

鼎珮市场洞察

Q3 2026

2026 年第三季度，市场主线由普遍上涨转向逐项验证。美股涨势收窄：标普 500 指数上涨约 2.0%，纳斯达克综合指数上涨 2.5%，美联储重启加息，10 年期美债收益率创 2002 年以来新高。中国方面，科技与消费共同进入"验证期"：国产算力从"可用"进入规模部署，硬科技退出窗口明显拓宽，但上市确定性提升不等于估值安全边际提升；消费端总量修复偏弱，服务消费快于商品消费。医疗健康方面，具身智能已是科技投资里最拥挤的主题之一，但医疗真正的制约在物理交互数据和精密空间传感，而不在"大脑"。一级市场的定价核心应回到供给壁垒、单位经济模型与可实现的退出估值。我们诚邀您阅读本报告，深入了解最新市场洞察。以下为我们重点关注的细分领域核心要点：

季度要点

医疗健康行业

医疗 × 物理 AI：瓶颈不在智能，而在感知

资本集中在 VLA 模型这一层，而医疗真正的制约在下面一层：物理交互数据和精密空间传感。综述的 49 款获 FDA 许可手术机器人中，86% 仍停留在 1 级。我们宁可今天靠精度拿回报，而不是押明天的自主化。

科技行业

围绕供给瓶颈与可验证商业化配置

国产算力从“可用”进入规模部署，存储/HBM、先进封装与高速互联的确定性高于单一 GPU 设计；大模型竞争转向交付毛利；硬科技退出窗口明显拓宽，但定价纪律比上市确定性更重要。

消费行业

从规模叙事回到经营质量

服务零售明显快于商品零售，但旅游“量增价弱”；连锁品牌告别“开店即增长”，情绪价值型品牌仍有溢价。投资重点应回到单店模型、加盟商回报与已被验证的本地化能力。

宏观动态

美国资本市场更新

继第二季度强劲反弹之后，美国股市在 2026 年第三季度涨势收窄，内部分化加剧。其中，标普 500 指数上涨约 2.0%，纳斯达克综合指数上涨 2.5%；标普 500 指数于 8 月中旬创下收盘历史新高，其后在季末有所回落。[1,2,3,4]进入 2026 年第四季度，企业盈利基本面仍具支撑，但投资者态度更趋防御。华尔街的关注点正逐步转向估值能否消化二十多年来最高的美债收益率，以及美联储重启加息的影响。

2026 年第三季度主要驱动因素

- **企业盈利增长加速：**二季度企业盈利同比增长约 52%，高于一季度的约 29%，为 2021 年第二季度以来最高增速；若剔除两家超大型企业的大额投资收益，增速约为 34%。[5,6]市场对三季度每股收益的共识预期在季内持续上调，预期增速由 6 月底的 26.7%升至 29.1%。[7]
- **AI 主线下市场上涨范围收窄：**在大型云服务商 2026 年资本开支指引合计超过 7,000 亿美元的支撑下，AI 相关科技股继续领涨，但涨幅进一步集中于超大型股。[8,9,10]纳斯达克综合指数上涨，而道琼斯工业平均指数下跌 2.7%，罗素 2000 指数下跌 7.5%。[11,12]
- **能源冲击卷土重来：**美伊停火破裂，霍尔木兹海峡附近航运再度遭袭。[13]布伦特原油重回每桶 100 美元上方，WTI 原油季内上涨近 30%至 90 美元左右，美国柴油价格创下每加仑 6.50 美元以上的历史新高。[14,15,16]

[1] https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/major-us-stock-indexes-fared-202054681.html
[2] https://www.aol.com/articles/major-us-stock-indexes-fared-201613000.html
[3] https://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/2026/08/21/s-p-500-snapshot-stocks-end-lower-to-snap-3-week-win-streak
[4] https://investrade.com/market-review-september-30-2026/
[5] https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_082826.pdf
[6] https://www.carsongroup.com/insights/blog/earnings-check-in-q1-2026-finishes-strong/
[7] https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_092526.pdf
[8] https://finance.yahoo.com/sectors/technology/articles/hyperscalers-hit-700-billion-2026-111243744.html
[9] https://cetera.com/files/market-insights/cim-quarterly-recap-3q-2026.pdf-0
[10] https://www.janushenderson.com/en-us/offshore/article/market-moves-themes-that-mattered-september-2026/
[11] https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/major-us-stock-indexes-fared-202054681.html
[12] https://www.aol.com/articles/major-us-stock-indexes-fared-201613000.html
[13] https://finance.yahoo.com/energy/articles/brent-holds-above-100-tanker-012354706.html
[14] https://finance.yahoo.com/energy/articles/brent-holds-above-100-tanker-012354706.html
[15] https://www.firstfinancialtrust.com/2026/10/01/quarterly-market-review-july-september-2026/
[16] https://www.chase.com/personal/investments/learning-and-insights/article/diesel-prices-september-2026-what-it-means-for-inflation-and-investors

- **美联储重启加息：**通胀居高不下，8 月整体 CPI 同比为 3.4%；美联储在 7 月维持利率不变（三名委员支持加息）后，于 9 月加息 25 个基点至 3.75%至 4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。[17,18,19,20,21]
- **美债收益率升至 24 年高位：**受通胀持续、经济增长稳健及政策收紧影响，10 年期美债收益率季内上行约 85 个基点至 5.29%，创 2002 年以来新高，利率敏感及高股息板块承压。[22,23,24,25,26]

2026 年第四季度展望

盈利需支撑估值

在 10 年期美债收益率高于 5%的环境下，估值扩张空间有限：截至 9 月下旬，标普 500 指数未来 12 个月预期市盈率为 19.2 倍，低于 19.8 倍的五年均值，因此第四季度的市场回报将取决于盈利兑现。[27,28]市场共识预计标普 500 指数三季度盈利同比增长 29.1%，2026 年全年增长 32.0%，门槛较高，留给业绩不及预期的空间有限。[29]

通胀粘性与经济韧性

8 月整体 PCE 通胀为 3.4%，远高于 2%的目标；美联储 9 月将年底联邦基金利率预测中值由 3.8%上调至 4.1%，意味着 2026 年内仍有一次加息。[30,31]经济增长亦展现韧性：二季度 GDP 环比折年率增长 2.2%，美联储将 2026 年经济增长预测上调至 2.3%，并将失业率预测下调至 4.1%。[32,33]8 月核心 PCE 同比为 3.0%，低于预期，

[17] https://www.bls.gov/news.release/archives/cpi_09112026.htm
[18] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20260916a.htm
[19] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230726a.htm
[20] https://www.pnc.com/content/dam/pnc-com/pdf/aboutpnc/EconomicReports/EconomicUpdates/2026/PNC_Economics_Research_FOMC_Statement_16_September_2026.pdf
[21] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20260729a.htm
[22] https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202606
[23] https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202609
[24] https://investrade.com/market-review-september-30-2026/
[25] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20260916a.htm
[26] https://cetera.com/files/market-insights/cim-quarterly-recap-3q-2026.pdf-0
[27] https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202609
[28] https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_092526.pdf
[29] https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_092526.pdf
[30] https://www.bea.gov/news/2026/personal-income-and-outlays-august-2026
[31] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20260916.htm
[32] https://www.bea.gov/news/2026/gdp-third-estimate-industries-corporate-profits-state-gdp-and-state-personal-income-2nd
[33] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20260916.htm

于季末带来些许缓和；但美联储预计通胀要到 2029 年才会回落至 2%，货币政策料将维持紧缩。[34,35,36]

行业机会与风险

- **半导体与 AI 硬件**：半导体行业三季度盈利预计同比增长约 126%，带动信息技术板块盈利增速达 63.5%。[37]折现率上升以及大型云服务商削减资本开支，是主要风险。
- **能源**：原油价格季内上涨近 30%，能源板块三季度盈利增速预计为 111.4%，居十一大板块之首。[38,39]但板块动能与中东局势高度相关，涨势可能快速消退。
- **公用事业与房地产**：利率敏感板块受收益率上行冲击最大：尽管有数据中心用电需求支撑，公用事业板块三季度仍下跌逾 12%，在十一大板块中表现最弱，房地产板块下跌逾 5%。[40,41]在收益率维持于 5%上方期间，两者仍将承压，但若利率压力缓解，有望率先受益。
- **工业**：柴油价格创纪录叠加融资成本上升，挤压工业板块利润，板块三季度下跌约 10%；利润率仍是主要风险。[42,43]

季节性规律与中期选举

历史上，第四季度通常是美股全年表现最好的季度：自 1950 年以来，标普 500 指数第四季度平均上涨约 4.2%，76 年中有 61 年上涨，中期选举年份的平均涨幅更超过 6%。[44,45,46]不过，中期选举前夕市场波动往往加剧，若收益率或油价进一步上行，11 月 3 日选举前的波动或将加大；[47]对长期投资者而言，若基本面未明显恶化，回调反而可能带来较好的布局机会。

