿元，且未来三期工程大概率进一步放松。

电子与消费：两个"结构优化"的正面样本

圣邦股份（天风电子）：Q3 收入 17.09 亿元、同比 +74%、环比 +14%；归母 3.19 亿元、同比 +123.75%、环比 +7.4%；扣非 2.97 亿元、同比 +207.5%、环比 +16%；毛利率 51.77%（环比 -0.22pct，因成本上涨尚未完全传导）、扣非净利率 17.38%（环比 +0.28pct）。前三季收入 43 亿元、同比 +53.7%，归母 7.39 亿元、同比 +115%。要点是扣非同比翻三倍、指引 Q4 乐观，且强调服务器与电源领域的未来增量；需注意 1 – 3 季度资产减值损失分别为 -0.66/-0.42/-0.57 亿元，存货谨慎计提保持高位。

蒙牛：观点是"风格切换 + 明年基本面预期"两步走——第一步打入明年预期看 12 倍，第二步年报后上看 15 倍；经历 9、10 月风格干扰后千亿港币市值上涨通道打开，年初至今 +38%，即使大盘干扰也有相对收益。

家居：最差的季报，最直白的原因

欧派家居：3Q26 营收 33.50 亿元、同比 -32.64%，归母 1.62 亿元、同比 -80.16%，扣非 1.32 亿元、同比 -82.79%。分品类橱柜/衣柜及配套/卫浴/木门/其他分别 -40.14%/-36.10%/-35.94%/-30.04%/-4.40%；分渠道直营/经销/大宗/其他分别 -5.09%/-35.07%/-50.56%/+6.38%。原因写得很清楚：新房家装需求疲软、存量翻新释放偏慢，叠加去年同期以旧换新国补的高基数。所以呢：这是"政策退坡 + 地产后周期"的双重挤压，不是公司份额问题，反弹要等基数效应过去。

交易与心态：一条不算评级的提醒

中信建投的一篇投资者心理文章被转发：焦虑来源无非"对他人的羡慕"与"对未知的恐惧"；每个阶段都有值得羡慕的人，但你几乎不可能成为他们中的每一个——阶段性耀眼者往往只是命运高光时刻走进视野，漫长的等

待、深度回撤与决策失误都在被忽略的角落真实发生。放在当日这个"科技抛售、消费轮动"的节点上，这段话的实用性可能高于多数评级。

值得关注

第一，11 月初美国中期选举。 这是未来两周唯一能一次性改变全局风险偏好的事件，且赔率不对称：民主党横扫已被较充分定价，共和党保住参议院是偏正面意外（利好金融、银行，线索在参议院委员会主导权、金融监管环境、美联储主席任命权）；民主党拿到 53 席以上则触发企业税与 2028 政治风险的额外估值压力。同时众议院席位多少会通过数据中心审批影响 AI 产业供给——这条被多数人忽略，但对算力链有实际约束力。

第二，特斯拉 11/12 月的机器人 AI 能力展示视频。 浙商新兴产业团队的框架很清楚：Q3 市场对机器人板块的核心矛盾是"特斯拉商业化路径能否跑通"，本质是泛化能力够不够；这轮行情能起来，是因为 GPT-6 Astra、谷歌 Genie 4 等大模型赋能大脑、泛化能力提升让"明后年量产出货并可外售"的逻辑重新成立。跟踪点不是视频本身好不好看，而是能否展示零样本任务泛化与全身控制——UBS 的提醒同样重要：GPT-6 Astra 在 Unitree G1 与 UBTECH Walker S1 上零样本规划、空间推理、全身控制较强，但直接控制仍受延迟、成本、精细操作、可靠性制约，一至两年内更现实的路线是"基础模型做高层规划 + VLA/世界模型/专用控制器做执行"。

第三，光伏 Q4 的"确收与减亏"验证窗口。 Q3 全行业环比减亏已经确认：晶科 Q3 归母 -2.9 亿元、环比减亏 83.2%（组件出货 15GW，飞虎 2/3 分别 5.1/5.6GW 占比翻倍，美国出货约 1GW，储能确收约 1.75GWh 扭亏，政府补助约 4.4 亿）；通威 Q3 归母 -16.4 亿元、环比减亏 38.7%，毛利率环比 +5.87pct 至 3.32%（硅料出货约 10 万吨、电池 28 – 30GW、组件 9 – 10GW）；隆基 Q3 归母 -10.29 亿元环比减亏，BC 销售约 12GW 占比 65%、BC 组件毛利率较上半年提升 6.27pct；弘元 Q3 归母 -3.8 亿元环比减亏 1.0%，组件累计出货超去年全年；双良 Q3 归母 -4.3 亿元、经营性现金流 +3.6 亿元，硅片转代工（净额法）压降资金占用。下一步要看的是 Q4 硅料价格能否站稳、以及 2027 年青海机制电价竞价（光伏 14.08 亿千瓦时、0.15 – 0.2277 元/千瓦时、12 年）能否给出收益率底线。

第四，储能 Q4 的集中确收。 阳光电源 Q3 储能发货 17GWh（前三季累计 41GWh）但确收仅 9 – 10GWh、对应收入 77 亿元，Q3 储能毛利率 21%、环比明显下滑（碳酸锂成本上行、出口退税调整、汇率）。逆变器侧 Q3 发货 38GW、收入 66 亿元、毛利率超 40% 且超预期（格局稳定 + 区域结构优化）。Q4 是确收节奏的验证窗口，也是毛利率能否修复的验证窗口。

AI 硬件链：盯"价格传导"而不只是"需求"

未来两周最该跟踪的产业变量是上游涨价能不能顺利传导到下游。反面样本已经出现：英特尔 Q3 客户端计算收入同比 -5%、微软 OEM 及设备收入 -22%；传音 Q3 营收 148.49 亿元、同比 -27.45%，存储涨价斜率最高的阶段出货量环比下滑约 35%，但公司 Q3 仍涨价约 30% 来对应成本、毛利率维持 22.67%（环比仅 -0.5pct）、净利率 5.94%——这是"能顺价"的正面样本。

正面样本的另一侧是设备与材料：金海通预计 2026 年通用产品收入 15 亿元（+114%）、2027 年 20 亿元（+33%），AI 芯片分选机价格比通用高 70% – 80% 且规格越高台数越多；中科仪 Q3 营收 3.95 亿元（+46.2%）、扣非 0.53 亿元（+243%），干式真空泵今年出货确收 1.6 – 1.7 万台、新签订单 2.4 – 2.5 万台，明年新签 3.5 – 4 万台（+50%+）；汇成股份 Q3 扣非 0.34 亿元（+76.3%、环比 +209.2%），并拟投不低于 75 亿元建 HITS 先进封装项目、一期 5k 片/月产能 27H1 点亮。跟踪指标：Q4 新签订单增速、以及 2027 年产能点亮时间表是否后移。

存储侧还有两个明确的技术节点：长鑫计划 2026 年底推出 4F ^{2} 架构 DDR5 RDIMM 切入 AI 服务器（4F ^{2} 用自研 VSG 架构突破 DUV 瓶颈 + 混合键合让存储阵列与外围逻辑分立制备）；燧原邃思 400

有望年内小规模交付，Q3 末预付款 77.09 亿元、合同负债 63.85 亿元是"客户已预付锁产能"的硬证据。

消费：三条"拐点前置指标"

酒店：逻辑是估值在历史底部 10 – 15xPE，但供给增速已在 25Q3 趋势性放缓，OTA 平台生态优化（降佣、强调产品质量与品牌）使产业链利润分配阶段性利好连锁酒店，REITs 推动连锁化率天花板高于预期。景气度 10 月因展会较多表现较好但波动频繁，中性需求假设下趋势性拐点在 27Q1 – Q2。跟踪标的：华住集团、锦江酒店、首旅酒店，相关亚朵。近期看的是 RevPAR 能否在供给放缓下先于需求见底。

黄金珠宝：老凤祥 Q3 营收 -54.77%、归母转亏 -1.24 亿元，Q3 净关店 107 家（新开 87、关闭 194），网点降至 4809 家。公司董事长提议回购 B 股。这是"金价高位 + 终端疲软 + 主动关店"三重叠加，跟踪点是 Q4 婚庆旺季动销与金价能否回落，而不是门店数。

白酒：今世缘 Q3 营收 +15.53%、归母 +31.59%，特 A+/特 A/A 类 +11.3%/+24.3%/+18.0%，省外 +29.4%，毛利率 +1.8pct 至 76.9%、销售费用率 -2.9pct。区域酒的逆势加速说明"结构升级 + 费用精准"在弱需求里仍有效，跟踪点是春节备货打款进度与批价。

医药：从"数据读出"转向"商业化兑现"

ESMO 2026 的数据已经落地（信达 IBI343 III 期双终点、科伦博泰 sac-TMT TroFuse-005 双终点），下一阶段的跟踪点变成上市申请与放量。迪哲医药提供了一个极端样本：Q3 营收 42.5 亿元、同比 +1736%，归母 38.5 亿元（去年同期 -2.0 亿元），但扣除 6 亿美元 BD 收入后内生收入约 2.2 亿元、同比约 -4.5%、环比约 -18.2%（9 月舒沃替尼未计入销售）。舒沃替尼 Exon20ins 由阿斯利康在美国启动二线商业化，一线 20 外 III 期于 2026 ASCO LBA 读出、美国一线 NDA 已受理。所以呢：BD 收入是一次性的，估值要回到"内生销售斜率 + 一线适应症获批"上。

医疗器械板块被判断进入"基本面拐点与估值修复并行"阶段：设备更新政策推进、医院招投标边际改善、订单稳步增长；IVD 前期降价扰动趋于结束、国产替代加速；耗材集采导向由"降价"转向"稳价格、提质量、促创新"，估值压制因素缓解。行情特征预计是龙头先行、结构扩散，PE 处于历史较低水平。跟踪线索：招标数据月度同比、集采续约规则。

周期与材料：两条"格局驱动"的涨价链

染料：核心不是油价扰动，而是供给端格局优化，且涨价不影响终端需求。分散染料侧，3 – 5 月压力测试下还原物价格仍维持 10 万元，近期分散黑报价上调至 3.5 万元、还原物上调至 20 万元，头部 Q3 业绩年化 PE 不到 10 倍，长期看价格破历史新高 6 万元；活性染料侧复刻同一逻辑，H 酸国内玩家仅 5 家、有效供给不足 5 万吨、国内缺口 10% 以上（26H1 进口量同比 +750%），报价由 6 万元涨至 25 万元。跟踪点：Q4 逐季业绩能否复刻制冷剂路径。

制冷剂：1 – 9 月出口因中东地缘与海运费/船期紧张大幅下滑（R32 -53%、R134a -11%、R125 -23%、R125/R143 -34%），Q3 巨化、永和销量分别 -21.0%/-24.4%，但价格延续上涨、Q4 空调长协价再上调 500 元/吨；9 月出口环比回升，国内外补库有望带动 Q4 销量修复。

其他值得放进观察列表的线索

东航物流：Q3 营收 69.70 亿元（+16.30%）、归母 7.32 亿元（+2.75%），在高油价与欧洲 150 欧元以下包裹免税取消的双重压力下仍实现增长；航空速运收入 +31.02% 但毛利 -12.33%，综合物流收入 +2.49%、毛利 -14.66%。跟踪点：跨境电商小包政策冲击的量化节奏。

汽车：长安 Q3 营收 362.5 亿元（同比 -14.2%、环比 +10.1%），归母 -7.6
亿元由盈转亏（研发加大、原材料高位、汇兑损失），但新能源销量 29.5 万辆（+8.3%/+20.1%）、海外 27.3
万辆（+64.3%/+12.6%）；北汽蓝谷 Q3 归母 -9.22 亿元、同环比减亏，毛利率连续 5
个季度转正（2.1%）、单车扣非 -1.55
万元同环比减亏。跟踪点：海外属地化布局进度与汇兑影响的可持续性。

银行：苏州银行 7 月以来涨幅超 42%、板块内第一，卖方看好突破 1 倍
PB；邮储、农行三季报均被"买入"。跟踪点：息差企稳（邮储 1.60%、农行
1.28%）与县域/对公贷款增速的持续性。

TCL科技：三星显示把华星 10.16% 股权转给三星电子、对价约 9.60 亿美元，对应华星整体股权价值约 94.5 亿美元，为分部估值提供参考；但交易属三星体系内部少数股权转让、定价未必反映控制权与长期战略价值，积极判断仍要落在大尺寸盈利弹性与折旧下行的利润释放。

盛弘股份：回购 3000 – 6000 万元用于员工持股/股权激励；中压 UPS 有望构成 2027 年增量，2026 年预计 1 – 2
个北美样板项目落地，当前接触需求已远超此前预计的 1GW——这条"需求超预期"的表述值得在 Q4
订单里验证。

各行业板块

有色金属

核心催化

铜的供需叙事在当日两条线上同时被强化。产业侧，盛屯矿业三季报给出实物验证：2026 年前三季度营收
299.37 亿元、同比 +37.85%，归母净利润 22.78 亿元、同比
+33.89%，增量主要来自铜产品产销量与价格同增；上半年刚果（金）铜产量 13.22
万金属吨，其中兄弟矿业贡献 7.44
万吨，已形成规模化生产基础。逻辑侧，全球铜矿供应约束与矿端扰动持续，电网投资、新能源建设与 AI
算力基础设施共同构成长期需求支撑——AI 数据中心正在成为铜的边际新增需求来源，这一点与传统电网需求的性质不同（前者增速高、对价格敏感度低）。

库存周期提供了第二个侧面证据：9 月规上工业企业维持主动补库，补库与营收同比双双提速，其中有色冶炼的补库速率领先，与油气开采、电子通信同处需求向好前列。这意味着下游对铜等有色金属的备货意愿已从去库转向主动补库，价格中枢具备支撑。

需要扣除的一次性因素是减值：盛屯同期计提资产及信用减值准备 3.59 亿元，主要涉及镍价低位导致的存货跌价及应收款项减值。所以呢：铜的量价逻辑是真实的，但镍的低价拖累说明这家公司并非纯粹的铜标的，估值时应把镍资产的负贡献单独切出来。

核心标的及逻辑

盛屯矿业（600711.SH）：铜业务贡献主要增量，海外资源布局持续深化。项目端，贵州项目一期产能逐步释放、二期进入试生产，大理三鑫推进矿山建设，同时完成 Nkoyi
及西藏海…（后续资源储备扩充），形成"在产 + 在建 + 储备"的三层结构。买入逻辑的关键变量不是当期利润，而是刚果（金）铜产量的爬坡斜率与贵州二期投产节奏；风险点是镍价若长期低位，存货跌价将反复侵蚀利润。

行业趋势

铜的中期格局仍是"矿端紧、需求增"。矿端受品位下降、社区与政策扰动、新项目资本开支不足三重约束；需求端电网与新能源构成基本盘，AI

算力基础设施提供增量弹性。在这个组合下，价格易涨难跌，但节奏受宏观流动性（美联储 12 月加息预期、美元走强）压制，容易出现"基本面向上、股价随风险偏好波动"的背离——这正是当日板块缺乏整体行情、只有个股 alpha 的原因。

