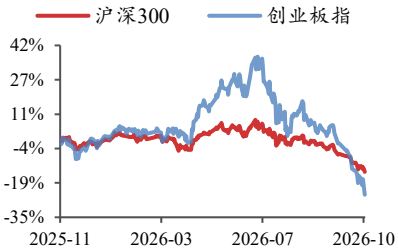
2026 年 11 月 02 日

开源晨会 1102

——晨会纪要

市场快报

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	2.841
交通运输	0.914
石油石化	0.909
煤炭	0.63
家用电器	0.603

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-6.478
传媒	-5.392
电子	-5.111
计算机	-4.909
国防军工	-4.102

数据来源：聚源

观点精粹

总量视角

【策略】再平衡进入第二阶段，反弹仍需右侧确认——投资策略周报-20261101

【金融工程】资产配置月报（2026 年 11 月）——金融工程定期-20261101

行业公司

【化工】化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利弹性可期——厄尔尼诺专题报告（一）-20261101

【计算机】Agent 推理驱动服务器升级，AI 产业迈向全栈协同——行业周报-20261101

【化工】制冷剂内外贸需求显著回暖，改善趋势有望延续，行业龙头三季报发布完毕——氟化工行业周报-20261101

【化工】氨纶价格持稳，硫磺、硫酸价格下行——行业周报-20261101

【煤炭】非电需求韧性延续，进口资源约束支撑煤价——行业周报-20261101

【房地产】新房成交持续下降，现房销售细则落地 15 城——行业周报-20261101

【食品饮料】基金重仓比例回升，底部信号逐步确认——行业周报-20261101

【食品饮料】食品饮料持仓回暖，板块布局窗口开启——行业点评报告-20261101

【医药】2026Q3 医疗研发外包为基金关注度最高细分赛道——行业周报-20261101

【机械】三季报收官，机械板块亮点迭出——行业周报-20261101

【商社】三季度商社企业经营承压，关注景气赛道公司——行业周报-20261101

【农林牧渔】猪价低位承压，养殖亏损加深，新生仔猪回落释放远期改善信号——行业周报-20261101

【通信】海外 AI 巨头财报总结：云业务表现亮眼，持续加码 AI 算力投入——行业周报-20261101

研报摘要

总量研究

【策略】再平衡进入第二阶段，反弹仍需右侧确认——投资策略周报-20261101

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

再平衡进入第二阶段：从高拥挤到资金负反馈

本周科技成长再度大幅调整，科创 50 全周下跌 13.73%。我们自 7 月以来持续强调极致拥挤后的再平衡，前 5%个股成交额集中度已从 49.8%的高点回落至 41%附近，但科技调整仍在加深。我们认为，再平衡已经从高拥挤交易松动逐步进入资金负反馈阶段，机构风险预算收缩、局部信用风险扰动与海外 AI 盈利兑现压力相互强化。拥挤度回落缓解了筹码压力，但资金负反馈和盈利预期调整尚未结束。

国家队底初步确定，但资金承接尚不足以推动趋势反转

9 月 28 日至 10 月 30 日，股票型 ETF 连续 20 个交易日净流入，累计超过 4000 亿元，显示市场调整过程中存在较强的逆向承接力量。我们上周提出“国家队底初步确定”，本周科技加速调整则进一步说明，下行风险得到一定约束，并不意味着市场已经形成绝对的价格底部。短期资金负反馈的持续性超出此前预期，需要降低对反弹斜率和启动速度的预期。我们仍维持“反弹—高波震荡”的基本框架，短期反抽随时可能出现，但难以直接外推为趋势反转。

为什么还要等右侧？筹码已经改善，盈利和资金仍需确认

此前我们提出科技重新启动的两个条件：新增强叙事，以及拥挤度回落至 42%附近。如今后者已经基本满足，但持续性强反弹尚未出现。海外 AI 长期叙事未破，但资本开支回报、现金流覆盖能力及非美产业链利润兑现面临更严格的检验；国内 10 月制造业 PMI 回落至 49.3%，整体盈利预期仍缺乏全面上修的基础。当前位置已经具备一定反弹条件，但强反弹仍需要新增产业催化、盈利预期改善及资金重新形成正反馈，继续坚持右侧纪律。

投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火

当前市场处于“后拥挤时代”，旧叙事未破、新叙事未立，配置继续重视四个方向：

（1）红利：7 月以来持续强调其再平衡价值，资金负反馈尚未结束，四季度仍具备配置价值；

（2）小微盘：交易结构优势尚未完全消失，但需关注风险偏好和流动性变化；

（3）内需消费：此前提出的内需政策窗口逐步临近，盈利斜率放缓提升政策发力必要性，叠加消费板块低估值、低预期，重视潜在预期差；

（4）科技：长期产业叙事未破，但短期缺乏新增积极强逻辑，继续关注 G 与 ΔG 共振方向，等待新的产业催化和资金右侧确认。

风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

【金融工程】资产配置月报（2026 年 11 月）——金融工程定期-20261101

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003 | 蒋韬（分析师）证书编号：S0790525070001

多资产配置观点：看多短债、平衡低估转债、黄金资产

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 1 年期短久期债券。

转债配置：“百元转股溢价率”为 35.6%，转债相对正股配置性价比偏低；“修正 YTM–信用债 YTM”指标中位数为-1.23%，偏债转债相对信用债配置价值较低；转债风格轮动未来两周推荐配置平衡型低估转债。

黄金配置：基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：看空权益资产，最新权益仓位 2.9%

开源金工从宏观流动性、信贷预期、跨境资金流、衍生品预期、市场资金流、技术分析六个维度出发，构建 A 股权益市场的择时框架，并基于择时信号，通过风险预算模型构建股债轮动组合

截至 2026/10/30，看多子信号：宏观流动性、中美汇率、期权 PCR；看空子信号：信贷预期、中美利差、期货基差、融资融券、大小单资金、筹码结构、长端动量；综合信号-0.1，看空权益资产。