[34] https://www.bea.gov/news/2026/personal-income-and-outlays-august-2026
[35] https://www.thestreet.com/stock-market-today/stock-market-today-dow-jones-sp-500-nasdaq-updates-sept-30-2026
[36] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20260916.htm
[37] https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_092526.pdf
[38] https://www.firstfinancialtrust.com/2026/10/01/quarterly-market-review-july-september-2026/
[39] https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_092526.pdf
[40] https://cetera.com/files/market-insights/cim-quarterly-recap-3q-2026.pdf-0
[41] https://www.clearbrookglobal.com/weekly-market-commentary-september-28-2026/
[42] https://www.chase.com/personal/investments/learning-and-insights/article/diesel-prices-september-2026-what-it-means-for-inflation-and-investors
[43] https://cetera.com/files/market-insights/cim-quarterly-recap-3q-2026.pdf-0
[44] https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/stock-markets-best-quarter-start-214401812.html
[45] https://fortune.com/2026/09/23/in-midterm-years-october-usually-best-month-for-stocks-gains-78-9-of-the-time/
[46] https://www.chase.com/personal/investments/learning-and-insights/article/how-does-the-stock-market-perform-during-midterm-election-years
[47] https://fortune.com/2026/09/23/in-midterm-years-october-usually-best-month-for-stocks-gains-78-9-of-the-time/

医疗健康行业

医疗 × 物理 AI：瓶颈不在智能，而在感知

真正的制约在感知层，不在"大脑"

本期聚焦物理交互数据墙、空间感知层，以及医疗具身智能的价值最终沉淀在哪一层

摘要

具身智能现在已经是科技投资里最拥挤的主题之一，医疗又常被看作其中最有价值的终端市场。我们认为方向没有错，但切入点普遍被看偏了：资本集中在"大脑"，也就是视觉-语言-动作（VLA）模型这一层；而医疗真正的制约条件在它下面一层，是物理交互数据和精密空间传感。

临床证据要求我们对自主化的真实水平保持克制。《npj Digital Medicine》综述的 49 款获 FDA 许可的手术机器人中，86%仍停留在 1 级"机器人辅助"，从未有任何系统以 4 级或 5 级获批[48]。约翰斯·霍普金斯大学 2025 年那项被称为里程碑的自主胆囊切除术，实际完成的是一个手术阶段，标本是 8 个离体猪胆囊[49]。而真正跑出商业规模的几家，直觉外科（Intuitive）装机 11,710 台达芬奇、美敦力 Hugo 于 2025 年 12 月获批、精锋医疗（Edge Medical）2026 年 1 月在香港上市，用的都还是遥操作的 1 级设备。

更难跨过去的是数据缺口。全球高质量物理交互数据估计只有约 50 万小时；而按智元机器人（AgiBot）管理层公开的说法，要做到可靠的开放指令操作，大约需要 1 亿小时[50,51]。作为参照，DROID 这项由 13 家机构历时 12 个月完成的采集，最终产出 350 小时[52]。医疗这一侧的缺口在结构上还要更大：手术和床旁交互数据没法众包，而医疗真正要做的，又正是当前最好的 VLA 模型做不好的那一类任务：接触密集、亚毫米级、依赖力反馈。2026 年的两篇论文给出了量化结果：基

[48] 按自主等级对获 FDA 许可的手术机器人系统进行的综述. npj Digital Medicine 7:103（2024 年 4 月 26 日）. nature.com/articles/s41746-024-01102-y
[49] Kim JW, Chen J-T, Hansen P, Shi LX, 等. SRT-H: A hierarchical framework for autonomous surgery via language-conditioned imitation learning. Science Robotics（2025 年 7 月 9 日）. doi:10.1126/scirobotics.adt5254
[50] WAIC 2026 关于物理交互数据墙的行业报道（2026 年 7 月）.
[51] 姚卯青（智元机器人），在 WAIC 2026 上关于通用具身模型数据需求的发言（2026 年 7 月）.
[52] Khazatsky A, 等. DROID: A Large-Scale In-the-Wild Robot Manipulation Dataset. Robotics: Science and Systems（2024）. droid-dataset.github.io

线 VLA 模型在接触密集型插入任务上的成功率只有 12.5%到 37.5%，只有把力传感当作核心输入，成功率才能提到 82%[53,54]。

由此我们把注意力放到感知与数据采集这一层，也就是在临床容差之内把物理操作转成机器可读状态的那套仪器设备。放在人形机器人的物料清单里，它只是个小项（美国银行估计，到 2030 年视觉与传感系统约占 BOM 的 4%[55]）；但放在医疗里，它是一门好得多的生意：96 亿美元的手术导航市场本来就在为精度付钱，监管审批也以可量化的误差为准绳；更关键的是，自 2026 年 1 月起，中国国家医保已按机器所实现的精度水平，对机器人辅助分级定价[56]。

引言：行业热衷谈能力，很少谈容差

2026 年上半年，全球机器人领域的风险投资达到 188 亿美元，已经超过 2025 年全年的 150 亿美元；截至 5 月中旬，仅中国就有 176 笔交易、56 亿美元[57,58]。几乎每份路演材料都会讲到医疗。但 2026 年规模最大的几轮具身智能融资，融资方没有一家是医疗公司；目前也没有哪家主流数据机构披露过医疗在具身智能融资中的占比。这个空白本身就说明了一些问题。

原因不在于医院没有兴趣，而在于医疗同时提出了具身智能眼下最难满足的四项条件：环境非结构化但又不是全无章法、容错空间接近于零、人机需要长时间协同作业、操作容差以十分之一毫米计。工业和物流之所以先跑起来，正是因为这四条反过来。所以任何关于医疗具身智能的投资逻辑，都得先把现状摆清楚：哪些系统已经真的能用，哪些还停在演示，中间究竟差了什么。

[53] Parés-Morlans A, Kuhn J, Liu Y, Longhini A, Bohg J. Demystifying When and Why VLAs Fail in Contact-Rich Tasks and How to Fix Them. arXiv:2608.01402（2026 年 8 月 2 日）.
[54] Facet-0: A Robotic Foundation Model for Contact-Rich Precise Manipulation. 南洋理工大学 PINE 实验室. arXiv:2609.01596（2026 年 9 月 1 日）.
[55] 美国银行研究院（Bank of America Institute）. Transformation / Physical AI, Part 2: Humanoid Robots（2026 年 3 月 12 日）.
[56] 国家医疗保障局.《手术与治疗辅助操作类医疗服务价格项目立项指南（试行）》（2026 年 1 月 20 日）. nhsa.gov.cn
[57] Crunchbase News. Robotics startup venture funding surges in 2026（2026 年 6 月 22 日）.
[58] Crunchbase News. Embodied AI fuels record funding in China as IPO momentum builds（2026 年 5 月 20 日）.

医疗具身智能的真实进展

手术领域目前仍是规模化的遥操作，谈不上自主。直觉外科披露，截至 2026 年 6 月 30 日，达芬奇装机量 11,710 台，同比增长 12%；当季新增达芬奇 5 装机 246 台，全球手术量增长约 16%[59]。美敦力 Hugo 凭借 Expand URO 研究（137 例患者，手术成功率 98.5%，高于 85%的性能目标值）于 2025 年 12 月 3 日获得 FDA 许可用于泌尿外科手术，此后已在 35 个以上国家装机约 250 台[60,61]。强生 2026 年 1 月为 Ottava 提交 De Novo 申请，2026 年 5 月发布 FORTE 关键性研究数据（30 例患者，美国 6 个中心，无一例中转）[62]。中国企业则已从国产替代走到出海：微创机器人（MicroPort MedBot）2025 财年收入增长 114%至 5.51 亿元人民币，其中 73%来自海外；精锋医疗 2026 年 1 月在港交所上市，募资 12.0 亿港元，2025 财年收入增长 185%至 4.56 亿元人民币，已装机的 100 台系统中有 54 台在境外[63,64]。2026 年 9 月，美敦力以约 7 亿美元拿下康诺思腾（Cornerstone Robotics）一款香港研发系统在美国以外地区的分销权，这是年内规模最大的医疗机器人交易，也是中国硬件进入西方渠道的一笔交易[65]。

以上没有一款超出 1 级。业内通行的自主等级从 0 级（无自主）到 5 级（完全自主）[66]；《npj Digital Medicine》对 49 款获许可系统的统计是：42 款 1 级，4 款 2 级，3 款 3 级，再往上没有。

