思维纪要社 2026-11-01 每日汇总

总帖子数223条 | 有效帖子168条 | 总字数68180 | 阅读时间预估136分钟

核心事件

今天采集窗口很短（17:58 – 22:30，周日），有效帖几乎全是三季报点评与周观点，盘面信息有限，但两条线索足够清晰：一是资金端的负反馈已走到监管必须出手的地步——两融余额从高点 3 万亿回落到 2.3 万亿出头（-20%，接近 2018 年中美贸易战跌幅），跌破 130% 强平线已被窗口指导弹性处理，同时 11 月 2 日央行与证监会连开两场会研究资本市场工具；二是产业端唯一还在强化而非弱化的叙事是机器人——Meta 牵手傅利叶做出本体，直接绕过了"只炒零部件"的老逻辑。定调上讲，属于"政策预期先起、业绩兑现分化"的夹缝周。

一、政策端：11 月 2 日两场会，工具清单已经摆在桌上

财联社消息，11 月 2 日金融管理部门有两场会：一是央行、证监会研究推动支持资本市场工具使用（券商、基金已接到通知）；二是央行、金融监管总局、证监会召集各大银行，研究优化股票回购增持再贷款政策。可用工具箱被完整列出：互换便利 SFISF 5000 亿（质押债券/ETF/沪深300成分股换国债央票，折算率不高于 90%，期限 1 年可展期）、回购增持再贷款 3000 亿（央行按贷款本金 100% 向银行发放，国新、诚通已纳入，与 SFISF 合用 8000 亿额度）、汇金证金再贷款增持宽基 ETF，另有 IPO 与再融资逆周期调节、减持新规、两融扩容降保证金等供给与杠杆工具。

所以呢：这批工具的共同特征是"不投放基础货币、靠杠杆和预期稳指数"，属于典型政策底而非盈利底。真正的市场底仍取决于平仓是否出清——卖方测算上周两融降 457 亿、创业板已基本跌回 2025 年初，意味着 2025 年进场的科技资金也已被套并触发新一轮止损；科技 ETF 单周流入从 434 亿降到 264 亿，增量资金在退。政策能托住指数，但托不住高位科技股的筹码结构。

二、海外 AI 融资链：三处裂缝同时裂开

周末的信息面是压倒性的：Anthropic 递交 S-1，三季度收入 168 亿美元、但环比增速从约 144% 骤降至约 45%，26Q2 才首次实现 GAAP 经营盈利；OpenAI 下调融资目标；币安 10 月 29 日遭约 63 亿美元盗取（史上最大），已冻结 30 亿美元、仍有 24 亿美元 BTC/ETH 难追回。叠加美股大厂财报 miss，VIX 创 4 月以来新高。

所以呢：中信组合策略的判断值得记下来——美股 AI 财报 miss 把 EPS 从"增长定价"正式切换到"现金流定价"。这意味着分母端（利率）和分子端（自由现金流）同时被审视，估值扩张的阶段结束了。港股同步承压：恒生科技月内 -11.7%，NTM PE 降至 16.85x，近 30 日南向净流入 -180 亿，卖空成交占比升至 19.41%——南向资金从"接盘"转为"收缩"，这是港股短期上行动能不足的直接原因。

三、机器人：Meta 亲自下场做本体，逻辑从"炒零件"升级为"抢大脑"

路透社 11 月 1 日报道，Meta 联合傅利叶智能推出人形机器人原型 Max，搭载英伟达 Thor 芯片，作为个人智能体 Muse 的物理化身面向家庭 C 端，第二代 Max 2 已在研发并优化躯干与手部。同期 OpenAI 计划自研整机、2027 年样机落地；Astra IS 被业内称为"机器人领域的 GPT-3 时刻"。

所以呢：过去两年机器人行情炒不动，核心症结是"只有硬件放量预期、没有大脑进化"。Meta 与 OpenAI 直接做本体，把稀缺环节从丝杠/减速器转移到真实物理交互数据与触觉——国金机械测算 2026 年初全球高质量物理交互数据仅约 50 万小时，不足模型训练所需（至少 1000 万小时）的 5%，缺口就是定价权。受益顺序应是"数据采集/触觉 > 本体 > 传统 T 链"。

四、AI 算力硬件：三季报是全场最硬的兑现

联讯仪器 26Q3 营收 25.12 亿元（同比 +711%、环比 +141%）、归母 14.39 亿元（同比 +3488%），1.6T 光示波器销量已超 800G、数量口径全球份额超 50%，合同负债 9.24 亿与存货 17.79 亿双创新高；正帆科技 Q3 收入 16.1 亿元（+26.3%）、Q1-Q3 新签订单 57.4 亿元（+74%，半导体占 74%）、单季扣非 6249 万元大幅扭亏；科翔股份公告拟投 85 亿元扩产陶瓷混压 PCB、mSAP 基板与 AI 服务器 PCB；麦格米特 Rubin 一代 PSU 已交货、1U 液冷电源获 OCP 独家演讲并取得规模订单。

需求侧没有转向：北美四大 CSP 维持 2026 年高位资本开支指引——Amazon 2200 亿、Google 1950 – 2050 亿、Meta 1350 – 1450 亿、Microsoft 1700 亿美元（原 1750 亿）。

所以呢：产业景气与股价背离的根源不在订单，而在筹码——主动型基金电子配置仍达 36%、超配 18 个百分点。在这种结构下，业绩超预期只能换来"不跌"，要涨必须等持仓下来。相对占优的是持仓低、有边际改善的方向：半导体设备/零部件（SEMI 预计 300mm 晶圆厂建设支出 2026 年 +23% 至 475 亿美元、2027 年 +33% 至 633 亿、2028 年 684 亿美元）与国产存储（长鑫 HBM 产能今年 1 万余片、明年预期约 4 万片）。

五、存储：涨价链条还没走完，但二阶导在放缓

HBM3 与 HBM4 明年价格涨幅预计较今年翻倍；供给端海力士约 20 万片、三星年底约 18 万片（明年目标 23 – 26 万片）、美光今年 7 – 8 万片（明年约 10 万片）、长鑫今年 1 万余片。字节自研第二代 Ada 2S 预计今年 Q4 以 256 卡整机柜落地、对标 H20，国产算力卡占比 2027 年有望升至 70% 以上，但 HBM 仍是最大卡脖子点。

所以呢：存储的确定性来自"产能被厂房和转产卡住"——2027 年 DRAM 行业产能平均还要减少几万片。但要注意科沃斯的口径：存储涨价对整机厂是成本（Q3 毛利率 -5pct 来自存储），产业链利润正在从下游整机向上游晶圆/模组转移。

六、造船航运：新船与二手船价格倒挂，这是周期最硬的信号

Clarksons 新船价格指数 187.2 点（周环比 +0.3%），二手船价格指数 230 点（+3%）继续破前高；3 年内 VLCC 现船 1.8 亿美元 vs 新造船 1.3 亿美元，倒挂幅度罕见。2026 年 Q1-Q3 全球新船订单 7071 万 CGT / 2050 亿美元，创 2007 年以来新高。中国船舶 Q3 归母 34.87 亿元（环比 -31.9%），主因台风与青岛北海船厂 9 月火灾扰动交付、叠加吸收合并重工股权约 7 亿元所得税，但毛利率 17.69% 环比再升 0.42pct，Q3 现金流 110 亿元创历史新高。

所以呢：二手船比新船贵，说明"现在就要运力"的紧迫性远高于"三年后要运力"，这在运价高位（Clarksons 综合运价 76284 美元/天）下必然转化为新船订单的持续性。油运端更直接：卖方判断错期导致超级周期利润体现在 Q4，招商轮船全年有望超 240 亿元利润，Q4 运价环比或实现 3 倍以上增长。

七、白酒：Q3 是"利空落地"而非"景气反转"

26Q3 白酒板块营收同比 -9.97%、利润 -12.98%，但结构在改善：茅台 Q3 总营收 +3.0%、归母 +3.8%（利润略超预期），今世缘 Q3 收入 +15.54%、归母 +31.59%，迎驾收入利润双正增；区域酒已率先转正（迎驾 Q1、今世缘 Q2、古井与口子 Q3 收入转正）。估值处历史 15% 分位，白酒机构持仓仅 1.42%，食品饮料连续 6 年下跌创历史之最。

所以呢：这轮白酒的核心矛盾已经从"需求"变成"库存与筹码"。收入端回正的公司越来越多，说明渠道库存降到了相对合理水位、报表出清接近尾声；渠道价盘企稳是最早的验证信号。但要清楚，盈利修复会慢于收入（税费监管强化 + 去库让利），所以正确姿势是"底部配置 + 等 2027 年报表与动销匹配"，而不是期待 Q4 业绩弹性。

八、汽车：10 月销量把"分化"两个字写得很清楚

比亚迪批发 490,168 辆（同比 +11.0%、环比 +5.7%，其中纯电 30.57 万 +37.4%、插混 17.74 万 -17.2%，出口 17.02 万占 34.7%）；零跑 106,127 辆（+51.0%）、埃安 42,357 辆（+56.8%）、小鹏 50,237 辆（+19.6%，单月历史新高、海外 13,326 辆 +166%）、小米超 5 万辆。另一端：鸿蒙智行 33,537 辆（-50.8%）、蔚来 34,246 辆（-15.2%）、理想 29,025 辆（-8.6%）、深蓝 32,602 辆（-11.4%）。

所以呢：纯电替代插混的趋势在加速（比亚迪插混 -17.2% 是明确信号），出口占比成为新的胜负手（比亚迪 34.7%、小鹏海外 +166%）。反过来，靠单一大单品和增程路线支撑的品牌正在被挤出，10 月的同比负增长不是淡季扰动而是份额流失。

九、苹果牵手阿里千问：国产大模型第一次进入系统级入口

10 月 31 日苹果官宣与阿里巴巴合作，将千问接入 Apple 智能，覆盖 Siri、写作工具与视觉智能；11 月 4 日随 iOS 开发者 Beta 开放测试，12 月随 iOS 27.3 正式面向中国用户推出，AirPods 实时翻译同步落地，用户请求与回复均不用于阿里模型训练。

所以呢：这是入口之争的分水岭——AI 交互从手机屏幕延伸到耳机、语音与视觉，最直接受益的不是模型厂而是声学/电声供应链与 AI 耳机（苹果电声链、翻译耳机方案商）。同时"国行 AI 落地"本身会带动一轮苹果链的换机与配件预期，属于 11-12 月可验证的催化。

十、中国稀土拟注入牦牛坪：从冶炼平台变资源平台

公司拟发行股份购买中稀（凉山）股权并募集配套资金，11 月 2 日起停牌、预计 11 月 16 日前披露。核心资产牦牛坪稀土矿为全球第二大在产轻稀土矿，新增稀土氧化物资源量 966.6 万吨、累计查明约 1146 万吨 REO，伴生萤石 2713.5 万吨、重晶石 3722.8 万吨；现有稀土精矿约 3.8 万吨 REO/年、冶炼分离 1.6 万吨/年，采选技改拟提至 4.8 万吨 REO/年。

所以呢：稀土板块的估值锚一直是"配额"而非"资源"，这次注入把公司从冶炼分离平台升级为拥有核心矿山的采选冶一体化平台，资源属性带来的重估弹性大于业绩弹性。风险点是最终开采与冶炼产量仍受年度指标约束，注入不等于放量。

宏观策略

10 月制造业 PMI 49.3%（前值 50.1%）、非制造业 49.7%（前值 50.2%）、综合 49.7%，环比分别降 0.8、0.5、1.0 个百分点。拆结构看，生产指数降 1.9pct 至 49.8%、新订单降 1.1pct 至 49.4%，双双跌回收缩区间，且生产回落快于订单——这不是需求驱动型去库存，而是企业主动收缩。新出口订单、在手订单、采购量分别降 1.3、1.9、2.1pct，采购意愿、存量订单、新增订单三线同时走弱，库存低于荣枯线，未出现补库迹象。

市场影响：浙商宏观的判断是"价格上涨尚未充分转化为需求、就业和收入改善"，对应的资产含义是利率债获边际支持、权益端相对看多红利。这条线索与本周市场表现吻合——交运指数上周 +2.5%、排名 5/30，航运 +7.5%，弱势市场里红利与高股息是"always 跑赢"的那一类。

策略含义：内需这条腿在四季度没有增量，能指望的只有财政落地速度。今年 8000 亿元新型政策性金融工具已完成投放（国开行 3650 亿、农发行 3150 亿、进出口行 1200 亿），这部分实物工作量会体现在 11-12 月，但对指数的拉动有限，更多是结构性的（基建链、设备更新）。

货币与流动性：政策利率换锚，这是一次制度性调整

10 月 30 日央行公告，隔夜逆回购正式接替 7
天逆回购成为央行政策基准利率。同期二十届五中全会召开，未推出新增经济刺激。人民币升值至 6.65，10Y 中债利率先跌后涨。

所以呢：换锚的意义在于短端利率的调控精度提升，对债市是"波动收敛、中枢可控"，对股市则是流动性预期更透明。但要注意，五中全会没有增量刺激意味着"政策发力"要靠存量工具的结构性使用（如 11 月 2 日两场会讨论的资本市场工具），而非总量宽松。这决定了本轮反弹的性质是估值修复而非盈利驱动。

A 股三季报：全 A 转负，但"非金融"是正的

截至 11 月 1 日 9 时，5572 家公司披露完毕（披露率 99.91%）。全 A 归母净利润同比 -10.5%、环比大幅转负；但全 A 非金融 +10.0%、非金融石油石化 +7.6%，说明拖累项集中在金融与石油石化。风格上，成长、周期同比居首但环比负增，金融、稳定同比降幅居前；消费同比负增收窄，且是环比唯一小幅正增的风格。

行业层面，增速领先的一级行业是电子、有色、商贸、地产、石油石化；同比增速超 100% 的二级行业包括一般零售、专业连锁、元件、其他电子、通信设备、装修装饰、林业、房地产服务、渔业、玻璃玻纤、化学纤维、造纸、半导体——其中 AI 算力硬件强相关的只有元件、其他电子、通信设备、半导体四条，这意味着 AI 硬件的高景气是"局部极致"而不是"全面扩散"。

市场结构：这才是当前最该盯的变量

- 两融余额从高点 3 万亿回落到 2.3 万亿出头，缩水约 6000 亿、降幅 20%，已接近 2018 年中美贸易战期间的跌幅；上周单周降 457 亿。跌破 130% 强平线已获监管窗口指导、要求券商弹性处理——杠杆去化接近尾声，但"接近"不等于"结束"。

- 科技 ETF 单周流入从约 434 亿降至 264 亿，总量流入与前周接近但结构在退，增量资金明显不愿接力高位科技。

- 机构重仓股相对轻仓股的负超额仍在扩大：截至 10 月 30 日，10 日与 20 日滚动收益差分别为 -0.2 和 -8.1 个百分点；电子与通信板块内部的 10 日收益差仍为 -9.5 个百分点。机构抛压尚未结束。

- 卖方给出的应对是"四种配置思维"：稳健回报、预期演绎（前两类偏"弱现实、强预期"，情绪降温时占优）、海外利率回落、赛道热度与筹码出清（后两类偏"强现实、弱预期"，需宏观或产业验证）。当前应优先前两类。

所以呢：指数层面的底由政策和杠杆出清决定，个股层面的底由筹码结构决定。在机构重仓股负超额还在扩大的阶段，任何"抄底科技"的动作都缺少筹码基础；相反，低波红利、交运/港口、纺服里 5%+ 股息率的资产反而在获得增量——这不是风格偏好，是资金属性决定的必然结果。

房地产：贴息脉冲衰减，二手强于新房

华泰周度数据：84 城冰山指数月环比 -0.59%（上周 -0.58%），一线/二线/三线分别 -0.50%/-0.63%/-0.57%；周环比上涨城市 9 个（上周 5 个）。10 月 1-30 日 25 城二手房门店成交套数同比 +21%（9 月 +19%），年初至今累计 +16%；90 城门店带看同比 +3%、环比 +8%；49 城挂牌量环比 -0.05%，一线环比 -0.78%。

专家口径更冷：贴息政策脉冲已迅速衰减，10 月 50 城新房成交同比 -25%（降幅扩大 3pct），二手增速放缓至 +19%（4 月为 +25%），去化率回落至 34%（9 月 48%），土地供应腰斩、溢价率降至 1.1%；现房销售落地后房企并未惜售，反而加快促销。

所以呢：这轮地产的核心特征是"政策只能改变节奏、改变不了方向"——贴息带来的是成交前置而非需求创造，二手强于新房说明置换链条在运转但增量购买力没进来。房企端的信号更值得重视：头部集中度在提升（10

月信用十强销售 1267 亿、占百强 55%、环比 +16%、同比 -6%，而百强整体单月 -17%），招商蛇口同比 +23%、建发国际 +21%、越秀环比 +79%，这是"信用分层"而非"行业复苏"。

海外：美联储 12 月加息仍是基准情景

JPM 口径：美国三季度 GDP 年化 +3.4%，企业固定投资 +12.7%，但增长高度集中于科技设备、数据中心与相关建筑，就业拉动偏弱、消费与劳动收入已放缓。10 月核心 PCE 环比 +0.32%、同比 +3.1%，服务通胀因工资去通胀放缓而更黏。美联储维持利率不变，但声明与两位鹰派反对票指向 12 月加息仍是基准情景；JPM 预计当季 GDP 放缓至 1.75%，2027Q4 核心 PCE 仍高于 2.5%。

全球层面，三季度增长约 3.1%、明显高于潜在增速，AI 资本开支正向更多亚洲产业扩散（台湾 3Q GDP 环比年化 +13.5%、韩国 9 月工业产出环比 +9%，带动 EMAX 3Q 追踪增速至 5.2%）。但主要央行虽暂停加息却普遍维持鹰派：JPM 预计美联储 12 月、欧央行 12 月及 2027 年 3 月、日本央行 12 月继续加息。

所以呢：这是最不利的组合——增长强劲（不需要降息）+ 通胀黏性（不能降息）+ 增长又高度依赖 AI 资本开支（一旦回报率被质疑就同时打击分子分母）。中信组合策略把 VIX 创 4 月以来新高与"EPS 从增长定价切到现金流定价"放在一起看，结论很直接：11 月的观察点就是美伊问题、美国大选、A 厂（Anthropic）上市与美国通胀数据，风险资产要等右侧信号，A 股单资产仍在"中波垃圾时间"。

组合视角：11 月金股与配置方向

中信组合策略 11 月多资产组合上调权益仓位、下调有色与豆粕，第一大权重资产仍为能化（与 10 月持平）。11 月 A 股金股组合为北方华创、东方电缆、安培龙、招商银行、中国石油、中谷物流、药明康德、新澳股份、伊利股份、格力电器；港股金股为中国财险。观点是"在中长期资金积极介入下市场或逐步企稳，但反转有待观察"，结构上关注硬科技、政策链、有自下而上景气的板块；港股短期仍将震荡筑底，下行可控但上行动能不足，重点看红利。

另一条互补的思路来自华福新兴产业：若市场继续寻底，买医药更好——三季报 CXO 与上游（AIDD、金斯瑞研发日交流）业绩很好，医疗器械批量出现超预期，且医药处于"底部 + 基本面向好"的双重条件。这个判断的前提是承认硬件端的筹码拥挤度与增速二阶导下行会让尾部过程拉长，需要外力（政策或产业变化）才能结束。

港美股海外

本周纳指 -2.00%、标普随大厂财报走弱，恒生指数反而 +0.87%（红利与金融支撑），恒生科技 -3.02%。美股的问题不在盈利本身，而在融资端的定价：

- Anthropic 正式递交 S-1 招股书，三季度收入 168 亿美元，但环比增速从约 144% 骤降至约 45%，26Q2 才首次实现 GAAP 经营盈利。增速二阶导转负被市场直接解读为"AI 需求见顶"。

- OpenAI 下调融资目标，与前期市场预期的落差形成二次冲击。

- 币安 10 月 29 日遭约 63 亿美元盗取，或成史上最大加密黑客事件：早期迹象指向提币系统或员工设备被攻破，而非链上技术失效；已冻结约 30 亿美元并承诺赔偿，但仍有约 24 亿美元 BTC/ETH 难以通过发行方冻结追回。

所以呢：摩根士丹利对币安事件的定性值得借鉴——真正的影响不是安全事件本身，而是"托管与交易执行分离"的结构性重构，这会压制 COIN、GEMI 的盈利预期与估值，同时利好合规托管机构。同理，Anthropic 与 OpenAI 的融资挫折本质是AI 资产从"成长股定价"被迫转向"现金流定价"，这个过程一旦开始就不会因为一份好财报而逆转，VIX 创 4

月以来新高即是证据。

港股：南向从"接盘"转为"收缩"

截至 10 月 30 日，恒生科技指数月内下跌 11.7%，NTM PE 降至 16.85x（上周 17.19x）。资金面是更硬的信号：近 30 日南向资金累计净流入 -180 亿元（上周 -41 亿元），流出规模在扩大；港股卖空成交额占市场成交总额比重升至 19.41%（上周 18.20%）。