回顾 10 月股债配置，权益平均仓位 0.37%，债券平均仓位 99.63%，10 月股债轮动组合（风险预算）收益 0.59%。截至 2026/10/30，最新权益仓位 2.87%。

行业轮动观点：看多煤炭、石化、通信、银行、交运、食饮

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：价值组得分高于成长组，推荐配置价值风格；板块上看多金融、科技板块。

行业配置推荐：煤炭、石化、通信、银行、交运、食饮。

ETF 轮动组合：银行 ETF 华宝、通信 ETF 国泰、石油 ETF 国泰、煤炭 ETF 国泰。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

行业公司

【化工】化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利弹性可期——厄尔尼诺专题报告（一）-20261101

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

厄尔尼诺专题系列报告：农资、饲料添加剂、生物燃料投资机会分析

本篇是“厄尔尼诺专题报告”系列的开篇报告，本系列报告将基于厄尔尼诺对全球大宗农产品影响的历史经验和产业链传导分析，结合当前全球地缘政治与能源安全现状，研究农资、饲料添加剂、生物燃料产业的投资机会。据国家气候中心监测显示，2026 年 5 月以来，赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态，2026 年 9 月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件。历史规律显示，厄尔尼诺事件推升全球农产品价格均值的概率较高，化工板块中农资、饲料添加剂、生物燃料行业有望受益。农资方面，2022 年以来地缘政治冲突持续扰动全球化肥、能源供应链，厄尔尼诺等异常天气事件频发则在低收入和气候脆弱国家引发粮食安全与经济稳定性问题，逻辑链是“厄尔尼诺/地缘冲突→农产品减产→粮价上涨→种植收益提升→补种扩种及单位面积投入提升，拉动农药、化肥等农资需求增加→农资涨价”。本篇报告集中分析化肥产业，将梳理全球及国内氮肥、磷肥、钾肥、复合肥产业链的供需、进出口数据，并复盘产品价格、对比行业公司经营数据。我们认为，近年来地缘政治频繁扰动全球能源、化肥供应链，2026/2027 年强厄尔尼诺事件或将从能源价格、化肥成本、海运成本等多渠道间接影响农业生产成本，全球化肥供需高度集中，国内氮肥、钾肥、磷肥三大主肥产能增量受限，复合肥供需向好，化肥行业盈利弹性可期。【推荐标的】华鲁恒升、兴发集团、云图控股、盐湖股份、亚钾国际等。【受益标的】中国心连心化肥、云天化、湖北宜化、东方铁塔、藏格矿业、新洋丰、史丹利等。

化肥：助力增产增收，全球供需高度集中，2022H2 以来价格走势有所分化

化肥是农业发展和国家粮食安全的重要保障，主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业。供需端，全球化肥供需高度集中，供给端中国、俄罗斯、加拿大、美国合计占比 50%以上，消费端“氮高钾低”特征显著。新增供给方面，全球氮肥产需保持增长，磷肥受到磷矿资源、硫磺供应、出口政策限制等增量有限，氯化钾规划新增产能较多但实际增量需考虑资源禀赋、资本壁垒、物流体系等多重因素影响。价格端，粮食安全、俄乌冲突等助推全球化肥价格在 2022 年上半年创下历史新高、国内化肥出口管控加剧。2022 年下半年以来化肥价格震荡回落、走势分化，2026 年以来中东地缘冲突进一步扰动全球化肥供应链。其中：上游煤气能源放大氮肥价格波动，预计中长期价格向成本端回归；磷矿石、硫磺等成本支撑磷肥价格中枢向上，磷化工产业链资源属性进一步增强；2023-2025 年全球钾肥供需紧平衡，价格企稳回升，2027 年起新增产能释放或导致价格承压。总体上，2022 年下半年以来磷肥价格相对高于氮肥和钾肥，单质肥价格震荡偏稳有望助力复合肥龙头企业量利修复。

风险提示：气候异常、产品价格大幅波动、安全生产和环保风险、其他风险等。

【计算机】Agent 推理驱动服务器升级，AI 产业迈向全栈协同——行业周报-20261101

张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 叶进新（联系人）证书编号：S0790126060053

Agent 推理拓展持续性算力需求，AI 服务器全栈升级打开成长空间

AI 应用由单次生成走向多轮交互、长上下文与多智能体协同，推动算力需求从集中建设向持续消耗延伸，为云厂商资本投入与 AI 服务器需求增长提供支撑。随着新一代整柜方案导入，服务器市场有望呈现出货增长与单机价值提升共振。架构层面，GPU 与定制 ASIC 协同发展，分别发挥通用生态与专用优化优势；HBM 扩容提速与先进封装升级增强数据供给能力，超节点及液冷整机柜推动交付形态向系统集成演进。主控层面，工具调用、沙箱执行与任务编排增加 CPU 负载，服务器 CPU 由辅助配套向核心调度中枢升级，带来配置比例与产品需求变化。产业竞争正从单芯片峰值性能转向有效 Token 产出与端到端效率，计算、存储、封装、互连及整机协同升级，有望持续拓展 AI 服务器产业链价值空间。

模型效率提升与多模态应用共振，国产适配及算力建设持续推进

本周 AI 产业围绕推理效率、跨应用协作与多模态交互持续创新。模型端，MiniMax 开源 M3.1Flash，通过稀疏注意力、量化与功耗调度优化推理效率；OpenAI 发布 GPT-6.1Terra，提升电脑操作能力并降低调用价格；谷歌推出 Gemini4Carbon 及世界模型 Genie4，拓展复杂任务与实时交互能力。应用端，腾讯发布 Buddy3.1，办公应用并支持跨平台资料检索，同传大模型推动实时语音服务落地；可灵开放 Kling4.0API，促进视频生成融入创作工具与企业工作流。国产生态方面，讯飞发布全国产算力训练的语音基座模型，面壁 MiniCPM-OCR 完成多芯片平台适配。海外厂商持续推进算力投入与自研芯片布局，有望与模型优化、应用渗透共同推动 AI 产业发展。