黄金珠宝端的信号反而偏负面，可作为需求侧的对照：老凤祥26Q3 收入 66.24 亿元、同比 -54.8%，归母净利亏损 1.24 亿元（上年同期盈利 2.17 亿元），前三季度珠宝首饰收入同比 -35.13%、黄金交易业务 -82.20%。原因有二：2025 年 11 月黄金税收新政落地后加盟商对投资性黄金（金条、金币、金牌）采购意愿明显减弱，叠加金价高位震荡、渠道端不敢压货；终端零售观望情绪浓，批发业务承压。渠道端前三季度净关 546 家（25 年末 5355 家降至 4809 家），其中累计关闭三四线低坪效加盟店 537 家、占加盟店总关店数约 73%，同时新开一二线门店。这说明金价高位正在同时抑制投资需求与终端消费，对上游金矿是价格利好，对下游零售是量的伤害。

基础化工

核心催化

制冷剂是当日唯一有明确产业数据的化工子行业，且呈现典型的"量跌价升"。出口端受地缘冲突影响中东地区出口受限，叠加海运费大涨带来船只紧张，1–9 月出口量显著下滑：R32 为 21593 吨（同比 -53%）、R134a 为 72729 吨（同比 -11%）、R125（≥40%）为 35068 吨（同比 -23%）、R125/R143 为 6837 吨（同比 -34%）。销量端同步承压：Q3 巨化股份制冷剂销量 6.01 万吨（同比 -21.0%、环比 -29.7%）、永和股份 1.87 万吨（同比 -24.4%、环比 -18.7%）。

但在内外需双弱的情况下，三代制冷剂价格仍延续上涨，Q4 空调企业长协价继续上调 500 元/吨。9 月出口环比已回升，国内外补库需求预计带动四季度销量修复。这条逻辑的本质是配额制下的供给刚性——销量下滑是渠道与船期扰动，价格上行才是配额约束的真实体现。

核心标的及逻辑

巨化股份：三代制冷剂龙头，Q3 销量 6.01 万吨虽同比 -21.0%、环比 -29.7%，但价格上行对冲了量的下滑；Q4 长协价再涨 500 元/吨意味着四季度单吨盈利继续扩张。买入逻辑是"配额锁定供给 + 长协锁定价差"，短期销量波动不改变年度利润中枢。

永和股份：Q3 销量 1.87 万吨（同比 -24.4%、环比 -18.7%），体量较小、弹性更大；关注其出口占比在船期缓解后的修复速度。

染料链（当日另一条独立涨价线）：核心不是油价扰动，而是供给端格局优化，且涨价不影响终端需求。分散染料侧，3–5 月压力测试下还原物价格仍维持 10 万元，彰显大周期置信度；26H1 头部企业市占率持续提升；近期分散黑报价上调至 3.5 万元、还原物价格上调至 20 万元，头部 Q3 业绩年化 PE 不到 10 倍，长期看价格破历史新高 6 万元。活性染料侧复刻同一逻辑：H 酸国内玩家仅 5 家、有效供给不足 5 万吨、国内缺口 10% 以上（26H1 国内 H 酸进口量同比 +750%），H 酸报价由 6 万元涨至 25 万元。这条线的判断是"复刻此前制冷剂的路径"——逐季度业绩持续提升。

行业趋势

配额制已经把制冷剂从"周期品"改造成"准公用事业"：供给端总量锁定、增量需付费购买，需求端空调排产虽有波动但保有量维修需求刚性。因此价格中枢的方向是单向的，波动只体现在节奏上（出口船期、下游补库）。四季度的关键验证点是 9 月出口环比回升能否延续为连续回升，以及国内补库是否在长协价上调后真正启动。

染料与制冷剂共享同一套逻辑——中间体环节的格局集中度决定了涨价的可执行性。还原物（分散染料中间体）与 H 酸（活性染料中间体）的国内玩家都极少，供给刚性使涨价能够落地；而需求端染料占终端成本比重低，涨价不抑制需求，这是"能涨价"与"涨得动"同时成立的关键。区别在于制冷剂有配额制背书、确定性更高，染料依赖环保与产能约束，弹性更大但持续性需逐季验证。

基本面的风险在于两点：一是若海运费与船期紧张持续，出口销量修复会慢于预期，短期业绩兑现度打折；二是若下游空调排产因终端需求走弱而下修，长协价上调的落地幅度可能不及预期；染料侧则需警惕油价大幅回落削弱成本支撑，以及下游纺织需求若持续疲弱，涨价传导会受阻。

建筑材料

核心催化

当日建材唯一的实质信息来自资金面而非基本面：2026Q3
机构对建材电子布减持幅度较大。这与产业链景气形成明显背离——同期 PCB/CCL 因 AI
服务器需求处于涨价与满产通道（高阶 CCL、电子布价格上行），但机构在 Q3
选择了兑现而非加仓。合理解释是：电子布涨价逻辑在 Q2 已被充分定价，Q3 市场更关注"涨价能否延续到 2027 年"，而 AI 硬件端从 GB300 向 VR200 切换（VR200 因中板 PCB 问题延后 1－2
个月）带来节奏不确定性，资金先行降低暴露。

核心标的及逻辑

今日帖未明确建材行业具体标的的买卖理由。可参照的持仓线索来自建筑板块：民企中江河集团获机构增持 8.86 亿元，鸿路钢构、德才股份、宏润建设、亚翔集成亦获增持——其中鸿路钢构的钢结构业务与建材需求（厂房、公共建筑）相关，但归类上属建筑装饰。

行业趋势

建材内部分化在加大：与 AI 算力/电子绑定的玻纤电子布，需求由 PCB 层数升级与高阶化驱动，中期景气度确定但短期估值已高、波动放大；与传统地产绑定的水泥、玻璃、消费建材，仍受新房需求疲软与存量翻新释放偏慢压制（参照欧派家居 Q3 营收 -32.64%、归母 -80.16%，以及老凤祥渠道净关店的终端信号）。所以呢：建材的机会是结构性的（电子布/特种玻纤），而传统品种的拐点要等地产后周期出清，两者不宜用同一套估值框架。

建筑装饰

核心催化

Q3 机构持仓给出了"低位小幅加仓"的清晰信号：2026Q3 机构建筑装饰板块重仓持股市值 96.2 亿元，环比 Q2 提升约 17 亿元；建筑板块占股票投资比重 0.12%，较 Q2 提升 0.03pct，但仍低配 1.42pct（低配幅度环比略扩）。组合起来看，这是"绝对额增持、相对比例仍处历史低位"的组合——重仓市值与行业占比整体仍位于 2022 年以来低点。

结构上的特征是央国企与低估值标的受青睐：中国建筑 Q3 机构持仓增加 3.50 亿元、中国铁建增加 4.44 亿元，三家国际工程央企获不同程度增持；地方国企四川路桥增加 1.85 亿元、安徽建工增加 0.59 亿元；民企中江河集团增持幅度最大（8.86 亿元），鸿路钢构、德才股份、宏润建设、亚翔集成亦获增持。所以呢：这轮加仓不是行业景气驱动，而是"低估值 + 高股息 + 潜在政策"的防御性配置，弹性来自政策而非订单。

核心标的及逻辑

中国建筑：Q3 机构增持 3.50 亿元，低估值央国企代表，受益于财政发力预期与高股息属性，是资金在弱需求环境下的"类债券"选择。

中国铁建：Q3 增持 4.44 亿元，增持幅度居央国企前列，海外工程与国际订单是相对独立的增长线索。

四川路桥：地方国企，Q3 增持 1.85 亿元，受益于西部基建与地方专项债落地节奏。

江河集团：民企中增持幅度最大（8.86 亿元），幕墙主业与海外订单改善是主要看点。

鸿路钢构：钢结构加工龙头，Q3
获增持；其逻辑是加工量与吨毛利，与钢材成本（当日钢铁板块无有效数据）和厂房/公共建筑需求相关。

行业趋势

建筑的核心矛盾是"订单不缺、利润难出"。需求端靠财政与专项债支撑，但项目收益率下行、地方回款偏慢压制利润率；这解释了为何机构愿意在低位小幅加仓（估值底 +
股息保护），却不愿大幅超配（盈利弹性不足）。中期看，行业的机会分两类：一是央国企的估值修复（低 PB + 高分红），二是国际工程与专业工程（如洁净室、钢结构、幕墙）的订单结构性增长。低配 1.42pct 意味着一旦政策超预期，回补空间可观。

电力设备

核心催化

光伏三季报集体确认"环比减亏"，这是当日板块最重要的基本面变化。晶科 Q3 归母 -2.9 亿元、环比减亏 83.2%（扣非 -6.8 亿元、环比减亏 64.8%），驱动是组件出货 15GW 中飞虎 2/3 分别 5.1GW/5.6GW、环比占比翻倍，美国出货进入旺季（约 1GW，含北美合资工厂），储能确收约 1.75GWh 实现扭亏，政府补助约 4.4 亿元，期间费用率 12.31%（环比 -2.00pct）。通威 Q3 归母 -16.4 亿元、环比减亏 38.7%，毛利率环比 +5.87pct 至 3.32%；多晶硅出货约 10
万吨（上下游僵持致销量环比降、开工率下降带动成本改善），电池 28 – 30GW（Q2 为 21 – 23GW，出口电池占外销比例单季约达一半），组件 9 – 10GW。隆基 Q3 归母 -10.29 亿元、环比减亏，BC 销售约 12GW、占比 65%，BC 组件毛利率较上半年提升 6.27pct。弘元 Q3 归母 -3.8 亿元、环比减亏 1.0%，组件 Q1 – 3 累计出货 5GW+、已超去年全年。双良 Q3 归母 -4.3 亿元，硅片出货 12 – 14GW、亏损 2 – 3 分/W，但经营性现金流 +3.6 亿元。

储能成为独立变量。阳光电源 Q3 收入 179.5 亿元（同比 -22%、环比 +17%）、归母 13.41 亿元（同比 -68%、环比 -55%），表面承压但结构分化：逆变器发货 38GW、收入 66 亿元、毛利率超 40%
且超预期（格局稳定 + 区域结构优化）；储能发货 17GWh（前三季累计 41GWh）但确收仅 9 – 10GWh、收入 77 亿元，毛利率 21% 环比明显下滑（碳酸锂成本上行、出口退税调整、汇率），Q4 预计集中确收。天合 Q3 储能出货约 5GWh、保持微利（碳酸锂期货套保影响），组件出货 13GW、单瓦亏损 4 – 5 分，Q3 公允价值变动损失 10.98 亿元（T1 Energy 股票下跌）。

电价机制给出长期锚。10 月 29 日青海启动 2027 年新能源增量项目机制电价竞价，光伏竞价电量 14.08 亿千瓦时、报价区间 0.15 – 0.2277 元/千瓦时、保障执行周期 12 年；入选项目按投产时间差异化起算电价，逾期投产对应电量失效，集中式与分布式设置不同申报电量上限。海外侧，SEG Solar 在德州休斯敦投建 4GW HJT 电池厂、总投资 9.5 亿美元，2028/2029 年各投产 2GW，紧邻现有组件产线实现电池-组件-辅材一体化。

AIDC 电力设备持续放量。正泰电器 Q3 收入 163.0 亿元（同比 -2.9%）、扣非 12.6 亿元基本持平，但低压电器 Q3 收入 +2.2%、扣非 +8.6%（扣非增速超收入），海外收入 +10%；AIDC 方面前三季数据中心收入 14 亿元、在手订单 20+
亿元持续快增，北美交期与产品具备优势，固态变压器、固态断路器深度布局。盛弘股份拟回购 3000 – 6000 万元用于员工持股/股权激励，中压 UPS 有望构成 2027 年增量，2026 年预计 1 – 2
个北美样板项目落地，当前接触需求已远超此前预计的 1GW；电能质量约 50% 需求来自数据中心。

功率器件侧出现分歧信号：斯达半导 Q3 收入 11.57 亿元（同比 +9.7%、环比 +8.7%）但归母仅 3010 万元（同比 -71.7%），毛利率降至 18.2%（低毛利汽车占比提升 + 晶圆产能折旧）；大摩将其下调至低配、目标价 110→50 元，UBS 维持买入 142.80 元但复核盈利预测。

核心标的及逻辑

晶科能源：减亏幅度最大（环比 83.2%），高效产品占比翻倍 + 美国旺季 +
储能扭亏三击，是"从份额导向转向利润导向"最清晰的样本。

通威股份：硅料成本改善 + 电池出口占比提升（单季约一半），毛利率环比
+5.87pct，弹性来自开工率与硅料价格。

隆基绿能：BC 路线验证——BC 占比 65%、毛利率较上半年
+6.27pct，单瓦亏损环比显著改善，是技术溢价能否兑现的关键观测点。

阳光电源：逆变器毛利率超 40% 证明格局优势，储能 Q3 确收滞后于发货（17GWh vs 9 – 10GWh），Q4
集中确收构成业绩弹性；风险在储能毛利率（碳酸锂 + 退税 + 汇率）。

正泰电器：低压电器扣非增速超收入、毛利率持续改善；AIDC 在手订单 20+
亿元、北美持续落单，是"传统低压 + 数据中心"的双轮。

盛弘股份：回购彰显信心，中压 UPS 2027 年放量，接触需求超 1GW 是关键预期差。

行业趋势

光伏的核心变化是竞争逻辑从"抢份额"转向"保利润"：头部企业主动降开工、抬价格、砍低效产能，叠加反内卷政策与机制电价约束，价格底部已现。但盈利修复是"减亏"而非"转正"，硅料与硅片仍在现金成本附近挣扎（双良亏 2 – 3 分/W、弘元硅片亏 1 分/W+），真正转正需等供给侧出清更彻底。储能则从"配储成本项"变成"利润项"，海外大储与工商储的毛利率显著高于国内，出口占比决定盈利质量。

电力设备的第二增长曲线已经明确：AIDC 供电（中压 UPS、固态变压器、固态断路器）正在成为低压电器与电源企业的共同增量，这条线的订单能见度高于光伏。风险在于两点：一是光伏 Q4
若硅料价格再度回落，减亏趋势会被打断；二是储能毛利率受碳酸锂与出口退税政策双重扰动，Q4
确收虽集中但利润率可能低于预期。

机械设备

核心催化

当日机械设备的主线是"AI 资本开支如何变成设备订单"，四家公司给出了同一条路径的不同环节。

半导体后道设备：金海通是 FT 环节平移式分选机龙头，其价值在于分选速度决定了昂贵 ATE
的稼动率——测试的几秒内把下一批芯片备好，测完立刻换料、分档、送走。AI 芯片大爆发挤占海外封测产能、成熟封装订单向国内转移，国内封测厂持续扩产，公司通用产品深度受益，预计 2026 年通用产品收入 15 亿元（同比 +114%）、2027 年 20 亿元（同比 +33%）；AI
芯片分选机因功率达千瓦级、对温控与压力控制要求更高，价格比通用产品高
70% – 80%，且规格越高所需台数越多。