自主化研究确有实质进展，但范围很窄。2025 年 7 月发表于《Science Robotics》的 SRT-H，在 8 个此前未见过的离体标本上自主完成了胆囊切除术的夹闭与离断阶段，并能做语言引导的自我纠错[67]。这在分层模仿学习上是一项真进展。但它不是一台完整手术，不是活体，样本量 n=8。如果有项目把它当作自主手术即将到来的证据来讲，我们会把它看成尽调中的一个警示信号，而不是加分项。

[59] 直觉外科（Intuitive Surgical）. 2026 年第二季度业绩公告（SEC 附件 99.1，2026 年 7 月）.
[60] 美敦力（Medtronic）. Hugo 机器人辅助手术系统获 FDA 许可用于泌尿外科手术（2025 年 12 月 3 日）.
[61] Abern M, 等. Expand URO IDE 研究结果. BJU International（2026）. doi:10.1111/bju.70314
[62] 强生（Johnson & Johnson）. Ottava De Novo 申请提交（2026 年 1 月 7 日）；FORTE 关键性研究结果（2026 年 5 月 5 日）.
[63] 微创机器人（MicroPort MedBot，2252.HK）. 2025 财年年度业绩（2026 年 3 月 26 日）.
[64] 精锋医疗（Edge Medical，2675.HK）. 港交所上市（2026 年 1 月 8 日）及 2025 财年业绩.
[65] 美敦力（Medtronic）. 与康诺思腾（Cornerstone Robotics）的战略合作（2026 年 9 月 1 日）.
[66] Yang G-Z, Cambias J, Cleary K, 等. Medical robotics — regulatory, ethical, and legal considerations for increasing levels of autonomy. Science Robotics 2(4):eaam8638（2017）.
[67] Kim JW, Chen J-T, Hansen P, Shi LX, 等. SRT-H: A hierarchical framework for autonomous surgery via language-conditioned imitation learning. Science Robotics（2025 年 7 月 9 日）. doi:10.1126/scirobotics.adt5254

物流是单位经济已经看得见的领域。Serve Robotics 在 2026 年 1 月收购 Diligent Robotics 时，披露了医院服务机器人领域迄今最清晰的一组公开经济数据：约 100 台 Moxi 机器人分布在 25 家以上医疗机构，自主配送累计超过 125 万次，预计每家医院年收入 20 万至 40 万美元；而收购对价是 2,900 万美元股票，加最高 530 万美元或有对价（earn-out）[68]。这个估值相当能说明市场眼下怎么给已经落地的医院自主化系统定价。

康复是报销先行的领域。美国联邦医疗保险和医疗补助服务中心（CMS）为个人下肢外骨骼设定了 91,032 美元的 Medicare 一次性支付额，自 2024 年 4 月起生效；因为现有编码描述不了这类器械，价格是放在支具（brace）福利类别下，用"缺口填补"（gap-filling）的办法定出来的[69]。Wandercraft 的自平衡个人外骨骼 Eve 于 2026 年 8 月获得 FDA 许可，2026 年 9 月在美国上市[70]。卡住这件事的一直是支付，不是能力。

养老由政策主导，仍在前商业化阶段。中国工业和信息化部与民政部启动了 2025–2027 年智能养老服务机器人试点，入选门槛写得很具体：居家养老需覆盖 200 户家庭、部署至少 200 台，机构养老需覆盖 20 家机构、部署 20 台，验证期不少于六个月[71]。在 60 岁及以上人口从 3.2 亿迈向 2035 年 4 亿的背景下，政策意图很清楚[72]。但据我们检索，目前还没有哪款人形机器人被证实在医院或养老机构里规模化承担临床或护理工作。产品发布、CES 演示和可退款预订，都还不是部署。

表 1. 医疗具身智能的真实进展（2026 年 9 月）

细分领域	当前自主等级	2025–2026 年最有力的商业化/临床证据	解读
手术机器人	1 级（遥操作）	直觉外科装机量 11,710 台（2026 年 6 月）；美敦力 Hugo 于 2025 年 12 月获 FDA 许可，装机约 250 台；强生 Ottava 于 2026 年 1 月提交 De Novo 申请；精锋	商业化已成熟，但机器承担的是"手腕"的角色，不是"外科医生"

[68] Serve Robotics. 收购 Diligent Robotics 的协议（2026 年 1 月 20 日）.
[69] 美国联邦医疗保险和医疗补助服务中心（CMS）关于个人外骨骼的收费标准修订，自 2024 年 4 月 1 日起生效；Lifeward/ReWalk 公告（2024 年 4 月 12 日）.
[70] Wandercraft. 自平衡个人外骨骼 Eve 获 FDA 许可（2026 年 8 月 11 日）.
[71] 工业和信息化部办公厅、民政部办公厅.《关于开展智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点工作的通知》工信厅联通装函〔2025〕212 号（2025 年 5 月 26 日）.
[72] 新华社. 关于银发经济与养老机器人的报道（2026 年 3 月 4 日）.

细分领域	当前自主等级	2025–2026 年最有力的商业化/临床证据	解读
		医疗于 2026 年 1 月在港交所 IPO，微创机器人 2025 财年收入+114%	
自主手术任务	2–3 级（仅限研究）	SRT-H 在 8 个离体猪标本上完成了胆囊切除术的夹闭与离断阶段（《Science Robotics》，2025 年 7 月）	确是进展；但未在活体上实现，也不是完整手术
医院物流	3–4 级（受限环境）	约 100 台 Moxi 机器人，25 家以上医疗机构，125 万次配送；每家医院年收入 20 万–40 万美元；以 2,900 万美元+530 万美元或有对价被收购（2026 年 1 月）	唯一能看到公开单位经济数据的细分领域
康复/外骨骼	1–2 级	CMS 对每台个人外骨骼一次性支付 91,032 美元（2024 年 4 月）；Wandercraft Eve 于 2026 年 8 月获 FDA 许可	卡点在报销，不在能力
养老/陪伴型人形机器人	演示阶段	工信部/民政部 2025–2027 年试点要求覆盖 200 户家庭、部署 200 台方可入选；未发现经核实的规模化临床部署	政策主导，处于前商业化阶段

资料来源：公司披露、监管申报文件、已发表文献及 VMS 内部分析

数据墙：医疗这一侧更难翻过去

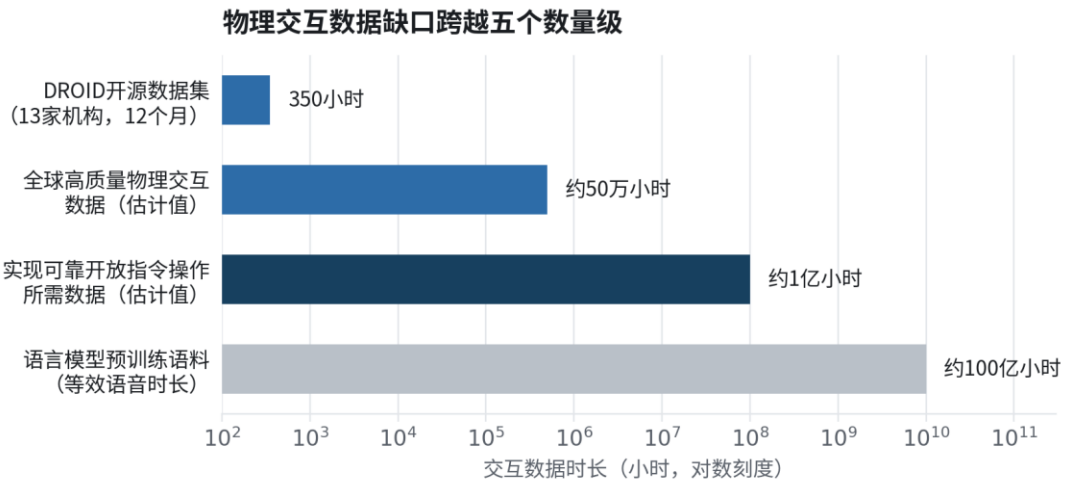
今年我们听到的最有用的一个框架，来自上海的 2026 世界人工智能大会（WAIC 2026）：在物理智能涌现之前，行业得先翻过一道数据墙。全球高质量物理交互数据估计约 50 万小时，比催生当今语言模型的语料低了好几个数量级；而按智元机器人管理层的测算，要让常见任务在开放式自然语言指令下达到 70%至 80%的成功率，大约需要 1 亿小时，50 万小时只是其中的二百分之一[73,74]。

开源数据集的规模把这件事讲得很具体。Open X-Embodiment 汇集了 34 个实验室、22 种机器人本体的逾 100 万条真实机器人轨迹[75]。DROID 动用 13 家机构、

[73] WAIC 2026 关于物理交互数据墙的行业报道（2026 年 7 月）.
[74] 姚卯青（智元机器人），在 WAIC 2026 上关于通用具身模型数据需求的发言（2026 年 7 月）.
[75] Open X-Embodiment Collaboration. Open X-Embodiment: Robotic Learning Datasets and RT-X Models. arXiv:2310.08864（2023）.