AI 应用相对表现占优，关注产业升级带来的结构性机会

10 月 26 日至 10 月 30 日，计算机指数周度变动为-10.85%，同期沪深 300、上证指数、创业板指及科创 50 分别变动-2.92%、-2.48%、-10.08%和-13.73%。AI 细分方向中，AI 应用指数累计变动约-10.28%，AI 算力指数约-12.91%，应用方向取得约 2.63 个百分点的相对收益。个股层面，盛天网络上涨 11.02%，实丰文化、亿纬锂能分别上涨 8.86%和 5.57%，顺丰控股、美的集团、吉比特及格力电器均录得上涨，部分个股呈现结构性活力。

受益标的

国产算力：寒武纪、海光信息、禾盛新材、沐曦股份、浪潮信息、工业富联等；海外算力：东山精密、胜宏科技、联特科技、德邦科技等；算力租赁：宏景科技、利通电子、协创数据等；大模型：智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股；液冷：盾安环境、同飞股份、恒铭达等。

风险提示：大模型技术迭代不及预期风险、AI 技术应用不及预期风险、相关政策不及预期风险、AIInfra 建设

不及预期风险等。

【化工】制冷剂内外贸需求显著回暖，改善趋势有望延续，行业龙头三季报发布完毕——氟化工行业周报-20261101

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕辉（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

本周（10 月 26 日-10 月 30 日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 5.59%，跑输上证综指 2.92%。本周（10 月 26 日-10 月 30 日）氟化工指数收于 4234.24 点，下跌 5.59%，跑输上证综指 2.92%，跑输沪深 300 指数 2.71%，跑输基础化工指数 1.73%，跑赢新材料指数 1.17%。

氟化工周行情：制冷剂内外贸需求有所改善，改善趋势有望延续

萤石：截至 10 月 30 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,584 元/吨，较上周同期上涨 0.28%；10 月均价（截至 10 月 30 日）3,583 元/吨，同比下跌 0.27%；2026 年(截至 10 月 30 日)均价 3,406 元/吨，较 2025 年均价下跌 2.17%。

制冷剂：截至 10 月 30 日，（1）R32 内贸、外贸分别为 65,000、62,000 元/吨，较上周分别持平、持平；（2）R125 内贸、外贸分别为 55,000、55,000 元/吨，较上周分别持平、持平；（3）R134a 内贸、外贸分别为 65,000、63,000 元/吨，较上周分别持平、持平；（4）R143a 内贸、外贸分别为 53,500 元/吨、22,000 元/吨，较上周持平、持平；（5）R227 内贸、外贸分别为 61,000 元/吨、56,000 元/吨，较上周持平、持平；（6）R152a 内贸、外贸分别为 20,000 元/吨、20,000 元/吨，较上周-13.04%、持平；（7）R410a 内贸、外贸分别为 59,000 元/吨、58,000 元/吨，较上周持平、持平；（8）R404 内贸、外贸分别为 53,000 元/吨、38,500 元/吨，较上周-1.85%、持平；（9）R507 内贸、外贸分别为 54,000 元/吨、38,500 元/吨，较上周持平、持平；（10）R22 内贸、外贸分别为 18,000、17,000 元/吨，较上周分别-5.26%、持平。

空调 11 月排产边际转好：我国家用空调 11 月份排产 1223 万台，较 2025 年同期生产实绩增长 15.6%。其中内销、外销排产分别较 2025 年同期生产实绩分别增长 17.5%、16.0%。内销空调出货边际有所回暖。外贸方面，11 月出口市场逐步进入备货期，叠加海外黑五、圣诞等促销节日的来临，有望推动备货需求。

9 月制冷剂出口显著回暖：9 月单月，R32、R125/R143、R134 出口量环比分别+70.1%、+74.2%、+23.4%，R32、R125/R143 单月出口达年内最好水平，R134 出口环比亦大幅改善，行情有所回暖，趋势有望延续。

公司公告&行业新闻

2026 三季报情况:【昊华科技】实现营收 149.25 亿元，同比+21.33%；实现归母净利润 13.66 亿元，同比+10.90%。【新宙邦】实现营收 120.65 亿元，同比+82.35%；实现归母净利润 15.42 亿元，同比+106.19%。【三美股份】实现营收 53.22 亿元，同比+20.16%；实现归母净利润 16.29 亿元，同比+2.38%。【巨化股份】实现营收 190.86 亿元，同比-6.41%；实现归母净利润 34.22 亿元，同比+5.34%。【东阳光】实现营收 146.72 亿元，同比+33.74%；实现归母净利润 6.38 亿元，同比-29.57%。【永和股份】实现营收 48.61 亿元，同比+28.40%；实现归母净利润 8.15 亿元，同比+73.76%。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【化工】氨纶价格持稳，硫磺、硫酸价格下行——行业周报-20261101

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点：氨纶价格持稳，硫磺、硫酸价格下行

氨纶：本周（10 月 26 日-10 月 30 日）受供需格局牵扯，氨纶价格持稳。据百川盈孚数据，截至 10 月 29 日，华东地区氨纶 40D 周均价为 28100 元/吨，较上周持平。主原料 PTMEG 宽幅上行、辅原料纯 MDI 窄幅下挫，传统旺季已接近尾声，供应端产销压力犹存，下游受涤纶、锦纶影响显著，氨纶企业新接订单不畅，出货速度减缓，下游用户询盘消极，生产企业面临销量下降的困局，行业内销订单体量不及往年同期水平，下游普遍持谨慎态度且对后市信心相对不足，需求因素主导的行情对氨纶的价格也起到了一定程度的阻碍作用，在此格局下企业多延续持稳观望。硫磺、硫酸：（1）硫磺：据百川盈孚数据，截至 10 月 29 日，长江港口颗粒硫磺参考价报 4800 元/吨，较 10 月 22 日下跌 750 元/吨。当前下游终端需求持续低迷，叠加价格明显下行，买盘跟进意愿不足，场内商谈不多，成交以贸易商小单刚需采购为主，贸易成交体量有限。（2）硫酸：据百川盈孚数据，截至 10 月 29 日，98%酸市场均价 1381 元/吨，较 10 月 22 日均价降 33 元/吨或降 2.3%。