真空泵与硅光切割：中科仪 Q3 营收 3.95 亿元（同比 +46.2%、环比 +7.7%）、扣非 0.53 亿元（同比 +243%、环比 +55.9%），驱动是干式真空泵出货大幅增长；今年预计出货确收 1.6 – 1.7 万台、新签订单 2.4 – 2.5 万台，明年新签 3.5 – 4 万台（同比 +50%+）。九州一轨 Q3 营收 1.45 亿元（同比 +209.7%、环比 +133%）、归母 0.19 亿元（同比 +229%、环比 +238%），主因苏州晶禧 6 月起并表；晶禧 Q3 营收 4598.20 万元、净利 2511.53 万元、净利率 54.6%，估计出货不到 2 万片、对应 ASP 2300 元，2027 年预计出货 30 – 40 万片。

锂电设备：先导智能 Q3 营收 46.81 亿元（同比 +22.27%）、归母 6.32 亿元（同比 +41.74%），毛利率 29.53%（同比 -1.40pct，受中东局势推升原材料与运费影响，10 月已趋稳回升），归母净利率 13.51%（同比 +1.86pct，逐季抬升）；前三季新签订单近 280 亿元、同比 +50%，预计 Q4 环比继续提升，其中储能订单同比 +60% – 70%、快于动力 +40% – 50%，前三季储能占比已超动力；固态、钠电、MLCC、SOFC、机器人等新领域订单超预期增长，合同负债 189.8 亿元。

海工装备：中集来福士烟台船厂投资者日确认长周期上行——2026 – 2030
年全球海上工程项目落地维持高位，FPSO 新签合同年均约 8 艘、较 2020 – 2025 年均
+14%（巴西、非洲、亚洲带动）；受产能约束韩国份额将被中国抢占，公司计划 2028
年上半年启用新船坞、产能再扩 60% – 75%；所有船坞已排满、码头停靠 2 艘 FPSO、主船坞做 FLNG
模块集成、满负荷运转；首次把 AIDC 定为第二增长驱动力，五年规划重点强调 ROE。

AI 数据中心温控：申菱环境 Q3 营收 16.8 亿元、同比 +103.2%，归母 0.9 亿元、环比
+238.5%；关键指标全面扩张——存货 26.4 亿元（较 Q2 末 +7.8 亿）、应收 32.4 亿元（+6.9 亿）、合同负债 9.0 亿元（+4.6 亿）、购买商品与接受劳务支付的现金 17.6 亿元（环比 +57%），业务规模逐季扩大。前三季收入 34.3 亿元，在当前环比增速下有望完成年度激励目标；公司判断 Q3
海外客户贡献仍少，新产品首年交付确收周期较长，26Q4 – 27Q1 将进一步体现。

人形机器人侧，UBS 的产业判断是"从试点转向量产部署"：XPeng、特斯拉、UBTECH、Boston Dynamics、GXO 均有积极进展，中国标准与上海部署目标提供政策支撑，但资本将更重视持续收入、亏损收窄与技术差异化；投资偏好业务基础扎实、有客户与技术壁垒的零部件企业，尤其边缘 AI
设备供应商，中国区首选 OPT、恒力液压、科达利、双环。

核心标的及逻辑

金海通：半导体分选机龙头，受益 AI 芯片挤占海外封测产能后的订单回流，通用产品 2026 年 +114%、2027 年 +33%，AI 分选机溢价 70% – 80%，量价齐升逻辑最直接。

中科仪：干式真空泵出货高增，Q3 扣非同比 +243%，2027 年新签订单指引同比 +50%+，预计 2027 年 5 – 6 亿元业绩、对应 21 – 24 倍估值。

九州一轨：一体两翼——通用半导体激光隐切设备筑基（关键参数国际领先），晶禧半导体做硅光芯片激光隐切加工服务（Q3 净利率 54.6%），金刚石散热全链条加工为期权；预计 2027 年硅光切割业务 4.5 – 5 亿元业绩、对应约 23 倍估值。

先导智能：锂电设备龙头，新签订单近 280 亿元、同比
+50%，储能订单增速快于动力且占比已超动力，固态/钠电/MLCC/SOFC/机器人新领域订单爆发，合同负债 189.8 亿元提供收入能见度。

中集集团（2039.HK / 000039.SZ）：海工产能 2028 年接近翻倍，FPSO 年均 8 艘、+14% 的需求支撑，AIDC 作为第二增长曲线。

申菱环境：Q3 营收 +103.2%、合同负债环比 +4.6 亿元、购买商品支付现金环比
+57%，是"订单→备货→交付"链条全面启动的信号；海外客户确收在 26Q4 – 27Q1
体现，业绩爆发点在明年初。

恒力液压 / 科达利 / 双环（UBS
中国区人形机器人首选）：零部件环节，受益量产部署，逻辑是客户壁垒与技术差异化而非概念。

行业趋势

机械的逻辑已经从"通用设备周期"切换为"AI 资本开支的传导链"。传导顺序是：算力投资 →
先进封装/测试产能扩张 → 后道设备（分选机、真空泵、激光隐切）→
零部件与耗材。这条链的特点是订单领先收入 1 – 2 个季度，所以看新签订单比看当期收入更有效。另一条支线是能源装备（海工、锂电、储能设备），其驱动力来自长周期资本开支而非短期景气，能见度更高但弹性更小。

风险在于：一是 AI 资本开支增速的二阶导若转负（如大摩提示的云资本开支放缓），设备订单会最先感知；二是锂电设备的毛利率受原材料与运费扰动明显（先导 Q3 毛利率同比 -1.40pct
即是例证），海外业务占比越高、扰动越大。

汽车

核心催化

当日汽车板块的核心矛盾是"出口救利润、内销拖收入"，五家整车厂的 Q3 形成了一个完整的对照谱系。

奇瑞汽车是最强样本：Q3 营收 979.5 亿元（同比 +33.8%、环比 +26.5%）、归母 54.0 亿元（同比 +15.8%、环比 +22.7%）；还原汇兑损失 10.8 亿元、剔除长鑫投资收益 8.0 亿元的一次性收益后，核心净利润 56.8 亿元（同比 +46.8%、环比 +2.5%），略超预期。毛利率 16.3%（同比 +1.2pct、环比 +0.2pct），单车收入 11.2 万元（同比 +1.6 万、环比 +1.3 万），单车核心净利 0.71 万元保持稳定；Q3 销量 80.2 万辆（同比 +15.0%、环比 +13.1%），在手现金及等价物 805.9 亿元（对比当前市值 1332 亿港元）。

赛力斯是最典型的"表观与实质背离"：Q3 营收 281 亿元（同比 -42%、环比 -12%），归母 14.2 亿元同比 -40% 但环比扭亏（Q2 为 -24.7 亿元），扣非归母 -13.7 亿元；非经常性损益 27.9 亿元（18.6 亿元投资净收益 + 7.8 亿元资产处置收益，均来自赛豆汽车出表）。结构上，M9 销 3.0 万辆带动单车收入升至 40.9 万元（同比 +3.6 万、环比 +8.8 万），Q3 毛利率 21.0%（环比 +0.1pct）、毛销差 7.4%（环比 +1.4pct），但总销量 6.6 万辆（同比 -47%、环比 -27%）。

长安汽车：Q3 营收 362.5 亿元（同比 -14.2%、环比 +10.1%），归母 -7.6 亿元、扣非 -9.5 亿元，同环比均由盈转亏；原因明确——研发投入加大、原材料价格高位、汇兑损失增加。结构亮点在销量：Q3 总销量 57.4 万辆（同比 -19.3%、环比 +2.2%），但新能源 29.5 万辆（同比 +8.3%、环比 +20.1%）、海外 27.3 万辆（同比 +64.3%、环比 +12.6%）。毛利率 13.9%（同比 -1.8pct、环比 -1pct）。

江淮汽车：Q3 营收 123 亿元（同比 +6%、环比 +15%），归母 -3.9 亿元（同比减亏 2.7 亿元、环比扩亏），扣非 -4.8 亿元（同比减亏 3.7 亿元）；毛利率 14.1%（同比持平、环比 +2.9pct），尊界放量带动结构改善（乘用车 2.7 万辆中含尊界 0.48 万辆），Q3 销量 8.3 万辆（同比 -9%、环比 -6%）。

福田汽车：前三季营收 489.30 亿元（同比 +7.7%）、归母 11.47 亿元（同比 +3.1%）、扣非 9.91 亿元（同比 +30.1%）；Q3 营收 152.62 亿元（同比 +1.2%）、归母 2.41 亿元（同比 -28.1%）、扣非 2.14 亿元（同比 +1.6%）。Q3 毛利率 11.39%（同比 +1.54pct、环比 +0.58pct），受益海外增长与新能源盈利改善；但销售费用 6.77 亿元、同比增加 0.83 亿元（国内竞争加剧、促销投入、海外人员扩张）拖累利润，Q3 中重卡销量 3.94 万辆、环比 -25.9%。

北汽蓝谷：Q3 营收 67.61 亿元（同比 +15.2%、环比 -9.8%），归母 -9.22 亿元（同比减亏 1.96 亿、环比减亏 0.78 亿），扣非 -9.36 亿元（同比减亏 2.03 亿、环比减亏 1.78 亿）；毛利率连续 5 个季度转正（Q3 为 2.1%，同比 +0.3pct、环比 -2.7pct），Q3 销量 6.05 万辆（同比 +36.5%、环比 -10.2%），其中享界 0.35 万辆。费用端，销/管/研/财费率 9.9%/1.7%/8.4%/0.2%，同比分别 -2.0/-1.9/-0.1/-0.2pct；销售费用 6.69 亿元、环比 -22.6%，降费有效推动扣非亏损收窄；Q3 单车扣非归母净利 -1.55 万元，同环比均减亏。

核心标的及逻辑

奇瑞汽车：出口高景气是唯一同时托住"量、价、利"的变量——单车收入与单车核心净利双稳、毛利率环比改善、在手现金 805.9 亿元几乎等于市值 60%，安全边际最厚。

赛力斯：M9 结构上移使单车收入达 40.9 万元、毛利率环比企稳、毛销差改善，Q4 看点有三——电池等原材料成本下降带来毛利边际向上、问界专属专营落地后销售费用率继续改善、11 月 13 日问界 M8 改款发布带来的订单弹性；但扣非仍亏 13.7 亿元，估值不能按表观归母看。

长安汽车：新能源（+8.3%/+20.1%）与海外（+64.3%/+12.6%）是增长引擎，但研发与汇兑压制利润，关键是海外属地化布局的兑现节奏。

江淮汽车：尊界是唯一的结构性变量（0.48 万辆/季），毛利率环比 +2.9pct
已验证；风险是费用率环比抬升与销量仍在下滑。

福田汽车：扣非同比 +30.1% 优于归母（-28.1%），说明主业在改善、非经常性因素在拖累；重卡淡季环比 -25.9% 是季节性，海外与新能源减亏是中期主线。

北汽蓝谷：毛利率连续 5 个季度转正、销售费用环比 -22.6%、单车扣非亏损 -1.55
万元同环比减亏，是"降本驱动减亏"的样本；但销量环比 -10.2%、享界仅 0.35
万辆，规模尚未跨过盈亏平衡点，弹性依赖享界放量。

行业趋势

汽车行业的分化已经从"油电之争"变成"内外之争"。国内市场价格战使毛利率普遍承压（长安 13.9%、福田 11.39%、江淮 14.1%），而出口占比高的企业毛利率逆势改善（奇瑞
16.3%）。这意味着出口占比是当前最重要的 alpha
变量，其次是产品结构（高端车型占比决定单车收入与毛利）。

第二个趋势是费用端的刚性上升：研发投入（长安）、促销投入（福田）、渠道改革（赛力斯）都在侵蚀利润，行业从"规模换利润"进入"效率换利润"阶段。第三，汇兑成为不可忽视的扰动项——奇瑞 10.8
亿元、长安均有汇兑损失，人民币走势会直接影响报表。

风险在于：一是出口面临贸易政策不确定性（欧洲关税、本地化要求），一旦加征或配额收紧，出口红利会快速消退；二是国内价格战若在 Q4 升级，毛利率改善趋势会被逆转；三是一次性收益（赛力斯出表、奇瑞长鑫投资收益）会掩盖真实经营质量，读报表必须先剔非经。

计算机

核心催化

国产 AI 芯片与定制 ASIC 在同一天交出爆发式报表，这是当日计算机板块最硬的主线。

燧原科技：Q3 营收 12.12 亿元、同比 +395.34%、环比 +45.50%（Q3 交付节奏加快），毛利率 33.8%（同比 +2.35pct）；前三季营收 23.32 亿元、同比 +331.74%，归母 -7.54
亿元、亏损同比收窄。关键在资产负债表：预付款项 77.09 亿元（环比 +2.39 亿）、存货 8.07 亿元、合同负债 63.85 亿元——下游头部客户以预付形式提前锁定未来算力交付，收入能见度极高；三代芯片邃思 320
累计交付推进，邃思 400 有望年内小规模交付。

翱捷科技：Q3 营收 13.63 亿元（同比 +38.76%）、归母 2.74 亿元（环比 +1.62 亿、同比 +3.56 亿），净利率达 20%、扣非 1.44 亿元首次单季转正；前三季营收 38.14 亿元（+32.43%）、归母 3.58 亿元。驱动力是 ASIC 定制：Q3 末 ASIC 订单规模 28.5 亿元、倍数于收入规模、环比近翻倍，量产订单占比超 50%，且 NRE
等前期费用已前置，后续利润弹性可观；收入结构中自有品牌同比约 +28%、占比超 85%，ASIC
定制业务收入同比约 +948%。

芯原股份：前三季营收 31.81 亿元（同比 +41.08%），毛利率 30.18%（同比
-4.77pct，量产业务占比提升所致），归母 -8.69 亿元；Q3 营收 13.17 亿元（同比 +2.85%、环比 +28.16%），经调整归母 -1.49 亿元（环比收窄 0.34 亿）、经调整 EBITDA -0.49 亿元（环比收窄 0.31 亿）。公司指引 2026 年下半年经调整 EBITDA 转正、2027 年全年经调整归母净利转正，截至 9 月末在手订单 185 亿元级。

概伦电子（EDA）：Q3 营收 1.77 亿元（同比 +84.5%）、归母 739 万元同比扭亏，剔除股份支付后归母 1452 万元；前三季营收 4.18 亿元（+32.8%）。毛利率 80.9%（同比 -8.3pct，并表低毛利业务）、期间费用率 84.1%（同比 -11.9pct），研发费用率 53.5%（-8.6pct）。H1 营收同比约 +10%、Q3 加速至 +84.5%，原有业务增长叠加锐成芯微、纳能微并表。