历时 12 个月、横跨三大洲，产出 350 小时[76]。AgiBot World Beta 贡献了 100 台机器人采集的约 100 万条轨迹[77]。相比之下，语言预训练语料约为 100 万亿个 token。物理数据不只是规模小，而是完全不在一个数量级上。

图 1. 物理交互数据缺口



资料来源：Open X-Embodiment、DROID、WAIC 2026 行业评论及 VMS 内部分析。语言模型数据系由约 100 万亿个预训练 token 折算为等效语音时长。

采集成本也是文本数据从未遇到过的问题。在中国，真机遥操作数据报价每小时 500 至 1,000 元人民币，合成数据和非真机轨迹预计会稳定在它的二分之一到三分之一[78]。行业的应对已经工业化：京东动员员工和社会参与者，目标是两年内采集 1,000 万小时第一人称视角视频；智元机器人在浦东运营一座 4,000 平方米的数据采集基地；Figure AI 披露已有 1,600 万条众包的第一人称视角（egocentric）视频，并承诺 12 个月内投入 10 亿美元用于数据与算力[79,80]。

但这些做法都搬不进医疗。手术和床旁交互数据不可能从消费者志愿者那里众包，未经伦理审查不能采集，还受隐私监管约束、难以跨境汇集。要训练出真正可用的医疗具身系统，数据只能在现场、由带传感的设备、在受监管的流程里采到。谁掌握这条采集通道，谁就掌握了下一代模型的输入。这和"谁手上有最好的模型架构"完全是两个竞争命题。

[76] Khazatsky A, 等. DROID: A Large-Scale In-the-Wild Robot Manipulation Dataset. Robotics: Science and Systems（2024）. droid-dataset.github.io
[77] 智元机器人（AgiBot）/ OpenDriveLab. AgiBot World Beta 数据集文档.
[78] 36 氪. 关于中国具身智能数据采集行业及定价的报道（2026 年 4 月及 6 月）.
[79] 36 氪. 关于中国具身智能数据采集行业及定价的报道（2026 年 4 月及 6 月）.
[80] Figure AI. Introducing Index（2026 年 8 月 25 日）.

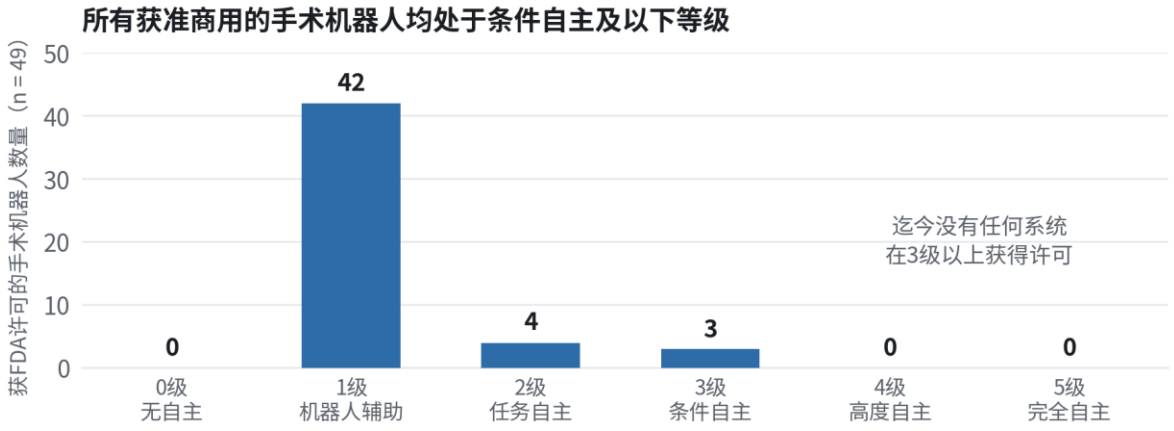
在医院里，"大脑"不是卡点

2026 年最值得关注的一项技术发现是：当今最好的 VLA 模型，偏偏在医疗工作所属的那一类任务上失手。

斯坦福大学一个团队 2026 年 8 月发表的接触密集型操作分析显示，基线 VLA 模型在插头插入任务上的成功率为 30.0%，钥匙插入 15.0%，按压按钮 12.5%，USB 插入 37.5%。问题是结构性的，不是偶发的：标准训练的噪声调度只把约 9%的梯度信号分给亚毫米级调整所需的低噪声区间，而且架构里力的历史信息没有时间结构[81]。南洋理工大学（NTU）2026 年 9 月的另一项成果，在 0.10–0.30 mm 间隙的精密装配任务上做到 82%的平均成功率，最强的纯视觉基线只有 15%；差别就在于它用了六轴腕部力/力矩传感，并引入了因果力旋量（wrench）历史[82]。

把这些数字放到手术的规格上看。神经外科和骨科使用的光学导航系统，精度指标是 0.12 mm RMS[83]；器械尖端定位、螺钉轨迹、导管导航，判定标准都在亚毫米级。通用 VLA 模型现在能做到的，和 III 类医疗器械必须做到的，中间差的不是推理能力，而是传感带宽、传感模态和力反馈；再往上游追，差的是根本就没有包含力信息和精确位姿的训练数据。

图 2. 获 FDA 许可手术机器人的自主等级



资料来源：《npj Digital Medicine》7:103（2024），对 49 款获 FDA 许可的手术机器人系统的综述；自主等级分类依据 Yang 等，《Science Robotics》（2017）

[81] Parés-Morlans A, Kuhn J, Liu Y, Longhini A, Bohg J. Demystifying When and Why VLAs Fail in Contact-Rich Tasks and How to Fix Them. arXiv:2608.01402（2026 年 8 月 2 日）.
[82] Facet-0: A Robotic Foundation Model for Contact-Rich Precise Manipulation. 南洋理工大学 PINE 实验室. arXiv:2609.01596（2026 年 9 月 1 日）.
[83] Northern Digital Inc. Polaris Vega ST 公开技术规格.

感知层：现有技术卡在哪里

二十年来，医疗精密空间追踪基本上就是两条技术路线在分市场，而两条路线各自的局限，供应商自己的文档里都写得很清楚。

表 2. 精密空间追踪技术模态对比

技术模态	代表性系统	标称精度	结构性局限
光学	NDI Polaris Vega ST	0.12 mm RMS（金字塔测量空间），60 Hz	需要持续无遮挡的视线
光学（高更新率）	Atracsys fusionTrack 500	0.08 mm RMS（距离≤2.0 m 时），335 Hz，延迟约 4 ms	需要持续无遮挡的视线
电磁	NDI Aurora	位置 0.70 mm RMS，方向 0.30°	受导电及铁磁性材料干扰而失真
电磁	Polhemus VIPER	位置 0.38 mm RMS，最高 960 Hz	受导电及铁磁性材料干扰而失真
永磁（新兴）	Ommo ORBIT	650 mm 半径范围内达亚毫米级，最高 1 kHz，6 自由度	作用范围受限；处于商业化早期

资料来源：供应商公开技术规格（NDI、Atracsys、Polhemus、Ommo）及 VMS 内部分析

光学追踪精度最高，但要求视线全程无遮挡。这在拥挤的术野里是实打实的限制，进到人体内部或机器人自身的工作空间就直接不可用。电磁追踪不要求视线，代价是误差约为光学的三到六倍，而且仍然会被导电和铁磁性材料干扰失真；NDI 自己就讲得很明白，没有任何电磁追踪器能免受导电或铁磁性金属的影响[84]。架在这两条路线之上的市场，2025 年估计为 96 亿美元，其中电磁系统占 41.4%，预计到 2033 年增长至 269 亿美元[85]。

触觉与力传感的成本曲线掉得更快。过去从海外采购约需 10 万元人民币的指尖触觉传感器，现在国内报价 199 元；帕西尼（PaXini）2026 年 3 月完成逾 10 亿元人民币融资，估值超过 100 亿元人民币[86]。这种幅度的降价直接改变了器械设计里

[84] Northern Digital Inc. 电磁追踪技术概述及 Aurora 技术规格.
[85] Grand View Research. Surgical Navigation Systems Market Report（2026）.
[86] 财新. 帕西尼（PaXini）B 轮融资（2026 年 3 月 6 日）.