本周行业新闻：英力士 42 万吨环氧乙烷装置宣告不可抗力

据公众号涂料周讯消息，英力士集团旗下英力士氧化物（IneosOxide）已对其美国德州 Bayport 年产 42 万吨环氧乙烷装置宣布不可抗力。该装置自 10 月 16 日起因技术问题进入非计划停工检修状态。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份、卫星化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、新乡化纤、三友化工等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】中盐化工、博源化工、新疆天业、滨化股份等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普、大洋生物、万凯新材等。【新材料】OLED：瑞联新材、万润股份、濮阳惠成；胶膜：皖维高新、洁美科技、东材科技、圣泉集团、长阳科技；添加剂/轮胎等：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份、雅化集团、通用股份等。受益标的：【化工龙头白马】东方盛虹；【化纤行业】神马股份、吉林化纤、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、川金诺、史丹利、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学；【新材料】国瓷材料。【其他】卓越新能、华谊集团、中触媒等。

风险提示：油价大幅波动，下游需求疲软，宏观经济下行，其他风险。

【煤炭】非电需求韧性延续，进口资源约束支撑煤价——行业周报-20261101

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 王君泽（联系人）证书编号：S0790126090007 | 王奕欣（联系人）证书编号：S0790126050016

本周要闻回顾：冬储需求有望释放，供给约束持续支撑煤价

动力煤：截至 10 月 30 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 1008 元/吨，周环比下跌 32 元/吨；鄂尔多斯坑口价下降 25 元/吨、榆林坑口价下降 35 元/吨。本周动力煤市场偏弱运行。甲醇、尿素开工率维持近年同期高位，非电用煤需求保持韧性。西北主产区月末部分煤矿完成产量任务后减产停产，供应略有收缩。进口煤方面，印尼河道低水位限制驳船运输，部分货源供应偏紧，部分进口煤售价与到货成本倒挂，进口商继续降价意愿偏低。综合来看，非电需求与进口成本约束对煤价形成支撑，预计短期动力煤市场震荡运行。焦煤：截至 10 月 30 日，京唐港主焦煤报价 2430 元/吨，周环比下跌 70 元/吨；吕梁主焦煤报价 2300 元/吨，周环比持平。主产区产量持续抬升，但山西复产带来的后续增量有限，安监仍保持高压态势。本周炼焦煤市场稳中偏弱运行。下游焦炭价格保持稳定，钢厂及焦企炼焦煤库存小幅去化，但采购仍以刚需为主。供给方面，国内煤矿复产持续推进，2026 年 10 月 30 日国家能源局会议在部署增产保供稳价的同时，强调守住安全生产底线，供给释放仍以安全合规为前提。进口蒙煤方面，口岸可售资源偏紧，贸易商挺价意愿仍在，对现货价格形成一定支撑。综合来看，短期焦煤供需双方博弈延续，预计价格维持震荡运行。

投资逻辑：忽略短期扰动，重视煤价中枢抬升的盈利弹性

动力煤属于政策煤种，我们判断煤价仍将受到供需及海外能源价格的共同支撑。供给端，安全监管向主产区扩散，煤矿生产趋于谨慎，叠加年度核定产能约束及疆煤外运能力有限，供应增量受到制约。需求端，迎峰度夏虽已结束，但电力需求仍具刚性，后续冬储补库有望接续。布伦特原油站上 114.91 美元/桶，对国际煤价形成支撑，同时高油价增强煤化工替代经济性，提振动力煤原料需求。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断中长期价格核心仍由供给约束决定。山西安监常态化，合规产能恢复缓慢，隐蔽工作面退出后难以恢复；甘其毛都通关预计有所回升，但边际增量有限。海运焦煤预计 10 月前后集中到港，本轮单期到港量或构成阶段性峰值，后续到港规模预计难以超过本轮高点。需求端，铁水仍处旺季高位，压力或在 10 月后逐步显现，短期扰动不改焦煤价格中长期抬升趋势。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前煤价进入上行阶段，行情驱动正由旺季需求逐步转向供给收缩。“查超产”及安全监管趋严制约主产区产量释放，供给恢复仍需时间；随着冬储启动及取暖旺季临近，煤炭供需基本面有望进一步改善。动力煤受益于现货价格上涨及长协机制对产业链利润的稳定作用；炼焦煤市场化程度更高，对供给变化及下游补库节奏更为敏感，价格及业绩弹性相对更大。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。多数煤企仍保持较强分红意愿，在宏观环境及资本市场波动加大的背景下，高股息资产仍具配置价值。随着煤价回升改善煤企盈利预期，煤炭板块有望由单一红利逻辑逐步转向周期与红利双重驱动。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期弹性，动力煤【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，稳健红利，【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性，【神火股份、电投能源】；主线四，产能成长，【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险。

【房地产】新房成交持续下降，现房销售细则落地 15 城——行业周报-20261101

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001

新房成交持续下降，成都、西安、长沙先后发布现房销售细则

本周政策端成都、西安、长沙先后发布现房销售细则，全国落地城市增至 15 个，政策重心已经转到地方执行，央行三季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率 3.05%，与三季度 LPR 持平对应；销售端新房成交量连续三周下降，二手房保持增长；土地端二线多城迎来土拍，底价成交仍是主流。在需求端，我们认为后续核心城市限制性政策优化、公积金贷款、城市更新等方向仍有较大放松空间，若政策力度和推进速度进一步加强，房地产市场止跌回稳进程有望加快，维持行业“看好”评级。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力强的优质房企：中国金茂、建发国际集团、华润置地、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、滨江集团、越秀地产、绿城中国；（2）商业运营与资管并重的商业地产运营商，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、大悦城、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

政策端：成都、西安、长沙先后发布落实“8·28 新政”的实施意见

本周政策面上中央层面没有新增房地产政策，地方层面仍以销售制度改革为主。中央层面，金融监管总局党委（扩大）会议明确稳妥推进中小金融机构改革化险、减量提质，积极支持配合化解房地产和地方政府债务风险。央行三季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率 3.05%，与三季度 LPR 持平对应。本周成都、西安、长沙先后发布落实“8·28 新政”的实施意见，将预售门槛提高到主体结构封顶，将现房定金压到 5%，全国落地城市增至 15 个，销售制度改革进入核心城市全面执行阶段。