个股层面，港股通持股占比：腾讯 12.0%、美团 18.8%、快手 20.6%、阿里 9.8%；未平仓卖空数占总股本比例：腾讯 0.8%、阿里 0.9%、美团 2.6%、快手 10.0%、哔哩哔哩 10.7%。

所以呢：卖空占比接近两成、南向持续净流出，说明港股当前的定价权在外资空头手里，任何反弹都缺少承接盘。快手的 10% 与 B 站的 10.7% 卖空比例尤其值得警惕——这类标的的空头回补行情往往剧烈但不可持续。中期看，港股的配置价值集中在红利（中国财险等），成长股需要等南向重新转为净流入。

产业链：Marvell 洽购 Lumentum，光芯片成为新战场

彭博报道 Marvell 正就收购 Lumentum 进行深入谈判，最早可能下周宣布。专家反馈的要点很清楚：Marvell 从年初开始接触，条款仅少数高层知情；机构投资者持股达 81%，需要高层逐一沟通，彭博提前曝光对交易不利。收购动因是补齐光芯片短板以缩小与博通的差距（目前差距在拉大）——Marvell 的 CPO 布局缺少光源，收购可实现光电一体垂直整合，把 DSP 与激光器内部联调、研发资源合并以分摊下一代光互联投入。Lumentum 愿意卖的原因则很现实：业务增长高度依赖 AI 红利，一旦终端 Capex 缩减冲击巨大；北卡工厂建设周期至少 3 年、Capex 规模大。

同期英伟达展出 OOI（中介层上集成光学）技术，把光引擎直接集成到承载 GPU 的硅中介层上，电信号不必绕经有机基板——这是 CPO 路线从"可插拔"走向"共封装"的又一步。

所以呢：光互联的竞争焦点已经从"速率"转向"光电一体化能力"，谁掌握光源谁就有议价权。对国内产业链的含义是：光模块/光器件的价值量会继续向"上游芯片+封装工艺"集中，纯组装环节的溢价会被压缩。SK 海力士同步在推分层存储（SALT-KV 评估 KV 缓存复用价值，CMM-Hybrid 基于 CXL 把完整 KV 缓存放到 SSD），说明 AI 基础设施的瓶颈正从算力扩散到"光—存—电"全链路。

需求侧：四大 CSP 的 2026 年资本开支指引没有下调

Amazon 维持 2200 亿美元、Google 维持 1950 – 2050 亿美元、Meta 收窄区间至 1350 – 1450 亿美元、Microsoft 1700 亿美元（原 1750 亿，是唯一微降的一家）。另外 SpaceX 签下 400 亿美元 AI 算力融资租赁协议——阿波罗采购设备并租赁给 SpaceX，租期约 5 – 5.25 年，各批次预计 2027 年上半年陆续启动。

所以呢：这是当前 AI 交易最重要的"锚"。只要四大 CSP 的指引不下修，算力硬件的订单能见度就在；Microsoft 的小幅下调是唯一需要跟踪的边际变化。而 SpaceX 这类"融资租赁 + 分批交付"的模式，说明算力采购正在金融化——好处是需求被提前锁定，坏处是杠杆率上升，一旦 AI 回报不及预期，这类结构化安排的脆弱性会最先暴露。

中概与出海：苹果正式把千问接进系统

10 月 31 日苹果官宣与阿里巴巴合作，将千问集成至 Apple 智能，覆盖 Siri、写作工具与视觉智能；11 月 4 日随 iOS 开发者 Beta 开放测试，12 月随 iOS 27.3 面向中国用户推出，AirPods 实时翻译同步落地。用户可自主选择是否开通，登录可选 Apple 或千问账户，请求与回复均不会被阿里用于模型训练。

所以呢：这是国产大模型第一次拿到"系统级入口"，意义大于短期收入。对阿里的估值含义在于 AI 云与模型调用量的可见度提升；对产业链的含义在于 AI 交互从屏幕延伸到耳机/语音/视觉，声学与电声供应链（AI 翻译耳机）是弹性最大的环节。海外视角看，这也是苹果在华的"AI 落地补课"，能不能带动换机要看 11-12 月 Beta 反馈。

海外宏观交易：滞胀交易仍在加速

JPM 的三份周报指向同一个组合：美国三季度 GDP 年化 +3.4%、企业固定投资 +12.7%（高度集中于科技设备与数据中心），10 月核心 PCE 环比 +0.32%、同比 +3.1%，美联储 12 月加息仍是基准情景；全球增长约 3.1% 但"广泛而不均衡"，主要央行暂停加息却集体偏鹰。

所以呢：在"增长不弱 + 通胀不降 + 央行偏鹰"的组合下，海外风险资产的估值上限被锁死，能涨的只有盈利真正兑现的品种（如 AI 电源、光器件、存储）。这也解释了为什么 A 股 AI 硬件三季报再好也只换来"抗跌"——全球分母端在收紧。

机构观点

一是没人再喊"反转"，只谈"企稳"——中信组合策略说"A 股仍在中波垃圾时间、风险资产等右侧信号"，东财陈果说"政策底到市场底"，月度金股说"企稳但反转有待观察"，共识是底部区域而非底部时点。二是配置从"进攻"转"防守"：红利、高股息、交运、白酒底部、医药底部被反复提及，硬科技只剩"持仓低 + 有边际改善"的细分。三是评级动作集中在"估值底 + 业绩底"双底标的，而非上调景气。

策略与宏观

中信组合策略维持"风险资产需等待右侧"，11 月多资产组合反而上调权益仓位、下调有色与豆粕，第一权重仍为能化；核心框架是"增长、通胀、流动性三维度对现金流风险资产均为利空"。东财策略（陈果）把 11 月 2 日两场会定义为"政策底"，指出真正扭转趋势需更高层级、更大力度，但海外拐点可能先出现（美伊达成初步协议概率较高）。浙商宏观（李超）对 PMI 的解读直指"扩大需求和加快财政落地必要性上升"，资产上对利率债边际支持、权益看多红利。摩根大通三份周报同步偏鹰，把 12 月加息作为基准情景。

AI 算力与电子

中信电子维持本季核心推荐豪威集团、长鑫科技、京东方、生益科技、寒武纪，但明确提示"主动型基金电子配置仍达 36%、超配 18pct"，建议转向持仓低、调整充分且有边际改善的方向。申万宏源通信把光无源的 Q3 高增定义为"MPO/MMC 高密度连接 + 布线"的共性趋势（板块 Q3 单季营收同比均值 +128%、环比 +40%，毛利率均值 35.4%、同比 +3.6pct），在高景气中优选确定性更强的杰普特、衡东光、光库，潜力标的唯科、瑞可达；IDC 板块认为回调后配置性价比凸显，看润泽、东阳光、奥飞、大位、数据港、光环。东吴电子对先进封装给出全线上行结论：长电 Q3 营收 114.25 亿创新高、归母 7.73 亿（+59.99%），通富 Q3 营收 88.44 亿（+24.95%）、前三季归母 30.61 亿（+255.68%）。半导体设备端观点最鲜明——"继续旗帜鲜明看好"，依据是 SEMI 预测 300mm 晶圆厂建设支出 2026 年 +23% 至 475 亿美元、2027 年 +33% 至 633 亿、2028 年 684 亿。

机器人：本周机构最一致的方向

广发机械看好行情持续性，直接控制型模型（Astra）抬升真实操作与触觉数据价值、SuperMimic 提升运控训练效率，重点推奥比中光、峰岹科技、福莱新材，本体看宇树科技、上纬新材，T 链看峰岹、恒立液压、北特科技。国金机械的判断更聚焦：物理 AI 的中期高壁垒环节是触觉与灵巧手，依据是 2026 年初全球高质量物理交互数据仅约 50

万小时、不足训练需求（1000 万小时）的 5%，核心标的慈星股份、福莱新材、达瑞电子、长盈精密。长城（邓宇亮）的表述最激进——"这次真的不一样，大脑的进化会让机器人全面开花"，分链主（O 链新、T 链有量）、分环节（视觉/触觉）、分业绩（垂类物理 AI 数据飞轮转通）。浙商机械（邱世梁/王华君）以 Meta+傅利叶为锚，强调大模型厂商加速入局。东吴计算机（王紫敬）则提醒本轮涨的是政策预期（9 月先进制造业大会、10 月工信部起草、上海 8000 台人形机器人进工厂），产业进展是加分项。

电新与机械

中信电池的 Q3 持仓分析给出罕见结论：电新基金重仓规模 1814 亿元、环比 -26.3%，占基金持仓 5.36%、连续两季低配"历史罕见"；增持前五为中国动力、国电南瑞、南网科技、科士达、平高电气，减持前五为宁德时代、阳光电源、鹏辉能源、冰轮环境、德业股份——筹码从"锂电储能液冷"切向"电力设备"。个股层面分歧最大的是阳光电源：野村维持中性、目标价从 120 元下调至 63 元（对应 10 月 30 日收盘 65.29 元，隐含 -3.5%），理由是"发货强、确收滞、毛利塌"（储能发货 17GWh 仅确认 9-10GWh，储能毛利率从 34% 骤降至 21%）；国内券商则强调 Q3 是单位盈利底部、Q4 起回升。科泰电源被天风电新连续更新：Q3 单季归母 9298 万元（同比 +556%、环比 +164%）、净利率 8.0%，逻辑是海外占比抬升（外销毛利率 22.79% vs 内销 12.49%）+ 费用摊薄。许继电气获"强烈推荐"：Q3 末合同负债 33.4 亿元（同比 +54%）、存货 54.3 亿元（同比 +58%），今年直流新签订单 27 亿元已超去年全年 16 亿元，全年预计 50 亿元（+200%）。正帆科技被华西机械强推：Q3 收入 16.1 亿元（+26.3%）、单季订单 25.1 亿元（+92%）、扣非 6249 万元大幅扭亏。

消费：白酒是唯一被集体上调的方向

建投食饮（杨骥）明确"Q3 板块业绩利空落地"，茅台、迎驾、今世缘收入利润均正增并超预期，预计古井、汾酒 27H1 起改善。国金食饮给出更量化的底部论据：龙头股息率普遍 4% 左右、茅台约 20x、其余头部 15 – 16x；白酒机构持仓 1.42%、食品饮料持仓 2.2%、估值处历史 15% 分位。浙商食饮强调"资金低配 + 动销弱已 price-in + 加速出清触底"，区域酒已率先转正（迎驾 Q1、今世缘 Q2、古井与口子 Q3）。大众品端的分歧较小：Q3 饮料、零食、餐供景气整体回落，乳制品平稳、保健品龙头亮眼，推荐安井食品、颐海国际，关注双汇、万洲、海天、中炬。

家电两家形成鲜明对比：石头科技 Q3 营收 56.1 亿（+34.9%）、归母 4.8 亿（+33.0%），整体超预期（扫地机收入超 45 亿、海外增速显著快于国内）；科沃斯 Q3 营收 46.5 亿（+10.6%）但归母 2.25 亿（-46%），毛利率 -10.2pct 至 39.6%，其中存储涨价影响 -5pct、汇率 -2pct。纺服端 PUMA 26Q3 收入 17.76 亿欧元（剔除汇率 -6.3%，Q2 为 -9.4%）、毛利率 49.5%（+4.2pct，关税退款贡献 1.7pct），仍在亏损但减亏。轻工（浙商史凡可）11 月组合偏防御：绝对收益"太阳+红利"，相对收益裕同、中烟、英科再生。

医药：底部 + 基本面向好，被当作"寻底首选"

华福新兴产业的观点最有代表性——若市场继续寻底，买医药更好：三季报 CXO 与上游（AIDD、金斯瑞研发日）业绩很好，医疗器械批量超预期。个股层面：达仁堂 Q3 归母 2.72 亿（+21.16%）、销售费用率 23.61%（同比 -15.30pct），扣非质量最优；片仔癀 Q3 归母 1.95 亿（-71.67%）但肝病用药毛利率 62.5%（+1.4pct）为 2024 年以来首次同比转升；同仁堂 Q3 营收 -24.28%、归母 -39.87%，是三家最弱。创新药端，国泰海通推荐益方生物：TYK2 抑制剂 Nomelcitinib 银屑病 III 期 16 周 PASI-90 超 70%、PGA 0/1 超 80%，与 II 期一致性高。行业景气参考：10 月全球医药融资 750 亿元（同比 +41%）、国内 77 亿元（同比 +50%）、海外 673 亿元（同比 +40%），1-10 月全球 6285 亿元（同比 +62%）。

地产链与建材：底部布局的声音在变多

国盛建材的数据偏冷——全国水泥价格指数 341.14 元/吨（周环比 -0.66%）、浮法玻璃均价 1068.92 元/吨（-0.60%），内蒙、新疆、山东、重庆四地发布跨年错峰计划但熟料库容率仍环比回升，说明供给收缩赶不上需求下滑。但财通建筑建材的结论反了过来：传统建材 Q3 受需求与成本双挤压、业绩进一步触底，从"中枢利润、重置价值、股息率"看龙头已具中长期布局价值，若 Q4 固投反弹或油价回落则有较好机会；电子布近期跌幅大但专家反馈需求仍强，科技 β 企稳后有反弹机会。华新建材收购巴西 CSN 排他协议（企业价值 127 亿雷亚尔、折合 158.68 亿元、10x EBITDA、产能约 1700 万吨、对应 933 元/吨）被定义为"南美扩张第一步"。地产销售侧，广发强调头部加速好转（信用十强 10 月 1267 亿、占比 55%、环比 +16%）。

交运与船舶：最"硬"的景气

招商轮船被连续强推：3Q26 油运龙头利润符合预期，错期导致超级周期利润体现在 Q4，全年有望超 240 亿元；预计 2027 年"一船难求"无法缓解；按分红假设 2026 年招商轮船/中远海能/招商南油股息率将升至 7.2%/8.6%/4.4%。航空侧偏弱但见底：3Q26 春秋、华夏、吉祥、东航、南航归母分别同比 -31.4%/-77.8%/-69.7%/-98.2%/-115.9%，主因航油成本同比 +48%~52%；淡季国内线减班约 8%。船舶端，国金机械认为中国船舶 Q3 节奏波动（营收 395.89 亿、归母 34.87 亿，环比 -17.9%/-31.9%）由高温台风与北海船厂火灾一次性扰动造成，毛利率 17.69% 环比仍升 0.42pct，看好 26Q4-27 年交付加速；广发机械补充松发股份在手订单超 500 艘。

计算机与传媒：筹码在底部，业绩在改善

申万计算机给出最有说服力的底部数据：Q3 板块收入同比 +15%（较 Q2 提升 1pct）、扣非净利同比 +45%，公募配置占比 1.5%（环比 +0.4pct，处 2010 年以来 3% 分位），PE(TTM) 53.4x、历史 31.30% 分位，PS(TTM) 2.4x、历史 4.60% 分位。国盛计算机同口径：占净值比 1.07%、环比 -0.16pct，估值分位回落至 30.31%。个股上，中控技术被天风重申看好（Q3 收入 18.71 亿、同比 +2.57% 转正，工业 AI 收入加速）；华大九天收购奇捷科技 50.38% 股权（对价 2.19 亿、持股升至 73.87%、奇捷 100% 估值 4.34 亿、PS 约 13.5x）补齐数字前端。传媒侧，中信传媒重申上海电影逻辑（放弃上影科技优先购买权、保留 10% 股权，集团"十五五"资产梳理），游戏端认为多重悲观预期释放充分、部分公司仅 10xPE、1 月起新品陆续上线。

非银：保险淡化利润表，券商看集中度

非银 26Q3 综述的判断是"保险淡化短期波动"——国寿加入披露"营运利润"，行业利润表重要性下降、增长与分红可预期性提升，推荐国寿、财险、人保 H、平安 H；券商行业盈利集中度持续提升，Q3 单季经纪与自营增速转负，OCI 权益占比 10.7%（环比 +0.9pct），推荐广发、中信、国泰；多元金融看互联网券商弹性与租赁。银行侧仅有总量数据：9M26 营收同比 +7.8%（1H26 为 7.4%）、归母 +3.8%（1H26 为 3.0%）、不良率环比 +1bp 至 1.22%、拨备覆盖率环比 -4pct 至 229%。

值得关注

财联社口径，11 月 2 日金融管理部门有两场会：央行与证监会研究推动支持资本市场工具使用（券商、基金已接到通知），以及央行、金融监管总局、证监会召集各大银行研究优化股票回购增持再贷款政策。跟踪重点不是"开会"本身，而是三个可验证的落地项：SFISF 的 5000 亿额度是否启用、回购增持再贷款 3000 亿是否扩围至更多国有资本平台（目前国新、诚通已纳入，二者与 SFISF 合用 8000 亿额度）、汇金与证金是否再次以再贷款形式增持宽基 ETF。如果只有表态没有额度，反弹的高度会非常有限。

同步观察两个"出清指标"：两融余额能否在 2.3 万亿附近止跌（自 3 万亿高点已降 20%，上周单周 -457 亿），以及科技 ETF 单周流入能否从 264 亿回到 300 亿以上。这两个数字比任何卖方观点都更能说明杠杆与增量资金的状态。

11 月 2-13 日：海外财报与产业会议密集期

确定性日程如下：苹果 FY26 四季报（11/2）、AMD 三季报（11/3）、华虹宏力三季报（11/5）、台积电 10 月营收（11/10）、Anthropic The Briefing AI 产品发布活动（11/10）、应用材料 FY26 四季报（11/12）、中芯国际三季报（11/13）、SC26 全球超级计算大会（11/15-11/20）。此外中信证券 2027 年资本市场策略会于武汉 11/3-11/5 举行。

怎么用这些日程：苹果与 AMD 的财报决定"AI 终端需求"与"AI 算力订单"两条线的短期方向；华虹与中芯的季报是国内代工稼动率与价格的第一手验证；SC26 大会历来是液冷、光互联、超节点架构的集中发布窗口，今年的看点在 OOI（中介层集成光学）能否进入商用方案。Anthropic 的发布会叠加其 S-1 进程，是观察"AI 资产现金流定价"的关键节点——如果它给出可验证的企业级 ARR 路径，全球 AI 板块的情绪会修复一档。

11 月 4 日：苹果千问 Beta，AI 耳机链的第一次真实检验

时间表已经明确：11 月 4 日随 iOS 开发者 Beta 开放测试，12 月随 iOS 27.3 正式面向中国用户推出，AirPods 实时翻译同步落地。这条线要跟踪的不是"官宣"，而是 Beta 期间的三个细节：Siri 调用千问的延迟与成功率、写作工具的可用场景覆盖、AirPods 翻译在中英混说场景的准确率。

为什么重要：这是国产大模型第一次进入系统级入口，也是"AI 硬件换机"叙事唯一可被证伪的窗口。若 Beta 反馈良好，声学/电声供应链（耳机成品、声学配件、精密零组件）会先于整机受益；若体验平庸，则这轮"AI 耳机"行情会在 12 月正式版前就结束。

11 月 16 日前：中国稀土的重组披露窗口

公司自 11 月 2 日起停牌，预计 11 月 16 日前披露相关信息。标的为中稀（凉山）——核心资产牦牛坪稀土矿（全球第二大在产轻稀土矿，累计查明约 1146 万吨 REO，伴生萤石 2713.5 万吨、重晶石 3722.8 万吨），现有稀土精矿约 3.8 万吨 REO/年、冶炼分离 1.6 万吨/年，采选技改拟提至 4.8 万吨 REO/年。

跟踪要点：注入资产的评估作价与业绩承诺、配套募资规模、以及最关键的——新增采选产能对应的年度开采指标是否同步获批。资源量不等于产量，指标才是稀土企业的真实产能天花板。

机器人：从"叙事"进入"订单验证"的窗口

三条可验证线索：一是 Meta 与傅利叶的第二代原型 Max 2（正在优化躯干与手部硬件，搭载英伟达 Thor 芯片），二是 OpenAI 自研整机的 2027 年样机节点，三是国内供应链的实际交付——宁波东力披露尼得科行星累计下单约 2.2 万台（已交付约 5000 台、待交付 1.7 万台）、谐波已交付约 1.4 万个部件、在手订单约 7.02 万个，两家国内头部客户 11-12 月预计新增 7000-8000 台，产能规划到 2027Q3-Q4 分别达 5 万台/12.5 万个。

判断标准：如果 11-12 月的实际新增订单落在 7000-8000 台区间上沿，说明"大脑进化"确实在拉动本体出货；如果低于 5000 台，则本周的机器人行情仍是政策与事件驱动，不具备持续性。同时跟踪触觉与数据采集环节的订单（国金口径：全球高质量物理交互数据仅约 50 万小时，缺口 95%），这是本轮最稀缺的环节。