能装什么，我们也因此判断，未来三年带力传感的医疗器械工具会从高端配置变成常规配置。

另一种看法

以下是三点坦诚的反对意见。

物料清单这条。美国银行预测，到 2030 年视觉与传感系统约占人形机器人物料清单的 4%，执行器约占一半[87]。照这个比例看，感知似乎不是个好位置。我们认为：医疗的投资逻辑不该拿人形机器人的 BOM 当分母。手术导航系统是按受监管的资本性设备加持续复购的耗材来定价的，不是一台 30 万元人民币机器人里的一个零件；同一个传感核心，放在这两种渠道里毛利率完全不同。

商品化这条。帕西尼的价格暴跌是双向的证据，它同时说明传感硬件降价很快。所以真正有防御力的位置不是传感器本身，而是三样东西叠在一起：受监管的质量体系、在客户产品里的深度设计导入（design-in），以及传感器产生的数据。进不了客户监管申报的硬件只是零部件；进得去的才是基础设施。

监管与报销的时间节点这条。欧盟已把《人工智能法案》中针对嵌入受监管产品的人工智能的义务，从 2027 年 8 月推迟到 2028 年 8 月，短期阻力是消除了，但也说明这套框架远未定型[88]。美国胃肠内镜外科医师协会（SAGES）2026 年 6 月发布了三级风险框架，凡是能独立发起不可逆操作的系统都归入最高一级[89]。在中国，国家医疗保障局 2026 年 1 月的价格立项指南，首次在全国层面为机器人手术辅助单设收费项目，分导航、参与执行、精准执行三档，并把远程手术辅助操作费列为独立项目[90]。我们认为这是今年对这个行业影响最深的一件政策事件：国家医保已经开始为机器贡献的精度定价。这给感知层提供了一条直接的变现路径，而十八个月前还没有这条路。

[87] 美国银行研究院（Bank of America Institute）. Transformation / Physical AI, Part 2: Humanoid Robots（2026 年 3 月 12 日）.
[88] 欧盟数字/人工智能综合法案（Digital / AI Omnibus）临时协议（2026 年 5 月），将附件一相关的高风险义务推迟至 2028 年 8 月 2 日.
[89] SAGES. Regulating digital surgery to balance safety and innovation. Surgical Endoscopy 40(7):5480–5490（2026 年 6 月 19 日）.
[90] 国家医疗保障局.《手术与治疗辅助操作类医疗服务价格项目立项指南（试行）》（2026 年 1 月 20 日）. nhsa.gov.cn

我们看项目的三条标准

第一，感知能不能在任务要求的容差内闭环。会描述流程的模型和会执行轨迹的机械臂，各自都不完整。真正稀缺的，是传感带宽、延迟和误差预算三者与某个具体临床容差对得上的系统，而且要在真实工作流程里守住这个误差预算，不是在基准测试上。

第二，数据从哪来，通道在谁手里。语言模型时代，大家争的是同一个公共语料库；物理 AI 不是，医疗尤其不是，数据产生于受监管环境中由传感设备完成的作业。与其押一个会被下一代架构商品化的模型，我们更愿意在采集通道上占个位置。

第三，支付方到底为什么付钱。我们把"能演示的能力"和"能收到钱的能力"分开看。要问的问题都不好看：故障率、投资回收期、复购率，以及到底有没有报销编码。Diligent 的经济数据（每家医院每年 20 万至 40 万美元）、CMS 的外骨骼一次性支付额（91,032 美元）、国家医保局的精度分级，这些才是我们看重的证据。一段机器人叠纱布的视频不是。

案例研究：OMMO

2026 年 7 月，鼎珮集团（VMS Group）联合领投了空间智能公司 Ommo Technologies 的 A 轮融资，金额数千万美元[91,92]。

在这个长期由两条路线把持的市场里，Ommo 走的是第三条。它不用红外摄像头，也不用交流驱动线圈，而是让永磁体机械旋转，产生经过编码的低频准静态磁场，再由微型磁力计读出六自由度位姿：传感元件最小只有 0.8 mm，650 mm 工作半径内可达亚毫米级精度，更新率最高 1 kHz，全程不需要视线[93,94]。它的磁场编码本身就是为实时失真校正设计的，针对的正是传统电磁追踪一直没能解决的金属干扰[95]。

[91] 36 氪. 独家报道：Ommo Technologies A 轮融资（2026 年 8 月 6 日）. eu.36kr.com/en/p/3927419946629256
[92] BioPharma APAC. Ommo Technologies raises Series A to scale spatial intelligence platform for physical AI（2026 年 8 月 13 日）.
[93] Ommo Technologies. 技术概述.
[94] Ommo Technologies. ORBIT 三维追踪系统产品文档.
[95] 36 氪. 独家报道：Ommo Technologies A 轮融资（2026 年 8 月 6 日）. eu.36kr.com/en/p/3927419946629256

吸引我们的不只是医疗导航这块业务，更在于同一项底层技术能同时支撑前面讲的两端。亚毫米级、无遮挡的位姿追踪，是手术导航在诊疗现场需要的东西；也是数据手套要把人手操作采得足够准、让数据具备训练价值所需要的东西。目前具身智能这边的主动询单，来自既要柔性操作精度、又想解决三维物理操作数据集稀缺的客户[96]。一个既拿得到受监管临床渠道资质、又能当训练数据采集工具用的传感平台，恰好站在我们描述的那个卡点上：今天靠精度收钱，同时在积累上面那一层将来要用的数据。

展望与观点

我们的判断是，医疗具身智能眼下的局面和十年前的智能汽车很像，而那一轮周期的教训是：决定渗透速度的是经济性，不是能力。能力的发布总是先行好几年，传感器这一套要在成本、精度和资质上满足同一任务的受监管版本，还要再等。

有三件事会让我们改变看法。第一，在真实手术流程中出现可信的活体 3 级结果，会把自主化的时间表明显提前。第二，出现为自主执行（而不是辅助执行）付费的报销编码，会改变所有以精度为卖点的公司的回报结构，国家医保局的分级定价已经是朝这个方向迈出的第一步。第三，如果有人能证明仿真或人类视频在临床容差下可以替代由传感设备实采的物理数据，数据通道这条逻辑就会被彻底动摇；但到目前为止，在接触密集、依赖力反馈的任务上，我们还没见到这样的案例。

在此之前，我们宁可今天靠精度拿回报，而不是押明天的自主化。最终能真正承担临床工作的系统，一定是建在感知与数据层之上的；而早在自主化到来之前，这一层就必须自己先跑得通商业。这一层，就是我们想占的位置。

[96] 36 氪. 独家报道：Ommo Technologies A 轮融资（2026 年 8 月 6 日）. eu.36kr.com/en/p/3927419946629256

科技行业

摘要

总判断：三季度科技与消费并未出现同步、全面的景气反转，而是共同进入"验证期"。科技端率先兑现的是算力、存储与退出通道，AI 应用仍需证明毛利与分发效率；消费端总量修复偏弱，服务消费快于商品消费，但客单价、单店产出与海外经营质量成为新的约束。一级市场的定价核心，应从"赛道标签"回到供给壁垒、单位经济模型与可实现的退出估值。

- **科技行业：**国产算力从"可用"进入规模部署，存储/HBM、先进封装、液冷、电源与高速互联的确定性高于单一 GPU 设计；大模型竞争由调用量转向交付毛利和海外分发；具身智能与 Robotaxi 开始出现可量化的出货、车队与收入验证。
- **消费行业：**服务零售明显快于商品零售，但旅游"量增价弱"；连锁品牌告别"开店即增长"，单店模型与加盟商回报重新成为估值核心；情绪价值型品牌仍有溢价，但需要拆分爆款、提价、原材料与库存收益。
- **资本市场：**硬科技退出窗口明显拓宽，港股与A股新股供给增加；但首日表现已经分化，上市确定性提升不等于估值安全边际提升。消费端 SHEIN 上市提供了新的退出参照，二级市场仍按增长持续性与合规成本定价。
- **投资建议：**科技侧优先供给瓶颈环节、正向单位经济的 B 端 AI 应用、规模出货的具身智能头部及 Robotaxi 配套；消费侧优先高复购服务消费、单店模型清晰的连锁品牌、具备持续 IP 创造能力的情绪价值品牌，以及本地化能力已被验证的出海企业。

特别视角：从增长叙事回到可验证约束

三季度科技与消费表面上是两条独立主线，实质上指向同一个定价变化：市场不再只奖励增长故事，而开始要求增长被约束条件验证。科技端的约束在供给侧——先进制程、HBM、先进封装、电力与出口合规共同决定算力交付能力；消费端

的约束在经营侧——同店销售、客单价、加盟商现金回收、库存周转与本地化能力共同决定品牌扩张质量。

这意味着，一级市场投资不应再为"国产替代"、"AI 应用"、"新消费"、"出海"这些标签支付线性溢价，而应为两类资产支付溢价：一类是供给瓶颈中具备议价权的环节，另一类是经营模型已被真实现金流验证的企业。对 Pre-IPO 项目，还应额外测算上市后的估值承接、锁定期与解禁节奏；对早期项目，则应避免把二级市场的远期定价直接倒推为一级入场价格。