市场端：新房单周成交连续下降，二手房保持增长

销售端：2026 年第 44 周，全国 30 城新房单周成交面积（网签口径）188.5 万平米，单周同比下降 19.0%；全

国 30 城新房累计成交面积（网签口径）7752.9 万平米，累计同比下降 7.1%。2026 年第 44 周，全国 15 城二手房单周成交面积（网签口径）169.3 万平米，单周同比增长 9.8%；全国 15 城二手房累计成交面积（网签口径）7043.1 万平米，累计同比增长 1.9%。

投资端：2026 年第 44 周，全国 100 大中城市成交土地规划建筑面积 6372.6 万平米，单周同比增长 84.5%；2026 年前 44 周，全国 100 大中城市成交土地规划建筑面积 9.57 亿平米，累计同比下降 4.9%。全国 100 大中城市土地成交楼面价为 1988.5 元/平米，同比增长 7.1%；土地成交平均溢价率为 1.9%（4 周移动平均）；土地成交总价 1228.3 亿元，同比增长 97.6%。

价格端：2026 年第 44 周，冰山 100 指数为 9612，周环比-0.2%，周同比-7.8%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【食品饮料】基金重仓比例回升，底部信号逐步确认——行业周报-20261101

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：资金回流食品饮料板块，食品饮料迎来配置机会

10 月 26 日-10 月 30 日，食品饮料指数涨幅为 3.3%，一级子行业排名第 2，跑赢沪深 300 约 6.2pct，子行业中烘焙食品（+6.7%）、乳品（+5.6%）、白酒（+4.6%）表现相对领先。个股方面，青岛食品、皇台酒业、元祖股份涨幅领先；味知香、莲花控股、华宝股份跌幅居前。本周公布三季度基金持仓情况。全市场 2026Q3 食品饮料配置比例由 2026Q2 的 2.7%回升至 3.5%水平，环比提升 0.8pct，结束近几个季度持续下跌的状态。主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金）2026Q3 食品饮料配置比例为 2.2%，较 2026Q2 回升 0.7pct，为近几个季度持仓占比首次回升，表明主动权益基金开始加仓食品饮料。三季度市场风格切换，资金需要再平衡配置。而食品饮料经过连续调整，估值与市场预期均在低位，且筹码结构较好。基本面上，整体消费仍在底部区间：白酒批价稳定，渠道库存正在出清过程中，动销下滑幅度有所收窄。大众品整体表现平稳。随着市场风格转化，高股息率、低估值的板块更易受市场青睐。

本周上市公司三季报已经全部披露，整体来看 2026Q3 食品饮料板块营收同比下降 9.1%，归母净利润同比下降 12.3%，较 2026Q2 降幅均有收窄。整体来看板块业绩还处于磨阶段，但边际改善的信号已经显现。本轮行业下行原因在于：一是宏观消费环境偏弱，商务宴请、礼品馈赠等场景恢复缓慢；二是渠道格局重构，量贩零食、直播电商、即时零售等新零售业态分流传统经销商体系；三是部分原材料成本上行，利润端持续承压。三季度利润降幅收窄，应是企业主动应对的结果：费用投放趋于理性、低效产品持续出清、供应链效率优化等内部挖潜效应开始体现。我们判断行业最差时点正在过去，当前建议积极布局，优选行业龙头，如贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、伊利股份、优然牧业、安琪酵母等。

推荐组合：贵州茅台、西麦食品、优然牧业、安琪酵母

（1）贵州茅台：在白酒需求下移背景下，公司进行市场化改革，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。茅台酒提价后，业绩确定性增强，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计营收保持较快增长，盈利能力有望持续提升。（3）优然牧业：奶价有望企稳上涨，毛利润预计修复，奶牛公平值重估预计会继续有减亏贡献；肉牛价格有望稳步上涨，业绩拐点已经到来。（4）安琪酵母：糖蜜成本优势延续，酵母蛋白替代乳清蛋白，有望打开成长新空间。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等

【食品饮料】食品饮料持仓回暖，板块布局窗口开启——行业点评报告-20261101

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

2026Q3 食品饮料仓位比例回升，主动权益基金加配明显

从基金重仓持股情况来看（Wind 中全市场基金，一级子行业），2026Q3 食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由 2026Q2 的 2.7%回升至 3.5%水平，环比提升 0.8pct，结束近几个季度持续下跌的状态。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2026Q3 食品饮料配置比例为 2.2%，和 2026Q2 的 1.5%相比，回升 0.7pct。为近几个季度持仓占比首次回升，表明三季度主动权益基金开始加仓食品饮料。三季度成长性较好的科技板块回调，市场风格切换，资金需要再平衡配置。而食品饮料经过连续调整，估值与市场预期均在低位，且筹码结构较好。基本面上，整体消费仍在底部区间：白酒批价稳定，渠道库存正在出清过程中，动销下滑幅度有所收窄。大众品整体表现平稳。随着市场风格转化，高股息率、低估值的板块更易受市场青睐。我们估算 2026Q4 大概率还会有部分资金回流。整体来看，食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

主动权益基金重仓白酒比例环比提升，市场加仓是普遍行为

我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2026Q2 的 1.0%回升至 2026Q3 的 1.4%水平，环比回升 0.4pct，基金增配白酒公司，应是与科技板块回调有关。2026Q3 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 0.53%，较 2026Q2 回升 0.16pct，说明市场在同步加仓白酒。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2026Q2 的 2.1%回升到 2026Q3 的 2.7%。这反映出被动基金与主动权益基金同步操作，是市场普遍行为。

基金持股数量与持仓市值同步回升

（1）从主动权益基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2026Q3 相比 2026Q2 整体的持仓增加，基金三季度普遍加仓食品饮料公司。（2）从主动权益基金持股市值来看：食品饮料 2026Q3 持仓市值增加较多的，基本上是以业绩相对稳定的公司为主，基金三季度普遍加仓业绩稳定、股息率较高的食品饮料公司。