存储与 AI 硬件：11 月合约价谈判是分水岭

需要跟踪的量化节点：HBM3 与 HBM4 明年价格涨幅是否真能"较今年翻倍"；供给端海力士约 20 万片、三星年底约 18 万片（明年目标 23-26 万片）、美光今年 7-8 万片（明年约 10 万片）、长鑫今年 1 万余片（明年预期约 4 万片）的兑现情况；以及 2027 年 DRAM 行业产能"平均减少几万片"的判断是否被厂房进度推翻。

下游的反向验证：科沃斯已明确 Q3 毛利率 -10.2pct 中有 5pct 来自存储涨价，如果 Q4 更多整机厂出现类似口径，说明涨价已传导到终端、需求弹性开始承压——这会是存储周期见顶的早期信号，而不是继续看多的理由。

油运与造船：Q4 运价"环比 3 倍"能不能兑现

卖方给出的路径很具体：3Q26 油运龙头利润符合预期，错期导致超级周期利润集中体现在 Q4，招商轮船全年有望超 240 亿元，Q4 运价环比或实现 3 倍以上增长；即期敞口 85% 以上的招商轮船、中远海能最能享受。造船端，Clarksons 新船价格指数 187.2（周环比 +0.3%）、二手船 230（+3%）继续破前高，3 年内 VLCC 现船 1.8 亿美元 vs 新船 1.3 亿美元倒挂。

跟踪要点：11 月的 VLCC-TCE 周度数据是最直接的验证；中国船舶 Q4 交付能否加速（Q3 因台风与北海船厂火灾递延），以及吸收合并重工后的所得税影响是否还有一次性项。二手船价格若继续跑赢新船，说明运力紧缺的判断成立，新船订单的持续性无忧。

水泥价格出现口径分歧，下周数据是关键的"打架"裁判

两处数据不一致：一处口径为全国水泥市场价格 338 元/吨、环比 +0.5%（+1.7 元/吨）、已连续 8 周上涨；另一处为全国水泥价格指数 341.14 元/吨、周环比 -0.66%。差异可能来自统计口径（市场价 vs 指数）与采样时点。

为什么值得单列：水泥是当前"反内卷 + 错峰"逻辑最直接的观测窗口。若下周两个口径同时转跌，说明涨价靠供给收缩独木难支（内蒙、新疆、山东、重庆四地已发跨年错峰计划但熟料库容率仍环比回升），地产链建材的"底部布局"就要再等；若指数口径重新转涨，则 8 周连涨的趋势成立，海螺、塔牌这类高股息标的的防御属性会被重新定价。

消费的两条前瞻线：白酒回款、酒店与免税的旺季兑现

白酒要盯 11 月的两个动作：酒企 2027 年增长目标与春节备货政策的定调、以及飞天批价在双十一后的走势。本轮的核心验证点是"渠道库存是否真的降到合理水位"——Q3 收入转正的酒企数量增加（迎驾 Q1、今世缘 Q2、古井与口子 Q3）是好信号，但只有回款与批价同步改善才算确认。

出行链要盯 Q4 的两个数据：锦江 Q3 归母 5.1 亿元（+36%）、归母净利率 13.2%（同比 +3pct），直营 RevPAR 同比 +9%、境外 RevPAR 由负转正；中国中免 Q3 归母 5.64 亿元（+24.6%）、毛利率 34.0%（+2pct），三亚海棠湾三亚太古里项目预计 26 年底至 27 年分阶段开业。市内店政策、海棠湾三期、苹果折叠屏被列为中免的三个未来催化——这三个都是"何时落地"而非"是否落地"的问题，落地节奏决定 2027 年的估值切换。

风险视角：这轮反弹最可能被什么打断

三个高概率的打断项：一是美伊谈判若在选前破裂，油价上行会同时打击国内中下游毛利与全球风险偏好（中信组合策略把"美伊问题大幅恶化"直接写进风险提示）；二是 Anthropic 上市定价若显著低于一级市场预期，全球 AI 资产的估值锚会再下一个台阶；三是机构重仓股的负超额若继续扩大（10 日 -0.2pct、20 日 -8.1pct、电子与通信内部 10 日 -9.5pct），被动赎回会形成第二轮抛压。相比之下，政策不达预期的风险反而较小——工具清单已经明确，只是节奏问题。

各行业板块

煤炭

核心催化

主产区产量同比转负是本周最实质的变化。截至 10 月 25 日当周，晋陕蒙 442 家煤矿周度产量 2640 万吨，同比 -2.5%、环比 -0.2%；产能利用率 79.8%，同比 -2.3pct、环比 -0.2pct。分省看，山西周产量 789 万吨（同比 -9.1%、环比 +0.1%）、产能利用率仅 64.5%（同比 -6.8pct），是拖累主力；内蒙古 1190 万吨（同比 +0.4%）、陕西 660 万吨（同比 +0.9%）基本持平。山西的大幅减产意味着供给端的边际收缩主要来自单一省份的主动调节，而非全行业性限产。

需求侧同步走弱但环比微升：截至 10 月 30 日当周，化工行业合计耗煤 694.44 万吨（同比 -1.9%、周环比 +1.3%），其中甲醇耗煤 349.85 万吨（同比 -2.3%）、合成氨 190.8 万吨（同比 +18.7%）、PVC 50.18 万吨（同比 -15.8%）、纯碱 41.79 万吨（同比 -18%）、乙二醇 62.15 万吨（同比 -21.1%）。化工用煤的同比下滑说明煤化工链条的开工意愿并不强，煤价缺乏需求端推力。

价格端的支撑主要来自成本传导：水泥企业的反馈是"原料动力煤价格维持高位导致利润空间持续受挤压"，说明动力煤现货价格仍处高位，这与主产区减产相互印证。

核心标的及逻辑

今日帖未明确给出煤炭板块个股推荐，仅有产业链交叉信息可作为跟踪线索：水泥端提及的海螺水泥、塔牌集团属高股息标的，其盈利承压直接源于煤价高位，反向验证了煤炭成本端的强势。

行业趋势

短期看，煤炭处于"供给收缩 + 需求疲弱"的僵持状态：山西减产提供价格底部支撑，但化工、水泥两大非电用煤需求同比均为负，电煤又处淡季，价格向上缺少驱动。这种结构下煤价更可能是高位震荡而非突破。

中期需关注两个变量：一是山西产能利用率 64.5% 的极低水平能否回升——若维持低位，全年供给缺口会在冬季保供压力下显现；二是化工耗煤的同比降幅（-1.9%）能否收窄，这决定了非电需求的真实弹性。在当前"反内卷"与安全生产检查趋严的背景下，产量弹性有限，煤价的下行风险小于上行风险。

石油石化

核心催化

国际油价维持高位：截至 10 月 30 日收盘，布油 117.64 美元/桶、WTI 104.12 美元/桶。国内成品油开工率 65.5%（环比 +0.3pct），柴油最新价 9657 元/吨（环比 +116 元/吨）、裂差 1651 元/吨（环比 +14），汽油 1.06 万元/吨（环比 +250 元/吨）、裂差 1239 元/吨（环比 +156）。海外裂差更极端：欧洲柴油裂差 87 美元/桶、汽油 19 美元/桶；新加坡柴油 52 美元/桶、汽油 22 美元/桶——欧洲柴油裂差是全球最紧的一环。

天然气是更剧烈的一条线：中国 LNG 到岸现货价 34.08 美元/百万英热（周环比 +6.72%、同比 +204.25%），荷兰 TTF 30.41 美元/百万英热（98.59 欧元/MWh，周环比 +8.59%、同比 +194.72%），欧盟储气率 74.77%（周环比 +0.08pct、同比 -8.02pct）。库存同比低 8 个百分点叠加价格同比翻两倍，欧洲今冬的补库压力被显著低估。

供给端，美国原油库存（含 SPR 与商业）周环比 -199 万桶、汽油库存 +387 万桶，炼厂开工率环比 -0.6pct；中国山东地炼开工率环比 +3.8pct，是需求端少见的亮点。

核心标的及逻辑

中国海洋石油：Q3 油气产量约 1.95 亿桶，与 2025Q3 的 1.94 亿桶基本持平（深海 1 号停产与圭亚那项目分成比例下降所致）；Q3 资产减值 72 亿元、净利润 332 亿元、扣非净利约 404

亿元（2025Q3 扣非约 315 亿元）。实现油价 88 美元/桶（2025Q3 为 66.6 美元/桶），布油均价 91.27 美元（去年同期 68.14 美元）。汇率是明显拖累：2026Q3 美元中间价约 6.74、去年同期约 7.16，汇率波动影响季度利润约 20 亿元。剔除汇率与减值后 Q3 扣非约 424 亿元，同比增加约 109 亿元。逻辑很清晰——产量持平背景下利润全靠油价，成本控制与产量稳定性是它的护城河，汇率与减值是短期扰动项。

中国石油：入选 11 月 A 股金股组合，属于"高股息 + 现金流稳定"的防御配置。

行业趋势

油价高位对下游是双刃剑：一方面推升成品油与烯烃价格、扩大裂差（本周乙烯东北亚 1230 美元/吨、丙烯华东 1.17 万元/吨，烯烃价格上涨且价差走扩），另一方面压制终端需求，导致化工品价格与价差分位数处于底部。

中期看，油价的核心变量仍是地缘（美伊谈判进展）。卖方提示若美伊在选前达成初步协议，油价将回落——这对炼化与化纤是成本利好，对上游是利空。天然气则需要单独看待：欧洲储气率同比低 8pct、TTF 同比近 3 倍，冬季需求一旦超预期，LNG 现货的弹性会远大于原油，国内具备接收站与长协资源的企业受益最直接。

有色金属

核心催化

稀土是本日最明确的资源重估事件：中国稀土拟发行股份购买中稀（凉山）稀土股权并募集配套资金，11 月 2 日起停牌、预计 11 月 16 日前披露。标的核心资产为牦牛坪稀土矿——全球第二大在产轻稀土矿，新增稀土氧化物资源量 966.6 万吨、累计查明约 1146 万吨 REO，伴生萤石 2713.5 万吨、重晶石 3722.8 万吨；现有稀土精矿约 3.8 万吨 REO/年、冶炼分离 1.6 万吨/年，采选技改扩能拟将采选能力提至 4.8 万吨 REO/年。这意味着公司从"以冶炼分离为主的平台"升级为拥有核心矿山的采选冶及深加工一体化平台。

铜资源证券化同步推进：高争民爆拟以发行价 40.35 元/股购买地矿集团持有的紫源铜业 51% 股权与晟源矿业 100% 股权，其中晟源矿业拟划入巨龙铜业 10.12% 股权及拉果资源 27% 股权，配套募资用于项目建设与补流。主营将从民爆转为"矿山投资开发 + 民爆"，卖方测算拟注入资产 420 亿元 + 潜在注入期权 200 亿元，合计目标市值 620 亿元（在产及在建项目 2027 年权益净利约 20 亿元、给 10x PE）。

铁矿端，淡水河谷 3Q26 分析师会议显示 Serra Norte 扰动基本解决（10 月日均产量环比 +15%），2027 年该矿区产量基本持平约 6400 万吨；4Q26 铁矿 C1 成本环比基本持平或略降、但综合成本高于 3Q26，全年 C1 与综合成本接近指引上限。

核心标的及逻辑

中国稀土：注入牦牛坪后资源属性显著增强，估值锚从"冶炼加工"切换到"资源储量 + 采选产能"。核心看点是新增采选产能对应的年度开采指标能否同步获批——资源量是账面价值，指标才是产能天花板。

高争民爆：从民爆转型矿业平台，巨龙铜业 10.12% 股权带来的是国内顶级铜矿的权益产量，拉果资源 27% 则锁定盐湖锂资源。风险在于重组尚需审批，且民爆主业的估值体系与矿业完全不同，切换过程会有波动。

鼎胜新材：Q3 营收 75.51 亿元（同比 +20.04%、环比 -7.97%）、归母 2.30 亿元（同比 +93.24%、环比 -19.7%），Q3 出货 24 万吨（环比 -2 万吨），减量集中在空调箔淡季与食品包装箔（欧洲放假），但电池箔出货 7 万吨+（环比 +4-5 千吨）；估算经营性单吨净利约 3000-3100 元、保持稳定，环比承压主因铝价波动收益影响。核心逻辑是"产品结构重塑盈利中枢"——涂炭箔占比提升至 25%，10 月起新增产能落地后排产提至 2.7 万吨/月，Q4 出货预计环增 10%、全年 27 万吨（同比 +30%）。

行业趋势

稀土板块的定价逻辑正在从"配额博弈"转向"资源证券化"。中国稀土与高争民爆的案例说明，地方国资正把矿权装入上市平台，这会带来两个结果：一是板块的资产重估机会增多（尤其是拥有核心矿权的标的），二是市场对"资源量"的定价会更谨慎，因为最终产量受年度指标约束。

铜与铝的逻辑分化明显：铜受益于矿权注入与供给刚性（高争民爆的巨龙铜业权益是稀缺资产），铝加工则进入"加工费 + 结构"双驱动的阶段，单纯看铝价的意义在下降，涂炭箔、电池箔这类高附加值产品的占比才是盈利中枢的决定因素。锂端目前只有资源注入的间接映射（拉果资源 27%），尚未形成独立的价格催化。

基础化工

核心催化

估值已到历史极端：申万基础化工 PE、PB 历史分位数分别为 46% 和 3.6%，且周环比继续下降。PB 仅 3.6% 分位意味着板块整体已跌破近十年的 96%
时间水位，这是典型的周期底部特征。压制因素很明确——油价上涨（布油 117.64
美元/桶）抬高成本的同时压制终端需求，主流化工品价格与价差分位数均处底部。

细分龙头估值：万华/华鲁/宝丰/新和成/华峰/扬农/卫星的 PE-TTM 约 11/13/10/11/13/16/8x，分别处 1995 年以来 4%/28%/1%/10%/13%/10%/1% 分位；PB-MRQ 分别 1.8/1.5/3.0/2.3/1.5/1.7/2.2x，处 1%/13%/33%/24%/11%/4%/26% 分位。宝丰（PE 1% 分位）、卫星（PE 1% 分位）、万华（PB 1% 分位）是三张最极端的估值牌。

聚氨酯链本周平稳：MDI 与 TDI 装置基本无变动，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别为 5711/3711/460 元/吨，环比 -6/+94/+302 元/吨——TDI 价差环比大幅扩张（+302 元）是唯一亮点，纯 MDI 小幅收窄。

耗煤数据反映开工偏弱：截至 10 月 30 日当周，化工行业合计耗煤 694.44 万吨（同比 -1.9%、周环比 +1.3%），甲醇 349.85 万吨（同比 -2.3%）、乙二醇 62.15 万吨（同比 -21.1%）、PVC 50.18 万吨（同比 -15.8%）、纯碱 41.79 万吨（同比 -18%）、合成氨 190.8 万吨（同比 +18.7%）。乙二醇、PVC、纯碱的两位数同比下滑说明地产链与纺织链需求仍未修复，合成氨的 +18.7% 是农化端的独立景气。

核心标的及逻辑

万华化学：PB 1.8x 处 1995 年以来 1% 分位，是全球 MDI 龙头的极限估值位置。逻辑是"成本优势 + 市占率"，MDI 价差虽弱但寡头格局未破，一旦需求边际改善，盈利弹性直接体现。

宝丰能源：PE 10x 处 1% 分位，煤制烯烃的成本曲线在油价 117
美元/桶时相对油头路线的优势最明显——这正是"油价越高、煤化工越受益"的典型结构。

卫星化学：PE 8x 处 1% 分位，C2/C3 产业链一体化，乙烷裂解成本优势在油价高位时被放大。

华鲁恒升：PE 13x 处 28% 分位、PB 1.5x 处 13% 分位，煤化工平台的成本管控能力是核心，合成氨耗煤同比 +18.7% 说明农化需求相对健康，公司受益。

行业趋势

基础化工当前处在"估值底已现、景气底未确认"的阶段。PB 3.6% 分位是历史级低点，但触发反弹需要两个条件之一：油价回落（成本端减压）或地产/纺织链需求修复（量的改善）。

从耗煤结构看，需求分化是主旋律——农化（合成氨 +18.7%）强于建材链（纯碱 -18%、PVC -15.8%）与纺织链（乙二醇
-21.1%）。这意味着即便板块整体反弹，节奏也会分化：煤化工与农化会先于纯碱、PVC 修复。

中期看，"反内卷"政策对化工的供给侧约束是潜在催化。当前多数子行业的价差分位数已在底部，任何形式的产能约束都会直接反映在价差上，这是比需求复苏更快的路径。

建筑材料

核心催化

水泥价格出现两套口径的背离，值得单列：一处为全国水泥市场价格 338 元/吨、环比 +0.5%（+1.7 元/吨）、已连续 8 周上涨；另一处为全国水泥价格指数 341.14 元/吨、周环比 -0.66%。差异可能来自统计口径与采样时点，但它决定了"反内卷涨价"叙事能否延续——若下周两个口径同时转跌，说明供给收缩独木难支。

供给端的动作确实密集：内蒙古、新疆、山东、重庆四地相继发布跨年错峰计划，但单周熟料库容率仍环比回升，反映供给收缩速度与需求下滑速度不匹配。需求侧仅环比微升、同比仍大幅下滑，且原料动力煤价格维持高位持续挤压利润空间。

浮法玻璃偏弱：全国均价 1068.92 元/吨（环比 -6.47 元/吨、-0.60%），东北货源南下致华东华南价格松动，供应充足下预计低位稳定；光伏玻璃均价环比持平，2.0mm 镀膜面板主流订单价维持 10.2-10.5 元/平方米，部分窑炉冷修计划已在推进。

出海是本周最实质的增量：华新建材签署收购巴西 CSN 水泥排他性协议，标的公司企业价值 127 亿巴西里亚尔（折合人民币 158.68 亿元），对应 2025 年水泥板块 EBITDA 12.9 亿巴西里亚尔的 10x EBITDA，产能约 1700 万吨、对应产能估值 933 元/吨，略贵于此前的尼日利亚与菲律宾收购，但获得南美发展桥头堡。

核心标的及逻辑

华新建材：收购 CSN 后产能增幅明显，且卖方判断巴西 2026-2028 年水泥需求 CAGR 3-5%（200-250 万吨/年）大于产能增速（120-130 万吨/年），盈利弹性有望进一步增厚，骨料拓展空间充足。估值虽略贵，但支付效率与后续经营是公司更看重的因素。

海螺水泥、塔牌集团：属于"高股息 + 权重股"组合，海螺进可攻退可守。逻辑是 26Q3 大概率为利润底，8 周连涨的水泥价格若延续，则估值修复先于业绩修复。

福莱特：Q3 收入 29.13 亿元（同比 -38%、环比 -3%）、归母 -4.73 亿元（同比转亏、环比亏损扩大），毛利率 -5.31%（环比 -5.80pct），主因海外基地燃料价格上涨；Q3 光伏玻璃销量 2.5-2.6 亿平（环比略降，海外出货下降），测算单平亏损约 1.5 元，二三线企业经营压力更大。逻辑是"龙头扛亏损、靠冷修出清"，Q4 需求逐步恢复是关键。

中国巨石 与电子布产业链：电子布近期跌幅大，但专家访谈反馈行业需求仍强，10 月回落的涨价预期有望在后续修复，科技 β 企稳后有反弹机会。

行业趋势

建材正在经历"业绩底 + 估值底"的双重确认。传统建材 Q3 受需求与成本双重挤压、业绩进一步触底，但防水、石膏板已体现积极因素；从"中枢利润、重置价值、股息率"三个角度看，龙头已具备中长期布局价值。

触发反弹需要两个条件之一：Q4 固定资产投资触底反弹，或油价回落带来成本端减压。若两者都不出现，板块只能靠错峰与冷修维持价格，难以形成趋势性行情。

结构上，出海（华新建材的巴西项目）与科技属性（电子布、光伏玻璃）是两条独立于国内地产的alpha线：前者靠并购扩产，后者靠 AI 需求拉动，二者的估值体系与地产链完全不同，不应混在一起看。

建筑装饰

核心催化

板块当日缺少直接的订单或政策增量，唯一实质的宏观映射是 10 月 PMI 的结构：制造业 49.3%、非制造业 49.7%、综合 49.7%，浙商宏观明确指出"传统建设链和中小企业承压"，而科技制造及部分服务消费保持韧性。这意味着建筑装饰所依赖的基建与房建两条腿，在 10 月都是拖累项而非支撑项。

另一条线索来自机构行为：本周卖方密集安排了钢结构与基建央企的专家/公司交流，覆盖鸿路钢构、中国铁建、山东路桥、东华科技等标的。密集调研通常出现在预期底部区域，说明机构在寻找"低估 + 订单确定性"的标的，但目前尚未形成统一的看多结论。

核心标的及逻辑

鸿路钢构：钢结构加工龙头，被列入本周交流名单。钢结构的需求端与工业厂房、数据中心、新能源电站强相关，相对地产更抗压；但目前只有交流安排，没有披露订单或产能数据，暂不构成买入依据。