资本市场回顾：资本开支再加码，新股热与存量冷并存

7 月底财报季，Alphabet、Amazon 和 Meta 上调 2026 年资本开支指引；Microsoft 因租赁会计口径调整，表面指引下降，但经济口径的投入计划基本不变。四家公司合计指引达到 7,200–7,450 亿美元[97]。市场对回报的耐心正在下降：Alphabet 上调指引后股价下跌约 5%[98]，部分云厂商自由现金流已接近零甚至转负[99]。

AI 硬件景气仍在上行。英伟达 FY27 Q2 收入 962 亿美元，同比增长 106%，并指引下一季度收入约 1,080 亿美元[100]。但 9 月中旬，多家头部 AI 公司负责人公开提示技术快速发展的风险，叠加美国 10 年期国债收益率短暂突破 5%，费城半导体指数单日下跌 5.9%[101]。AI 资产对叙事与利率的双重敏感度明显上升。

港股与 A 股呈现"新股热、存量冷"。长鑫科技、宇树科技、燧原科技相继登陆科创板，中际旭创完成约 68 亿美元 H 股发行，为今年亚洲第二大 IPO[102,103]；据 Wind 统计，截至 9 月 9 日，港股年内新股 108 只、募资约 3,642 亿港元，金额同比增长约 1.6 倍[104]。同期，恒生科技指数截至 8 月末年内下跌 16.25%，近三个月下跌 5.41%[105]。新增供给正在分流存量科技资产的流动性。

[97] https://www.tmtfinance.com/intel/2026-hyperscaler-capex-tops-us700bn-analysis
[98] https://www.cnbc.com/2026/07/28/hyperscalers-face-higher-capex-scrutiny-after-alphabet-report-panned.html
[99] https://www.tmtfinance.com/intel/2026-hyperscaler-capex-tops-us700bn-analysis
[100] https://nvidianews.nvidia.com/news/nvidia-announces-financial-results-for-second-quarter-fiscal-2027
[101] https://www.investing.com/news/economy-news/ai-warnings-knock-nasdaq-futures-pressure-tech-stocks-4898987
[102] https://www.cnbc.com/2026/07/30/china-ai-supplier-zhongji-innolight-hong-kong-debut.html
[103] https://www.thestar.com.my/business/business-news/2026/07/22/china039s-zhongji-innolight-seeks-us7bil-hong-kong-listing-asia039s-no-2-in-2026
[104] https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2026-09-10/doc-inirinuu5289122.shtml
[105] https://www.hsi.com.hk/static/uploads/contents/en/dl_centre/factsheets/hsteche.pdf

投资启示

对一级市场而言，上市确定性边际改善，但真正需要测算的是退出估值与入场成本之间的距离，以及锁定期、解禁节奏与流动性承接对实际回报的影响。

核心主题一：国产算力迈入规模部署，存储与封装成为新的瓶颈

国产替代由"能用"走向规模采用

英伟达 8 月开始在新许可框架下向中国交付 H200，但其三季度指引明确不计入任何中国数据中心算力收入[106,107]。与此同时，据报道，美国商务部正起草规则，限制中国企业通过第三国数据中心远程租用先进 GPU[108]。一端有限松绑、一端继续收紧，国内客户对供应安全的重视只增不减。TrendForce 预测，2026 年国产 AI 芯片在中国市场的份额有望接近九成[109]。

"国产 GPU 四小龙"全部上市，定价已走在业绩前面

9 月 11 日，燧原科技登陆科创板，募资约 61 亿元，首日收涨 179%，市值约 1,700 亿元[110,111]。至此，摩尔线程、沐曦、壁仞、燧原全部完成上市。燧原发行时对应 2025 年市销率约 62 倍，首日收盘后升至约 170 倍，且公司尚未盈利[112,113]。二级市场已在按远期收入为国产 GPU 定价，Pre-IPO 轮次的安全边际明显收窄。

存储从配套环节变为核心资产

7 月 27 日，长鑫科技登陆科创板，募资约 579 亿元，超过中芯国际 2020 年创下的纪录，成为科创板史上最大 IPO；首日收涨 466%，市值约 3.28 万亿元，位列 A 股第一[114]。公司预告上半年收入 1,100–1,200 亿元、归母净利润 500–570 亿元[115]，

[106] https://nvidianews.nvidia.com/news/nvidia-announces-financial-results-for-second-quarter-fiscal-2027
[107] https://www.scmp.com/tech/big-tech/article/3365383/nvidia-ships-first-h200s-china-forecasts-no-data-centre-computing-revenue
[108] https://www.tomshardware.com/tech-industry/policy/new-us-export-controls-reportedly-target-chinese-access-to-remote-ai-servers-trump-admins-cut-down-ai-diffusion-rule-could-be-shared-with-industry-as-soon-as-september
[109] https://www.tomshardware.com/tech-industry/artificial-intelligence/chinas-homegrown-ai-accelerators-to-supply-90-percent-of-the-countrys-domestic-market-analysts-suggest-cambricon-and-huawei-expected-to-be-the-biggest-winners-in-the-shift-away-from-nvidia-and-amd
[110] https://www.ithome.com/1/000/401.htm
[111] https://news.qq.com/rain/a/20260911A0E37C00
[112] https://news.qq.com/rain/a/20260911A0E37C00
[113] https://www.sohu.com/a/1070141129_121455647
[114] https://www.stcn.com/article/detail/4044150.html
[115] https://www.stcn.com/article/detail/4044150.html

存储涨价周期的盈利弹性充分释放。HBM 供应紧张已推动国产 AI 加速卡提价[116]，存储与先进封装正成为国产算力扩张的重要约束。

投资启示

国产算力的核心问题，已从"客户愿不愿意用"转为"供给跟不跟得上"。存储/HBM 配套、先进封装、测试设备、液冷、电源与高速互联等瓶颈环节的确定性，高于单一 GPU 设计公司。对已按远期市销率定价的芯片设计企业，一级投资应严格对标二级可比公司、锁定期与流动性承接，避免为"国产替代"标签支付过高溢价。

核心主题二：大模型竞争转向毛利与分发效率，开源模型进入海外云平台

模型迭代：开源、长上下文、分时定价

7 月，月之暗面发布 Kimi K3。根据公司公开发布的信息，该模型参数规模约 2.8 万亿，开放权重并支持百万 token 上下文，性能对标海外头部闭源模型[117]。DeepSeek V4 系列正式版陆续上线，目前已迭代至 V4.1-Flash，并引入峰谷分时定价，非高峰时段价格为高峰时段的一半[118]。分时定价说明，算力约束已开始直接影响模型厂商的定价方式。

"Token 出海"走进主流云平台

据 AWS 官方公告，Kimi K3 已于 9 月 18 日在 Amazon Bedrock 正式上线[119]。国产开源模型的海外分发，正从开源社区下载推进到海外主流云平台的商业分发。对模型公司而言，海外云平台不仅带来新增收入，也意味着更严格的可用性、合规与服务等级要求。

收入高增，毛利率回升但亏损仍在扩大

MiniMax 上半年收入 1.17 亿美元，同比增长 283%；毛利率由上年同期的 12.1%升至 17.9%，但调整后净亏损由 1.39 亿美元扩大至 2.93 亿美元[120]。企业 API 及其他

[116] https://pandaily.com/huawei-ascend-950dt-cambricon-hbm-pricing-squeeze
[117] https://www.constellationr.com/insights/news/moonshot-ai-launches-kimi-k3
[118] https://api-docs.deepseek.com/quick_start/pricing/
[119] https://aws.amazon.com/about-aws/whats-new/2026/09/moonshot-ai-kimi-k3-on-amazon-bedrock/
[120] https://www.minimax.io/news/minimax-announces-first-half-2026-financial-results-1787744160

AI 企业服务收入占比已升至 63.4%，说明 B 端需求强劲，但收入增长尚未转化为整体盈利。资本化同步推进：据公开报道，月之暗面已秘密递交港股上市申请，公司尚未确认相关报道，具体发行规模亦未披露[121]；百度 AI 业务收入已占一般业务收入约一半，GPU 云收入同比增长 283%[122]。

拟人化、情感陪伴型产品进入强合规阶段

《人工智能拟人化互动服务管理暂行办法》自 7 月 15 日起施行，豆包、千问等平台同步下线用户自建智能体功能[123,124]。该办法主要针对模拟自然人人格、提供持续性情感互动的服务；不涉及持续情感互动的智能客服、知识问答和工作助手不在其适用范围内。