投资建议：高股息提供安全边际，板块迎来布局窗口

近期市场风险偏好收缩，成长板块波动放大，资金转向确定性资产。食品饮料筹码出清较为充分、估值处于历史偏低位置、市场预期不高，板块防御属性显著。同时高股息属性更使其成为弱市中的避风港，在无风险利率下行的背景下，稳定分红的相对吸引力进一步提升。从近期相对收益看已明显跑赢成长板块，具备攻守兼备的配置价值。高股息策略以持续分红提供下行安全垫，以基本面修复博取上行收益。从食品饮料基本面来看，白酒企业主动控货、不再向渠道压货，渠道库存压力显著减轻，批价企稳回升，行业重回"稳价为先"的经营节奏，龙头企业主动降速，以渠道健康度换取长期增长质量。双节动销的悲观预期已经释放，市场对需求的担忧在股价中已有较充分反映。行业基本面已基本见底，报表端困难阶段正在过去，板块下行风险有限，向上弹性正在积累。大众品基本面也处于底部区间，部分子行业如牧业、乳制品等受益于原奶价格反转，具有健康食品属性的板块还将持续上行。我们建议配置上以龙头为核心，兼顾高股息标的。

风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险

【医药】2026Q3 医疗研发外包为基金关注度最高细分赛道——行业周报-20261101

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（分析师）证书编号：S0790525110001 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

2026Q3 医药行业重仓持仓环比提升，医疗研发外包板块环比提升最大

2026Q3 医药行业基金重仓占比环比提升。具体来看，2026Q3 医药行业市值占比为 5.5%（环比+0.8pct）、基金重仓医药比例为 10.3%（环比+3.6pct）、非医药基金重仓医药比例为 5.8%（环比+2.6pct），持仓占比处于近 5 年低位。

从重仓医药的细分赛道来看，2026Q3 医药基金重仓的市值 Top3 细分赛道分别为医疗研发外包（持仓占比环比+7.14pct）、化学制剂（持仓占比环比-7.55pct）、其他生物制品（持仓占比环比+1.06pct）；非医药基金重仓的市值 Top3 细分赛道分别为医疗研发外包（持仓占比环比+11.75pct）、其他生物制品（持仓占比环比-3.70pct）、化学制剂（持仓占比环比-7.97pct）。创新药产业链获明显增配，化学制品和其他生物制品显著减配。

从医药个股来看，2026Q3 医药及非医药基金重仓市值最大的个股为药明康德；且重仓基金数量最多的个股也系药明康德。同时，创新药产业链中的康龙化成、凯莱英等均获得明显增配。另一方面，医药基金内部持仓向泰格医药、迈瑞医疗、科伦博泰生物、信达生物等企业集中。

10 月第 5 周医药生物下跌 2.17%，线下药店板块涨幅最大

从月度数据来看，2026 年初至今沪深整体呈现下行趋势。2026 年 10 月第 5 周银行、石油石化等行业涨幅靠前，通信、电子等行业跌幅靠前。本周医药生物下跌 2.17%，跑赢沪深 300 指数 0.75pct，在 31 个子行业中排名第 8 位。2026 年 10 月第 5 周大部分板块处于下跌态势，本周线下药店板块涨幅最大，上涨 5.09%；医院板块上涨 2.59%，医药流通板块上涨 0.51%，医疗研发外包板块下跌 0.51%，中药板块下跌 0.77%；原料药板块跌幅最大，下跌 6.33%，疫苗板块下跌 4.99%，化学制剂板块下跌 4.12%，其他生物制品板块下跌 2.93%，医疗耗材板块下跌 2.43%。

医药布局思路及标的推荐

整体上，我们持续看好创新药及其产业链（CXO+科研服务）及 AI、脑机接口、生物制造等国家战略新兴产业。

月度组合推荐：药明康德、药明生物、益诺思、石药集团、科伦博泰、信达生物、英科医疗、益丰药房、和黄医药、普洛药业。

周度组合推荐：博腾股份、诺思格、百利天恒、国邦医药、昊帆生物。

风险提示：政策变化风险、商业化推广不及预期、竞争加剧风险等。

【机械】三季报收官，机械板块亮点迭出——行业周报-20261101

佘炜超（分析师）证书编号：S0790526080004 | 张豪杰（分析师）证书编号：S0790526020001 | 韩笑（分析师）证书编号：S0790526070001

机械设备板块总观点

随着三季报收官，订单兑现板块如 AI 硬件链（PCB 微钻/燃机/FA/半导体）等业绩强势，科技制造基本面依然强劲，此外工程机械出海、锂电设备扭亏、造船周期起势等均带来较多亮点。我们认为 AI 资本开支是目前中美两国经济基本面最强的增长动力，虽然当前资本市场对于 AI 下一个应用场景、未来继续加息压力等较为担忧，但板块主线中长期看仍将围绕科技方向布局，通胀链条的 MLCC、CCL、PCB 钻针等方向在科技复苏时可能迎来率先反弹行情，CPO、金刚石散热等新技术方向有望成为市场热点。其中，我们判断在 AI 服务器出货压力下，MLCC 海外龙头有望持续转产普通料号，带来中高容产品持续通胀。CPO 扩产刚刚拉开序幕带来设备后续成长空间，以及金刚石散热从概念走向实际订单（国产算力链可能先行）。受益标的为昀冢科技、华正新材、沃尔德、天准科技等。柜外环节中，我们继续看好供电端的燃气轮机产业链，以及 800V 液冷的新机会。此外，从景气度角度我们也尤为看好半导体设备扩产趋势，在“两存”资本化的中场时间、大规模扩产前夜，设备订单确定性、新技术导入和国产化均具备空间，受益标的为骄成超声、杭可科技等。传统设备领域，我们重点看好北美 AIDC 建设带来高空平台景气度回升，受益标的浙江鼎力，以及全球农产品价格趋势上涨、农机更新周期有望再次启动，受益标的为一拖股份等。