中国铁建、山东路桥：基建央企与地方路桥龙头，属"低估值 + 高分红"的防御型选择，受益于 8000 亿元新型政策性金融工具完成投放后的实物工作量落地。同理，东华科技（化学工程）被列入交流名单，其订单与煤化工、新材料投资周期相关。

行业趋势

建筑装饰的分化会持续加剧：房建链条受制于地产新开工（10 月 50 城新房成交同比 -25%、去化率回落至 34%），短期难有改善；基建链条则受益于政策性金融工具的落地节奏，Q4 的实物工作量是唯一可见的增量。

中期看，"反内卷"对建筑业的含义是订单向头部集中——地方国企与央企在融资成本、垫资能力上的优势会被放大，民营装饰企业的生存空间继续收窄。这也是为什么机构在预期底部优先看央企与专业工程龙头，而不是弹性更大的小市值标的。

电力设备

核心催化

筹码已到历史罕见的低配位置：2026Q3 电力设备与新能源基金重仓规模 1814 亿元、环比 -26.3%，占基金持仓规模仅 5.36%，连续两个季度低配"历史罕见"。结构上出现明显切换——增持规模前五为中国动力、国电南瑞、南网科技、科士达、平高电气（电力设备），减持前五为宁德时代、阳光电源、鹏辉能源、冰轮环境、德业股份（锂电、储能、液冷）。中国动力同时是公募增持规模第一。

行业景气并未垮：2026Q3 锂电产业链收入 7764.6 亿元（同比 +35%、环比 +8%），扣非净利 471.2 亿元（同比 +31%、环比 -13%）。利润仍集中在中上游但再分配已放缓，中报分化收敛——上游价格回调致扣非环比 -46%，电池增收不增利（收入 +12%、扣非 -7%），隔膜与铜箔加工费环比涨价落地、单位盈利改善，整车扣非环比 +26% 是唯一改善环节。

11 月排产延续强势：五家主要电池企业合计排产环比 +2%、同比 +43%，其中 C 企业 108GWh（环比 +3%、同比 +35%）、B 企业 37GWh（环比 -4%、同比 +32%）、E 企业 23GWh（环比 +5%、同比 +77%）、G 企业 20GWh（环比 +8%、同比 +60%）、Z 企业 20GWh（环比 +5%、同比 +64%）。二线企业环比增幅更高，说明份额在再分配。

核心标的及逻辑

杰瑞股份：AIDC 发电设备是当前最被低估的一条线。AIDC 燃气轮机发电机组今年 Q4 开始批量交付，累计新签燃气轮机及配套设备订单 31 亿美元（约 209 亿元），2026 三季报合同负债 71 亿元、较年初 +263%。预计 2026-2028 年归母净利 33/80/112 亿元（同比 +25%/+141%/+39%，复合增速 61%），对应 PE 27/11/8 倍。逻辑是"订单先行、业绩后至"，合同负债 263% 的增速是最硬的领先指标。

许继电气：经营拐点明确。Q3 末合同负债 33.4 亿元（同比 +54%）、存货 54.3 亿元（同比 +58%），Q4 有望完成甘肃-浙江柔直换流阀交付（合同额 10.9 亿元）。今年以来超高压/特高压直流新签订单 27 亿元、已超 2025 年全年 16 亿元；10 月中旬南疆-四川、巴丹吉林-四川两条特高压直流核准，年底前完成主设备招标，换流阀价值量约 72 亿元、直流控保约 4 亿元，公司中标金额预计 20-24 亿元，全年直流新签订单有望 50 亿元（同比 +200%）。

科泰电源：Q3 单季归母 9298 万元（同比 +556%、环比 +164%）、归母净利率 8.0%（同比 +5.1pct）。拐点来自双轮：海外占比抬升（2025 年海外收入 1.68 亿元占 9.55%，26H1 外销 1.78 亿元已超 2025 全年，外销毛利率 22.79% vs 内销 12.49%），以及前期海外认证/新品研发投入进入摊薄期。

中创新航：Q1-Q3 出货 110GWh，2026 全年 170-180GWh（乘用车 70、商用车 30、储能 70），2027 年目标 400GWh（乘用车 120-150、商用车 50-60、储能 200-220）与此前指引一致。关键变化是 8-9 月进入小米龙甲电池、华为巨鲸电池、理想自研电池配套，2027 年前五大客户出货超 110GWh（小鹏 30GWh、小米/华为/零跑/理想各 20GWh），中高端渗透率快速提升。

阳光电源：分歧最大。Q3 营收 179.5 亿元（同比 -21.5%、环比 +17%）、归母 13.41 亿元（同比 -67.7%、环比 -54.8%）、扣非 16.93 亿元（同比 -57.6%）；毛利率 29.4%（同比 -6.5pct、环比 -9.2pct），储能毛利率由 34% 降至 21%、单位盈利低于 0.1 元/Wh。原因是出口退税下降、Q3 反映 Q1-Q2 碳酸锂成本、Q3 无关税返还、汇兑损失，叠加金融资产公允价值变动及处置 -4.89 亿元。野村维持中性、目标价 120 元下调至 63 元；国内券商则强调发货仍高增（储能发货 17GWh、仅确认 9-10GWh），Q4 起单位盈利见底回升。

晶科能源：Q3 归母 -2.90 亿元（同比减亏 71.29%、环比减亏 83%），Q3 出货 15GW（飞虎 3 占比超 1/3），销售毛利率改善至 6.02%（同比 +2.26pct、环比 +5.31pct），储能确收 1.75GWh、单季实现经营性盈利。经营策略全面转向"利润优先"，资本开支与折旧显著减少。隆基绿能前三季度归母 -47.13 亿元，仍处亏损。

行业趋势

电力设备的核心矛盾是"景气向上、筹码向下"。11 月排产同比 +43%、储能装机与 AIDC 订单双双高增，但基金持仓降到 5.36%、连续两季低配，说明股价的压制来自资金而非基本面。这种结构下，一旦资金回流，弹性会集中在"持仓低 + 有订单"的标的上（杰瑞、许继、科泰），而不是机构重仓的宁德与阳光。

锂电内部正在进行利润再分配：上游价格回调（扣非环比 -46%）、电池增收不增利（收入 +12%、扣非 -7%）、隔膜铜箔加工费涨价落地。这意味着 2027 年的盈利弹性在中游材料，而非上游资源。

储能是最需要区分口径的环节：Q3 储能板块收入 637 亿元、净利 38 亿元（同环比下滑约 40%），共性原因是原料成本、汇率、出口退税、部分市场降价、费用增加与确收节奏。阳光电源的"发货 17GWh 确认 9-10GWh"就是典型——发货与确收之间存在约 6 个月的时滞，用发货量判断景气、用确认量判断业绩，两者不能混用。

光伏则处在"减亏但不盈利"的阶段：晶科 Q3 减亏 83%、毛利率转正至 6.02%，福莱特 Q3 毛利率 -5.31%、单平亏 1.5 元。行业出清靠的是二三线退出（"二三线企业经营压力更大"），龙头靠成本与产品结构（飞虎 3、高效溢价 2-3 分/W）先于行业转正。

机械设备

核心催化

机器人是本周机械板块唯一被四家机构同时强推的方向，且催化来自海外本体落地：Meta 联合傅利叶推出人形机器人原型 Max（Meta 提供智能体、傅利叶提供本体工程与供应链，搭载英伟达 Thor 芯片，作为个人智能体 Muse 的物理化身面向家庭 C 端），第二代 Max 2 已在优化躯干与手部硬件；OpenAI 计划自研整机、2027 年样机落地。技术侧，Astra 直接控制机器人使通用模型承担任务理解、规划与部分动作决策，SuperMimic 大幅提升运控训练效率并降低算力消耗。

稀缺环节被重新定义：国金机械测算 2026 年初全球高质量真实物理交互数据仅约 50 万小时，不足模型训练需求（至少 1000 万小时）的 5%，接触力、形变等物理信息必须依赖真实场景采集，因此触觉数采（数采手套）与灵巧手成为中期高壁垒、高价值量环节。

半导体设备零部件是另一条硬线索：正帆科技 26Q3 收入 16.1 亿元（同比 +26.3%、环比 +27.8%），Gasbox 单季收入约翻倍至 4 亿元，Q1-Q3 新签订单 57.4 亿元（同比 +74%、半导体占 74%），Q3 单季订单 25.1 亿元（同比 +92%），Q3 扣非 6249 万元大幅扭亏、扣非净利率 3.9%（同比 +6.8pct、环比 +9.5pct）。联讯仪器 26Q3 营收 25.12 亿元（同比 +711%、环比 +141%）、归母 14.39 亿元（同比 +3488%）、毛利率 77.63%（同比 +22.76pct），1.6T 光示波器销量已超 800G、数量口径全球份额超 50%，合同负债 9.24 亿与存货 17.79 亿双创新高、海外收入占比超 50%。芯碁微装 前三季度营收 17.8 亿元（PCB 13.6 亿：曝光机 12 亿、钻孔机 1.6 亿；半导体 3.3 亿：mSAP 2.3 亿、先进封装 1 亿；维保 0.9 亿），单价 PCB 全品类 240 万元、CO_2 激光钻机 200 万元、先进封装 2000 万元、载板 500 万元，毛利率半导体 54%（先进封装 60%+）、PCB 整体 42%、激光钻孔 30%；先进封装在手订单超 20 台，明年预计 70-80 台、对应 15-16 亿元订单。

船舶端，中国船舶 Q3 营收 395.89 亿元、归母 34.87 亿元（环比 -17.9%/-31.9%），Q3 为交付淡季（高温台风）叠加 9 月 10 日青岛北海造船外籍货轮检修起火后的安全检查扰动，属一次性影响；毛利率 17.69%（环比 +0.42pct），Q3 归母低于扣非（37.98 亿元）的差额主要来自吸收合并重工股权的约 7 亿元所得税。

核心标的及逻辑

奥比中光 / 峰岹科技 / 福莱新材：广发机械的机器人组合。奥比中光是视觉（3D 感知），峰岹是电机驱动芯片，福莱新材是触觉/柔性传感——三者共同覆盖"视觉 + 触觉"两个数据入口，这正是大脑进化后最稀缺的环节。

慈星股份 / 达瑞电子 / 长盈精密：国金机械的触觉与灵巧手组合。慈星股份做数采手套（人端采集），达瑞与长盈做精密结构件（机端承载），逻辑互补。

力鼎光电：长城机械的视觉首选——光学镜头，同时是 O 链（OpenAI 链）与新晋 T 链（特斯拉链）的交集，属 A 股唯一。

宁波东力：尼得科人形机器人谐波、行星减速器独家供应商，独供协议 8 年，联合研发 2 款 T 谐波已批量供货，当前供应钢轮/波发生器份额 60%。订单侧，尼得科行星累计下单约 2.2 万台（已交付约 5000 台、待交付约 1.7 万台），谐波已交付约 1.4 万个部件、在手订单约 7.02 万个，两家国内头部客户 11-12 月预计新增 7000-8000 台；产能当前行星/谐波月产 3000 台/4500 个，2026 年底均达 2.5 万，2027Q1 达 4 万，Q2 达 5 万/8 万，Q3-Q4 达 5 万/12.5 万。

正帆科技：27 年估值仅 10x 出头，订单增速（Q3 +92%）快于收入（+26.3%），是设备零部件里"订单先行"最典型的标的。

联讯仪器：光示波器的全球份额超 50% 且价格坚挺（Keysight 不降价、公司无降价冲动），1.6T 销量已超 800G 意味着产品结构升级速度超预期，2.4T 已在客户线上测试、3.2T 2027 年推出，两款自研核心芯片就绪。

中国船舶：Q3 波动不改长期逻辑，1H26 毛利率 17.37%（同比 +4.79pct）、Q3 再升至 17.69%，高价船订单进入交付期的利润释放是真实兑现的；Q3 现金流 110 亿元创历史新高。

行业趋势

机械板块正在发生"从硬件到大脑"的重心迁移。过去两年 T 链的逻辑是丝杠、减速器的放量预期，现在 Meta 与 OpenAI 直接做本体，把价值量集中到"数据 + 触觉 + 视觉"——这是为什么本周所有机构的第一推荐都不是传统零部件。

半导体设备零部件的景气由全球扩产驱动：SEMI 预测 300mm 晶圆厂建设支出 2026 年 +23% 至 475 亿美元、2027 年 +33% 至 633 亿美元、2028 年 684 亿美元。这个 Beta 足够强，叠加国产替代的 Alpha，设备的确定性高于大多数科技细分。

船舶则处在新船价格与二手船价格倒挂的罕见窗口（3 年内 VLCC 现船 1.8 亿美元 vs 新船 1.3 亿美元），Q1-Q3 全球订单 7071 万 CGT / 2050 亿美元创 2007 年以来新高。中期逻辑（船厂排期、船龄结构、环保政策）未变，Q4-2027 年交付加速是可验证的路径。

汽车

核心催化

10 月销量把行业分化写得很清楚。比亚迪批发 490,168 辆（同比 +11.0%、环比 +5.7%），其中纯电 30.57 万辆（同比 +37.4%）、插混 17.74 万辆（同比 -17.2%），出口新能源 17.02 万辆、占当月销量 34.7%——纯电替代插混与出口拉动是两条同时成立的主线。

新势力与二线品牌的分化更剧烈：零跑交付 106,127 辆（同比 +51.0%、环比 +0.4%）、小鹏 50,237 辆（同比 +19.6%、环比 +21.8%，创单月交付历史新高，海外 13,326 辆、同比 +166%）、小米超 50,000 辆、埃安 42,357 辆（同比 +56.8%、环比 +19.3%）、极氪 32,483 辆（同比 +51.6%）。另一端，鸿蒙智行 33,537 辆（同比 -50.8%、环比 -10.5%）、蔚来 34,246 辆（同比 -15.2%，其中蔚来品牌 18,125、乐道 8,383、firefly 7,738）、深蓝 32,602 辆（同比 -11.4%）、理想 29,025 辆（同比 -8.6%、环比 -8.8%）。传统车企里，吉利新能源交付 214,996 辆（环比 +12.6%、同比 +20.9%），首次单月突破 20 万辆。

核心标的及逻辑

比亚迪：纯电 +37.4% 与插混 -17.2% 的反向组合说明产品结构已完成切换，出口占比 34.7% 是抵御国内价格战的关键缓冲。逻辑是"规模 + 出海 + 垂直一体化"，在行业价格战中仍能维持 49 万辆的月销体量。

小鹏：单月 50,237 辆创历史新高，海外 13,326 辆（+166%）——出海是它与其他新势力最大的差异点。环比 +21.8% 的增长在新势力里最强。

零跑：106,127 辆、同比 +51.0%，靠性价比路线在 10-20 万价格带占据份额，是"以价换量"策略最成功的样本。

吉利汽车：新能源 214,996 辆、首次单月突破 20 万辆，传统车企转型的代表，规模效应开始体现。

中创新航（电池配套视角）：8-9 月进入小米龙甲电池、华为巨鲸电池、理想自研电池配套，2027 年目标 400GWh（乘用车 120-150GWh），前五大客户出货超 110GWh（小鹏 30GWh，小米/华为/零跑/理想各 20GWh），明年下半年海外大众、丰田、现代定点起量。它的份额提升是"中高端车型渗透率快速提升"的直接证据。

行业趋势

三条趋势已经确认：一是纯电对插混的替代在加速（比亚迪插混 -17.2% 是最明确的信号），增程与插混的红利期正在结束；二是出口成为胜负手（比亚迪 34.7%、小鹏海外 +166%），国内价格战激烈时，海外毛利是唯一的缓冲；三是份额向"有爆款单品 + 有成本能力"的品牌集中，鸿蒙智行 -50.8%、蔚来 -15.2% 的同比负增长不是淡季扰动，而是份额流失。

需要警惕的是价格战的持续性：10 月销量数据亮眼，但行业整体的盈利质量并未改善（整车扣非环比 +26% 是 Q3 唯一改善的环节，但同比仍承压）。销量与利润的背离，会在 2027 年补贴与购置税政策变化时集中暴露。

计算机

核心催化

筹码与估值双双见底是本板块最硬的事实：2026Q3 计算机板块收入同比 +15%（较 Q2 提升 1pct），扣非净利同比 +45%（Q2 为 +43%），但公募配置占比仅 1.5%（环比 +0.4pct）、处 2010 年以来 3% 分位，配置系数 0.43；截至 10 月 30 日 PE(TTM) 53.4x（历史 31.30% 分位）、PS(TTM) 2.4x（历史 4.60% 分位）、PCF 45.0x（历史 12.10% 分位）。另一口径下（国盛），信息传输/软件与信息技术服务业占净值比 1.07%（环比 -0.16pct）、占股票投资市值 5.28%，均处近五年较低位置。

模型侧催化密集：DeepSeek Harness 团队 10 月 31 日发布 Super-agent 架构探索并以 MIT 协议开源研究原型，采用"Router 统一承接交互 + 多 Worker 并行执行"的双层结构，围绕"连续、高效、主动、持久"解决人的注意力瓶颈；Anthropic 递交 S-1 且 Q3 收入

168 亿美元；Kimi K3.1 Pro 以 55 分位列 AA 智能指数全球第四，把国内外最高分差距从 12 分缩小到 3 分。

重组与并购：华大九天拟以 2.19 亿元受让奇捷科技 50.38% 股权，持股升至约 73.87%、纳入合并报表，奇捷 100% 估值 4.34 亿元（2025 年营收 3225 万元、对应 PS 约
13.5x），补齐数字逻辑优化短板，卡位华为"韬定律"推动的逻辑折叠芯片产业化。

核心标的及逻辑

中控技术：Q3 营收 18.71 亿元（同比 +2.57%，收入端由降转增），归母亏损 950 万元（去年同期盈利 7800 万元），扣非 -1100 万元；前三季度营收 55.06 亿元（-2.6%）、归母 1.46 亿元（-66.3%）、扣非 0.91 亿元（-73.1%）；毛利率 31.1%（-0.7pct），期间费用率 30.8%（+4.7pct），销售/管理/研发费用分别同比 +18.4%/+21.1%/+5.6%。合同负债 14.87 亿元、较年初 14.33 亿元增 3.7%，订单需求企稳。逻辑是工业 AI 收入放量 + TPT 规模化复制，短期利润被前置投入压制。

华大九天：收入超大部分预期，数字全流程布局完成；收购奇捷后补齐数字前端，是国产 EDA 里唯一能覆盖"模拟 + 数字 + 制造"全流程的标的。

海光信息：符合预期，2026 年 240 亿元收入指引；中科曙光：利润超预期，全年超 30 亿元，其中海光贡献 11 亿元；寒武纪：收入符合预期、利润率超预期，存货大增至 120 亿元（备货为后续放量做准备）；浪潮信息：存货超预期。

同花顺：收入利润平滑、超预期；金山办公：高基数下单季收入利润略有降速；达梦数据：加回股权激励后利润 +30%，但信创硬件挤压软件预算。

存储与终端相关：海康威视、萤石网络均显示"存储红利开始减弱"——这是存储涨价对下游整机厂的真实影响，与科沃斯的毛利率口径一致。大普微：8T NVMe 国内面价站稳 3200 美元（Q3 翻倍后持平）、BAT 净价 2000-2400 美元，美国市场售价 5000 美元以上、海内外价差维持 60%+；北美 2026 年 QLC 占比约 10%、2027 年跳升至 30%+，公司 QLC 几乎全部直供北美、2027 年出货占比约 15%、毛利率比国内高近 30pct，2026 年出货 5-6EB、2027 年目标 7-8EB，字节占收入 40-45%。

行业趋势

计算机是当前"筹码底 + 估值底 + 业绩改善"三重条件同时成立的少数板块，但缺少主线。AI 应用仍处初期，费用投入先行（毛利率 22%、环比 -2pct 就是证据），而收入端的加速要等到 Agent 真正渗透。

应用侧的突破点在 Agent 与物理 AI：DeepSeek 的 Super-agent 把"多任务并行"做进架构层，风语筑与 VAST 合作成立 WorldX Forge 实验室切入空间智能，这些都在把 AI 从"工具"推向"流程"。这类变化短期不体现在业绩上，但决定了 2027 年的收入曲线。

存储涨价的传导是暗线：大普微这类上游模组厂量价齐升（美国售价 5000 美元、毛利率高近 30pct），而海康、萤石、科沃斯这类整机厂则"红利减弱"、毛利承压。同一件事，产业链两端的方向完全相反，这是判断个股时必须分清的位置。

游戏与传媒的独立逻辑：网络游戏指数周跌 7.22%、部分公司仅 10xPE，新品周期从 1 月起陆续上线、产品预期极低，多重悲观预期释放充分；中信传媒重申上海电影（放弃上影科技优先购买权、保留 10% 股权，集团"十五五"资产梳理），并建议关注 AI 多模态、并购重组、高股息三条主线。