AI 模型侧的判读（花旗）：Gemini 4 Carbon 以 59 分重回 Artificial Analysis 智能指数第一，超 GPT-6 Astra 的 57 分与 Meta Muse 的 50 分，最佳开放模型仅 32 分，闭源与开放差距扩大至 27 分、为 6 月以来最宽；该模型目前仅面向网络防御，短期商业影响有限，但模型效率提升并未削弱算力需求——缓存上下文、任务时长延长、全机架部署继续推升 HBM 与高端 GPU 租赁价值，故障预测与验证提升存量 GPU 利用率。实体 AI 仍受安全标准、真实世界数据与制造业软件渗透率制约，平台软件商与拥有真实数据的早期采用者更占优。

AI 视频与世界模型：谷歌 Genie 4 依托 Gemini Omni 做现实世界外观与行为仿真、其他 Gemini 模型提供推理。国内路径上，字节 Seed 团队把视频生成视为通往世界模型的关键路径，Seedance 叠加基础大模型有望占优；快手可依托可灵 AI（Kling）切入，但基础大模型能力有限构成约束，花旗维持中性。

机器人行情的计算机视角（浙商新兴产业）：Q3 的核心矛盾是特斯拉机器人商业化路径能否跑通、本质是泛化能力；这轮行情起来是因为 GPT-6 Astra、Genie 4 等大模型赋能大脑、泛化能力显著提升，使"明后年量产出货并可外售"的逻辑重新成立；叠加特斯拉 Q3 业绩会指引 11/12 月发布展示机器人 AI 能力的视频，以及下半年以来的进展。

北美物流 AI 的产业化进度（大摩）：自动驾驶卡车从试点走向早期商业化——Charger 拟采购最多 500 辆 Aurora 技术卡车，Kodiak 与 DTL 签 75 辆无人车队协议，得州与俄亥俄商业线路扩张，监管批准与 64 天连续运行纪录降低部署障碍；Bot Auto 称自动驾驶硬件 BOM 约 5 万美元，远低于行业完整系统 35 – 60 万美元；GXO 扩大人形机器人部署，C.H. Robinson 将 Lean AI 扩展至海运/空运/报关，沃尔玛加快自动化仓储、无人机配送、RFID 与计算机视觉。行业评级维持 In-Line，关键在从签约试点转向可复制的无安全员运营。

核心标的及逻辑

燧原科技：Q3 营收同比 +395%，预付款 77.09 亿元 + 合同负债 63.85 亿元构成"客户已锁产能"的最强证据，邃思 400 年内小规模交付是下一催化；亏损收窄说明规模效应开始显现。

翱捷科技：ASIC 订单 28.5 亿元、环比近翻倍、量产占比过半，且 NRE 已前置——这意味着未来几个季度的收入增量几乎直接落到毛利，是当季利润弹性最大的标的。

芯原股份：IP + 设计服务 + 量产的组合，指引 2026H2 经调整 EBITDA 转正、2027 年全年经调整归母转正，在手订单提供支撑；毛利率下滑是量产业务占比提升的结构性结果，不代表竞争力下降。

概伦电子：EDA 国产替代 + 并购并表（锐成芯微、纳能微），Q3 营收 +84.5% 的加速来自并表贡献与原有业务共振；80.9% 的毛利率虽被摊薄，但仍是软件属性。

立讯精密：Q4 展望已给出，后续看点被归纳为 OAI 等算力业务放量与资产整合的边际进展，业绩有望持续提速。

行业趋势

计算机的分层已经非常清晰：算力层（AI 芯片/ASIC/IP）是当期业绩兑现最快的环节，应用层（AI 视频/Agent/工业 AI）仍在投入期，模型层（大模型）由海外主导且差距在扩大。

算力层的景气由两条腿支撑：一是国产替代（海外封测产能被 AI 芯片挤占、订单向国内转移），二是客户预付锁产能（燧原合同负债 63.85 亿元是典型）。这条线的风险是订单集中度高、客户资本开支节奏一旦变化，收入波动会被放大。

应用层的机会正在从"叙事"转向"可验证的收入"：中控技术的工业 AI 前三季收入 6.19 亿元（Q3 约 2.35 亿元、环比 +17%、占总营收 11.3%）是少见的"从验证到收入"的样本；AI 视频则要看字节 Seedance 与快手可灵能否在交互式世界模型上取得实质进展。

风险集中在两处：一是模型效率提升若真的开始削弱算力需求（当前花旗判断尚未发生），算力链的估值会被重估；二是 AI 应用商业化变现周期若继续低于预期，中概互联网与 SaaS 类公司的估值修复会被推迟。

电子

核心催化

存储涨价进入"斜率放缓但方向未变"的阶段，这是当日电子板块最重要的边际信息。10 月 PC DRAM 固定价环比 +13% 至 +18%，涨幅较 Q3 的 18% 至 23% 明显放缓；8GB DDR4 内存条 170 美元（环比 +13% 至 +18%）、16GB DDR5 内存条 275 美元（环比 +10% 至 +15%）；DDR5 相对 DDR4 的折扣从 Q3 的 6% 收窄至 10 月的 3%（DDR5 16GB SO/U-DIMM 由 247.0 美元升至 275.0 美元、+11.34%）。大部分谈判预计 11 月完成，11 月价格将比 10 月略有上涨。读法：涨价二阶导转负，但绝对价格仍在创新高，对上游是利润延续、对下游是成本压力加剧。

半导体材料 Q3 出现"营收加速 + 毛利率首次环增"的组合。安集科技 Q3 营收 9.3 亿元（同比 +38.4%、环比 +15.7%），毛利率 56.8%（环比 +1pct，今年首次环增，可能来自功能性湿电子化学品毛利率走高），净利润 8.4 亿元（同比 +262%，主要系参与长鑫配售的浮盈），扣非 3.0 亿元（同比 +66.8%），且 Q3 三费仅增长 4.4%——经营效率提升，业绩超预期。路维光电 Q3 营收 3.1 亿元（同比 +8.4%、环比 -10.1%）、归母 0.7 亿元（同比 +8.9%）、扣非 0.65 亿元（同比 +7.5%），营收放缓主因厦门工厂设备延期，相关募投项目实施延期至 2027 年 3 月。沪硅产业 Q3 营收 13.2 亿元（同比正增长）。

先进封装扩产落地。汇成股份拟投不低于 75 亿元建设 HITS 先进封装项目（旗下郑隆芯创实施），面向 AI 与 HPC 的高性能封装测试需求，一期 5k 片/月产能预计 27H1 点亮、27H2 逐步贡献营收。Q3 营收 5.06 亿元（同比 +17.9%、环比 -7.6%）、归母 0.23 亿元（同比 -18.2%、环比 +29.5%）、扣非 0.34 亿元（同比 +76.3%、环比 +209.2%），毛利率 21.9%（同比 +1.1pct、环比 +5.1pct），稼动率回升叠现金价负面影响弱化；归母受非经影响较大（晶合集成 H 股基石）。

模拟芯片的结构性机会。圣邦股份 Q3 收入 17.09 亿元（同比 +74%、环比 +14%）、归母 3.19 亿元（同比 +123.75%、环比 +7.4%）、扣非 2.97 亿元（同比 +207.5%、环比 +16%）；毛利率 51.77%（环比 -0.22pct，因成本端上涨、部分产品涨价尚未反映）、扣非净利率 17.38%（环比 +0.28pct）。前三季收入 43 亿元（+53.7%）、归母 7.39 亿元（+115%）。1 – 3 季资产减值损失分别 -0.66/-0.42/-0.57 亿元，存货谨慎计提维持高位。公司强调服务器与电源领域的未来增量，指引 Q4 乐观。

存储成本对安卓机链的挤压已经量化。传音控股 Q3 营收 148.49 亿元、同比 -27.45%、环比 -22.79%，归母 8.57 亿元（同比 -8.4%、环比 -20.17%），扣非 4.36 亿元（同比 -47.72%、环比 -49.40）；毛利率 22.67%（环比 Q2 仅 -0.5pct）、净利率 5.94%（环比 +27pct）。原因写得很清楚：Q2 – Q3 是存储涨价斜率最高的阶段，安卓机大盘需求承压严重，公司出货量环比下滑约 35%；但公司持续顺价且成效显著——Q3 仍涨价约 30% 来对应快速上涨的存储成本，毛利率因而维持较高区间，期间费用率受规模影响微升 0.93pct。读法：这是"能顺价"的正面样本，与英特尔客户端 -5%、微软 OEM -22% 的"不能顺价"形成对照。

面板的股权变动。TCL 科技公告三星显示拟将华星 10.16% 股权全部转让给控股股东三星电子，对价约 9.60 亿美元、预计 12 月支付；交易后 TCL 科技、三星电子及其他股东分别持股 82.82%、10.16%、7.02%，控制权不变、不涉及增资。该交易对应华星整体股权价值约 94.5 亿美元，为分部估值提供参考。

半导体行业的年度框架（大摩）：给予大中华半导体"具吸引力"，2027 年全球半导体市场约 2.5 万亿美元、AI 半导体约 8090 亿美元（占三分之一）；但剔除存储与英伟达 AI GPU 后，非 AI 半导体 2027 年增速可能转负。台积电 2027/2028 年资本开支预测上调至 830 亿/920 亿美元，领先制程晶圆 2027 年可能提价 5% – 10%，全球 CoWoS 需求从 139.4 万片增至 250.9 万片。

核心标的及逻辑

安集科技：营收 +38.4%、毛利率首次环增、三费仅 +4.4%，是"量价与效率同时改善"的稀缺样本；需注意 8.4 亿元净利中含长鑫配售浮盈，扣非 3.0 亿元才是真实经营利润。

圣邦股份：扣非同比 +207.5%、Q4
指引乐观，服务器与电源是新增量方向；毛利率环比微降说明成本传导有滞后，Q4
若顺价成功，毛利率有修复空间。

汇成股份：扣非环比 +209.2%、毛利率环比 +5.1pct，稼动率回升已验证；75 亿元 HITS
项目是中期产能期权，27H1 点亮是关键节点。

路维光电：Q3 营收环比 -10.1% 是设备延期导致的节奏问题（募投延期至 27 年 3
月），不是需求问题，属于"时间换空间"。

TCL科技：三星电子直接持股打开与全球终端龙头多品类合作空间，华星 94.5
亿美元估值提供分部锚；但积极判断仍要落在大尺寸盈利弹性与折旧下行的利润释放。

传音控股：Q3 出货环比 -35% 但毛利率仅微降 0.5pct，证明顺价能力（Q3 涨价约 30% 覆盖存储成本）；扣非 -47.72% 说明销量下滑的规模效应损失大于毛利保护，属"守住价盘、牺牲规模"的选择。观察点是 Q4
存储价格若趋稳，出货能否恢复。

行业趋势

电子内部呈现"三层分化"。上游涨价层（存储、材料、模拟）当期利润最好，但已出现二阶导放缓（DRAM 涨幅从 18 – 23% 降至 13 – 18%）；中游制造层（先进封装、封测）处于扩产周期，稼动率回升与资本开支并行，利润弹性来自产能利用率；下游终端层（PC、手机）正在承受成本传导，英特尔客户端 -5%、微软 OEM -22%、传音出货环比 -35% 都是证据。

这意味着 2027 年的核心风险不是需求，而是成本转嫁能力——能把涨价传导给客户的（材料、模拟、高端封测）继续赚钱，不能传导的（组装、低端整机）会被挤压。大摩"非 AI 半导体 2027
年增速可能转负"的判断，指向的正是这部分。

风险点有三：一是 DRAM 涨价若在 11 月见顶，存储链的盈利预期需要下修；二是 CoWoS
与先进封装的扩产若集中在 2027 下半年释放，可能出现阶段性供过于求；三是先进制程提价 5% – 10%
会进一步压缩成熟制程与中小设计公司的利润空间。

通信

核心催化

长飞光纤给出光通信最强单季报表。2026 前三季度营收 191.24 亿元、同比 +86.12%，归母净利润 61.28 亿元、同比 +1205%，扣非 55.05 亿元、同比 +1846%；单 Q3 营收 93.16 亿元（同比 +139.42%、环比 +52.37%）、归母 32.03 亿元（同比 +1741.52%、环比 +31.84%）、扣非 30.56 亿元（同比 +2003%、环比 +53.69%）。

增长的质量来自结构而非单纯涨价：二季度时 2025
年运营商低价单仍在消化，三季度基本消化完毕，产品结构调整到位，高端 657
光纤出货增加，光通信业务盈利环比明显提升；公司此前已与北美某大型 CSP
签订较大体量多年期长协，每芯公里单价相较以往大幅提升，DCI 光缆产品价值量高于普通光纤，同时与其他云厂商保持紧密接触、有望签订更多长单；子公司长芯博创多芯…（多芯连接等产品）贡献增量。

行业侧的支撑是库存与需求同步向好：9 月规上工业库存维持主动补库，电子通信的补库速率与需求改善均处于领先位置，与有色冶炼并列补库最快，与油气开采并列需求向好最快。

核心标的及逻辑

长飞光纤（6869.HK / 601869.SH）：Q3 归母 32.03 亿元、同比 +1741.52%，扣非环比 +53.69%，核心逻辑是"低价单出清 + 高端产品占比提升 + 海外 CSP 长协单价大幅抬升"三重叠加。UBS 给"买入"、12 个月目标价 330 港元，预计 2026 – 2028 年净利 90.75/156.15/191.37 亿元，但明确提示预测对需求、产品结构、利润率改善的假设高度敏感。风险点是长协定价的可持续性——一旦北美 CSP 资本开支节奏放缓，单价与量的双升会同时承压。

长芯博创（长飞子公司）：多芯连接等新产品是高端化的一部分，属于"母公司长协之外的第二增长点"。

行业趋势

光通信的定价逻辑已经变了：过去是"运营商集采压价 + 光纤光缆同质化"，现在是"AI 数据中心内部与 DCI 互联驱动的高端光纤紧缺"。变化的关键在于需求方从运营商变成云厂商——云厂商对单价敏感度低、对交付与规格要求高，且倾向签多年期长协锁量，这使头部厂商的议价权结构性上移。

这条线的持续性取决于两个条件：一是北美 CSP 的资本开支能否维持（大摩预计 2027 年 AI capex 仍在扩张，台积电资本开支上调至 830/920 亿美元可作侧证）；二是国内厂商的高端产能扩张速度，若 2027 年集中释放，单价可能回落。

风险集中在三点：一是长协价格若被重新谈判，盈利预测的敏感性会被放大（UBS 已明确提示）；二是运营商低价单消化完毕后，2027 年同比基数将变得很高，增速自然回落；三是光纤之外的其他通信子行业（如传统设备、卫星）当日无有效数据，板块行情高度集中于光通信单一主线。

传媒

核心催化

AI 视频模型正在向"交互式世界模型"演进，这是当日传媒板块唯一但足够重要的线索。谷歌 DeepMind 推出 Genie 4，在真实感与实时交互仿真上取得进展；其构建方式是整合并依托 Gemini Omni——由 Gemini Omni 负责基于现实世界外观与行为开展仿真，其他 Gemini 模型提供复杂推理能力，保障内容的连贯性与连续性。

花旗据此给出的判断是：国内头部 AI 视频模型公司同样应当借助自身视频模型探索交互式世界模型方向。字节跳动 Seed 团队明确把视频生成模型视为通往世界模型的关键路径之一，其领先的 Seedance 模型叠加基础大模型能力，有望让字节在该赛道取得优势；快手可依托可灵 AI（Kling AI）挖掘世界模型机会，但自身基础大模型能力有限会形成约束，花旗维持中性评级。

核心标的及逻辑

快手：可灵 AI（Kling）是国内商业化最成熟的视频生成产品之一，但花旗的判断很直接——视频模型本身可以强，基础大模型能力不足会限制其向世界模型演进的上限，因此维持中性。这意味着估值的进一步抬升需要看到基础模型能力的补齐，而不只是视频产品的用户数增长。

字节跳动（未上市）：Seedance + 基础大模型的组合被花旗视为该赛道最有优势的玩家，其路径是"视频生成 → 世界模型"，本质是把内容生成能力升级为可交互的物理世界仿真能力。

行业趋势

传媒的内容生产链条正在被重写：从"人做内容"到"模型生成内容"，再到"模型生成可交互的世界"。第三步的意义远超内容本身——交互式世界模型可直接用于游戏、影视预演、机器人训练仿真，这也是为什么花旗建议国内视频模型公司往这个方向走。

但商业化的现实是分层的：视频生成已经能收费（订阅、API），世界模型仍处早期（算力消耗大、可控性不足）。因此中短期看传媒板块的 AI 逻辑仍应落在"降本"（影视、广告、游戏制作成本下降）与"提效"（内容产能扩张），而非"世界模型"的远期叙事。

风险在于：一是若国内基础大模型能力持续落后，视频模型公司只能停留在应用层、议价能力弱；二是内容平台的 AI 生成内容面临版权与监管的不确定性；三是当日传媒板块仅此一条有效线索，缺乏业绩层面的验证，行情更偏主题驱动。

食品饮料

核心催化

金达威的藻油替代逻辑进入产能兑现阶段。行业背景是：2025 年全球鱼油约 120
万吨，其中人用营养等高端用途约 20
万吨，其余主要用于特种水产（毛油）；配方上部分客户藻油替代鱼油的比例已从最初添加 5% – 10% 提升至 20% 甚至更高。

公司有两个藻油项目——1 万吨级与 10 万吨级。1 万吨级（定位生产精油）于 2025H2
启动建设，前序工艺的饲料级毛油产能已基本打通：产线 2026 年 6 月投产、10
月中旬实现满产，后续精油深加工产能仍在建设中。10 万吨级藻油（毛油）项目预计 2027
年开始分批次陆续投产。公司明确当前处于市场形成初期、不会主动提价，若 2027
年市场供需格局明朗，会考虑跟随涨价。

另两个品种提供的是反面参照：辅酶 Q10 行业处于量增价跌状态，2025Q4 价格明显下跌、2026Q1 进入平缓但仍下行的通道，暂无明确迹象走出下跌，核心原因是行业供给增加；维生素（帖文中提及）同样是供给驱动的价格环境。

核心标的及逻辑

金达威：藻油是唯一具备"渗透率提升 + 公司产能释放"双驱动的品种——毛油产线 10
月中旬满产意味着收入端开始体现，10 万吨级项目 2027
年分批投产决定中期弹性。买入逻辑的关键在于替代比例能否从 20%
继续上行（这是需求端的乘数），以及公司是否在 2027 年供需明朗后具备提价能力。风险是辅酶 Q10
与维生素的价格下行会拖累整体利润，形成"新品增长、老品拖累"的对冲。

今世缘：26Q3 营收 22.31 亿元（同比 +15.53%）、归母 4.22 亿元（同比
+31.59%），在白酒淡季实现收入双位数、利润 30%+ 的增长。结构上，特 A+ / 特 A / A 类收入分别 +11.3% / +24.3% / +18.0%，淡雅继续引领增长，对开、四开亦有改善；区域上淮安 +14.7%、南京 +6.9%、苏南 +6.7%、苏中 +24.5%、盐城 +24.7%、淮海 +7.4%，省外 +29.4%；毛利率同比 +1.8pct 至 76.9%，销售费用率 -2.9pct、管理费用率同步下降。前三季营收 86.66 亿元（-2.43%）、归母 25.03
亿元（-1.80%）。逻辑是"结构升级 +
费用精准投放"在弱需求里仍然有效，这是区域酒对抗行业下行的核心武器。

蒙牛：观点是"风格切换 + 明年基本面预期"两步走——第一步打入明年预期看 12 倍，第二步年报后上看 15 倍；经历 9、10 月的风格干扰期后，千亿港币市值的上涨通道已打开，年初至今
+38%，即使大盘干扰也有相对收益。逻辑核心是困境反转（原奶成本下行 +
费用效率提升），风险是液态奶需求若持续疲弱，收入端难以支撑估值切换。

行业趋势

营养原料行业的核心变量是"原料替代"与"供给周期"的叠加。藻油替代鱼油的驱动力有三：鱼油资源受捕捞配额限制、藻油可工业化扩产、素食与可持续概念带来的品牌溢价。这决定了藻油是一条渗透率单向提升的赛道，但短期受制于成本（藻油生产成本仍高于鱼油毛油）与客户配方切换节奏。

与之相对，辅酶 Q10 与维生素是典型的供给周期品——价格由产能投放节奏决定，当前均处于供给增加导致的价格下行通道，短期看不到反转信号。所以呢：这家公司的估值应该拆成"藻油成长 +
Q10/维生素周期"两部分，前者给成长溢价，后者只给周期底部估值。

白酒与乳制品则呈现"分化中的结构性机会"：白酒行业整体承压（今世缘前三季营收仍
-2.43%），但区域龙头靠结构升级与费用精准投放实现单季加速；乳制品处于原奶成本下行 + 需求疲弱的组合，利润弹性来自成本而非收入。两者的共同点是收入端难有强复苏，利润端靠成本与费用改善，这也决定了板块行情更可能是估值修复而非业绩驱动。

风险在于：一是藻油若产能集中投放（公司 10 万吨级 + 同行扩产），2027 年后可能重演 Q10 的价格战；二是鱼油价格若大幅下跌，藻油替代的经济性会被削弱；三是白酒若春节备货打款不及预期，区域酒的加速会被打断；四是乳制品需求若继续走弱，蒙牛的估值切换缺乏基本面支撑。

社会服务

核心催化

酒店板块被明确推荐，逻辑是"估值底 + 供给先出清 + OTA
让利"三重共振。四条核心依据：一是市值与估值预期均在历史底部 10 – 15xPE
区间，但中长期成长空间仍清晰；二是 REITs
等工具推动行业连锁化率天花板高于预期，龙头内部分化、集中度高于预期；三是 OTA
优化平台生态，降佣并强调产品质量与品牌，新规则使产业链利润分配阶段性利好连锁酒店；四是景气度 10 月因展会较多表现较好，但多因素导致波动频繁，中性需求假设下趋势性拐点预计在
27Q1 – Q2，而供给增速已在 25Q3 趋势性放缓，将带来更高的 RevPAR 弹性与持续性。

锦江酒店的 Q3 已给出正样本：26Q1 – 3 收入 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%）；Q3 收入 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%）。分部看，Q1 – 3 酒店板块收入 104.87 亿元（同比 +4.62%），境内有限服务型 74.14 亿元（同比 +6.13%），境外有限服务型 26.15 亿元（同比 -0.14%）但持续推进减亏。Q3 毛利率 42.98%、同比 +1.37pct。

核心标的及逻辑

锦江酒店：收入个位数增长、归母增长 35.88%，说明利润弹性来自费用与结构而非规模——这正是"OTA 降佣 + 内部整合"的体现。买入逻辑是低估值（10 – 15xPE）+ 改革释放利润 + 境外减亏三个变量同时改善。

华住集团：龙头中经营效率最高，受益于连锁化率提升与中高端结构升级；在供给出清阶段，龙头的 RevPAR 弹性大于同业。

首旅酒店：估值更低、弹性更大，但需验证其门店结构与翻新节奏。

亚朵（相关标的）：中高端差异化定位，零售业务提供第二增长极，但估值已高于传统酒店。

行业趋势

酒店是典型的"供给滞后需求"行业。当前的状态是：需求端温和（10
月靠展会支撑、波动频繁），但供给端已在 25Q3 趋势性放缓——这意味着即使需求不改善，供需缺口也会在 2027 年自然收敛，从而带来 RevPAR 的向上弹性。

第二个变化是产业链利润的再分配。OTA 降佣并强调产品质量与品牌，相当于把平台的部分利润让给连锁酒店；这对单体酒店意义不大（缺乏品牌议价），对连锁龙头则是直接的成本改善。第三是 REITs
打开了退出通道，使连锁化率的天花板被抬高——过去制约连锁扩张的是资本沉淀，现在可以通过 REITs
回收资金再扩张。

风险有三：一是需求端若在 2027 年继续走弱（商务出行与企业差旅预算压缩），拐点会被推迟；二是供给放缓若只是阶段性的（新开工减少但存量翻新增加），RevPAR 弹性会低于预期；三是 OTA
降佣若不可持续（平台竞争格局变化），利润再分配会逆转。

纺织服饰

核心催化

彪马 FY2026Q3 是一份"毛利率改善、费用率吞掉"的典型重置期财报。营收 17.762 亿欧元、经汇率调整同比 -6.3%，原因有二：业务重置措施，以及北美与 EMEA
需求走软；亚太的双位数增长形成部分对冲。分渠道看，经销 11.879 亿欧元（汇率调整后 -9.6%）、零售 5.883 亿欧元（汇率调整后增长）。

利润端的组合是：毛利率 49.5%、同比
+4.2pct（受益较低的采购价格、含关税退税效应、渠道结构优化与汇率）；SG&A 费率 50.7%、同比 +5.6pct；归母净利润 -5490 万欧元、同比下降 11.9%，归母净利率 -3.1%、同比 +0.2pct。

所以呢：毛利率提升 4.2pct 却被费用率上升 5.6pct 完全抵消，说明问题不在产品定价能力，而在渠道重置与组织调整的成本。这是"主动瘦身"阶段的必然后果，关键看 2027 年费用率能否随渠道结构稳定而回落。

国内标的同日给出两个正面样本。百隆东方：26Q1 – 3 营收 62.9 亿元（+9.9%）、归母 8
亿元（+44.8%）、扣非 7.4 亿元（+44.6%）；Q3 营收 20.2 亿元（-5.5%）但归母 2.4 亿元（+48.1%）、扣非 2.1 亿元（+39.9%），其中受资本市场波动，上海信聿投资子公司对应的长投收益同比减少约 6400 万元。26Q1 – 3 毛利率 17.3%（+3.9pct）、期间费用率 5.5%（-0.4pct）、归母净利率 12.7%（+3.1pct）；Q3 单季毛利率 19.2%（+8.9pct），大幅上行的原因是产能利用率提升与高价产品占比增加。公司同时新增中期分红，拟每股 0.1 元、合计 1.5 亿元。地素时尚：Q3 营收同比 +22% 至 5.9 亿元、归母 +11% 至 0.73 亿元、扣非 +72% 至 0.99 亿元，已连续五个季度扣非利润高增，当日涨停。

所以呢：纺服内部出现"海外品牌在重置、国内上游在改善"的错位——色纺纱（百隆）靠产能利用率与结构升级实现毛利率 +8.9pct，女装（地素）靠产品力与折扣管控实现扣非
+72%，两者都证明在需求偏弱时，"效率与结构"比"规模"更重要。

核心标的及逻辑

百隆东方（601339）：Q3 营收 -5.5% 但归母 +48.1%、毛利率 +8.9pct，是"减量增利"的典型——产能利用率提升 + 高价产品占比增加，叠加中期分红 1.5 亿元，兼具盈利质量与股东回报。买入逻辑是色纺纱龙头的份额与议价能力，风险是长投收益（上海信聿）随资本市场波动。

地素时尚：Q3 扣非 +72%、连续五个季度扣非高增，收入 +22%
在女装行业里极为罕见，说明产品与渠道调整已见效；风险是单季数据的可持续性需 Q4 验证。

海外标的为彪马（Puma，德国）。其投资逻辑分歧在于：看多者认为毛利率改善证明品牌力与采购成本优势仍在，亚太增长可对冲欧美疲软；看空者认为经销渠道 -9.6%
的下滑是结构性丢失份额，业务重置的代价可能超出预期。

行业趋势

全球运动服饰正处于"库存出清尾声 + 渠道重构"的阶段。两个特征值得注意：一是区域分化——欧美需求疲软、亚太（尤其中国与东南亚）仍是增量，品牌的区域暴露决定了短期业绩；二是渠道分化——经销渠道普遍承压（品牌在收回渠道控制权），直营与电商相对韧性，代价是 SG&A 上升。

对国内纺服产业链的映射是：代工端（OEM/ODM）订单取决于品牌方的补库节奏，若彪马这类品牌仍在重置期，上游订单难有强复苏；品牌端则要看国内运动品牌能否在亚太增量中抢到份额。关税退税效应对毛利有正面贡献，但这是一次性因素，不可外推。

风险在于：一是欧美需求若进一步走软，经销渠道的去库存会延长；二是业务重置若执行不力，费用率回落会晚于预期；三是汇率波动会放大报表波动（彪马明确提到汇率对毛利率的影响）。

轻工制造

核心催化

欧派家居的三季报是"地产后周期 + 政策退坡"双重挤压的样本。3Q26 营收 33.50 亿元、同比 -32.64%，归母 1.62 亿元、同比 -80.16%，扣非 1.32 亿元、同比 -82.79%。分品类看，橱柜 8.55 亿元（-40.14%）、衣柜及配套家具 16.28 亿元（-36.10%）、卫浴 1.84 亿元（-35.94%）、木门 2.32 亿元（-30.04%）、其他 2.57 亿元（-4.40%）——全品类下滑且幅度接近，说明是行业性需求问题而非份额丢失。

分渠道看更能定位原因：直营 1.86 亿元（-5.09%）、经销 24.69 亿元（-35.07%）、大宗 3.64 亿元（-50.56%）、其他 1.36 亿元（+6.38%）。大宗（工程渠道）腰斩，对应新房精装需求塌陷；经销下滑 35%，对应终端客流与转化率下降。公司给出的原因很直接：新房家装需求疲软、存量翻新需求释放偏缓，叠加去年同期以旧换新国补的高基数。

核心标的及逻辑

欧派家居：家居定制龙头，Q3 收入 -32.64%、扣非 -82.79%，利润降幅远大于收入降幅——这是典型的"收入下滑 + 固定成本刚性 + 促销让利"三重杠杆反向作用。投资上不宜在国补高基数尚未消化的季度博弈拐点，关键观察项是大宗渠道能否止跌（-50.56% 已是极低基数）与存量翻新订单占比是否提升。

行业趋势

家居行业的核心矛盾是需求来源的切换：从"新房精装（大宗）"转向"存量翻新（零售）"。这个切换的难点在于两点——一是存量翻新的决策周期长、客单价低、转化慢，短期无法填补新房缺口；二是渠道结构必须重构（大宗团队转向零售、经销商要重新获客），而重构期的费用刚性会放大利润下滑。

政策层面，去年的以旧换新国补制造了高基数，今年同期形成"同比陷阱"。所以呢：2026Q4 到 2027Q1 的报表仍会很难看，真正的拐点信号是"同比基数回归正常后，单季收入能否环比转正"，而不是同比降幅收窄。

风险有三：一是地产销售若继续下行，存量翻新的需求池也会收缩；二是若国补政策延续但力度减弱，会形成"政策依赖 + 边际递减"的组合；三是行业价格战（定制家居的套餐战）可能进一步压缩毛利率。

医药生物

核心催化

ESMO 2026（10 月 23 – 27 日）的中国资产读出构成当日最强催化，且质量高于以往——不再是"有数据"，而是"头对头赢化疗"。

信达生物 IBI343（CLDN18.2 ADC）用于经治 CLDN18.2 阳性胃癌/胃食管结合部癌，III 期 G-HOPE-001 同时达成 OS 与 PFS 双终点：中位 OS 10.2 个月 vs 医生选择化疗 6.9 个月，HR 0.57；第二次期中分析的 PFS 亦达标。科伦博泰 sac-TMT（TROP2 ADC）用于晚期子宫内膜癌的 TroFuse-005 全球三期双终点达标：中位 OS 19.0 个月 vs 12.1 个月（HR 0.68，P=0.0001）、中位 PFS 7.2 个月 vs 3.9 个月（HR 0.59）。此外康方生物、恒瑞医药、石药百克、康诺亚、翰森均有积极数据读出。

BD 收入的"一次性"问题在同日被两家公司演示。迪哲医药 Q3 营收 42.5 亿元、同比 +1736%、环比 +1472%，归母 38.5 亿元（去年同期 -2.0 亿元）、扣非 38.4 亿元；但扣除 6 亿美元 BD 收入后（汇率按 6.71 计），内生营收约 2.2 亿元、同比约 -4.5%、环比约 -18.2%（9 月舒沃替尼未计入销售）。前三季营收 47.7 亿元（+713.5%）、归母 36.4 亿元。泽璟制药则是另一种形态：前三季营收 15.36 亿元（+158.91%）、归母 6.38 亿元、扣非 6.09 亿元、经营性现金流 8.33 亿元；但单 Q3 营收 3.31 亿元（同比 +52.03%、环比 +10.38%）、归母 -174 万元、扣非 -739 万元，单季转亏。前三季毛利率 93.04%（+2.64pct），销售费用率 28.45%（-27.50pct）、管理费用率 3.05%（-4.75pct）、研发费用率 21.13%（-29.89pct）；单 Q3 毛利率 87.23%（同比 -4.45pct）、销售费用率 46.07%（同比 -9.37pct）。

医疗器械被判断进入"基本面拐点与估值修复并行"阶段：设备更新政策持续推进、医院招投标明显边际改善、订单稳步增长；IVD 前期降价扰动趋于结束、头部国产替代加速；耗材集采导向由"降价"转向"稳价格、提质量、促创新"，估值压制因素持续缓解。手术机器人、脑机接口、AI 医疗等创新方向持续发展，AI4S 对高通量实验、自动化设备及耗材的需求值得关注。板块经数年调整、负面因素趋于出清、PE 处历史较低水平，行情预计龙头先行、结构扩散。

核心标的及逻辑

信达生物（1801.HK，野村买入）：IBI343 III 期双终点达成、OS HR 0.57，是全球首个在 CLDN18.2 胃癌头对头赢化疗的 ADC 之一，具备授权与自主商业化双重价值。

科伦博泰（6990.HK，野村买入）：sac-TMT 在子宫内膜癌全球三期双终点达标（OS HR 0.68、PFS HR 0.59），验证 TROP2 ADC 在妇科瘤种的潜力，打开适应症空间。

迪哲医药：舒沃替尼 Exon20ins 由阿斯利康在美国启动二线商业化，一线 20 外 III 期于 2026 ASCO LBA 读出、美国一线 NDA 获受理，20 外辅助 III 期推进；但估值必须剔除 6 亿美元 BD 一次性收入，回到内生销售斜率（Q3 内生 -4.5%）与一线适应症获批上。

泽璟制药：前三季营收 +158.91%、现金流 8.33 亿元、费用率全面下降（销售 -27.50pct、研发 -29.89pct），但单季转亏（归母 -174 万元）说明收入确认节奏与费用投放存在错配，需要看 Q4 是否恢复。

行业趋势

创新药的投资范式已经切换：从"管线数量与靶点故事"转向"全球三期数据 + 商业化能力"。ESMO 这轮读出的意义在于，中国 ADC 开始在头对头试验中击败化疗标准疗法，这直接提升了 license-out 的议价权——过去是"卖权益换现金"，现在可以谈"分层特许权使用费 + 共同开发"。

器械的逻辑则是政策周期的反转：集采从"唯低价"转向"稳价格、提质量、促创新"，意味着降价压力最大的阶段已过；设备更新的招投标改善是需求端的实质回暖。这两条叠加，使器械成为"低估值 + 政策拐点"的组合。

风险有三：一是 BD 收入的一次性特征会持续扭曲报表（迪哲是典型案例），投资者容易被表观高增长误导；二是 ADC 赛道的拥挤度快速上升，同一靶点的竞争会在 2027 年集中显现；三是器械的招投标改善若不能转化为确认收入（医院预算与回款周期长），业绩兑现会滞后于订单。

交通运输

核心催化

航空与物流同日披露，呈现"量好利差"的共同特征，核心变量都是航油成本。

吉祥航空 26Q3 营收 67.73 亿元、同比 +5.61%，归母净利 1.77 亿元、同比 -69.66%，扣非 1.66 亿元、同比 -70.85%；前三季营收 188.54 亿元（+7.86%）、归母 3.27 亿元（-69.94%）、扣非 2.35 亿元（-75.91%）。运营数据说明需求并不差：Q3 整体 ASK 同比 +6.29%、RPK +8.33%、客座率 88.28%（同比 +1.67pct）；国内 ASK +9.54%、RPK +11.16%、客运量 +7.41%、客座率 90.08%（同比 +1.29pct）；国际市场运力小幅收缩但客座率提升。收入增长与客座率改善同时出现，利润却腰斩，唯一解释是航油价格同比大幅上涨。

东航物流 26Q3 营收 69.70 亿元、同比 +16.30%，归母 7.32 亿元、同比 +2.75%，扣非 6.96 亿元、同比 +0.56%；前三季营收 212.22 亿元（+23.03%）、归母 21.50 亿元（+7.46%）、扣非 19.48 亿元（+5.41%）。在"油价高企 + 欧洲 150 欧元以下包裹免税政策取消"的双重压力下仍实现归母增长，展现经营韧性。分业务：航空速运收入 +31.02% 但毛利 -12.33%；地面综合服务收入 +7.21%、毛利 +6.53%；综合物流解决方案收入 +2.49%、毛利 -14.66%。前三季航空速运收入 104.84 亿元（+40.01%）、毛利 13.53 亿元、毛利率 12.91%。

核心标的及逻辑

东航物流：收入高增（航空速运 +31.02%）但毛利下滑（-12.33%），说明运价与货量在扩张、单位盈利在收缩；亮点是地面综合服务毛利正增长（+6.53%）与前三季整体毛利率
12.91%。买入逻辑在于跨境电商物流的份额扩张 +
综合物流解决方案的粘性，但需警惕欧洲小包免税取消对高毛利业务的持续冲击。

吉祥航空：Q3 客座率 88.28%、国内超
90%，需求端无忧；利润弹性完全取决于航油价格，属于"成本博弈型"标的——油价回落即是最大催化。

行业趋势

交运的两个子行业走出了不同逻辑。客运航空是纯粹的油价弹性：需求（RPK、客座率）已恢复到较高水平，进一步上行空间有限，而航油占成本比重高，油价每波动 10%
对利润的影响远超票价波动，因此航空股的胜负手在成本端而非收入端。

航空物流则受贸易政策直接影响：欧洲 150
欧元以下包裹免税取消，直接打击跨境电商小包的高毛利业务，这也是东航物流航空速运"收入 +31%、毛利 -12%"的根源——用低价换货量。中期看，物流企业的应对是转向综合物流解决方案（报关、仓配、供应链），但这类业务毛利率低于纯运输，结构转型会摊薄整体利润率。

风险有三：一是油价若维持高位（中东地缘 + 布伦特高位），航空利润持续受压；二是跨境电商政策若进一步收紧（更多国家跟进免税取消），物流货量增速会下滑；三是人民币汇率波动对航空的美元负债成本有影响。

房地产

核心催化

华发（珠海华发集团）的地产信用风险是当日最具系统重要性的地产事件，但它的影响路径不在销售端，而在融资端。事件演进分两步：前几天信用债出事时，债市交易的是避险逻辑——"卖信用 + 买利率"，利率债反而走强；当日信用风险进一步发酵，导致债基、固收+出现赎回，机构的动作变成"信用卖不掉、先卖利率应对赎回"，于是利率债也被连带抛售。这一链条与 2020 年永煤暴雷时的路径高度一致。

这意味着地产信用风险已经开始通过"理财产品 →
债券市场"的通道外溢，而不是仅仅停留在单家企业的债务重组层面。历史上（2020 永煤、2022 理财赎回）这类赎回潮最终都引致央行宽货币维稳、资金利率下行，因此债市的应对策略是"观察央行维稳前保持谨慎、维稳后买入债券"，核心盯 DR001 与匿名资金利率。

地产链的需求侧同日也得到验证：三棵树（涂料）前三季度收入 91.61 亿元、同比 -2.45%，归母 3.74
亿元、同比 -49.75%，扣非 2.44 亿元、同比 -56.73%；Q3 收入 31.22 亿元（-12.67%）、归母 0.73
亿元（-76.43%）、扣非 0.35 亿元（-87.12%）。单季收入增速呈逐季下行（Q1 +14.33% → Q2 -2.23% → Q3 -12.67%）。结构上，家装墙面漆销量 47.16 万吨（+10.8%）、收入 25.9
亿元（+4.03%）仍正增长；工程墙面漆销量 75.07 万吨（-13%）、收入 24.21
亿元（-16.63%）——工程端（对应新房精装与地产开发商）是主要拖累。

核心标的及逻辑

三棵树：C 端（家装漆）与 B
端（工程漆）的分化极其清晰——家装量增价稳、工程量价双跌。这意味着公司的 alpha 来自零售转型，而 beta 仍被地产工程拖累。买入逻辑要建立在"家装占比继续提升 +
工程端减值出清"上，而不是等地产销售回暖。

地产开发板块今日帖未给出具体的个股评级或目标价，不作推测。

行业趋势

地产的核心矛盾已经从"销售下行"转为"信用传导"。销售端的数据（工程漆 -16.63%、欧派大宗 -50.56%、老凤祥关店）都指向新房链条仍在收缩；但更值得警惕的是信用端——华发的风险说明即使是地方国资背景的主体也不再享有隐性担保，这会推高整个地产链的再融资成本，并可能通过理财与债基赎回传导到更广的资产价格。

政策端的期待仍是"稳价格、提质量、促创新"式的边际改善（如在器械集采中看到的导向变化），但地产的政策空间受制于地方财政与银行资产质量。所以呢：地产链的投资机会应聚焦"去地产化"成功的公司（零售转型、出海、第二曲线），而非单纯赌政策放松。

风险有三：一是信用风险若从单点扩散到区域国资平台，会引发更大范围的赎回压力；二是"保交楼"与预售资金监管若进一步收紧，开发商的现金流会更紧；三是存量翻新需求的释放节奏慢于预期（欧派已明确提及"存量翻新需求释放偏缓"）。

银行

核心催化

三家银行的三季报共同指向"营收提速、息差企稳、资产质量改善"，这是本轮银行股行情的基本面基础。

农业银行（国海，维持买入）：前三季营收同比 +12.33%、归母 +7.10%，营收增速较上半年继续提升。Q3 单季营收 +14.92%（较 Q2 提升 3.27pct）、归母 +10.84%（提升 5.49pct），单季利息净收入 +10.68%，前三季净利息收益率 1.28% 整体平稳，投资收益单季同比 +57.63% 对营收形成支撑。规模上，Q3 末贷款较年初 +7.35%、存款 +4.60%；县域贷款较年初 +10.11%、占全行贷款约 41.3%，县域存款 +4.35%，县域仍是差异化优势。资产质量上，Q3 末不良率 1.23%、较 Q2 末的 1.25% 下降 2bp。

邮储银行（国海，维持买入）：前三季营收同比 +6.24%、归母 +4.56%。利息净收入 +4.58%、净息差 1.60%（较 Q2 末环比 -3bp），存款成本优化支撑利息收入；非息表现亮眼——手续费及佣金净收入 +8.72%、其他非利息净收入 +15.50%，非息收入占比提升 1.24pct。成本管控见效，成本收入比 54.74%、同比下降 2.66pct。规模上，9 月末总资产 19.85 万亿元（较年初 +6.26%）、客户存款 17.52 万亿元（+5.91%）、客户贷款 10.39 万亿元（+7.71%），对公贷款高增。

苏州银行：股价再创新高，7 月以来涨幅超 42%、板块内第一；卖方观点是"继续看好突破 1 倍 PB"。

宏观侧的外部变量是美国中期选举对金融板块的非对称影响（花旗）：若共和党保住参议院属偏正面意外、可能推动年底前美股上涨并利好金融与银行，线索在参议院委员会主导权、金融监管环境与美联储主席任命权；若民主党拿 53 席以上，则企业税与 2028 政治风险带来估值压力。

核心标的及逻辑

农业银行：营收 +12.33%、单季 +14.92% 的提速在大行中极为少见，驱动是县域贷款（占比 41.3%、增速 +10.11%）+ 投资收益（单季 +57.63%）+ 不良率下降 2bp。低估值 + 高股息 + 业绩提速的组合，是"类债 + 成长"的双重属性。

邮储银行：净息差 1.60% 虽环比 -3bp，但存款成本优化与非息高增（手续费 +8.72%、其他非息 +15.50%）对冲了息差压力，成本收入比降 2.66pct 显示经营效率提升。对公贷款 +7.71% 高于全行，说明对公业务补短板见效。

苏州银行：区域城商行的 alpha 样本，7 月以来涨 42% 反映的是"低估值 + 区域经济韧性 + 管理层改善"的三击，突破 1 倍 PB 是估值修复的标志性关口。

行业趋势

银行的核心逻辑正在从"息差单边下行"转向"息差企稳 + 非息补位 + 资产质量改善"。三个证据：农行净息差 1.28% 平稳、邮储 1.60% 仅降 3bp；非息收入普遍提速（邮储手续费 +8.72%、农行投资收益 +57.63%）；不良率下降（农行 -2bp）。

支撑这一变化的是负债端成本下行——存款利率下调的效果开始体现，缓解了资产端收益率下行的压力。同时，大行的规模扩张仍在延续（农行贷款 +7.35%、邮储 +7.71%），说明信贷需求有政策性支撑。

所以呢：银行股当前是"低估值 + 高股息 + 基本面边际改善"的三重共振，属于防御性配置的首选。但需注意两个约束：一是净息差进一步下行空间虽小、上行也难，利润增长更多依赖规模与非息；二是资产质量改善主要集中在对公与县域，零售端（信用卡、消费贷）的风险尚未完全暴露。

风险有三：一是若 2027 年降息继续推进，息差会再度承压；二是地方债务化解若涉及银行让利，会影响利润；三是地产信用风险（如华发事件）若扩散，会推升银行的不良生成率。

非银金融

核心催化

保险 Q3 是"利润与保费双承压，但风险可控"的组合（长江非银，三季报整体符合预期）。三条压制因素：一是市场回撤 + 高仓位，险企利润承压；二是保费因炒停售基数较高，叠加 65 号文，新单承压（9 月以来有好转）；三是财险保费增速下行，但非车综改推动 COR 改善。

配置行为层面出现关键共识：权益配置"维持仓位稳定"；Q3 上市险企 OCI 权益占比均有提升，其中新华、国寿、平安提升明显；资负新规方面上市险企强调达标，高股息是重要增配方向。

负循环（下跌 → 偿付能力下降 → 被迫卖出）的担忧可以暂缓，理由有三：Q3 上市寿险核心偿付压力较小——国寿 -0.5pct、平安 +3.9pct、太保 -1pct、新华持平，主要来自 AFS 债券浮盈；国寿电话会披露"A 股跌 10%，偿付能力约下降 2pct"；即便按中证 800 跌幅谨慎测算，存在降档风险的保险资金持仓仅约 2000 亿元，且未来三期工程大概率将进一步放松。

核心标的及逻辑

今日帖未对具体保险标的给出评级或目标价，仅提示配置方向。可提炼的投资含义有三条：OCI 权益占比提升的公司（新华、国寿、平安），其利润表对市场波动的敏感度下降，估值应享受更低的贝塔；高股息增配意味着险资会成为红利资产的稳定买盘，间接支撑银行、公用事业、交运等板块；核心偿付能力充足的公司在三期工程放松后具备加仓空间，是后续增量资金的主要来源。

行业趋势

保险的核心矛盾从"负债端（新单保费）"转向"资产端（投资收益与偿付能力）"。负债端的压力是阶段性的——炒停售造成的高基数会随时间消化，65 号文的影响在 9 月后已出现好转；资产端的压力是结构性的——低利率环境下，长久期负债需要匹配稳定收益资产，而高股息权益正好填补这一缺口。

这解释了两件事：一是为什么险资持续增配高股息（银行、公用事业、运营商），二是为什么 OCI 会计处理被广泛采用——把权益波动放到其他综合收益，避免利润表大幅波动，本质是用会计手段平滑短期波动、换取长期配置空间。

风险有三：一是若股市继续下跌，AFS 债券浮盈耗尽后偿付能力压力会真实显现；二是若长端利率继续下行，新增固收资产的收益率无法覆盖负债成本，利差损风险会累积；三是财险非车综改虽改善 COR，但保费增速下行会限制规模扩张。

商贸零售

核心催化

同一天，两家零售龙头的报表走出完全相反的方向，而分化的原因都在"价格"与"渠道"。

中国中免：前三季营收 388.21 亿元、同比 -2.61%，归母 36.70 亿元、同比 +20.25%，扣非 36.44 亿元、同比 +20.00%；Q3 营收 111.66 亿元（同比 -4.66%）、归母 5.64 亿元（同比 +24.64%）、扣非 5.65 亿元（同比 +28.19%），归母增速较 Q2 进一步提升，单季归母净利率 5.05%。Q3 毛利率 33.99%（同比 +1.98pct，主营业务毛利率同比 +1.30pct），支撑来自商品结构优化、折扣管控与采购成本改善；销售费用率 20.61%（同比 +1.86pct）、管理费用率 3.44%（同比 -0.51pct）。结构上，Q3 海南离岛免税销售额同比 +2.5%，公司 Q3 末海南离岛免税市场份额同比提升逾 2pct；前三季度国际业务同比 +71%，完成 DFS 大中华区…（业务整合）。

老凤祥：Q3 营收 66.24 亿元、同比 -54.77%，归母 -1.24 亿元（上年同期盈利 2.17 亿元）由盈转亏，扣非 -1.30 亿元；前三季营收 266.11 亿元（-44.56%）、归母 5.91 亿元（-58.86%）、扣非 6.92 亿元（-45.71%），其中珠宝首饰收入同比 -35.13%、黄金交易业务 -82.20%。Q3 综合毛利率 5.22%（同比 -1.79pct）、销售费用率 3.56%（同比 +1.77pct）；前三季经营活动现金流净额 -14.14 亿元（同比 -159.75%）。原因有二：2025 年 11 月黄金税收新政落地后，加盟商对投资性黄金（金条、金币、金牌）采购意愿明显减弱，叠加金价高位震荡、渠道不敢压货；终端零售观望情绪浓，批发业务承压。渠道上前三季净关 546 家（25 年末 5355 家降至 4809 家），其中直营 215 家净增 2 家、加盟 4594 家净减 548 家，累计关闭三四线低坪效加盟店 537 家（占加盟店关店数约 73%），同时新开一二线门店。公司董事长提议回购 B 股。

核心标的及逻辑

中国中免：收入微降但利润 +24.64%，是"经营杠杆 + 折扣管控"的典型——海南市场份额提升逾 2pct 说明竞争格局在改善，国际业务 +71% 提供第二增长曲线。买入逻辑是"离岛免税的政策红利仍在 + 机场与线上业务减亏 + 毛利率持续修复"三重叠加。

老凤祥：投资金销售受税收新政抑制、加盟渠道主动出清，Q3 转亏是"量的收缩 + 毛利率下滑 + 费用率上升"三杀。短期不宜博弈拐点，观察项是金价能否回落以恢复投资需求、以及一二线新店能否接棒三四线关店的缺口。

行业趋势

零售的分化本质是"卖给谁"的分化。免税卖的是"价格差"（相比有税渠道的折扣），只要折扣存在、政策不收紧，客流与份额就能维持；黄金珠宝卖的是"保值预期"，金价单边上涨时投资需求反而被抑制（怕追高），叠加税收新政抬升成本，形成"价涨量跌"的尴尬局面。

第二个趋势是渠道效率的重构。老凤祥净关 546 家、其中 73% 是三四线低坪效加盟店，说明品牌在主动放弃"铺量"路线、转向"单店质量"；中免则通过收购 DFS 大中华区业务扩张国际版图。两者都在做同一件事——从"规模扩张"转向"效率与结构"。

风险有三：一是黄金若继续高位，珠宝零售的量会持续承压，且加盟商关店会反噬品牌收入；二是免税若政策调整（额度、品类），中免的份额优势会被削弱；三是消费整体疲软下，可选消费的价格战会侵蚀毛利率改善的成果。

家用电器

核心催化

家电链当日的信息来自成本端与面板端，而非整机销量。

成本侧：制冷剂 9 月出口环比回升，国内外补库预计带动四季度销量修复；更关键的是价格——三代制冷剂价格延续上行，四季度空调企业长协价继续上调 500 元/吨。这意味着空调厂商的制冷剂采购成本在 Q4 抬升，但由于单台空调用量有限，对整机成本的影响小于对上游（巨化、永和）的利润改善，更多是"上游吃利润、下

游让成本"的分配问题。

面板侧：TCL 科技公告三星显示拟将华星 10.16% 股权全部转让给控股股东三星电子，对价约 9.60 亿美元、预计 12 月支付；交易后 TCL 科技、三星电子及其他股东分别持股 82.82%、10.16%、7.02%，控制权不变、不涉及增资。该交易对应华星整体股权价值约 94.5 亿美元，为分部估值提供参考。更重要的含义是：三星电视、电竞显示器销售额全球第一、平板出货全球第二、智能手机出货位居前列，三星电子直接持股打开了与全球终端龙头深化多品类合作的空间，这对黑电产业链的长期订单结构有正面意义。

核心标的及逻辑

TCL科技：华星 94.5 亿美元估值提供分部锚，但研报明确提示——本次属三星体系内部的少数股权转让，定价未必充分反映华星控制权与长期战略价值。因此积极判断仍要落回两点：大尺寸业务的盈利弹性，以及折旧下行带来的利润释放。买入逻辑不是股权交易本身，而是"面板周期位置 + 折旧退坡 + 三星合作"三重叠加。

白电与厨电今日帖未给出具体标的评级，不作推测。

行业趋势

家电的两条主线在分化。一条是成本驱动：制冷剂、铜、面板等原材料与零部件价格上行，整机厂能否顺价决定毛利率；在需求偏弱的背景下，顺价能力取决于品牌力（高端占比）。另一条是出海与结构：国内以旧换新国补的高基数效应正在显现（欧派已明确提及去年同期国补拉动造成的高基数），2027 年家电内销大概率承压，出口与高端化成为主要增量来源。

所以呢：家电的关键不是销量，而是"成本传导 + 结构升级"两条线能否同时成立；在原材料上行周期里，高端占比高的企业才有能力保住毛利率。

风险有三：一是铜、制冷剂、面板若继续涨价，毛利率会被持续挤压；二是国补退坡后的高基数效应会在 2027 年集中体现；三是海外关税与本地化要求可能削弱出口的价格优势。

美容护理

核心催化

丸美生物的三季报是"促销失效"的典型样本。前三季度营收 22.35 亿元、同比 -8.79%，归母 1.37 亿元、同比 -43.71%，扣非 0.73 亿元、同比 -66.10%；Q3 营收 5.72 亿元（同比 -16.61%）、归母 -0.18 亿元（同比 -126.17%）、扣非 -0.40 亿元（同比 -183.56%），单季由盈转亏。

拆解盈利能力：Q3 毛利率 72.34%（同比 -3.38pct）、归母净利率 -3.18%（同比 -13.66pct）、销售费用率 65.73%（同比 +5.16pct）、管理费用率 6.47%（+0.58pct）、研发费用率 4.24%（+0.91pct）。公司给出的原因很具体：核心眼部、护肤品类加大促销导致产品均价下移拖累毛利；原材料端液体油脂、乳化剂受海外及棕榈油行情涨价，包装物成本同步上升。

所以呢：销售费用率升到 65.73%（每卖 100 元产品花 65.73 元在销售上）却换来收入 -16.61%，说明流量成本已经高到"投得多、卖得少"的临界点，这是整个美妆行业共同面临的效率问题，不只是公司个体问题。

核心标的及逻辑

丸美生物：眼部护理细分龙头，Q3 转亏的核心是"促销换量"策略失效——均价下移侵蚀毛利、费用率却继续上行。投资上不宜在费用率见顶前博弈反转，观察项有三个：毛利率能否企稳在 72% 以上（取决于促销力度）、销售费用率能否回落至 60% 以下（取决于流量成本与复购率）、新品能否带动均价回升（结构改善）。公司自身给出的方向是"提质增效"，即从规模优先转向利润优先，这通常需要 2 – 3 个季度的调整期。

行业趋势

美妆的分化正在加剧：一端是高端（国际大牌）靠品牌力守住价盘，另一端是白牌靠极致低价抢份额，中间价位的国货品牌最难受——既没有品牌的溢价能力，又没有白牌的成本优势，只能靠加大促销维持份额，结果就是毛利率下滑 + 费用率上升的双杀。

成本端还叠加了原材料涨价（液体油脂、乳化剂、棕榈油、包装物），这对毛利率本就承压的中端品牌是二次打击。所以呢：美妆的投资逻辑已经从"看增速"转向"看利润率与复购"，能在不加大促销的前提下维持收入增长的公司才具备真正的品牌力。

风险有三：一是若 Q4 大促（双 11）继续以价换量，全年利润可能进一步下修；二是原材料价格若维持高位，毛利率修复会被推迟；三是流量成本（平台投流）长期上行，会持续压缩行业整体利润率。

催化日历

美国中期选举（帖文表述为"11 月初中期选举前后"）。这是本月的宏观分水岭。花旗的框架是只看参议院归属：共和党保住参议院属偏正面意外、利好金融银行；民主党拿 53 席以上则触发企业税与 2028 政治风险的估值压力。同时需注意一个被低估的传导链——众议院席位多少会通过预算谈判与数据中心审批影响 AI 产业供给。曹柳龙的叠加判断是：若全球油价与 VLCC 运价未明显回落，选举前后美国可能遭遇流动性冲击，之后才是更积极财政落地。

11 月内 DRAM 合约价谈判收尾。Q4 PC DRAM 固定价环比 +13% – 18%（涨幅较 Q3 的 18% – 23% 放缓），8GB DDR4 内存条 170 美元（环比 +13% – 18%）、16GB DDR5 内存条 275 美元（环比 +10% – 15%）；DDR5 相对 DDR4 的折扣从 Q3 的 6% 收窄至 10 月的 3%。大部分谈判预计 11 月完成，11 月价格将比 10 月略有上涨。这是判断"存储涨价何时见顶"的最直接月度读数。

11 月 13 日

问界 M8 改款发布。这是赛力斯在 Q3 销量同比 -41.3%、连续四个月单月同比下滑之后的关键产品节点。公司展望中提到电池等原材料成本呈下降趋势、有望带来毛利边际向上，26Q4 分成模式变化下销售费用率有望持续明显改善；跟踪点是改款定价与订单转化，而不是发布本身。

11 月 – 12 月

特斯拉发布展示机器人 AI 能力的视频（公司在 Q3 业绩说明会上给出的时间指引）。这是机器人板块当前最强的事件驱动：Q3 市场的核心矛盾是"特斯拉商业化路径能否跑通"，本质是泛化能力；GPT-6 Astra 与谷歌 Genie 4 已让"大脑"能力明显提升，视频若展示出零样本任务泛化与全身控制，则"明后年量产出货并可外售"的逻辑进一步成立。反面参考是 UBS 的提醒：直接控制仍受延迟、成本、精细操作与可靠性制约。