AI 产业链设备

光模块：800G、1.6T 高速率产品需求持续放量，新技术不断演进，行业量价齐升趋势明确。受益标的:联讯仪器、罗博特科、科瑞技术、天准科技、博众精工等。燃气轮机：全球燃气轮机供给紧，美国通过《电力保护法案》，燃机需求再添一把火。受益标的:杰瑞股份、应流股份、潍柴动力、联德股份。MLCC：高容 MLCC 需求旺盛进入“锁产能”阶段，三星电机披露三笔累计约 1.82 万亿韩元 AI 服务器订单。受益标的：三环集团、风华高科、昀冢科技、洁美科技、国瓷材料等。金刚石：AI 算力产业拉动金刚石散热需求上行，近端散热路线可解决降频问题。受益标的:沃尔德、四方达、国机精工。

通用及传统设备

工程机械：业绩持续稳健增长，板块估值修复可期；受益标的：三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压、艾迪精密、浙江鼎力。农业机械：超强厄尔尼诺来袭，农机有望迎来新一轮景气周期；受益标的：一拖股份。通用设备：AI 需求外溢，通用设备订单恢复较快增长；受益标的：杭叉集团、安徽合力、汇川技术、信捷电气、雷赛智能、鼎熔岩等。矿山机械：海外拓展持续加速，矿山运营打开第二增长曲线；受益标的：南矿集团、耐普矿机、中信重工、运机集团等。船舶制造：运价新高、二手船价倒挂传导共振，造船&海工长景气趋势向好。受益标的：松发股份、中船防务 H。

机器人产业链

T 链量产渐行渐近，规模订单落地。EDI 到 9 月初的大订单，代表的是 T 对本体量产 S 曲线拐点将至的信心。EDI 代表行业已经进入常规化量产，大订单落地代表的是自动化产线良率的提升，后续 S 曲线拐点将至的判断。后续关注 OptimusV3 自动化产线良率爬升进度，供应商海外工厂扩产进度和新技术迭代等。受益标的：福赛科技、斯菱智驱、光洋股份、恒立液压、浙江荣泰等。

风险提示：全球宏观经济波动风险、AI 投资不足风险、地缘政治风险、行业替代风险、美国关税风险。

【商社】三季度商社企业经营承压，关注景气赛道公司——行业周报-20261101

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚响（联系人）证书编号：S0790126070042

三季报披露完毕，零售社服企业收入承压，利润平稳

A 股上市公司三季报已披露完毕，我们选取 79 家代表性零售社服上市公司作为样本，2026Q3 合计实现营收 1455.3 亿元、扣非归母净利润 51.1 亿元，同比分别-10.9%/+9.7%，收入端承压，利润表现平稳。分板块看：（1）黄金珠宝：营收/扣非归母净利润同比分别-45.3%/-59.4%，金价波动影响终端需求，加盟商补库趋于谨慎，关注具备产品创新、渠道提效及海外运营能力的品牌。（2）美容护理：营收/扣非归母净利润同比分别+9.6%/-34.1%，其中品牌化妆品营收同比+14.7%，收入增长提速但利润仍承压，品牌分化加剧；医美整体偏弱，下游头部机构主营盈利改善趋势逐步显现。（3）跨境电商：营收/扣非归母净利润同比分别+17.1%/+63.9%，库存优化及低效业务出清推动盈利修复，品牌化与 AI 赋能有望持续提升经营效率。（4）旅游：营收/扣非归母净利润同比分别-11.6%/-26.6%，出游需求保持韧性，人均消费仍有压力，关注具备稀缺资源及内容创新能力、受益品质游和入境游需求的公司。（5）酒店：营收/扣非归母净利润同比分别+0.4%/+12.1%，直营门店优化、加盟扩张及精细化管控支撑盈利韧性，具备品牌、会员及运营优势的龙头有望持续提升市场份额与盈利能力。

行业关键词：买前问豆包、全时茶咖食、伊妮宝、政府消费券、3D 试用等

【买前问豆包】豆包 APP 新增“买前问豆包”入口。

【全时茶咖食】沪上阿姨发布“全时茶咖食”战略。

【伊妮宝】华熙生物独家合作肉毒毒素伊妮宝获批。

【政府消费券】11 省市发放最高补贴 25%的淘宝政府消费券。

【3D 试用】淘宝上线 3D 商品试用功能。

板块行情回顾

本周（10 月 26 日-10 月 30 日），商贸零售和社会服务指数分别报收 1641.61 点/6516.31 点，分别下跌 2.61%/下跌 4.24%（同期上证综指累计下跌 2.48%），在 31 个一级行业中分别位居第 9/14 位。商社各细分板块中，本周酒店餐饮板块上涨，2026 年年初至今互联网电商板块跌幅最小。个股方面，本周传智教育（+26.6%）、若羽臣（+11.8%）、上海九百（+11.5%）涨幅靠前。

投资建议：关注三季报零售社服景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注在高端、时尚赛道具备产品力和洞察力的品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大生等，受益标的六福集团、周生生等；

投资主线二（零售电商）：关注品牌力提升、库存改善和 AI 赋能的跨境电商龙头，重点推荐希音-W、赛维时代、华凯易佰、吉宏股份等；

投资主线三（社会服务）：关注出行复苏、体验消费升级和 AI 提效赋能服务消费企业，重点推荐长白山，受益标的科锐国际、学大教育、中国中免等；

投资主线四（医美化妆品）：关注具备科研创新、深耕情绪消费与高端消费赛道的医美化妆品企业，重点推荐珀莱雅、若羽臣、巨子生物、朗姿股份、毛戈平等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【农林牧渔】猪价低位承压，养殖亏损加深，新生仔猪回落释放远期改善信号——行业周报-20261101

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：猪价低位承压，养殖亏损加深，新生仔猪回落释放远期改善信号