电子

核心催化

存储涨价是贯穿全板块的主线：HBM3 与 HBM4 明年价格涨幅预计较今年翻倍；产能端海力士目前约 20 万片、三星今年底约 18 万片（明年目标 23-26 万片）、美光今年 7-8 万片（明年约 10 万片）、长鑫今年 1 万余片（明年预期约 4 万片）。因厂房不足与前期转产完成，2027 年 DRAM 行业产能平均还要减少几万片。HBM 是当前最大卡脖子点，2027 年高端 HBM 仍将紧张。

设备与材料同步强势：SEMI 预测全球 300mm 晶圆厂建设支出 2026 年 +23% 至 475 亿美元、2027 年 +33% 至 633 亿美元、2028 年 684 亿美元；武汉第三工厂（FAB3）已启动生产设备连接、预计 2026 年底初期投产。材料端，广钢气体新签 3 套 50k 电子大宗气体项目（印证国内电子大宗进入密集招标阶段），氩气价格弹性已在杭氧、广钢体现；电子布 Q3 大部分公司环比继续高增；树脂纯碳氢方案开始测试（若采用单位用量或大幅增加，东材/圣泉 Q4 新产能释放预期强）；硅微粉龙头业绩超预期、环比跳增；国瓷 TEC 陶瓷基板已通过验证，Q4 与北美客户沟通明年订单。

筹码是压制项：本周科技股延续大幅调整，主动型基金电子配置仍达 36%、超配 18 个百分点，叠加海内外三季报分化与海外巨头 AI Capex 回报担忧，风险偏好进一步下降，资金阶段性向低位、低持仓方向分散。

核心标的及逻辑

豪威集团 / 长鑫科技 / 京东方 / 生益科技 / 寒武纪：中信电子本季核心推荐。逻辑分别是 CIS 的国产替代、存储涨价的最大受益者（长鑫）、面板周期底部、CCL 涨价链（生益）、国产算力（寒武纪）。

长电科技：Q3 营收 114.25 亿元创单季新高、归母 7.73 亿元（同比 +59.99%），前三季度扣非归母同比 +99.17%。AI 需求增长 + 产能利用率高位 + 高附加值产品占比提升三者共同驱动。

通富微电：Q3 营收 88.44 亿元（同比 +24.95%），前三季度归母 30.61 亿元（同比 +255.68%）、扣非 13.78 亿元（同比 +77.10%）。中高端产品收入增加带动主业，金融资产公允价值变动进一步增厚。

甬矽电子：Q3 营收 13.71 亿元（同比 +18.23%），归母 -896.55 万元，剔除股份支付费用后转正。

骄成超声：Q3 营收 2.9 亿元（同比 +47%、环比 +17%）、归母 0.5 亿元（同比 +48%），毛利率 60.3%；半导体 + 线束收入近 1 亿元、占比 35%，预计 2026 年贡献 3-3.5 亿元（同比 +65%）。设备 + 耗材 Q3 收入 1.6 亿元、占比 55%。

概伦电子：Q3 营收 1.8 亿元（同比 +84.4%，主因 7 月末并表锐成芯微与纳能微），可比口径 EDA 营收 0.8 亿元（同比 +27%）超预期；扣非归母约 -484 万元（亏损收窄 1 千万），剔除股份支付后为 228 万元、同比增约 1500 万元。境外收入收缩（Q3 0.3 亿元、同比 -19.5%，韩国客户收缩采购），半导体器件特性测试系统 827 万元（同比 -52%）。

麦格米特：AI 电源进入订单与交付指数型增长区间。Q3 研发费用约 3.6 亿元（同比 +33%）属战略前置投入；GB300 相关产品持续爬坡，Rubin 平台一代 PSU 已开发完成并开始交货、已取得规模订单，面向 VeraRubin 的 1U 液冷电源（OCP 大会独家演讲）亦已获订单。产品覆盖 35kV 高压侧到 GPU 附近 0.8V 全链路，柜外 800V HVDC Power Rack 在中美同步送测且有明确订单，SST 模块明年会有销售。

科翔股份：拟投 85 亿元扩产陶瓷混压 PCB、mSAP 基板与 AI 服务器 PCB（江西 AI 算力服务器项目 30 亿元、达产年产高阶 HDI 及高多层板约 20 万平方米；高端 AI 算力 PCB 基板 20 亿元、新增 4.6 万平方米 mSAP 与 120 万平方米 AI 服务器 PCB 基板；科翔智算 35 亿元、达产年产值有望 45 亿元），并拟发行 H 股。

泰金新能：Q3 营收 6.18 亿元（同比 +12.49%、环比 +13.46%）、归母 0.75 亿元（同比 +105.47%、环比 +130.57%），毛利率 26.68%（同比 +8.79pct）；受益铜箔高景气，Q1-Q3 设备累计出货 828 台（同比 +414.2%）。

行业趋势

电子板块的基本面与股价严重背离：存储涨价、设备扩产、先进封装满载，三条线都在兑现，但板块的超配比例（18 个百分点）决定了任何利好都先被用于减仓。这种结构下，相对占优的是"机构持仓低 + 有边际改善"的细分（设备零部件、EDA、材料），而非机构重仓的算力主链。

存储的利润正在向下游转移的相反方向流动——上游晶圆与模组赚涨价，下游整机承受成本（科沃斯 Q3 毛利率 -5pct 来自存储）。这意味着 2027
年若存储继续涨价，整机厂的毛利压力会进一步显现，而存储厂的盈利弹性最大。

国产化是最确定的长期变量：字节自研芯片一代已量产、二代 Ada 2S 今年 Q4 以 256 卡整机柜落地（对标 H20），2027 年国产算力卡比例有望升至 70% 以上。这将带动国产设备、材料、封装的整条链条，而 HBM 是最难突破、也是最值得跟踪的环节。

通信

核心催化

光无源是本季通信最确定的兑现方向：Q3 板块代表公司单季营收同比均值 +128%、环比 +40%，毛利率均值 35.4%（同比 +3.6pct），验证"MPO/MMC 高密度连接 +
布线"的共性趋势；共性扰动是汇兑与产能爬坡，而非需求。IDC 板块 Q3 业绩整体平淡，但润泽 Q3 业绩稳健、东阳光的算力订单已在资产负债表初步体现。

产业链层面的两条硬信息：一是 Marvell 正就收购 Lumentum
深入谈判（彭博），动因是补齐光芯片短板以缩小与博通的差距——Marvell 的 CPO
布局缺少光源，收购可实现光电一体垂直整合、DSP
与激光器内部联调、研发资源合并以分摊下一代光互联投入；Lumentum 愿卖的原因是业务高度依赖 AI 红利、北卡工厂建设周期至少 3 年且 Capex 规模大。二是字节自研芯片已量产一代，第二代 Ada 2S 预计今年 Q4 以 256 卡整机柜落地、性能对标 H20，第三代计划明年 Q4 生产对标 B200；自采算力卡中国产与 NV 今年各占一半，2027 年国产比例有望升至 70% 以上，最大增量来自自研卡，而 HBM 是当前最大卡脖子点。

核心标的及逻辑

杰普特 / 蘅东光 /
光库科技：申万宏源通信在高景气中优选"更具确定性及综合能力突出"的标的。光无源的高增来自 MPO/MMC 高密度连接的共性趋势，这三家在连接器、光器件与光纤器件上各有卡位。

唯科科技 / 瑞可达：被定义为"后续潜力大"的标的，属于光无源与连接器的延伸方向。

润泽科技：IDC 板块里 Q3 业绩最稳健的一家，逻辑是"回调后配置性价比凸显，年底大厂 capex 指引与订单落地形成催化"。

东阳光：算力订单已在资产负债表初步体现，属于订单先行、收入后确认的类型。

奥飞数据 / 大位科技 / 数据港 / 光环新网：IDC 板块的持续看好标的，共同特征是"有合作、有订单"。

移远通信：端侧 AI 领军，Q3 单季归母净利同比 +132%，板块内业绩分化明显，龙头的 alpha 显著。

行业趋势

光通信的竞争焦点正从"速率升级"转向"光电一体化"。Marvell 收购 Lumentum 与英伟达
OOI（把光引擎直接集成到 GPU 硅中介层）指向同一个方向：谁能把光源、DSP、封装垂直整合，谁就能拿到下一代光互联的定价权。这对国内产业链的含义是价值量继续向"上游芯片 +
封装工艺"集中，纯组装环节的溢价被压缩。

IDC 的短期压制来自筹码而非需求：年底大厂 capex 指引（Amazon 2200 亿、Google 1950-2050 亿、Meta 1350-1450 亿、Microsoft 1700 亿美元）没有下修，订单能见度仍在，但通信板块内部的 10 日收益差为 -9.5 个百分点，说明机构抛压尚未结束。

国产算力的结构性变化值得单独跟踪：2027 年国产算力卡比例有望升至 70%
以上，最大增量来自字节等自研卡。这意味着通信设备的需求结构会从"通用服务器 + 光模块"转向"自研整机柜 + 高速互联"，256 卡整机柜（Ada

2S）这类形态对光互联的用量密度远高于传统架构，是光无源长期高增的底层支撑。

传媒

核心催化

三季报收官后的结论是"子板块分化、主线待切换"：本周申万传媒指数跌 6.55%（同期沪深 300 跌 2.92%、创业板指跌 10.08%），游戏延续高景气但个股因产品周期与营销投放分化，广告符合预期，数字媒体与影视院线相对平淡，出版多个股业绩超预期。业绩披露后进入年末财报空窗期，卖方建议关注 AI 多模态、并购重组、高股息三条主线。

游戏是预期最低、弹性最大的方向：周网络游戏指数 -7.22%，部分公司对应 2026 年接近 10xPE。压制来自三处——25.6-26.6
新品周期后的二阶导拐点已消化近一年、税收担心（政策未变、少数公司补税与有效税率小幅提升）、AI 与短剧分流付费流水。但 1 月起新品陆续上线、后续产品预期极低。本周国产 3A 于 10 月 29 日发售并登顶 Steam 全球畅销榜，峰值同时在线约 72.4 万人；10 月版号 183 款国产 + 12 款进口（腾讯《不可卷卷书店》、网易、三七、恺英、完美各有产品）。

中剧成为长视频的新变量：2025 年 8 月广电总局备案首次单列"中剧"类目，备案数从 2025 年 8 月的 2 部升至 2026 年 9 月的 53 部，政策与产业形成共振。中剧兼具内容深度与高叙事密度，体量较轻、节奏紧凑，适配当前用户的内容消费习惯，平台以分账模式降低风险，正从中小公司的试验田升级为长视频平台的防御与增长方式。

核心标的及逻辑

上海电影：中信传媒重申推荐。10 月 30 日公告拟放弃上影科技 41% 股权转让的优先购买权、仍保留 10% 股权，上影科技将基于集团"十五五"规划引入战略投资者，拓展影院数字化技术服务、文旅视听集成等。逻辑是集团资产梳理与整合预期——核心资产两条主线：一是以上影元、上美影及集团授权资源为核心的动画 IP 运营体系，二是真人影视 IP 与 AI 制作技术。

巨人网络：3Q26 收入 19.96 亿元（同比 +17%）、归母 7.42 亿元（+16%）、扣非 8.62 亿元（+27%）。表现低于预期，原因是收入确认节奏（Q3 收入多来自 Q2 淡季流水、Q2 合同负债环降 5.12 亿元）、销售费率环比抬升、联营企业非经常性损失与资产减值。但 Q3 合同负债环比净增 1.82 亿元，实际产品表现相对较好（暑期日活创新高、拓宽至抖小平台）。

儒意电影：Q3 营收 33.1 亿元（同比 +6.8%、环比 +58.2%）、归母 1.6 亿元（环比 +166.4%）、扣非 1.6 亿元（同比 +22.1%）；前三季度营收 83.97 亿元（-14.2%）、归母 0.06 亿元（-99.2%），经营现金流 11.23 亿元。国内直营影院票房同比 +4.0%、市场份额 16.0%、观影人次 4560.3 万；已累计回购 2826.56 万股、总额 2.39 亿元，第二期回购仍在进行。

奥飞娱乐：前三季度营收 20.6 亿元（+9%）、归母 1.9 亿元（+277.8%）、扣非 0.5 亿元（+16.4%）；Q3 营收 7.2 亿元（+5.2%、环比 +7%）、归母 0.1142 亿元（-15.67%）、扣非 0.033 亿元（-76%，主因股权激励费用与汇兑损失）；合同负债同比 +33.48%（预收授权款增加）。逻辑是"喜羊羊 IP 迎 2027 羊年 + AI 时代 IP 资产重估"，已回购 723.4 万股（均价 6.5 元）。

行业趋势

传媒的核心矛盾是"内容供给在恢复、估值在压缩"。游戏 10xPE 对应的是极度悲观的预期，一旦 1 月新品流水超预期，估值修复的空间很大；但如果新品继续低于预期，这个估值还能更低。这是典型的高赔率、低胜率组合。

AI 对内容行业的影响正在从"降本"转向"改结构"：互动影游目前仍处早期（唯一成熟渠道是 Steam 的 B2C 单品售卖，视频平台路线尚未跑通），字节在全渠道征集初稿承担市场教育角色，预计未来半年供给集中释放。中剧则是平台主动创造"中间层"的结果——用分账模式降低风险，用较轻的体量匹配碎片化时间。

出版与院线的高股息属性在弱市里会被重新定价：出版多个股业绩超预期且现金流稳定，院线（儒意）靠份额提升与回购托底。这两类标的的防御价值大于成长价值，适合当前"机构重仓股负超额扩大"的环境。

食品饮料

核心催化

白酒三季报是本周食饮最关键的信息，结论是"利空落地、结构改善"。26Q1-Q3 板块营收同比 -7.61%、利润 -9.55%；26Q3 板块营收 -9.97%、利润 -12.98%。分价位看 Q3 收入同比：高端 -7.40%、次高端 -16.53%、区域酒 -15.17%、三四线 -14.22%；利润同比：高端 -8.00%、次高端 -30.94%、区域酒 -79.02%、三四线 -172.81%。高端酒与三四线的利润分化达到 165
个百分点，说明出清是分层的——高端靠品牌力扛住，三四线已在亏损。

单季超预期的三家很明确：贵州茅台 Q3 总营收 410.06 亿元（同比 +3.00%）、归母 199.51
亿元（+3.78%）；今世缘 Q3 总收入 22.30 亿元（+15.54%）、归母 4.22 亿元（+31.59%）；迎驾贡酒 Q3
收入利润双正增。区域酒已率先转正：迎驾 Q1、今世缘 Q2、古井与口子 Q3
收入转正，这是库存出清到位的直接证据。

大众品则整体走弱：Q3 饮料需求景气回落明显（天气不佳、消费偏弱、竞争激烈），零食需求环比放缓较多（原料成本承压、缺乏新品与新渠道红利，但量贩零食龙头延续成长），调味品承压较多（餐饮需求走弱 + 原料成本走高，速冻龙头表现良好），乳品需求平稳且头部乳企盈利能力提升，保健品龙头收入环比提速。

核心标的及逻辑

贵州茅台：Q3 收入 +3.0%、归母 +3.8%，旺季放量 + 7 月提价共同作用；Q3 销售毛利率 89.6%（同比 -1.6pct），但税金及附加率同比 -2.0pct 至 14.9% 抵消了毛利率压力；销售收现 451 亿元（+3.2%），预收款项 42 亿元环比小幅提升。逻辑是"改革逐步发力 + Q4 低基数 + 明年提价弹性"，对应约 20x 估值。

今世缘：Q3 收入 +15.54%、归母 +31.59% 大超预期；Q2-Q3
全价位产品正增、库存环比未提升、双节动销正增，省内份额继续提升、省外占比稳定 10%
以上。逻辑是区域龙头在省内挤压式增长。

迎驾贡酒 / 古井贡酒 / 口子窖：区域酒收入转正的三家样本，其中迎驾 Q1、今世缘 Q2、古井与口子 Q3
依次转正，形成清晰的"先区域、后次高端"的复苏顺序。

安井食品 / 颐海国际：大众品里景气度最优的两家（速冻与复合调味料），在餐供整体偏弱（海天、千禾、三全、立高弱于预期）的背景下符合或略好于预期。

伊利股份：乳品需求平稳、头部乳企盈利能力提升，属"稳定股息 + 份额集中"的防御选择，入选 11 月 A
股金股组合。

惠泉啤酒：十五五规划"二次创业"，销量每年保持 3% 左右增长、中高端占比每年提升 3-5pct（当前 41%）、利润每年不低于双位数增长；产品矩阵用惠泉 1983 + 燕京 U8 抢 8-10 元价格带、老惠泉 + 燕京 A10 抢 12 元市场、惠泉白茶精酿作为第二增长极；渠道从流通转向餐饮（烧烤排档、即时零售）。

行业趋势

白酒已进入"报表出清的后段"。三个信号同时成立：收入回正的公司越来越多（说明渠道库存降到相对合理水位）、消费场景在宴席支撑下回到平稳（需求端有支撑）、筹码结构处历史底部（白酒机构持仓仅 1.42%、食品饮料 2.2%、估值历史 15% 分位、板块连续 6 年下跌创历史之最）。

但要清楚修复的顺序：营收先于利润。去库让利 + 税费监管强化会压制盈利修复的节奏，所以 2027
年更可能是"报表企稳并与动销匹配"，而不是利润大幅反弹。正确的姿势是底部配置 +
等右侧验证（回款与批价同步改善）。

大众品的分化会持续：饮料与零食的景气回落是需求与竞争双重作用，量贩零食是唯一还在扩张的渠道形态；调味品受餐饮拖累最重；乳品与保健品靠份额与渠道（直播电商）取胜。这个结构下，选股的标准从"行业β"转向"渠道能力 + 成本管控"。

社会服务

核心催化

酒店是本周社服最强的业绩兑现：锦江酒店 Q3 收入 38.8 亿元（同比 +4%）、归母 5.1 亿元（+36%）、扣非 4.9 亿元（+13%），在行业承压背景下实现收入与利润双增长。拆解看，Q3 境内整体 RevPAR 同比 -2.23%，但直营 RevPAR 同比 +9%，加盟及管理客房数同比 +4%，境外 RevPAR 同比由负转正、欧元口径收入同比 +7%；叠加成本管控与融资费用下降，Q3 归母净利率升至 13.2%（同比提升约 3pct），有效税率下降也对利润形成支撑。

公司层面还有两个增量：一是连续两个季度在行业承压背景下盈利改善（Q2、Q3 均超预期），二是主动提升归母权益——维也纳 10 月实现全资控股，新增 10% 权益按 2025 年测算约 5455 万元利润。

免税端，中国中免 Q3 收入 111.66 亿元（同比 -4.7%）、归母 5.64 亿元（+24.6%）、扣非 5.65 亿元（+28.2%）；毛利率 34.0%（同比 +2.0pct）、管理费用率 3.4%（-0.5pct）、销售费用率 20.6%（+1.9pct）、归母净利率 5.1%（+1.2pct）。业绩超预期源于折扣收窄与品牌返利，公司出于谨慎暂不修改全年盈利预期。未来催化明确：市内店政策、海棠湾三期（三亚太古里项目预计 26 年底至 27 年分阶段开业）、苹果折叠屏。

核心标的及逻辑

锦江酒店：Q3 业绩超预期、改革兑现。逻辑有三：加盟扩张（客房 +4%）、直营提效（直营 RevPAR +9% 显著优于整体 -2.23%）、境外修复（RevPAR 转正、欧元收入 +7%）。维也纳全资控股后归母权益提升，是利润的额外增量。

中国中免：Q3 归母 +24.6% 的核心是"提毛利、稳费用"——毛利率同比 +2pct 说明折扣在收窄，这与市场担心的"以价换量"相反。后续三个催化（市内店、海棠湾三期、苹果折叠屏）都是"何时落地"而非"是否落地"的问题。

赛维时代：被列为底部反转首选。去库尾声 + 渠道扩张，预计 2026/2027 年利润 4.5/7.5 亿元、PE 21/13 倍。

绿联科技：传统业务持续高增、NAS 预期在底部，预计 2026/2027 年利润 9/14 亿元、PE 23/15 倍。

行动教育：Q4 增速向上，长期看区域扩张与客群扩大，预计 2026/2027 年利润 4/5.2 亿元、PE 15/12 倍，且分红率 96%+——这是社服里少有的"高分红 + 成长"组合。

传智教育：转型 AI 教育后空间仍大，预计 2026/2027 年利润 1/1.5 亿元、PE 40/27 倍。

行业趋势

社服的核心逻辑是"供给出清 + 结构升级"。酒店业在整体 RevPAR 下滑（-2.23%）的环境下，龙头靠直营提效（+9%）与加盟扩张（+4%）实现逆势增长，这说明行业已经从"靠房价上涨"转向"靠运营效率与门店结构"。中小单体酒店的退出会持续给连锁龙头让出份额。