投资启示

评估模型公司时，交付毛利率应排在收入增速之前，并按季度追踪单位 token 毛利。优先关注深度嵌入 B 端工作流、具备海外分发能力与推理成本优势的团队；对依赖 C 端拟人化交互的产品，应将内容安全、数据合规与运营成本计入估值。

核心主题三：具身智能迎来稀缺的盈利型估值锚，融资结构高度集中

宇树上市：有出货、有盈利的定价锚

8 月 19 日，宇树科技登陆科创板，募资约 61 亿元，首日收涨 460%，市值约 500 亿美元[125]。公司 2025 年收入约 17 亿元（2024 年约 3.9 亿元），净利润约 2.8 亿元，人形机器人出货超过 5,000 台[126]，是赛道内少数已实现盈利的整机企业。宇树为具身智能提供了稀缺的二级市场定价锚，也明显抬高了一级市场的估值预期。

融资总量高位，结构高度分化

据 IT 桔子统计，2026 年上半年具身智能融资额约 935 亿元、共 322 起，金额约为去年同期的 5 倍，融资额前 20 的企业合计占比近六成[127]。7 月融资 34 起、约

[121] https://technode.com/2026/09/03/moonshot-ai-reportedly-submits-confidential-hong-kong-ipo-filing/
[122] https://www.prnewswire.com/news-releases/baidu-announces-second-quarter-2026-results-302853860.html
[123] https://www.cac.gov.cn/2026-04/10/c_1777558395078289.htm
[124] https://technode.com/2026/07/06/bytedances-doubao-and-alibabas-qwen-to-shut-down-ai-agent-features-on-july-15/
[125] https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/unitree-robotics-stock-soars-460-111514463.html
[126] https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/unitree-robotics-stock-soars-460-111514463.html
[127] https://www.huxiu.com/article/4872074.html

120 亿元，笔数环比增加，金额环比下降约三成，天使轮已出现 10 亿元级单笔融资[128]。相关数据为基于公开披露的不完全统计，但已显示融资结构呈现较高集中度，腰部项目的后续融资能力仍需观察。

投资启示

继续以真实场景运行小时数、故障率、单机回本周期和数据闭环质量作为核心尽调指标。宇树的估值建立在多年出货积累与成本控制之上，不宜线性套用于早期本体或"具身大脑"公司。优先关注已形成规模出货、毛利为正的整机企业，以及能进入头部整机供应链、难以被垂直整合的高壁垒零部件。

核心主题四：Robotaxi 车队规模化，平台合作打开海外市场

车队与收入同步放量

小马智行二季度末车队达 1,975 辆，年底目标 3,500 辆以上；二季度 Robotaxi 收入同比增长约 6.9 倍[129]。百度萝卜快跑（Apollo Go）已覆盖 28 座城市，累计自动驾驶里程超过3.5亿公里，在迪拜开启全无人商业运营，并在香港开展测试[130]。特斯拉 Cybercab 展示车辆已运抵中国，但尚未获得运营许可[131]。

借助全球出行平台轻资产出海

小马智行与 Uber 约定在欧洲部署超过 2,000 辆 Robotaxi；国际市场处于协议或磋商阶段的车辆合计超过 4,000 辆[132]，已超过其当前车队总量；百度亦与 Uber、Lyft 在伦敦开展路测[133]。平台合作降低了海外获客与本地运营投入，但也对车辆合规、远程运营和事故责任划分提出更高要求。

[128] https://www.robotsj.cn/shichangdongtai/2192.html
[129] https://ir.pony.ai/news-releases/news-release-details/pony-ai-inc-reports-second-quarter-2026-financial-results-total
[130] https://www.prnewswire.com/news-releases/baidu-announces-second-quarter-2026-results-302853860.html
[131] https://www.techtimes.com/articles/327677/20260917/tesla-brings-driverless-cybercab-china-no-chinese-permit-operate.htm
[132] https://ir.pony.ai/news-releases/news-release-details/pony-ai-inc-reports-second-quarter-2026-financial-results-total
[133] https://www.prnewswire.com/news-releases/baidu-announces-second-quarter-2026-results-302853860.html

投资启示

维持"长期特许经营型基础设施"的定价框架，并将估值拆分为国内城市运营与海外车辆交付及平台分成两部分分别评估。配套环节关注车载计算、传感器、线控底盘、远程运营平台，以及适配多国法规的数据与测试工具链。

核心主题五：硬科技退出窗口明显拓宽，定价纪律比上市确定性更重要

退出窗口比预期更宽

三季度硬科技的退出密度明显超出上季度预期：长鑫科技、宇树科技、燧原科技先后登陆科创板，中际旭创完成 H 股发行；据公开报道，月之暗面、昆仑芯等 AI 与芯片企业也在筹备上市[134]。海外方面，Anthropic 已秘密递交 S-1，市场报道其最早可能于秋季上市；OpenAI 则表示 2026 年内不上市[135]。

首日表现开始分化

窗口打开并不等于"上市即溢价"。中际旭创 H 股首日下跌[136,137]；燧原首日涨幅也明显低于此前上市的摩尔线程（425%）和沐曦（693%）[138]。随着供给增加，二级市场开始按业绩、估值与流动性区分新股。

投资启示

退出通道打开会推高一级市场 Pre-IPO 定价。项目筛选标准应从"能否上市"升级为"上市后定价相对入场成本的安全边际"，并把解禁节奏、A+H 供给对流动性的分流，以及二级可比公司的估值波动纳入测算。

[134] https://technode.com/2026/09/03/moonshot-ai-reportedly-submits-confidential-hong-kong-ipo-filing/
[135] https://www.forbes.com/sites/investor-hub/article/openai-vs-anthropic-ipo-comparison/
[136] https://www.cnbc.com/2026/07/30/china-ai-supplier-zhongji-innolight-hong-kong-debut.html
[137] https://www.thestar.com.my/business/business-news/2026/07/22/china039s-zhongji-innolight-seeks-us7bil-hong-kong-listing-asia039s-no-2-in-2026
[138] https://news.qq.com/rain/a/20260911A0E37C00

消费行业

资本市场回顾：新增退出参照，消费资产仍按业绩定价

9 月 1 日，SHEIN 登陆港交所。公司此前获得中国证监会境外上市备案，拟发行不超过 3.42 亿股境外上市普通股；此次 IPO 募资约 17 亿美元，成为年内香港市场规模较大的消费类发行之一。上市首日股价一度较发行价下跌近 10%，最终收于 48.50 港元，接近 48.56 港元的发行价[139,140,141]。SHEIN 的发行为中国供应链驱动的全球消费品牌提供了新的上市参照，但不足以单独证明消费项目的退出窗口已全面恢复。

三季度披露的中期业绩进一步拉开新消费公司的表现差距：老铺黄金维持高增长，泡泡玛特国内业务与新 IP 继续扩张，蜜雪集团则出现门店增长快于收入、利润同比下降的情况。市场并未给予"新消费"统一定价，而是开始区分品牌溢价、门店质量和海外经营能力[142,143,144]。

投资启示

SHEIN 上市提供了新的退出参照，但决定回报的仍是上市时能否拿出持续的同店增长和利润，而不是单纯拥有门店规模或出海故事。

核心主题一：服务消费成为相对亮点，但人次增长快于客单价

服务零售明显快于商品零售

1–8 月，社会消费品零售总额同比增长 1.1%，其中商品零售额增长 1.0%；服务零售额增长 4.9%，增速高出 3.9 个百分点[145,146]。1–7 月，旅游咨询租赁服务和文体

[139] https://www.csrc.gov.cn/csrc/c105984/c7644823/content.shtml
[140] https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2026/260828news?sc_lang=en
[141] https://apnews.com/article/126f7d325f24f37d5bc067b19e98901a
[142] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0827/2026082700177.pdf
[143] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0825/2026082500346.pdf
[144] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0820/2026082000353.pdf
[145] https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202609/t20260915_1965311.html
[146] https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/sjfzrfb/art/2026/art_2766447d355c4e738290c750a2b776f7.html

休闲服务零售额分别增长 11.0%和 10.1%，通讯信息服务增长 11.9%[147]。商品消费总体偏弱时，旅游、文体娱乐与数字内容仍保持相对较高景气。

旅游"量增价弱"特征延续

2026 年上半年，国内居民出游 34.63 亿人次，同比增长 5.4%；国内旅游总花费 3.21 万亿元，仅增长 2.0%[148]。按两项数据粗略估算，单次出游支出同比下降约 3%。旅游需求恢复并未同步带动单次支出。

政策在延续耐用品支持的同时加码服务供给

7 月发布的《扩大消费"十五五"规划》把餐饮、住宿、养老、文旅体育和家政等服务消费列为重点，并提出扩大优质服务供给、丰富消费场景[149]。与耐用品以旧换新相比，服务消费更依赖供给质量和持续运营，政策刺激较难替代产品与场景本身。

投资启示

判断服务项目时，应同时观察人次、客单价和复购。优先关注具备内容或稀缺供给、能延长停留时间并承接住宿餐饮消费的运营商，以及高频刚需的养老、家政和健康服务。对以客流为主要叙事的项目，应重点检验获客成本、淡旺季利用率和门店层面的现金回收。

核心主题二：连锁消费告别"开店即增长"，单店模型重新成为核心

门店扩张与收入利润出现错位

截至 6 月底，蜜雪集团门店数由去年同期的 53,014 家增至 63,987 家，同比增长约 20.7%；其中中国内地门店 59,609 家，三线及以下城市占 58%[150]。同期公司收入增长 2.3%至 152.2 亿元，净利润下降 14.7%至 23.2 亿元，毛利率下降 1.2 个百分点至 30.4%[151]。门店规模继续扩张，但未同比例转化为总部收入和利润。

[147] https://www.stats.gov.cn/zwfwck/sjfb/202608/t20260817_1965064.html
[148] https://zwgk.mct.gov.cn/zfxxgkml/tjxx/202608/t20260807_966808.html
[149] https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2026/art_079550c54c264303a9d45b35a8000a9f.html
[150] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0827/2026082700177.pdf
[151] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0827/2026082700177.pdf

加盟体系进入密度经营阶段

蜜雪上半年新开加盟店 5,455 家、关闭 1,289 家，闭店数量略高于上年同期；境外门店由 4,733 家降至 4,378 家，公司在印度尼西亚和越南优化存量门店，同时进入墨西哥、吉尔吉斯斯坦和巴西[152]。成熟连锁品牌的下一阶段不只是继续开店，而是提高单店产出、加盟商回报和区域供应链效率。

投资启示

连锁消费估值应从门店数倍数回到单店模型。尽调需要按开业年份和城市层级拆分同店销售、闭店率、加盟商回本周期、总部供货毛利与初始设备收入，防止新店开业掩盖成熟店走弱。对于下沉市场项目，还应测算门店密度上升后的同品牌分流。

核心主题三：情绪价值仍能获得溢价，但爆款与提价贡献需要拆开

精品黄金延续高增长，利润受品牌与金价共同驱动

老铺黄金上半年收入 198.1 亿元，同比增长 60.3%；净利润 42.7 亿元，同比增长 88.2%，毛利率由 38.1%升至 41.3%[153]。境外收入增长 107.8%，占收入的 16.7%。但公司同时披露，毛利率改善部分来自 2025 年末储备的低成本库存、2026 年 2 月底提价，以及收入增长带来的边际贡献[154]。高增长既有品牌溢价，也包含金价与库存周期因素。

潮玩从单一爆款转向多 IP 组合

泡泡玛特上半年收入 171.7 亿元，同比增长 23.8%，归母净利润增长 10.1%；中国业务收入增长 47.3%，境外收入下降 11.1%[155]。THE MONSTERS 收入同比下降约 7.5%，占比由 34.7%降至 26.0%；Twinkle Twinkle 收入由 3.9 亿元增至 26.5 亿元，成为新的增长来源[156]。新 IP 对冲了原有爆款回落，但利润增速低于收入。境外收入的

[152] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0827/2026082700177.pdf
[153] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0825/2026082500346.pdf
[154] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0825/2026082500346.pdf
[155] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0820/2026082000353.pdf
[156] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0820/2026082000353.pdf

回落主要集中在线上渠道，多个区域的线下业务仍保持增长，海外业务更接近渠道结构调整，而非全面转弱。

投资启示

情绪价值消费不是统一赛道。精品黄金需要以标准金价重算毛利，区分工艺溢价、提价与库存收益；潮玩需要追踪 IP 集中度、新 IP 成功率、复购周期和库存折价。估值应建立在持续创造新品和维持品牌溢价的能力上，而不是把一次爆款或原材料上涨永久化。

核心主题四：消费出海进入本地化验收期，海外开店不再等于海外增长

海外收入增长与同店表现开始分化

名创优品上半年收入 115.0 亿元，同比增长 22.4%；其中名创优品品牌境外收入 40.6 亿元，增长 14.9%，但境外同店 GMV 仍录得低个位数下降[157]。泡泡玛特境外收入同比下降 11.1%，蜜雪境外门店数同比下降 7.5%[158,159]。三项指标分别反映同店表现、收入增长和门店网络变化，不宜直接横向比较；共同指向的是，海外业务仍要接受同店、库存和盈利能力的检验。

SHEIN 上市提供新的退出参照，也给出估值约束

SHEIN 历经多次上市地点调整后，于 9 月在香港完成 IPO。上市为中国供应链驱动的全球消费品牌提供了新的退出参照，但首日表现平淡，反映市场仍在评估增长放缓、跨境小包政策、关税和合规成本[160,161]。海外收入规模本身，已不足以支撑确定性的估值溢价。

投资启示

出海项目应重点核验不同国家、渠道和开店批次的经营表现，而不是只看境外收入占比。具体包括海外同店、获客成本、退货率、库存周转、单店现金回收，以

[157] https://ir-tc.miniso.com/2026-08-28-MINISO-Group-Announces-2026-June-Quarter-and-Interim-Unaudited-Financial-Results
[158] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0827/2026082700177.pdf
[159] https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2026/0820/2026082000353.pdf
[160] https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2026/260828news?sc_lang=en
[161] https://apnews.com/article/126f7d325f24f37d5bc067b19e98901a

及采购、仓储和管理团队的本地化程度；对跨境电商，还应将关税、低值包裹政策和平台流量变化纳入压力测试。

结论与配置建议

科技：围绕供给瓶颈与可验证商业化配置

科技端，三季度率先兑现的是算力与存储：国产 GPU 与存储龙头集中上市，国产替代进入规模部署；大模型竞争的评价重点则转向毛利与分发效率。退出窗口明显拓宽，但二级市场对存量科技资产的定价愈发审慎。对长期价值导向的机构投资者而言，当前更需要在火热的退出预期中守住定价纪律，优先布局供给瓶颈环节，以及单位经济模型可以验证的结构性机会。

消费：从规模叙事回到经营质量

消费端，三季度延续总量低速、结构分化的格局：服务消费快于商品消费，情绪价值型品牌仍能获得溢价，但客单价、单店产出和海外经营质量已成为新的约束。对长期价值导向的机构投资者而言，消费投资需要从门店数、客流和出海覆盖回到可持续的品牌溢价、加盟商经济模型与本地化能力，避免把短期提价、爆款或开店速度直接外推为长期增长。

共同原则：用退出价格倒推入场纪律

科技与消费共同说明，一级市场的主要风险已从"没有退出"转向"以过高价格进入、以低于预期的估值退出"。后续项目筛选应把三项测算前置：一是上市或并购时的可比估值区间，二是锁定期与解禁节奏对实际回报的影响，三是企业经营质量能否支撑估值穿越流动性波动。

作者



邹舰明
合伙人，
私募股权
部门主管



伍兆威
合伙人，
医疗健康
投资主管



宫彪
董事总经理，
科技及消费
投资主管



祝振驹
董事总经理，
股票投资部
主管

免责声明

本文章所含信息及观点系基于我们认为可靠之来源汇编或得出，但鼎珮集团对其准确性、完整性或正确性，不作任何陈述或保证。仅反映鼎珮集团于文章编辑之日的看法，并基于该日已存在之事实，且不保证该观点及意见最终会与实际情况一致或得到印证。所有观点均可能随时更改，恕不另行通知。

本文章并非针对任何个别投资者或潜在人士的目标、状况或特定需求而拟定，且不构成也不应被解释为买卖任何投资产品之要约，亦不应被视为投资建议。本文章仅供参考之用。文中提及的投资产品描述并非完整详尽。

如您对本文章是否构成买卖任何投资产品之要约或是否构成投资建议存有疑问，应咨询合格的法律机构或专业顾问。对于因使用本文章所含材料而产生的任何直接、间接或后果性损失，鼎珮集团及/或其任何董事、雇员、关联机构或代理人均不承担任何责任。

未经鼎珮集团事先同意，不得以任何目的全部或部分地分发或发布本文章。

本文章载有前瞻性陈述，反映鼎珮集团目前对未来事件及财务表现的看法、预期及假设。此类陈述具有内在不确定性，并涉及已知和未知的风险，可能导致实际结果与陈述中明示或隐含的结果存在重大差异。

提醒读者切勿过度依赖这些前瞻性陈述。由于市场条件变化、监管动态、地缘政治事件或消费者行为转变等因素，实际结果可能出现重大差异。对于更新或修订本文章任何前瞻性陈述，鼎珮集团不承担任何义务。

本文章未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。