2026 年底前

长鑫 4F ² 架构 DDR5 RDIMM 推出。4F ² 采用自研 VSG 架构突破 DUV 瓶颈继续微缩，叠加混合键合使存储阵列与外围逻辑可分立制备于不同晶圆，进一步提升存储密度；该产品计划年底推出、发力 AI 服务器市场。燧原邃思 400 年内完成小规模交付——Q3 末预付款 77.09 亿元、合同负债 63.85 亿元，下游已以预付形式锁定算力交付。

26Q4 – 27Q1

申菱环境的海外收入确认窗口。Q3 营收 16.8 亿元、同比 +103.2%，归母 0.9 亿元、环比 +238.5%；存货 26.4 亿元（较 Q2 末 +7.8 亿）、应收 32.4 亿元（+6.9 亿）、合同负债 9.0 亿元（+4.6 亿）、购买商品支付现金 17.6 亿元（环比 +57%），四项指标同步扩张。公司判断 Q3

海外客户贡献仍少，新产品首年交付确收周期较长，26Q4 – 27Q1 将进一步体现。

光伏 Q4 确收与减亏验证。晶科 Q3 储能确收约 1.75GWh 已扭亏；阳光电源 Q3 储能发货 17GWh 但仅确收 9 – 10GWh（收入 77 亿元、毛利率 21%），Q4 预计集中确收；天合 Q3 储能出货约 5GWh、保持微利（受碳酸锂期货套保影响），组件出货 13GW、单瓦亏损 4 – 5 分。Q4 是"确收节奏 + 毛利率修复"的双重验证窗口。

2027 年上半年

汇成股份 HITS 先进封装项目一期点亮。公司拟投不低于 75 亿元建设先进封装平台（旗下郑隆芯创实施），一期 5k 片/月产能预计 27H1 点亮、27H2 逐步贡献营收。Q3 扣非 0.34 亿元、同比 +76.3%、环比 +209.2%，毛利率 21.9%（环比 +5.1pct），稼动率回升叠现金价负面影响弱化。

芯原股份的盈利拐点指引。公司预计 2026 年下半年经调整 EBITDA 转正、2027 年全年经调整归母净利转正；Q3 营收 13.17 亿元（同比 +2.85%、环比 +28.16%），经调整 EBITDA -0.49 亿元、环比收窄 0.31 亿元。截至 2026 年 9 月末在手订单 185 亿元级（帖文表述为"在手订单 185…"），是验证指引的核心依据。

酒店板块的趋势性拐点（判断落在 27Q1 – Q2）。逻辑链是：估值处历史底部 10 – 15xPE；供给增速已在 25Q3 趋势性放缓；OTA 平台生态优化（降佣、强调产品质量与品牌）使产业链利润分配阶段性利好连锁酒店；REITs 推动连锁化率天花板高于预期。标的：华住集团、锦江酒店、首旅酒店，相关亚朵。锦江 Q3 已给出正样本——营收 38.78 亿元（+4.39%）、归母 5.10 亿元（+35.88%）、扣非 4.89 亿元（+13.43%），毛利率 42.98%（+1.37pct）。

2027 年

金达威藻油产能分批投产。1 万吨级藻油（定位精油）2025H2 启动，前序饲料级毛油产线 2026 年 6 月投产、10 月中旬实现满产，精油深加工产能仍在建设；10 万吨级藻油（毛油）项目预计 2027 年开始分批次陆续投产。当前处于市场形成初期、公司不会主动提价，若 2027 年供需格局明朗会考虑跟随涨价。背景是藻油替代鱼油比例已从最初 5% – 10% 提升至 20% 甚至更高（2025 年全球鱼油约 120 万吨，人用营养等高端用途约 20 万吨）。

设备与材料商的 2027 收入/订单指引：金海通预计 2027 年通用产品收入 20 亿元（同比 +33%）；中科仪预计 2027 年新签订单 3.5 – 4 万台（同比 +50%+），2027 年 5 – 6 亿元业绩对应 21 – 24 倍估值；九州一轨预计 2027 年硅光切割业务 4.5 – 5 亿元业绩、对应约 23 倍估值，附金刚石散热片期权。

青海 2027 年新能源增量项目机制电价执行。10 月 29 日启动竞价，光伏竞价电量 14.08 亿千瓦时、报价区间 0.15 – 0.2277 元/千瓦时、保障执行周期 12 年；入选项目按投产时间差异化起算电价，逾期投产对应电量失效。这是西北光伏收益率的关键锚。

2028 年

中集来福士新船坞启用（2028 年上半年），产能再扩张 60% – 75%，2028 年底产能接近翻倍。支撑来自 2026 – 2030 年全球海上工程高位、FPSO 年均新签约 8 艘（较 2020 – 2025 年均 +14%），以及韩国份额因产能约束向中国转移。管理层还预计三年后高端深水钻井平台出现供给不足。

2027 – 2030 的长周期锚

中国动力船用低速机在手订单排至 2030 年，船用低速机价格较底部已涨约
60%；新能源发动机价值量比传统燃料高 20% – 30%。中集在面向 2030 年的五年规划中重点强调
ROE，并首次把 AIDC 定为第二增长驱动力。礼来 orforglipron（Foundayo）3Q 销售 1.84 亿美元低于预期（JPM
预测 2.13 亿、市场 2.29 亿），但美国处方量、新患者启动与维持剂量转化改善，2 型糖尿病适应症与 2027
年海外扩张构成后续催化。迪哲医药舒沃替尼：阿斯利康已在美国启动二线商业化，美国一线 NDA
获受理，一线 20 外 III 期于 2026 ASCO LBA 读出，20 外辅助 III 期在推进。

连板与强势股

当日帖文中未见系统的连板梯队与涨停板统计数据，仅有一条个股强势记录，不作推测性补全。

地素时尚：三季报业绩交流会披露 Q3 单季营收 5.9 亿元、同比 +22%，归母净利润 0.73 亿元、同比
+11%，扣非归母净利润 0.99 亿元、同比 +72%，已连续五个季度扣非利润高增；当日涨停。逻辑是"优质女装
龙头的业绩拐点持续兑现"——在服装零售整体承压的背景下，收入双位数增长叠加扣非利润增速远高于收入
，指向产品结构与折扣管控的改善。

其余强势信号散见于行业板块（如苏州银行 7 月以来涨幅超
42%、板块内第一），未形成板块级连板效应，此处不重复罗列。

ETF关注

当日主题拆分中未生成 ETF 相关帖文（无 `posts_etf.txt` 源文件），帖文中亦未见成体系的 ETF
推荐或资金流数据，故本节不作内容填充，以免编造。

海外财报速览

铠侠（日本，NAND）：Q2 非 GAAP 营业利润 1.99 万亿日元，略高于 UBS 预测的 1.93 万亿与市场一致预期
1.97 万亿；但产品组合恶化使整体 ASP 增幅低于可比产品，Q3 营业利润指引 2 万亿日元较一致预期 2.32
万亿低约 14%。UBS 预计 Q4 回升至 2.79 万亿日元，NAND 供需尚未恶化，维持买入、目标价由 3.3 万上调至
3.5 万日元（现价 1.347 万日元，约 160% 空间），100%
剩余现金返还为中长期催化。读法：短期指引差是产品组合与确认节奏，中期看供需与股东回报。

彪马（德国，运动服饰）：FY2026Q3（7 – 9 月）营收 17.762 亿欧元、经汇率调整同比
-6.3%，主因业务重置措施及北美、EMEA 需求走软，亚太双位数增长部分对冲；毛利率 49.5%、同比
+4.2pct（受益采购价格下降、关税退税、渠道结构优化与汇率）；SG&A 费率 50.7%、同比 +5.6pct；归母净利
-5490 万欧元、同比下降 11.9%，归母净利率 -3.1%、同比 +0.2pct。分渠道经销收入 11.879 亿欧元（汇率调整后
-9.6%）、零售 5.883
亿欧元（汇率调整后增长）。读法：毛利率改善被费用率吞掉，是典型的"业务重置期"财报。

礼来（美国，GLP-1）：orforglipron（Foundayo）3Q 销售额 1.84 亿美元，低于摩根大通预测的 2.13
亿与市场预期 2.29 亿，主要受美国净价下降拖累；但美国处方量、新患者启动、维持剂量转化继续改善，2
型糖尿病适应症与 2027 年海外扩张构成后续催化。JPM 据此维持中外研"增持"、目标价 11,000 日元（对应
2026/10/29 股价 6,653 日元，约 65.3% 空间）。读法：单价下行、销量上行，GLP-1
的竞争已从定价转向渗透率。

英特尔 / 微软（美国，PC 链）：英特尔 Q3 客户端计算业务收入同比 -5%，微软 OEM 及设备业务收入
-22%，UBS 判断内存涨价正明显拖累 PC 销售。欧洲分销商 Bechtle、ALSO 因 IT 投资周期启动较晚、Q3
表现仍可能较好，但 PC 疲弱预计在 2027 年成为两家公司较重要的业绩逆风。读法：这是"上游涨价 =
下游需求破坏"最清晰的一组对照数据。

⚠ 风险提示

一、信用风险从单点向理财与债券市场外溢，是本日最需前置防范的风险。
华发（珠海华发集团）因地产问题出现信用风险，传导路径已经走完两步：先是"卖信用 + 买利率"使利率债走强，随后信用风险发酵引发债基与固收+赎回，机构被迫"信用卖不掉、先卖利率"，利率债同步大跌。这条链条与 2020 年永煤暴雷高度相似。更麻烦的是债市自身拥挤度极高，被类比为"今年 6 月的AI"——拥挤交易的特征是修复快、二次踩踏也快，即使央行出手维稳，反弹的持续性也要打折。跟踪指标是 DR001 与匿名资金利率，策略上"央行维稳前谨慎、维稳后买入"。

二、美联储加息预期重新强化，压制全球风险资产估值。 FOMC 会议进一步强化了 12 月加息 25bp 的预期，若美国 CPI 再超预期，短端利率可能继续上行并支撑美元；ECB 虽可能在 12 月加息，但市场对 2027 年政策利率定价仍偏高，叠加欧洲主权债利差与政治风险，欧元中期偏弱。短期风险还包括拥挤仓位引发的欧元逼空、美国财政再融资、欧洲政治与能源价格波动。对新兴市场与港股而言，美元偏强意味着资金面的被动收紧。

三、市场流动性存在两处结构性脆弱。
海外方面，美股本周收尾遭遇猛烈抛售、下跌过程中几乎没有买盘承接，全周资产管理人转为净卖出，ETF 成交量占全市场约 31%（6 月以来最高完整交易日水平），系统性、自上而下特征明显，月末资金效应叠加。国内方面，雪球敲入虽暂不构成现实压力（规模约 2000 – 3000 亿元，发行结构已从 20% 敲入改为 40% 敲入为主，中证 500/1000 需跌到 5300 以下、即再跌约 15% 才有较大暴露），但"再跌 15%"这个标尺本身会强化下跌时的自我实现式恐慌。另有观点提示：若全球油价与 VLCC 运价未明显回落，11 月初中期选举前后美国可能遭遇流动性冲击。

四、AI 硬件链的风险已从"需求"转向"成本转嫁与兑现节奏"。 存储涨价正在反噬终端：英特尔 Q3 客户端计算收入同比 -5%、微软 OEM 及设备收入 -22%，UBS 判断 PC 疲弱将在 2027 年成为欧洲分销商的重要逆风；传音 Q3 出货量环比下滑约 35%，靠涨价约 30% 才守住毛利率。供给节奏上，VR200 因中板 PCB 问题延后 1 – 2 个月。结构上，大摩提示剔除存储与英伟达 AI GPU 后，非 AI 半导体 2027 年增速可能转负；领先制程晶圆 2027 年可能提价 5% – 10%，将进一步压缩成熟制程与中小设计公司利润。此外云资本开支放缓、先进制程与封装执行风险、能源与监管约束均被列为行业主要风险。个股层面，斯达半导被大摩下调至低配、目标价 110→50 元，理由是晶圆代工涨价与 fab-lite 折旧使 2026 – 2028 年毛利率中枢降至约 21%，且 SiC 向储能/光伏/家电渗透对 IGBT/IPM 构成结构性威胁。

五、人形机器人与 AI 应用的落地节奏可能低于市场预期。 UBS 明确指出 GPT-6 Astra 在 Unitree G1、UBTECH Walker S1 上的直接控制仍受延迟、成本、精细操作与可靠性制约，一至两年内更现实的路线是"基础模型做高层规划 + VLA/世界模型/专用控制器做执行"；行业虽从试点转向量产部署，但资本市场将更重视持续收入、亏损收窄与技术差异化，纯概念标的面临估值回调。AI 视频模型侧，快手可灵虽强但基础大模型能力有限构成约束（花旗维持中性），提示"应用强、底座弱"的公司难以获得长期估值溢价。

六、行业基本面的实质风险集中在"利润裂口"。 ①光伏仍在亏损区间：通威 Q3 归母 -16.4 亿元、双良 Q3 -4.3 亿元（硅片亏 2 – 3 分/W）、隆基 Q3 -10.29 亿元、天合 Q3 -16.72 亿元（含公允价值变动损失 10.98 亿元），减亏趋势能否延续取决于硅料价格与开工率。②地产链需求持续收缩：欧派家居 Q3 营收 -32.64%、扣非 -82.79%，大宗渠道 -50.56%，新房家装疲软、存量翻新释放偏慢，叠加去年国补高基数；三棵树工程墙面漆销量 -13%、收入 -16.63%。③黄金珠宝遭遇"价涨量跌"：老凤祥 Q3 营收 -54.77%、归母转亏 -1.24 亿元，黄金税收新政抑制投资金采购，前三季净关 546 家门店、经营现金流 -14.14 亿元。④美妆促销失效：丸美 Q3 营收 -16.61%、归母 -0.18 亿元由盈转亏，毛利率 -3.38pct 而销售费用率升至 65.73%。⑤汽车依赖一次性收益：赛力斯 Q3 归母 14.2 亿元全部来自赛豆科技出表，扣非仍亏 13.7 亿元，销量同比 -47%；长安 Q3 由盈转亏（研发、原材料、汇兑三重压力）。⑥航空受油价挤压：吉祥航空

Q3 归母 -69.66%，客座率与 RPK 均改善但利润被航油吃掉。⑦物流受贸易政策冲击：东航物流航空速运收入 +31.02% 但毛利 -12.33%，欧洲 150 欧元以下包裹免税取消直接打击高毛利小包业务。

七、政策与地缘的不确定性集中在两处。 一是美国中期选举：民主党若取得参议院 53 席以上，市场将提前计入更高企业税与 2028 年政治风险；众议院席位多少会通过预算谈判与数据中心审批影响 AI 产业供给。二是能源与航运：油价与 VLCC 运价高位既是通胀变量，也是流动性冲击的触发条件。此外，礼来 orforglipron（Foundayo）3Q 销售 1.84 亿美元低于市场预期 2.29 亿美元（美国净价下降拖累），提示 GLP-1 赛道已进入"降价换量"阶段，相关产业链的盈利假设需下修。

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。