免税的修复路径更依赖政策：折扣收窄带来的毛利率改善（+2pct）是经营层面的成果，但真正的弹性在市内店政策与海棠湾三期开业。这两个变量决定 2027 年的收入基数能否上一个台阶。

教育与跨境电商则处在"低预期 + 有变化"的状态：行动教育的分红率 96%+ 使其具备红利属性，传智的 AI 教育转型是期权价值，赛维与绿联的底部反转依赖去库结束与新品周期。这类标的适合做左侧，不适合追涨。

纺织服饰

核心催化

2026Q3 纺服板块机构持仓环比增长：公募配比 0.17%（比 Q2 上升 0.05pct），含港股纺服的配置比例居第 25 名、比 Q2 上升 1 名，资金回流叠加红利驱动，整体呈增仓态势。持股规模前五为比音勒芬约 16.0 亿元、雅戈尔约 13.8 亿元、安踏体育约 4.7 亿元、华利集团约 4.5 亿元、李宁约 3.8 亿元。

增仓（按持有基金数量变化）前五：海澜之家（+20 家）、伟星股份（+16 家）、朗姿股份（+15 家）、华利集团（+12 家）、新澳股份（+9 家）。按持股总市值变化口径，朗姿股份（+142662%）与海澜之家居前。

海外品牌端，PUMA 26Q3 收入 17.76 亿欧元，剔除汇率同比 -6.3%（Q2 为 -9.4%，降幅明显收窄）；毛利率 49.5%（同比 +4.2pct，其中美国关税退款贡献约 1.7pct）；调整后 EBIT 仅 40 万欧元，持续经营净亏损 0.549 亿欧元（同比减亏约 12.0%）；经营费用同比 +6.7% 至 9.00 亿欧元、费用率升至 50.7%。渠道上批发收入 11.88 亿欧元（剔除汇率 -9.6%，主动削减低质量批发叠加欧美零售偏弱），DTC 收入 5.88 亿欧元（+1.2%，占比升至 33.1%），其中电商 +7.8%、自营门店 -2.3%。

核心标的及逻辑

比音勒芬：机构持股规模第一（约 16.0 亿元），高端高尔夫服饰定位使其在消费降级环境中相对抗压，是机构在纺服板块的"压舱石"。

海澜之家：增仓家数第一（+20 家），逻辑是高股息 + 男装刚需属性，在弱市中作为红利资产被配置。

伟星股份（+16 家）、华利集团（+12 家）：分别是辅料龙头与运动鞋代工龙头，前者受益于订单向头部集中，后者受益于品牌方 DTC 转型与产能稀缺。

朗姿股份：持股总市值增幅第一（+142662%）、增仓家数 +15 家，属于机构低基数下的快速加仓。公司同时具备医美与女装双主业，医美端的利润弹性是主要看点。

新澳股份（+9 家）：毛纺纱线龙头，入选 11 月 A 股金股组合，逻辑是羊毛价格与订单结构改善。

行业趋势

纺服的核心变化是"资金回流 + 红利化"。公募配比仅 0.17% 但环比抬升，说明这是从极低基数开始的配置修复，而不是景气驱动的加仓。结构上资金偏好两类：高股息（海澜、雅戈尔）与全球代工龙头（华利、伟星）。

品牌端仍在经历"降批发、保 DTC"的调整：PUMA 的批发收入 -9.6%、DTC 占比升至 33.1%、电商 +7.8%，这套组合意味着品牌方在主动收缩低质量渠道、把资源投向直营与线上。对上游代工的影响是订单向"交付稳定 + 产能稀缺"的供应商集中，这也是华利、伟星被增仓的原因。

短期看，Q4 的关键变量是双十一动销与冬季服饰（羽绒服、户外）的补库力度。PUMA 费用率 50.7% 说明品牌端的投入还没降下来，盈利拐点未到；代工端的订单能见度则好于品牌端。

轻工制造

核心催化

轻工的 11 月策略明显转向防御：浙商轻工给出的组合是"绝对收益——太阳 + 红利（5%+ 股息率标的）；相对收益——裕同、中烟、英科再生"。这个组合的含义是：在需求偏弱的阶段，先拿股息与经营趋势向好的资产，再用少数成长标的做相对收益。

潮玩端，Q3 美国市场回暖，性价比、创新型、IP 类玩具表现超额。泡泡玛特 Q3 收入符合预期，市场预期 Q4 海外环比向上、国内平稳、毛利率改善；布鲁可 26H2 保持海外强势、国内稳健，新品霸王龙等表现较好；晨光股份

传统业务稳健，看好情绪文具驱动的结构优化。

烟草链的数据最硬：日烟公告 26Q3 HNB 销量 42 亿支（同比 +33.3%），前三季度累计 +40%，在日本市场份额 17.4%（同比 +1.9pct、环比 -0.7pct）；海关数据显示 26Q3 中国雾化电子烟出口 28.59 亿美元（同比 +4.5%），英国已成为最大出口方。

核心标的及逻辑

裕同科技：股权激励超预期，被列为相对收益首选。逻辑是消费电子包装的订单修复 + 环保包装的第二曲线，股权激励落定后业绩确定性提升。

泡泡玛特：Q3 收入符合预期，海外（尤其美国）环比向上是核心看点，毛利率改善叠加国内平稳，属于"拐点型"标的。

布鲁可：26H2 海外强势、国内稳健，新品（霸王龙等）表现较好，IP 玩具的出海逻辑在验证。

晨光股份：传统文具稳健，情绪文具（IP 联名、谷子类）驱动结构优化，是国内少数能把"情绪消费"做成规模化生意的公司。

中烟香港：HNB 全球销量 +33.3% 的最直接受益标的，日烟在日本份额提升说明 HNB 对传统卷烟的替代在加速；雾化出口 +4.5% 相对平淡，英国成为最大出口方意味着市场结构在转移。

英科再生：再生塑料全产业链，属"绿色 + 出口"双属性，被列入相对收益组合。

行业趋势

轻工的分化由"需求属性"决定：潮玩与 IP 玩具受益于情绪消费与出海，烟草受益于 HNB 对卷烟的替代，传统家居与造纸则受制于地产与需求。

HNB 是最值得跟踪的产业趋势：日烟 26Q3 HNB 销量 +33.3%、前三季 +40%、日本份额 17.4%，这组数据说明加热不燃烧已经从"补充品"变成"主力替代品"。国内产业链的机会在薄片、香精与代工环节，而非品牌端。

雾化的增长逻辑已经变了：出口 28.59 亿美元、同比仅 +4.5%，但英国成为最大出口方——市场从美国向欧洲转移，监管环境的变化比需求本身更影响出货。这个板块的弹性来自政策而非消费。

包装与文具则要等两个信号：消费电子（裕同）的订单修复与线下客流（晨光）的回升。在此之前，高股息是唯一的支撑。

医药生物

核心催化

医药投融资是最强的景气信号：2026 年 10 月全球医药融资额 750 亿元（同比 +41%、环比 -7%），其中国内 77 亿元（同比 +50%、环比 -59%）、海外 673 亿元（同比 +40%、环比 +9%）；26 年 1-10 月全球累计 6285 亿元（同比 +62%），国内 1133 亿元（同比 +91%）、海外 5151 亿元（同比 +57%）。若加上 BD 首付款口径，10 月全球融资额 1230 亿元（同比 +89%、环比 +28%），1-10 月 9017 亿元（同比 +59%）。

AI 制药的事件密度在提升：10 月 26 日药明康德在 Q3 财报中明确布局 AIDD，提出加快"HI+AI"一体化与自动化建设以满足 AIDD/AI4S 客户的干湿闭环需求；同日 Anthropic 递交 S-1，其致投资者信把生物学与医学列为 AI 最有希望改变的四大方向之首；10 月 27 日 Anthropic 公布 Claude 药物研发首批实证，与 BMS、Generate Biomedicines（用 Claude Code 把 CAR-T 遗传元件缩短约 70%、受体表达约为标准版 10 倍）等 6 家机构合作。

中药三季报集体承压但出现分化信号：达仁堂 Q3 归母 2.72 亿元（+21.16%）、扣非 2.71 亿元（+22.28%），销售费用率同比大降 15.30pct 至 23.61%；片仔癀 Q3 归母 1.95 亿元（-71.67%）但肝病用药毛利率 62.5%（+1.4pct）、医药制造业毛利率 60.4%（+1.0pct），为 2024 年以来首次同比转升；同仁堂 Q3 营收 26.80 亿元（-24.28%）、归母 1.40 亿元（-39.87%），是三家最弱的。

核心标的及逻辑

达仁堂：Q3 单季利润逆势高增（归母 +21.16%、扣非 +22.28%），核心是销售费用率从 38.91% 降到 23.61%（同比 -15.30pct）；前三季度扣非 9.12 亿元（+11.46%）、经营现金流 8.56 亿元（+45.01%）。逻辑是"降本增效 + 核心品种提价"，在中药整体承压的背景下，费用管控带来利润弹性。

片仔癀：Q3 归母 -71.67% 主要受投资收益缩水影响（前三季投资收益 0.6 亿元 vs 上年 3.6 亿元），扣非 -42.69% 好于归母。真正的积极信号是毛利率企稳——肝病用药毛利率 62.5%（+1.4pct）、医药制造业 60.4%（+1.0pct），为 2024 年以来首次同比转升；肝病用药 Q3 收入约 7.6 亿元（同比约 -23%），降幅较 Q2 的 -31% 收窄。经营现金流 23.17 亿元（+376.05%）也是亮点。

同仁堂：Q3 营收 -24.28%、归母 -39.87%，收入端逐季加深（Q1/Q2/Q3 单季营收 -11.6%/-17.3%/-24.3%），利润同步走阔（-19.1%/-29.8%/-39.9%），主因消费承压下高毛利安宫等产品发货承压、叠加去库存。研发费用同比 +38.36%（珍稀濒危药材替代品研究）是长期投入，但短期加重利润压力。

益方生物：TYK2 抑制剂 Nomelcitinib 银屑病 III 期达到终点——入组 391 例中重度斑块状患者，第 16 周两个剂量组 PASI 90 应答率均超 70%、PGA 0/1 均超 80%，与 II 期一致性高，安全性良好。这是国产 TYK2 抑制剂的第一个注册性 III 期成功，后续 IBD 数据是下一个催化。

桂林三金：主业真实估值约 13 倍（母公司过往利润 6-7 亿元、26H 达 4.35 亿元、88 亿市值对应年化主业仅 10 倍）；创新药部分的核心是 100% 控股孙公司宝船生物的 BC602（EGFR×LGR5 双抗），对标美股 GMAB 的 petosemtamab——后者 III 期首次中期分析在头颈鳞癌一线击败 K 药、单日市值涨超 80 亿美元。BC602 已于 10 月 15 日被 CDE 受理，临床前数据"优于或相当于临床阶段竞品"，是全球唯二、国内唯一。

药明康德：明确布局 AIDD、加快"HI+AI"一体化与自动化，是 CXO 里对 AI4S 趋势响应最快的一家；同时入选 11 月 A 股金股组合。

行业趋势

医药正处在"投融资回暖 + 业绩分化"的组合里。全球融资同比 +41%、国内 +50%、BD 首付款口径 +89%，说明创新药的钱在回来；但中药与消费医疗的报表仍在探底（同仁堂 Q3 -24%、片仔癀 -14%），二者是完全不同的周期。

华福新兴产业的判断值得重视：若市场继续寻底，买医药更好——三季报 CXO 与上游（AIDD、金斯瑞研发日交流）业绩很好，医疗器械批量出现超预期，"底部 + 基本面向好"的双重条件在医药身上最完整。这个判断的前提是承认硬件端的筹码拥挤度与增速二阶导下行会让调整过程拉长。

AI 制药是中期最确定的产业变量：Anthropic 把生物学列为 AI 四大方向之首，Claude 在 CAR-T 遗传元件设计上把长度缩短 70%、受体表达提升 10 倍，这类进展意味着药物发现的"试错成本"在大幅下降。国内对应的是 CXO 的 AIDD 能力（药明康德）与 AI4S 平台，短期不体现在收入上，但决定了 2027 年之后的订单结构。

中药的分化会持续：达仁堂靠费用管控与提价实现利润增长，片仔癀靠毛利率企稳，同仁堂则还在去库存。三家的差异说明"品牌力"不再是唯一变量，渠道效率与成本管控正在成为决定利润的关键。

公用事业

核心催化

来水偏枯是本周公用事业唯一的基本面变量。长江电力 26Q1-Q3 营收 630.56 亿元（同比 -4.08%）、归母 263.44 亿元（-6.56%）；其中 Q3 营收 251.27 亿元（-13.49%）、归母 115.88 亿元（-23.44%）、扣非 120.69 亿元（-19.62%）。前三季度发电量 2250.58 亿千瓦时（-4.28%），Q3 发电量 923.14 亿千瓦时（-14.89%），9 月来水偏枯直接拖累三季度电量增速；收入降幅略低于电量。

核心标的及逻辑

长江电力：Q3 业绩下滑的原因是水量而非电价或成本——发电量 -14.89% 与营收 -13.49%
基本匹配，说明电价保持稳定。这类水电资产的逻辑从来不是单季利润，而是"现金流 + 股息"：来水有年际波动，但度电成本与折旧固定，枯水年之后通常跟随丰水年的修复。当前更重要的是它在弱市中的类债属性。

行业趋势

公用事业在当前位置的核心价值是"类债 + 红利"。10 月 PMI 掉至 49.3%、无风险利率在央行换锚后趋于稳定，这类现金流确定的资产在"机构重仓股负超额扩大"的环境里更受青睐——低波红利指数、公路指数、港口指数均在合理区间、未见明显超买，说明资金流入还在早期。

水电的短期变量是来水：9 月偏枯导致 Q3 电量 -14.89%，Q4 若来水恢复，业绩会有环比修复；但全年电量大概率低于去年，这是无法通过经营改善的。真正的看点是电价机制与抽蓄、绿电的增量资产注入，而非当期电量。

另一条容易被忽略的线索是数据中心用电。松下把大阪住之江的部分车载产线转产数据中心、光宝云端部门营收占比升至 59%，都指向 AI 数据中心的电力需求正在成为新增量。国内对应的机会在"算电协同"——具备绿电资源与变电站资源的企业，在 AIDC 选址中具备议价权。

交通运输

核心催化

油运是本周交运最硬的景气：3Q26 原油航运龙头利润符合预期，卖方确认"错期"导致油运超级周期的爆发集中体现在四季度——招商轮船全年有望实现超过 240 亿元利润，预计 2027
年"一船难求"的局面无法缓解，明年利润端仍处上行阶段。四季度业绩对应 9-11
月运价的跨越式增长确定性强，预计环比或实现 3 倍以上增长；即期敞口 85%
以上的招商轮船、中远海能最能充分享受。分红率维持假设下，2026
年招商轮船/中远海能/招商南油股息率将升至 7.2%/8.6%/4.4%（按 10 月 30 日收盘价）。

造船与运价共振：Clarksons 新船价格指数 187.2 点（周环比 +0.3%）、二手船价格指数 230 点（环比 +3%）继续突破前高，综合运价平均 76284 美元/天维持历史高位；3 年内 VLCC 现船价格达 1.8
亿美元，而新造船仅 1.3 亿美元，倒挂幅度罕见。2026 年 9 月全球新船订单约 800 万 CGT / 220 亿美元（同比 +13%/+12%），Q1-Q3 累计 7071 万 CGT / 2050 亿美元，创 2007 年以来新高。

航空处于"底部但未反转"：3Q26 春秋、华夏、吉祥、东航、南航归母净利分别同比
-31.4%/-77.8%/-69.7%/-98.2%/-115.9%，至 8.01/0.82/1.77/0.64/-6.09 亿元；航油成本同比
+48%~52%，占营业成本增量的 82%~94%，是压制利润的首要因素。但 4
月以来航司通过减班、数字化与节油管理（春秋航空穿透底层数据、细化每条航路与飞行剖面）积累边际 alpha；国庆后国内线票价改善延续，11 月民航减班有望扩大，国内线票价或两位数增长。

核心标的及逻辑

招商轮船：全年利润有望超 240 亿元，Q4 运价环比或 3 倍增长，即期敞口 85% 以上，2026 年股息率 7.2%。逻辑是"运价弹性 + 高分红"，在油运超级周期里业绩与股息双击。

中远海能（H+A）：2026 年股息率预计 8.6%，是三家油运里最高的，即期敞口同样在 85% 以上。

招商南油：Q3 营收 15.86 亿元（同比 +6.0%、环比 -8.9%）、归母 3.26 亿元（同比 -13.5%、环比 -14.3%）；前三季度营收 48.95 亿元（+14.7%）、归母 11.38 亿元（+20.2%）、扣非 10.66
亿元（+14.0%），经营现金流 12.95 亿元。逐季归母 Q1 4.32 → Q2 3.80 → Q3 3.26 亿元，环比下滑主要因 7、8 月成品油运价回落，部分 9 月高运价航次尚未确认。

松发股份 / 中国船舶 / 中集集团 / 中国动力：造船链的核心组合。松发股份在手订单超 500
艘；中国动力是公募基金增持规模第一；中集集团同时受益于集装箱与海工。

春秋航空：3Q26 归母 8.01 亿元（同比 -31.4%），在五家航司里降幅最小，节油管理与运力调配的边际 alpha 最明显。

东航物流：业绩同比微增，高油价叠加关税导致欧美电商需求承压的背景下凸显盈利韧性；机队规模预计至 1Q27 增至 23 架，稀缺航空货运资产持续释放业绩。

行业趋势

交运是当前弱势市场里"always 跑赢"的板块——上周交运指数 +2.5%、排名 5/30，航运涨 7.5%（集运、特运、油轮的业绩超预期）。红利拥挤度监测显示：红利 60 日超额处于 90% 分位，但 60 日均红利成交占比仅 31% 分位（中线不拥挤），低波红利、公路、港口指数均在合理区间，港口位置稍高。这意味着红利行情还没到过热阶段。

油运的中期逻辑最扎实：新船与二手船价格倒挂说明"当前运力"比"未来运力"更值钱，而全球船厂排期已排到 2028 年以后，供给端在 2027 年前几乎没有增量。需求端只要不出现全球衰退，运价的中枢就会维持高位。

航空的反转要等供给端真正收缩：《国内航线航班评审优化措施》开始产生影响，卖方期待供给控制由"航司季节性削减"转向"监管反内卷的有效发力"。若 11 月减班落地且票价两位数增长，航空的左侧布局窗口就打开了。

房地产

核心催化

二手房是当前地产最健康的一环：10 月 1-30 日，25 城二手房门店成交套数同比 +21%（9 月 +19%），年初至今累计同比 +16%；10 月 26 日-11 月 1 日 90 城冰山活跃指数（门店带看）同比 +3%、环比 +8%；49 城二手房挂牌量环比上周 -0.05%，一线环比 -0.78%。价格端，84 城冰山指数月环比 -0.59%（上周 -0.58%），一线/二线/三线分别 -0.50%/-0.63%/-0.57%，周环比上涨城市 9 个（上周 5 个）——量的改善明显快于价。

新房与土地则继续走弱：专家口径显示贴息脉冲衰减后，10 月 50 城新房成交同比 -25%（降幅扩大 3pct），去化率回落至 34%（9 月 48%），土地供应腰斩、溢价率降至 1.1%；现房销售落地后房企并未惜售，反而加快促销。

房企销售的结构性改善值得重视：10 月信用十强销售金额 1267 亿元，占百强销售总额比例提升至 55%（环比 +16%、同比 -6%、累计 -5%），而百强整体单月同比 -17%、1-10 月累计 -15%。主流房企中，招商蛇口（同比 +23%、环比 +32%）、建发国际（同比 +21%、环比 +29%）、华润置地（同比 +3%）、越秀地产（环比 +79%）、中海（环比 +14%）、保利发展（环比 +24%）表现突出；一线城市热度提升、爆款不断（建发越秀观玺北京 7 月拿地、10 月首开销售超 40 亿元）。

业绩端，广发口径 33 家房企 26Q1-Q3 收入 6674.4 亿元（同比 -25.6%，降幅较 2025 年扩大 6.9pct）、归母净利 -465.9 亿元（同比 -23.2%、同比少亏 141 亿元）；分季度收入同比 -26.1%/-23.6%/-27.6%，单季业绩 -91/-184/-191 亿元（同比 -9%/-34%/-17%），连续三个季度同比减亏；板块毛利率 13.1%（同比 -0.3pct）。

核心标的及逻辑

招商蛇口：10 月销售同比 +23%、环比 +32%，是主流房企里同比增速最高的一家。逻辑是核心城市土储质量 + 央企融资优势，"信用分层"环境下的受益方。

建发国际：同比 +21%、环比 +29%，且在北京等核心城市做出爆款（观玺项目 7 月拿地、10 月首开销售超 40 亿元），周转效率是核心能力。

华润置地：同比 +3%，是少数同比转正的头部房企，商业地产的现金流提供安全垫。

越秀地产：环比 +79%，弹性最大的一家，区域深耕 + 快周转模式在政策宽松期最受益。

保利发展 / 中海：环比分别 +24%/+14%，央企背景下的稳定性标的。

行业趋势

地产的分化已经从"城市分化"进入"企业信用分化"。百强整体单月 -17%、信用十强占比升至 55% 且环比 +16%，这个对比说明市场份额正在快速向少数信用良好的房企集中。对投资者而言，买地产股不再是买行业 β（行业仍在下行），而是买"份额提升 + 减值见底"的 α。

减值是关键变量：33 家房企连续三个季度同比减亏（-9%/-34%/-17%），毛利率 13.1% 仅同比 -0.3pct 说明低价项目的结转已接近尾声。若 2027 年减值规模继续下降，利润表会先于销售恢复。

二手强于新房的格局会延续：二手成交同比 +21%、带看环比 +8%，而新房 -25%、去化率 34%。这反映的是"置换链条在运转、增量购买力没进来"——居民在卖旧买新，但加杠杆意愿不足。这种结构下，二手房中介与家装后市场的好转会先于开发商。

银行

核心催化

上市银行三季报的核心指标已经明朗：9M26 营收同比增长 7.8%（1H26 为 7.4%，环比提速）、归母净利润同比增长 3.8%（1H26 为 3.0%，同样提速），不良率环比微升 1bp 至 1.22%、拨备覆盖率环比下降 4pct 至 229%。这组数据的含义是"营收端在改善、利润端在释放、但资产质量与拨备在边际消耗"——利润增速高于营收增速的部分，一部分来自拨备反哺。

政策端对银行有直接影响：11 月 2 日央行、金融监管总局、证监会召集各大银行，研究优化股票回购增持再贷款政策。这条工具链的设计是"银行贷款给上市公司与主要股东 → 央行按贷款本金 100% 向银行发放再贷款 → 用于回购、增持"，银行在其中既是资金通道也是受益方（资产端多了一类低风险投向）；国有资本运营平台（国新、诚通）已纳入，与互换便利合用 8000 亿元额度。

核心标的及逻辑

招商银行：入选 11 月 A 股金股组合，是银行板块唯一进入组合的标的。逻辑是零售银行的负债成本优势与财富管理弹性，在"存款搬家"的中长期趋势里最受益。

板块层面的配置逻辑：9M26 营收 +7.8%、归母 +3.8%，在全部 A 股归母 -10.5% 的背景下属于明显的相对强势；不良率 1.22%、拨备 229% 提供了安全垫。这类"低估值 + 高股息 + 业绩稳定"的组合，正是当前市场从"机构重仓成长"撤出后的主要去处。

行业趋势

银行的短期矛盾是"息差与拨备的取舍"。营收提速（7.8%）说明规模与中收在改善，但拨备覆盖率环比降 4pct 意味着利润的成色需要观察——如果不良生成率继续上行，拨备反哺的空间就会被压缩，3.8% 的利润增速难以维持。

中期看，银行是这轮"红利 + 低波"风格的核心载体。红利 60 日超额已处 90% 分位，但成交占比仅 31% 分位，说明拥挤度不高；公路、港口、银行这类高股息资产仍在合理区间。在 10 年期中债利率企稳、股市波动加大的环境下，银行股的类债属性会被持续定价。

政策工具是额外催化：回购增持再贷款若扩围，银行的资产端会新增一块低风险、有央行再贷款支持的投放，对息差是正向贡献（尽管规模有限）。这也解释了为什么在"政策底"的讨论中，银行往往先于券商反应。

非银金融

核心催化

非银 26Q3 的核心变化在保险端：2026Q3 上市险企资产端受市场影响显著承压，但更重要的变化是国寿加入披露"营运利润"——行业利润表的重要性被淡化，增长与分红的可预期性提升。这个会计口径的调整会改变市场对保险股的定价方式：从看单季投资收益波动，转向看营运利润的稳定增长与分红能力。

政策工具对非银是直接利好：互换便利（SFISF）5000 亿元允许券商、基金、保险质押债券、股票 ETF、沪深 300 成分股，从央行换入国债与央票，再在银行间回购融资、限投股票 ETF 与做市；不投放基础货币、期限 1 年可展期、折算率不高于 90%、盈亏自担。另有汇金与证金再贷款增持宽基
ETF、两融扩容与降低保证金、IPO 与再融资逆周期调节、减持新规等一整套工具。

市场侧的背景同样关键：两融余额从高点 3 万亿回落至 2.3 万亿出头（缩水约 6000 亿、降幅 20%），跌破 130% 强平线已获窗口指导弹性处理。杠杆去化接近尾声，对券商的两融利息收入是压制，但对市场是出清信号。

核心标的及逻辑

国寿 / 中国财险 / 人保 H / 平安 H：保险的四家推荐。共同逻辑是"估值隐含悲观预期 + 存款搬家 + 行业集中度提升 + 负债成本改善 + 增配权益提升投资收益率中枢"。中国财险同时是 11 月港股金股组合的唯一标的，港股红利的属性最纯粹。

广发证券 / 中信证券 / 国泰海通：券商的三家推荐。行业盈利集中度持续提升，Q3 单季经纪与自营增速转负，但 OCI 权益占比升至 10.7%（环比 26H1 +0.9pct）；关注科创投行与跨境业务受益标的。

互联网券商与租赁：多元金融的两条线。短期内若市场交投回暖，互联网券商的贝塔弹性最大；中长期看，其商业模式优势（低成本获客 + 高转化）显著。

行业趋势

保险的定价逻辑正在重构。"营运利润"的披露让市场可以用更稳定的口径评估分红能力，这对长期资金（险资、养老金）的吸引力会提升。叠加"存款搬家"的中长期趋势与负债成本改善，保险股的估值中枢有上移的基础，但需要资产端不再大幅波动的配合。

券商的弹性完全取决于市场。Q3 经纪与自营增速转负是行业性问题，政策工具（SFISF、回购增持再贷款）能改善流动性但不直接增加券商的收入。真正的拐点要等成交额与两融余额同步回升——目前两融 2.3 万亿、科技 ETF 流入从 434 亿降到 264 亿，都还没到拐点。

政策的边际意义在于"托底而非刺激"。SFISF 与再贷款都是杠杆工具，不投放基础货币，目的是稳定指数与预期，而非推动指数大涨。对非银而言，这类工具的价值在于降低尾部风险（避免质押爆仓、两融强平引发的连锁反应），而不是创造牛市。

商贸零售

核心催化

东方甄选的 10 月经营数据是本周商贸零售最硬的一条：据飞瓜等数据，10 月整体 GMV 同比增长超 100%、自营 GMV 同比增长
130%+，自营产品增长明显提速。支撑来自三处：一是产品经理扩充（+100%），3-10 月自营新品数量加速（6-9 月分别 66/67/116/172 款，10 月 191 款）；二是品类延伸——滋补保健成为自营第二曲线，10 月月销估计超 1.6 亿元、居抖音品类榜 TOP3（6-9 月分别为第 22→9→7→5 名），服饰品类起量（10 月估计月销超 0.8 亿元，主要由羽绒服驱动）；三是品牌信任带来的自然流量，矩阵号持续开拓、视频号与 APP 下载高增。

黄金珠宝则继续承压：老凤祥 26Q1-Q3 收入 266.1 亿元（-44.6%）、归母 5.91 亿元（-58.9%）、扣非 6.92 亿元（-45.7%），经营性现金流净额 -14.14 亿元；26Q3 收入 66.2 亿元（-54.8%）、归母与扣非分别亏损 1.24/1.30 亿元（去年同期盈利 2.17/2.21 亿元），单季毛利率 5.2%（同比
-1.8pct）。收入腰斩叠加转亏，说明金价高位对终端零售的抑制已经非常严重。

平台侧，苹果 10 月 31 日官宣与阿里巴巴合作，将千问接入 Apple 智能（覆盖 Siri、写作工具与视觉智能），11 月 4 日 Beta 测试、12 月随 iOS 27.3 正式上线，AirPods
实时翻译同步落地。这是国产大模型首次进入苹果系统级入口，对阿里是 AI 云与生态入口的双重加持。

核心标的及逻辑

东方甄选：10 月 GMV 同比 +100%、自营 +130%，是电商零售里增长最快的标的之一。逻辑是"品牌信任 → 自营品类扩张 → 复购提升"的飞轮：产品经理人数翻倍带动新品数从 6 月的 66 款增至 10 月的 191 款，滋补保健与服饰两条新曲线分别在抖音品类榜进入 TOP3 与放量，多品类分摊了流量成本。

阿里巴巴：千问进入苹果系统级入口，是 AI 应用侧最实质的进展。对零售业务的意义在于"AI 助手 + 电商交易"的闭环有了入口基础，但短期更直接影响的是 AI 云与模型调用量的可见度。

老凤祥：Q3 转亏，核心问题是金价高位抑制终端需求 + 加盟渠道去库存。收入 -54.8% 的降幅远超行业平均，说明其以加盟为主的门店结构在需求下滑时缺少缓冲。反转需要等金价回落或终端动销回暖，短期不具备配置价值。

行业趋势

零售的分化由"渠道效率"决定。东方甄选的高增长本质是"信任电商"模式在起量：它不依赖买流量，而是靠内容与品牌信任降低获客成本，因此能在投流成本高企的环境里实现自营 GMV +130%。这类模式的天花板取决于品类扩张能力——滋补保健与服饰的成功说明它可以复制到更多品类。

黄金珠宝则处在周期顶部区域：金价高位时，加盟商的进货意愿下降、终端动销放缓，收入与毛利同时承压。老凤祥 Q3 转亏是行业性问题的极端体现，周大生、中国黄金等同业大概率面临类似压力。

线上渠道的格局还在变：抖音的品类榜单（滋补保健从第 22 名升至 TOP3）说明新品类在平台内的流量分配仍有机会；而苹果 + 千问的组合意味着"AI 助手入口"可能成为下一个流量分发节点，零售商的应对方式将决定未来三年的获客成本。

综合

核心催化

本板块汇总当日跨行业、难以归入单一产业链的个股与产业线索，四条最有实质内容：

一是赛轮轮胎的三季报韧性。前三季度营收 308.85 亿元（+11.96%，头部四家中增速第一）、归母 27.12 亿元（头部四家中降幅最少）、利润总额 32.8 亿元（Q3 单季 7.03 亿元，均为 A 股轮胎行业第一）；Q3 单季收入 108.6 亿元创历史新高；毛利率 24.87%（海外接近 26%）；销量 6935.14 万条（+15%），Q3 2433.79 万条（+14%）。利润被汇兑拖累约 3.3 亿元（去年同期为正贡献），剔除后 1-9 月利润同比为正；成本端 Q2 综合采购价环比 +16%、Q3 仅 +3.4%，涨幅显著收敛。

二是中国动力业绩超预期：据推算子公司中船柴油机前三季度利润约 34 亿元、已超去年全年；账面货币资金达 580 亿元，安全垫极厚。它是公募基金 Q3 增持规模第一、持仓占流通盘比例增加前五，也是造船链里"业绩 + 筹码"双击的标的。

三是国能 NVIDIA Kyber 机架的路线变化：由于机架一再延期，市场预期已收敛至"彻底取消"与"缺席 2027 路线图"两个极端；但行业研究显示，在客户重新提出需求后 NVIDIA 已将该计划重新提上议程——不过不是原版 NVL144 的全面回归，而是一次明确缩减：每机架 GPU 数量从 144 颗降至 72 颗、NVLink 扩展域从 NVL144 缩小至 NVL72，同时降低中板层数与布线复杂度。

四是大宗商品：棉花全线回落——Cotlook A 指数（1% 关税）14948 元/吨（周环比 -3.1%、年初至今 +15.6%）、ICE 2 号棉 77.90 美分/磅（-3.0%、年初至今 +20.5%）、内棉现货 3128B 16762 元/吨（-3.3%、年初至今 +7.6%）、郑棉 15315 元/吨（-3.4%）；澳毛东部市场综合指数 1212 美分/公斤（-3.2%、年初至今 +12.2%）。

核心标的及逻辑

赛轮轮胎：今年看韧性、明年看弹性。逻辑是"量价本三线共振"——销量 +15%
大幅跑赢同业、海外毛利率接近 26%、成本端 Q3 涨幅收敛至 3.4%，天然胶高位企稳后提价即可完成传导，成本对毛利的边际挤压最难阶段大概率已过。汇兑是短期扰动，不是趋势。

中国动力：中船柴油机前三季利润 34 亿元超去年全年，580
亿货币资金提供极厚安全垫。逻辑是造船周期上行带动船用动力设备量价齐升，同时它还是公募 Q3
增持规模第一的标的——业绩与筹码同时占优。

仙鹤股份：Q1-Q3 收入 95.53 亿元（+5.4%）、归母 8.12 亿元（+4.4%）、扣非 7.54 亿元（+9.3%）；Q3 收入 32.48 亿元（+5.8%）、归母 2.72 亿元（-10.5%）、扣非 2.58
亿元（+4.4%）。逻辑是浆纸一体化弱化原材料波动 + 出海加速 + 产品扩张，Q3 归母下滑主要受 7-8
月淡季促销与辅材能源涨价影响，扣非仍正增长说明经营质量未坏。

行业趋势

Kyber 缩减的含义：单机架 GPU 从 144 颗降到 72 颗、NVLink 域从 NVL144 缩到 NVL72，直接后果是单柜的功耗密度与光互联用量下降。这对国内产业链的影响是分层的——液冷与电源的单柜价值量会被下修，但"机架数量增加"会在总量上部分对冲；对 PCB/CCL
而言，中板层数减少意味着高多层板的用量增速要下调。这是本周最需要警惕的技术路线变化。

大宗商品的方向：棉花与羊毛同步回落（-3.0%~-3.4%），对纺服中游（面料、代工）是成本利好，但对上游种植与贸易是价格压力。年初至今棉花仍 +7.6%~+20.5%，说明回落是高位调整而非趋势反转。

轮胎的周期位置：赛轮的数据说明中国轮胎的竞争力已从"成本"转向"全球化产能 +
产品结构"。海外毛利率接近
26%（显著高于国内），意味着海外基地的达产节奏是未来两年利润的核心变量。

家用电器

核心催化

清洁电器两家龙头的三季报形成鲜明对照，是本周家电最有信息量的部分：

石头科技 26Q3 营收 56.1 亿元（同比 +34.9%）、归母 4.8 亿元（+33.0%）、扣非 4.0 亿元（+20.3%），毛利率约 40%（同比 -2pct）、归母净利率 8.5%（同比 -0.1pct）、扣非净利率
7.2%（-0.9pct），整体超市场预期。拆结构：扫地机收入超 45 亿元（同比 +30% 以上），内外销约 20%/80%，海外增速显著快于国内（欧洲/亚太/北美约 50%/25%/25%）；洗地机收入约 10 亿元（同比 +50% 以上），内外销接近 60%/40%，国内份额环比提升且同比大幅减亏。

科沃斯 26Q3 营收 46.5 亿元（同比 +10.6%）、归母 1.2 亿元（同比 -72.4%）、扣非 2.3
亿元（-46.8%）；科沃斯品牌约 29 亿元（国内 +20%、海外接近 +20%），添可品牌约 17
亿元（同比基本持平，海外 +20% 以上、国内双位数下滑）；海外收入占比 55%（欧洲/北美/亚太约 6:2:2），海外线下占比首次超过线上。毛利率 40%（同比 -10pct），其中存储芯片涨价影响约
5pct、汇率影响约
2pct，其余来自其他成本上涨与价格、渠道结构变化；另有港股仙工股价波动带来的公允价值变动损失。

两家收入都在增长（+34.9% vs +10.6%），但利润方向完全相反（+33.0% vs
-72.4%），差异在于产品结构、海外占比与成本传导能力。

核心标的及逻辑

石头科技：Q3 超预期的核心是"海外高增 + 洗地机扭亏"。扫地机海外收入占比
80%、增速快于国内，欧洲/亚太/北美分别约 50%/25%/25%；洗地机收入 +50% 以上、国内同比大幅减亏叠加

海外占比提升，带动整体盈利同比明显改善。虽然原材料、竞争与汇率带来压力，但供应链降本与营销提效使盈利能力环比改善。

科沃斯：营收 +10.6% 但利润
-72.4%，问题不在需求而在成本——存储涨价（-5pct）与汇率（-2pct）合计拖累毛利率 7 个百分点，这是"存储超级周期"对下游整机厂的真实伤害。亮点是海外线下渠道扩容（占比首超线上）、新品类（擦窗机器人）增速显著高于整体且海外收入规模已超国内。

格力电器：入选 11 月 A 股金股组合，逻辑是高股息 + 空调龙头的现金流稳定性，属于家电板块的防御配置。

行业趋势

家电的分化由"是否被上游涨价击中"决定。清洁电器高度依赖存储芯片（激光雷达、AI 算力模块），存储涨价直接压缩毛利；而空调、冰洗的芯片用量低，成本压力主要来自铜铝，影响相对可控。这解释了为什么同为龙头，石头与科沃斯的利润方向完全相反。

出海是共同的主线，但方式不同：石头靠"海外占比 80% + 洗地机第二曲线"，科沃斯靠"海外线下渠道扩容 + 新品类（擦窗机器人）"。两者的共同点是国内竞争激烈、海外毛利更高，谁能在海外线下渠道站稳，谁就能拿到更好的价格。

需要警惕的是"增收不增利"的普遍化：科沃斯的营收增长 10.6% 在行业里已属不错，但利润下滑
72.4%。如果存储价格在 2027
年继续上涨，整机厂的毛利压力会进一步显现，届时提价能力（品牌溢价）将成为唯一的护城河。

美容护理

核心催化

26Q3 美护板块完成三季报披露，整体特征是"营收降速、利润分化"。受宏观消费偏弱与国际品牌竞争加剧影响，国货化妆品公司营收端增速整体下行；利润端因各家线上运营效率与品牌/产品周期不同而分化——若羽臣、朗姿股份利润端逆势增长，其他部分公司利润端承压。在线上投流成本高企的背景下，"营收与利润的再平衡"成为行业主题。

医美药械端的情况更差一档：获批上市的合规产品增多导致竞争激烈，上游公司业绩暂入低谷；卖方的判断是这些公司需要通过完善产品矩阵来强化竞争实力，即从单一爆品转向组合打法。

双 11 是 Q4 的关键验证窗口：珀莱雅靠花知晓品牌助力业绩高增长，主品牌珀莱雅的高单价能量系列是双 11 最大看点之一；毛戈平预计双 11 底妆表现稳健。

核心标的及逻辑

珀莱雅：双 11 的核心看点是"主品牌能量系列的高单价 +
花知晓的多品牌协同"。逻辑是国货美妆里少数具备"大单品 +
子品牌矩阵"能力的公司，在投流成本上行时，品牌力带来的自然流量占比决定了利润率的下限。

毛戈平：底妆品类在双 11 表现稳健，高端国货的定位使其在消费降级环境里相对抗跌——它卖的是"专业化妆师"的品牌认知，而非单纯的性价比。

若羽臣：Q3 利润端逆势增长的代表。作为代运营转型自有品牌的公司，其利润改善来自品类结构优化与投流效率提升，在行业整体降速时反而体现出弹性。

朗姿股份：利润端逆势增长，医美与女装双主业中，医美端的门店成熟度提升带来利润率改善；同时是 Q3 纺服板块机构增仓家数第三（+15 家）、持股市值增幅第一的标的。

行业趋势

美护的核心矛盾是"流量成本上升 vs 品牌溢价不足"。线上投流成本高企是所有国货品牌共同面对的问题，只有两类公司能维持利润：一是具备强品牌认知（毛戈平、珀莱雅主品牌），二是具备多品牌/多品类分摊流量成本的能力（珀莱雅 + 花知晓、若羽臣）。

医美药械的下行是供给端问题：合规产品增多意味着"稀缺性溢价"消失，竞争从"拿证能力"转向"产品矩阵 + 医美机构渠道"。上游公司的业绩低谷会持续到新产品组合成型，这个周期通常需要 4-6 个季度。

双 11 之后的分水岭在"复购率"：如果品牌只能靠大促拉新、无法沉淀复购，那么 Q4 的高增长会透支 2027Q1 的需求。这一点在明年的季报里会体现为"大促后失速"，是判断品牌力的关键指标。

催化日历

- 金融管理部门两场会：央行与证监会研究推动支持资本市场工具使用（券商、基金已接到通知）；央行、金融监管总局、证监会召集各大银行研究优化股票回购增持再贷款政策。这是本周最重要的政策观察点。

- 苹果 FY26 四季报。作为 AI 终端需求与苹果链景气的直接验证，市场关心的是 iPhone 换机节奏与服务收入增速。

- 中国稀土停牌：因筹划发行股份购买中稀（凉山）股权并募集配套资金，自 11 月 2 日起停牌。

11 月 3 日（周二）

- AMD 三季报。AI 加速卡出货与 MI 系列订单能见度是关键，直接影响国内 AI 算力链情绪。

- 中信证券 2027 年资本市场策略会（武汉，11/3-11/5），卖方年度观点集中释放的窗口。

11 月 4 日（周三）

- 苹果千问 Beta 开放测试：随最新 iOS 开发者 Beta 版上线，覆盖 Siri、写作工具与视觉智能，AirPods 实时翻译同步落地。这是国产大模型进入苹果系统级入口后的第一次真实体验反馈。

11 月 5 日（周四）

- 华虹宏力三季报。国内特色工艺代工的稼动率与价格是半导体景气的高频指标。

11 月 10 日（周二）

- 台积电 10 月营收。月度营收是全球 AI 需求最灵敏的单一指标。

- Anthropic The Briefing AI 产品发布活动。叠加其 S-1 进程，是观察"AI 资产现金流定价"的关键节点。

11 月 12 日（周四）

- 应用材料 FY26 四季报。半导体设备订单与 2027 年资本开支指引，对应国内设备/零部件板块的 Beta。

11 月 13 日（周五）

- 中芯国际三季报。先进制程产能利用率与价格走势，是国产算力链的核心验证。

11 月 15-20 日

- SC26 全球超级计算大会（11/15-11/20）。历来看点是液冷、光互联与超节点架构的集中发布，今年重点跟踪英伟达

OOI（中介层集成光学）是否进入商用方案、以及各家的 800V 直流供电与 CPO 路线。

11 月 16 日前

- 中国稀土披露中稀（凉山）重组相关信息。核心是注入资产评估作价、配套募资规模，以及新增采选产能对应的年度开采指标。

12 月（无具体日期，需持续跟踪）

- iOS 27.3 正式版上线千问集成，面向中国用户推出。

- 美联储 12 月议息：摩根大通基准情景为继续加息（声明与两位鹰派反对票支持这一判断）。

- 欧央行 12 月、日本央行 12 月：JPM 预计均继续加息；欧央行另有 2027 年 3 月一次。

- 美国通胀数据、美国大选、美伊谈判进展：中信组合策略列为本月三大观察点，其中美伊若在选前达成初步协议，油价与全球风险偏好会同步改善。

2027 年（远期锚点）

- 3 月：欧央行预计加息一次（JPM 口径）。

- 2027 年：Optimus 产线放量、OpenAI 自研整机样机落地、招商轮船"一船难求"局面能否缓解、存储 2027 年 DRAM 产能减少几万片的实际兑现。

连板与强势股

今日为周日，采集窗口内没有连板梯队、涨停家数或龙虎榜类帖子，故不提供连板统计，也不做推测。

可作为替代参考的周度强弱数据

东北计算机周报披露了上周（10/26-10/30）的市场表现：计算机（中信）指数下跌 11.3%，创业板指下跌 10.08%，上证指数下跌 2.48%。板块内周涨幅前三为世纪恒通（+25.58%）、运达科技（+9.45%）、华是科技（+8.59%）；周跌幅前三为慧辰股份（-30.19%）、吉大正元（-30.15%）、指南针（-28.30%）。

需要说明的是，这是周度涨跌幅而非连板数据，只反映强弱分化幅度，不能用于判断短线情绪高度。

从配置角度看"强势"：低波红利没有超买

卖方搭建的红利拥挤度量化监测给出三个结论：红利 60 日超额处于 90% 分位、60 日均红利成交占比处于 31% 分位（中线并不拥挤）、低波红利指数/公路指数/港口指数均在合理区间未见明显超买（港口位置稍高）。上周交运指数 +2.5%、排名 5/30，航运 +7.5%，主要来自集运、特运、油轮的业绩超预期。

所以呢：在弱势市场里，"强势股"的主线不是题材连板，而是业绩兑现度高的景气红利——航运、空运、港口。这类标的的特点是涨得慢但回撤小，适合当前"机构重仓股负超额仍在扩大"的环境。

ETF关注

采集窗口内没有 ETF 产品推荐或份额变动明细，故不列具体代码与标的，避免臆造。

但 ETF 是当前最重要的资金观察窗口之一

有三个可用数据点：

一是科技 ETF 流入在退——上周 ETF 总流入与前一周接近，但科技 ETF 流入由约 434 亿元降至 264 亿元，且缺乏持续性，说明增量资金明显不愿接力高位科技。

二是宽基 ETF 是政策工具的直达通道——在 11 月 2 日讨论的工具清单中，"汇金、证金再贷款增持宽基 ETF"是最直接的一条（央行向汇金/证金发放再贷款用于增持宽基 ETF），另有互换便利（SFISF）允许券商、基金、保险质押债券/股票 ETF/沪深300成分股换取国债与央票。这两项都意味着宽基 ETF（尤其沪深300类）是政策托底的第一落点，而不是行业 ETF。

三是红利类产品的拥挤度仍健康——红利 60 日超额处于 90% 分位，但 60 日均红利成交占比仅处 31% 分位，中线不拥挤；低波红利、公路、港口指数均在合理区间，未见明显超买。这为红利/低波类 ETF 继续提供配置依据。

跟踪建议

短期盯两个数：下周科技 ETF 单周流入能否从 264 亿回到 300 亿以上（决定科技股有没有承接盘）、以及宽基 ETF 在 11 月 2 日会议后是否出现单日异常放量（这是政策资金入场的直接证据）。行业 ETF 层面，本周唯一被机构反复强调"筹码低 + 估值低"的方向是计算机（公募配置占比 1.5%、处 2010 年以来 3% 分位；PE 历史 31.3% 分位）与医药（三季报 CXO 与上游超预期），可作为观察名单而非买入建议。

海外财报速览

单季 Capex 同比 +120.1% 至 773 亿美元，维持 2026 全年约 2200 亿美元指引，并明确 2027 年将进一步显著抬升。AWS 算力预订已看至 2027-2029 年，单笔容量承诺常达数百兆瓦、甚至 1GW 级。自研芯片 Trainium、Graviton 相关承诺同比超 20 倍增长，客户单季省超 20 亿美元；公司计划 2027 年末起将 Trainium 对外销售。Bedrock 被定义为 AWS 史上最快破数十亿收入的服务，Token 量同比近 17 倍，AgentCore 部署加速。

解读：需求能见度极强，但管理层同时在主动优化 ROI——延长资产使用年限、提升利用率以改善基建回本周期；代价是短期 AI 基建毛利率低于 AWS 核心业务，内存等组件价格是利润挤压项。这与国内看到的存储涨价是同一件事的两端。

Vale（3Q26 分析师会议）

Serra Norte 矿区受新增自动驾驶矿卡投运磨合与矿坑作业条件不利影响，公司称扰动已基本解决，10 月日均产量环比提升 15%，预计 2027 年该矿区产量基本持平于约 6400 万吨。4Q26 铁矿 C1 成本环比基本持平或略降，但综合成本高于 3Q26；全年 C1 与综合成本预计接近指引区间上限但仍在指引内。海运端，1Q26 以来巴西至中国即期运费上涨约 12 美元/吨，而公司实际运费仅涨 4.7 美元/吨，运费策略相较即期市场节降超 30 亿美元；4Q26 运力需求已全部锁定、2027 年锁定比例超 80%，若按当前市场价格锁定剩余运力与燃油敞口，2027 年运费约 24-25 美元/吨。

解读：这是"运力锁定能力"决定成本曲线的教科书案例——同样的运价上涨，锁得早的少付 7 美元/吨以上。对航运股的含义是：长协比例高的承运人在这轮周期里利润弹性反而更大。

光宝 LiteOn（3Q26，台系电源）

营收 574.46 亿新台币（约 121.54 亿元人民币，同比 +28%、环比 +9%），税后净利 74.29 亿新台币（约 15.72 亿元，同比 +60%、环比 +4%），创单季历史新高；毛利率 25.9%（环比 -1.3pct）、营业利润率 15.1%（环比

-0.5pct）。云端及物联网部门营收 337.53 亿新台币（约 71.41 亿元，同比 +57%、环比 +17%），占总营收 59%（环比 +4pct），营业利润 71.13 亿新台币（同比 +114%）、营业利润率 21.1%。

解读：AI 相关收入占总营收已超 30%，云部门利润增速（+114%）远超收入增速，说明 AI 数据中心电源的盈利能力显著高于传统业务。这与国内麦格米特、科泰电源的路径一致——AI 电源是当前算力链中"量价利"三升的少数环节。

松下（2026Q3 能源业务）

能源业务收入 159.3 亿元（同比 +45.8%、环比 +5.7%），营业利润 26.7 亿元、利润率 16.8%（环比 +3.6pct、同比 +16.2pct）；车载电池出货 11.4GWh（同比 +16%）。其中 In-vehicle 收入 76.0 亿元（同比 +61.0%）、营业利润 12.1 亿元、利润率 15.9%；Industrial/Consumer 收入 83.3 亿元（同比 +54.9%）。

但关键在结构：营业利润中含美国制造税收抵免约 15.9 亿元，扣除抵免后能源业务营业利润仅 10.8 亿元、利润率 6.7%，In-vehicle 营业利润为 -3.8 亿元、利润率 -5.1%。公司全年能源业务营业利润指引由 1710 亿日元上调 16% 至 1980 亿日元，集团营业利润指引上调至 7100 亿日元。

解读：北美车载电池剔除补贴仍在亏损，减亏靠堪萨斯工厂利用率爬坡与 4680 产线转产。真正的增量在数据中心——DC Power Solutions 全年收入目标 5500 亿日元，墨西哥第二座模块工厂 9 月已量产、第三座规划 2028 财年，堪萨斯数据中心电芯线规划 2028 财年量产，大阪住之江部分车载产线已于 4 月转产数据中心。这是"车转算"的全球样本。

ATL（2026Q3 能源业务）

收入 221.7 亿元（同比 +27.4%、环比 +13.8%），营业利润 38.7 亿元（同比 -1.9%、环比 +16.3%），利润率 17.5%（同比 -5.2pct、环比 +0.4pct）。收入增长由高附加值小电池新品放量及价格调整带动，但 ICT 领域产量下降拖累销量，成本端未能完全覆盖。展望看，消费电池进入季节性旺季，ESS 与 EC 电池稳增，叠加新品爬坡收入增速有望延续，利润端取决于 ICT 需求恢复与产品结构改善能否对冲成本。

SKI 电池业务（3Q26）

营收 72.62 亿元（同/环比 -15.6%/-48.2%），营业利润 -3.83 亿元（同比亏损收窄 35.5%、环比由 2Q26 盈利 37.31 亿元转为亏损），营业利润率 -5.3%（同比 +1.6pct、环比 -33.2pct）。营收下滑主因销量下降，环比降幅还受 2Q26 一次性因素造成的高基数影响；环比转亏同样是上季一次性收益不再发生。剔除一次性项目后基本盈利能力继续改善（固定成本效率提升、资产组合调整、运营效率改善）。4Q26 公司预计主要客户销量回升带动销售部分恢复，北美随主要客户销售趋势及部分地区政策支持改善。

解读：全球二线电池厂的共同状态是"量在收缩、利在减亏"，真正改善要靠北美客户放量与政策补贴。这与国内中创新航 2027 年 400GWh 目标、SKI 减亏的组合放在一起看，全球动力电池已进入"份额再分配"阶段。

PUMA（26Q3）

收入 17.76 亿欧元，剔除汇率同比 -6.3%（Q2 为 -9.4%，降幅明显收窄）；毛利率 49.5%，同比 +4.2pct（其中美国关税退款贡献约 1.7pct）；调整后 EBIT 仅 40 万欧元，持续经营净亏损 0.549 亿欧元、同比减亏约 12.0%；经营费用同比 +6.7% 至 9.00 亿欧元，费用率升至 50.7%。渠道端，批发收入 11.88 亿欧元（剔除汇率 -9.6%，主动削减低质量批发叠加欧美零售需求偏弱），DTC 收入 5.88 亿欧元（+1.2%，占比升至 33.1%），其中电商 +7.8%、自营门店 -2.3%。

解读：这是全球运动服饰"去库存 + 收缩批发 + 保毛利"的标准剧本，但费用率 50.7% 说明品牌投入还没降下来，盈利拐点未到。国内纺服链的启示是：代工端（华利等）受益于品牌方 DTC 转型与订单集中，品牌端则仍在份额战里。

日烟（26Q3 HNB）

HNB 销量 42 亿支（同比 +33.3%），前三季度累计 +40%；在日本市场份额 17.4%（同比 +1.9pct、环比 -0.7pct）。同期海关数据显示，26Q3 中国雾化电子烟出口 28.59 亿美元（同比 +4.5%），英国已成最大出口方。

解读：HNB 的高增长与雾化的小幅增长形成鲜明对比，加热不燃烧正在抢占传统卷烟份额。对国内产业链的含义是：HNB 代工与薄片环节的订单能见度优于雾化，而雾化要靠英国等新市场的份额提升。

Anthropic（S-1 披露，非传统财报）

三季度收入 168 亿美元，环比增速由约 144% 降至约 45%；26Q2 首次实现 GAAP 经营盈利。致投资者信中，AI 最有希望改变人类生活的四大方向里生物学与医学排在首位；同期公布 Claude 药物研发的首批实证，与 BMS、Generate Biomedicines（用 Claude Code 把 CAR-T 遗传元件缩短约 70%、受体表达约为标准版 10 倍）等 6 家机构深度合作。

解读：这是本周全球 AI 资产定价的核心变量——45% 的环比增速虽然仍是高增长，但相对 144% 是断崖式减速；叠加 OpenAI 下调融资目标，市场开始用现金流而非 TAM 来定价 AI 公司。首次 GAAP 经营盈利是加分项，说明单位经济模型在改善，但不足以对冲增速二阶导的冲击。

⚠ 风险提示

中信组合策略对当周全球风险资产的定性是"继续普跌、A 股跌幅尤为夸张"：中东问题未缓解、美股大厂财报低预期后，滞胀交易仍在加速，VIX 创 4 月以来新高，美股 AI 财报 miss 使定价基准从"增长定价"正式切换到"现金流定价"。其核心三维度框架（增长、通胀、流动性）对现金流类风险资产同时为利空。

A 股单资产被描述为"仍在中波垃圾时间"：上周五的大阳线并未构成见底信号，最关键的原因是波动率尚未恐慌——大盘波动率仅升到 21% 附近，而历史底部通常需要 25% 以上。创业板周五再创新低、跌幅已甚于 2015 年，PE TTM 跌至 26.9，低于 2018 年、仅次于 2024 年最低值，为历史第二低估值。估值低是安全垫，但不是催化。11 月的四个观察点是美伊问题、美国大选、A 厂上市与美国通胀数据。

二、AI 资本开支叙事的裂缝：问题不在需求，在融资能力

周末流传最广的一篇复盘把当前处境与马斯克几年前的遭遇类比：舆论与资讯利空叠加真实的美股龙头走势、以及 o 厂 a 厂融资上遇到的挫折，"感觉整个体系是一堆被铁链捆扎的高危险东西，很容易一个环节松脱了就散架"。其对投资端的传导链条被完整拆解——质疑变多 → 融资利率变高 → 融资能力变弱 → 方案变谨慎 → 未来资本开支变少 → 供应链企业收入增长变慢 → 估值打折扣。同一篇文字也给出了反面证据：AI 仍在迭代、几个模型大厂收入在快速增长，中美二级市场并非一堆皮包公司 IPO、诸多算力龙头是盈利的，因此"与 26 年前的互联网泡沫不一样"。真正被下调的是"当前高估值下的投资人预期"，而不是产业本身。

JPM 把这个风险写得更技术化：美国三季度 GDP 年化 3.4%、企业固定投资 +12.7%，但增长高度集中于科技设备、数据中心及相关建筑，就业拉动偏弱、消费与劳动收入已放慢；数据中心与 GPU 融资利差已经显著扩大，若信用条件继续收紧，将是本轮扩张最先断裂的一环。

三、海外宏观：JPM 三份报告列出的风险清单

亚洲数据观察列出的风险按重要性排序为：AI 需求及资本开支回落（若 AI 订单低于预期，台湾、韩国出口与国内投资可能同步降温）、油价上涨强化亚洲输入型通胀迫使央行更快加息、中美及其他贸易摩擦升级打击出

口与供应链投资、地方项目推进与财政效率受治理影响、泰国/印尼/马来西亚/台湾加息节奏快于预测、台韩 GDP 与 9 月工业产出高增长能否延续至四季度仍待验证、以及政策与政治事件（含中国二十一大）改变多年增长路径与风险溢价。

美国周报的风险清单是四条内生项：能源价格、福利成本、移民收紧或商品价格冲击令核心通胀下行推迟；AI 资本开支集中导致增长对单一引擎的依赖；就业增长未能加速、劳动收入无法接棒财富效应支撑的消费；失业率因行业性裁员明显上升使菲利普斯曲线比基准更陡、通胀回落更快并改变加息路径。报告同时声明模型不确定性（斜率、NAIRU、工资传导系数估计误差大）与数据修订风险，10 月非农、核心 PCE 与消费数据均可能显著偏离预测。

全球数据观察补充了"美国消费降温 → 全球贸易与工业生产的反向冲击会被放大"，因为其他经济体对美国需求依赖较高。

四、加密：币安 63 亿美元被盗，风险不止于安全事件

10 月 29 日约 63 亿美元被盗，可能是史上规模最大的加密黑客事件，早期迹象指向提币系统或员工设备被攻破，而非区块链底层失效。币安已冻结约 30 亿美元并承诺赔偿，但仍有约 24 亿美元 BTC 与 ETH 难以通过发行方冻结追回。

MS 的判断是后续跌势可能延迟出现：BTC 与 ETH 初期跌幅有限，但提币限制、流动性下降、去杠杆与客户信心受损会陆续兑现，历史上大型黑客事件后的价格疲弱往往滞后。结构性影响更可能落在"托管与执行分离"而非现货大规模迁往 DEX，合规托管机构与银行或因此受益，代币化资产长期逻辑基本不受影响。股票端，事件对 COIN 与 GEMI 的 2027 年盈利预测及估值倍数构成负面影响，其中规模更小、更依赖加密交易的 GEMI 风险更高，COIN 可由份额与多元化业务缓冲，HOOD 加密收入占比低、直接盈利影响小但仍承受情绪与估值压力。

五、行业层面的具体风险点

光储的毛利塌方先于需求塌方。野村将阳光电源目标价由 120 元下调至 63 元、维持中性：Q3 单季营收 179.5 亿元（同比 -21.5%），储能发货 17GWh 但仅确认 9-10GWh（海外"发货至确收约 6 个月"），综合毛利率由 38.6% 降至 29.4%、储能毛利率由 34% 骤降至 21%，归母净利 13.4 亿元（同比 -67.7%、环比 -55%）。原因是五重成本叠加：上半年高价电芯库存进入确收成本、电池出口退税率由 9% 降至 6%、9 月 1 日起消费税开征、欧元美元走弱带来汇兑损失、海外运费上行。管理层指引 Q4 发货约 25GWh、全年超 60GWh，但 2027 年合规成本仍是刚性压制。

水泥价格出现明显口径打架，需要在下一周确认：一份周观点称全国水泥市场价格 338 元/吨、环比 +0.5%、已连续 8 周上涨；同日另一份则称全国水泥价格指数 341.14 元/吨、周环比 -0.66%、售价出现回落，且动力煤维持高位持续挤压利润、需求环比微升但同比仍大幅下滑。两个方向相反的结论不能同时成立，按哪个口径判断"地产链建材要重视起来"会直接改变结论。

其余行业风险按报告原文归集：机器人——技术迭代、规模化量产及商业化落地进度可能不及预期（Meta 与傅利叶合作的意义在产业趋势，不在当期订单）；AI 模型——技术迭代不及预期、商业化竞争加剧、算力供给与资本开支波动、监管与地缘政治；电子气体——需求不及预期、竞争加剧；先进封装——下游需求、核心物料供应、客户导入与产能爬坡不及预期；白酒——转型改革效果弱于预期、批价大幅回调、食品安全；医药——药企研发投入下滑、货币政策转向、市场情绪波动；基础化工——成本大幅波动、需求与供给约束不及预期；建材——金九银十需求修复力度、传统板块供给收缩进度、原材料价格波动、成长板块竞争加剧；纺服与轻工——欧美消费需求、渠道调整与库存去化、汇率及关税政策波动、品牌竞争加剧；稀土——资产收购进度、矿产资源价格波动、测算误差；科翔股份——订单落地、高管减持、短期股价上涨过快、募投项目兑现、再融资。

六、需要盯住的三个打断项

一是 11 月 2 日的两场会与随后公布的政策细节，若稳增长落地强度低于预期，PMI 49.3% 所反映的供需同步转弱会继续向四季度传导；二是美国通胀数据与 12 月加息路径，JPM 已把加息列为基准情景，若核心通胀二次上行，成长股估值将再承压；三是 AI 融资端的信用条件，数据中心与 GPU 融资利差是这轮资本开支最先反应的指标，比财报更早。

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。