猪价持续探底，屠宰量温和回升，供需宽松格局延续。截至 10 月 30 日，全国生猪均价 9.10 元/公斤，环比下降 0.35 元/公斤（-3.70%）；日屠宰量 15.60 万头，环比+2.34%。供给端，前期后移猪源持续释放，叠加局部疫病扰动，市场供应仍较充足；需求端，降温带动屠宰需求边际恢复，但终端走货偏弱、冻品库存较高，需求增量难以承接供应释放。展望后市，11 月前期猪源后移叠加出栏均重高位，猪价或延续偏弱震荡，腌腊需求启动有望带动消费改善，但大猪供应及冻品库存压力仍制约猪价反弹空间。后续关注规模场计划出栏及终端需求恢复情况。

出栏均重持续抬升，关注局部疫病扰动。截至 10 月 29 日，全国/集团/散户出栏均重分别为 129.87/126.05/148.79 公斤，环比分别+0.23/+0.29/+0.49 公斤，同比分别+2.18/+2.26/+6.61 公斤。全国均重连续五周回升。出栏结构方面，90kg 以下小猪占比 4.48%，环比+0.10pct，关注局部疫病引发的提前出栏风险。

仔猪价格跌破百元，养殖双端亏损加深。截至 10 月 27 日，7kg 仔猪价格降至 95 元/头，环比-5.94%，补栏需求持续低迷。截至 10 月 29 日，仔猪销售及自繁自养商品猪头均利润分别为-185/-358.44 元，环比分别减少 6/57.68 元。

新生仔猪数量连续回落，远期供应压力边际缓和。涌益样本数据显示，2026 年 9 月涌益样本新生健仔猪数量 1956.52 万头，环比-0.52%，连续两个月下降，较 7 月高点累计下降 1.10%，但同比仍增长 0.30%，供应基数仍高。考虑约 6 个月育肥周期，预计 2027 年一季度供应压力仍存，2—3 月理论出栏量有望边际回落，实际变化仍需关注出栏节奏及均重。

重点新闻：

（1）农业农村部印发了《全国农产品品质提升“十五五”规划》（2）关于 2026 年 11 月 2 日中央储备冻猪肉继续轮换出库竞价交易有关事项的通知。

本周市场表现（10.26-10.30）：农业板块跑输大盘 1.41 个百分点

本周上证指数下跌 2.48%，农业指数下跌 3.89%，跑输大盘 1.41 个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，海大集团（+13.04%）、泉阳泉（+8.47%）、西王食品（+4.94%）领涨。

本周价格跟踪（10.26-10.30）：本周玉米等农产品价格环比上涨

10 月 30 日全国外三元生猪均价为 9.10 元/kg，较上周下跌 0.34 元/kg；仔猪均价为 14.93 元/kg，较上周下跌 0.14 元/kg；白条肉均价 12.67 元/kg，较上周下跌 0.96 元/kg。10 月 30 日猪料比价为 2.72:1。自繁自养头均利润-359.42

元/头，环比-52.04 元/头；外购仔猪头均利润-190.1 元/头，环比-16.01 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【通信】海外 AI 巨头财报总结：云业务表现亮眼，持续加码 AI 算力投入——行业周报-20261101

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 杨昕东（分析师）证书编号：S0790526030005 | 杜致远（分析师）证书编号：S0790526070004 | 马堉博（联系人）证书编号：S0790126070026

谷歌云利润率超预期，逐渐成为重要增长引擎

当地时间 10 月 28 日，谷歌发布 2026 年第三季度报告，公司 2026Q3 实现营收 1275.77 亿美元，同比增长 24.7%，其中，谷歌云业务实现营收 307.09 亿美元，同比增长 102.6%，谷歌云营业利润率提升至 36.2%，同比提升 12.5 个百分点，主要由 AI 基础设施需求驱动，企业客户对生成式 AI 及云计算服务的支出持续攀升。

公司 2026Q3 资本开支为 513.55 亿美元，同比增长 114.4%，大部分投入 AI 相关的技术基础设施，其中约 65%为服务器投资，35%为数据中心和网络设备。同时公司保持 2026 年全年指引 1950-2050 亿美元，主要是加快产能投入以满足不断增长的需求，公司预计 2027 年资本开支还会进一步加大。

Azure 营收、指引维持高增长，资本开支持续加速

当地时间 10 月 28 日，微软发布 2027 财年第一季度报告，公司 FY2027Q1 实现营收 922.79 亿美元，同比增长 19%，其中微软云 FY2027Q1 收入同比增长 30%至 639 亿美元，Azure 收入同比增长 48%，主要是在企业与中小企业两个细分市场都实现了较高增长，且同时覆盖核心云服务与 AI 基础设施。公司第一季度商业 RPO（剩余履约订单）达到 6770 亿美元，同比增长 73%，其中约 30%预计在未来 12 个月内确收，公司充足的订单储备也为后续收入兑现提供较强保障。

资本开支方面，公司 FY2027Q1 资本支出达 452 亿美元，其中约三分之二用于短期资产投资，主要是 CPU（含更高规格的内存和存储）和 GPU；公司预计 FY2027Q2 将超过 500 亿美元，2027 财年全年总支出约 1700 亿美元。

AWS 云业务亮眼，亚马逊持续加码 AI 投入

当地时间 10 月 29 日，亚马逊发布 2026 年第三季度报告，公司 FY2026Q3 实现营收 2019.44 亿美元，同比增长 12%；净利润为 206.85 亿美元，同比有所减少，主要是 2025 年第三季度计入了对 Anthropic 投资的 95 亿美元税前收益，公司预计第四季度营收介于 2400-2470 亿美元。AWS 方面，公司 AWS 云服务 FY2026Q3 实现营收 459.84 亿美元，同比增长 39%并实现几乎近五年内最快增速，当前积压订单已实现三位数同比增长达到 5780 亿美元，公司认为 AWS 依然具备较大发展潜力，预计 2027-2028 年 AWS 增速达到 40%，并有望在未来 5-10 年内营收突破万亿美元。

资本开支方面，公司第三季度资本开支 772.59 亿美元，主要在 AWS 和 AI 领域满足客户需求；展望未来，公司维持 2026 年全年资本支出指引 2200 亿美元，其中大部分将用于 AWS，预计 2027 年资本开支还会进一步增加。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn