下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 10 月 19 日

A+H 科技机会的新阶段！

——科技领域点评

看好

相关研究

-

证券分析师
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
刘菁菁 A0230522080003
liujj@swsresearch.com
黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
研究支持
姜安然 A0230125070008
jiangar@swsresearch.com
联系人
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **全球 AI 的 ROI 问题是科技股集体调整的重要原因。**1）2025 年 7-8 月 MIT《生成式 AI 鸿沟》报告、2025 年 10 月英国央行会议、2025 年 11 月世界经济论坛、2025 年 11 月国内权威媒体均指出风险。2）问题或集中在：沉没成本、循环融资、商业盈利路径、资金杠杆风险等问题。3）近期，CoreWeave/OpenAI/Anthropic 的经营情况加剧了这种担心。

- **国内 AI 产业有更高的下限。1）中国 AI 的 ROI 并不相同。**尽管同样需考虑 AI 的 ROI，但由于我们既广阔又全面的制造业基础，仅考虑制造业 AI（借助 AI 帮助广阔制造业创造新机会、降低成本、加快周转），即收效明显。2）根据权威行业数据，规模以上工业企业数字化改造覆盖率 92%、数字化生产设备普及率 63%、关键工序数控化率 69.5%、数字化研发设计工具普及率 86.3%等，进一步证明了我们工业 AI 的基础。

- **同一循环，两种叙事，理解科技股价上涨和调整。**1)在这种环境下，我们形成了**“产业健康-供应商数量多-竞争存在-短期盈利或不稳定-市场冷淡时估值倍数下降”循环。**2）市场情绪高涨时，产业健康、供应商数量多，往往伴随科技股上涨；市场情绪平淡时，短期盈利不稳定或带来股价调整。3）近期美债利率的变动使这种情况更加具象化。**一方面，投资者可以理解近期 A+H 科技股的下跌，与美债收益率变化或有关系，历史规律也能佐证。另一方面，美债收益率的极限值，也意味着终归“物极必反”，投资者应当开始寻找 A+H 科技股的机会。**

- **科技公司的估值吸引力大增。**1）自 7 月以来，科技领军的 PE 估值倍数分位数快速下降。**TMT50 的 PE-TTM 处于 10 年来 25%分位数、3 年来 22%分位数。仅仅 3 个月，上述指标快速从超过 90%（甚至 99%）回落至 30%以下。恒生科技指数的 PE-TTM 处于 10 年来 24%分位数，PS-TTM 分位数低于 1%。**2）当前 A 股 TMT50 的相对估值倍数与 4 月初时较为类似，而港股的相对估值倍数更低。**说明即使基本面还需要观察，投资者情绪的放大作用已经大幅度领先。这迎来“A+H 科技机会的新阶段”。**

- **结合 2026H1 中报经营质量，选择“科技新阶段”建议标的。**新阶段公司应当有这些特征：有链主性质、经营韧性较强、企业文化与战略较为长期主义。**对于经营质量，我们主要关注收现比、净现比、现金流状况。**1）**半导体产业链公司**：中微公司、北方华创、中芯国际、华虹宏力、晶合集成、芯联集成、华润微、沪硅产业、澜起科技、长川科技、中科飞测、芯原股份、盛美上海、思特威、晶晨股份、龙芯中科、屹唐股份、君正股份、紫光国微； 2）**软硬一体化领军**：嘉立创、京东方、睿创微纳、生益电子、润泽科技、石头科技（服务业&制造业）、安克创新（服务业&消费品）；3）**券商信息化相关**：同花顺、指南针；4）**部分软科技领军**：分众传媒、亿联网络、巨人网络、世纪华通；5）光模块领军（值得关注）：新易盛、天孚通信、源杰科技、中际旭创。

- **风险来自：1）估值波动的风险。2）科技领域竞争风险。3）跟踪难度偏高的风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

维持行业“看好”评级。基于经营质量，我们主要关注收现比、净现比、现金流状况，找到这些标的（较多公司属于 TMT50、科创 50）：

1）**半导体产业链公司**：中微公司、北方华创、中芯国际、华虹宏力、晶合集成、芯联集成、华润微、沪硅产业、澜起科技、长川科技、中科飞测、芯原股份、盛美上海、思特威、晶晨股份、龙芯中科、屹唐股份、君正股份、紫光国微； 2）**软硬一体化领军**：嘉立创、京东方、睿创微纳、生益电子、润泽科技、石头科技（服务业&制造业）、安克创新（服务业&消费品）；2）**券商信息化相关**：同花顺、指南针；4）**部分软科技领军**：分众传媒、亿联网络、巨人网络、世纪华通；5）**同时关注个别赛道，例如光模块，属于上述财务成长有压力、产业成长有潜力的状况**：新易盛、天孚通信、源杰科技、中际旭创；

原因与逻辑

调整的一大根源是：部分投资者认为全球 AI 的 ROI 较低。该问题在 2025H2 就在讨论，近期的相关信号又多起，例如 CoreWeave/OpenAI/ Anthropic 等。

一方面，中国 AI 的 ROI 并不相同，基于广阔工业基础的 AI，下限较高；另一方面，产业与股票角度并不完全相同。有些 AI 案例不利于稳定的财务回报，但有较好的产业回报。尽管美债等原因加剧了近期 A+H 科技股波动，但中报经营质量、近期估值倍数，预示着科技投资的新机会。

有别于大众的认识

部分投资者并不确定，近期国内、海外科技股调整的原因。我们认为，全球 AI 的 ROI 问题是集体调整的重要原因。2025 年 MIT《生成式 AI 鸿沟》报告、英国央行会议、世界经济论坛、国内权威媒体均指出风险。近期，CoreWeave/OpenAI/Anthropic 的经营情况加剧了这种担心。

部分投资者对中国 AI 的认识尚不充分。我们认为：仅考虑制造业 AI 场景（借助 AI 帮助广阔制造业创造新机会、降低成本、加快周转），即已收效明显，这区别于大部分国家与地区。在这种环境下，我们形成了“产业健康-供应商数量多-竞争存在-短期盈利或不稳定-市场冷淡时估值倍数下降“循环。**市场情绪高涨时，产业健康、供应商数量多，往往伴随科技股上涨；市场情绪平淡时，短期盈利不稳定或带来股价调整。近期美债利率的变动使这种情况更加具象化。**

部分投资者对后续如何选股有疑虑。我们认为：有链主性质、经营韧性强、长期主义的企业适合未来科技的新阶段。而 2026H1 中报的经营质量指标（例如收现比、净现比、现金流指标等）帮助做这种判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1、顾虑一大来源：AI 的 ROI 5
1.1 AI ROI 的全球讨论与质疑由来已久 5
1.2 近期边际变化： CoreWeave/OpenAI/Anthropic 等 6
2、国内 AI 产业更高的下限 6
2.1 基于广阔工业基础的 AI 6
2.2 同一循环，两种叙事 8
2.3 美债对估值波动的影响 9
3、产业与财务：上述判断的 26H1 财务质量验证 10
4、估值与解释：吸引力大增 11
5、标的与风险 12
5.1 标的 12
5.2 风险 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：中国以大制造业为基础的数字经济与 AI，决定了 AI 产业基础较好，下限较高 7
图 2：国内 AI 产业发展的两种叙事 9
图 3：美债利率对科技指数 PE 的影响，即影响科技公司风险偏好（利率单位为%） 9
图 4：TMT50 的 PE-TTM 处于 3 年来 22%分位数 12
图 5：TMT50 的 PE-TTM 处于 10 年来 25%分位数 12
图 6：恒生科技指数的 PE-TTM 处于 24%分位数 12
图 7：恒生科技指数的 PS-TTM 分位数低于 1% 12

表 1：工业 AI 是我们独特的 AI 应用场景，决定了我们较高的下限 7
表 2: 26H1 TMT50 与科创 50 的重要经营质量指标（单位：%，天） 11
表 3：根据中报经营质量，可以考虑关注的科技公司（单位：%，天） 13
表 4：部分公司估值表（单位：市值为亿元，利润为百万元，选择 10 月 19 日收盘） ... 15

下载日志已记录，仅供内部参考

最近数月，科技公司股价有明显调整。本篇探讨下基本面情况与机会，并且会引用2026 年 4 月《扰动带来 A+H 科技新机会》。

1、顾虑一大来源：AI 的 ROI

调整的一大根源是 AI 的 ROI 较低，甚至还在下降。这个问题在 2025H2 就在讨论，近期的相关信号又多起。

1.1 AI ROI 的全球讨论与质疑由来已久

2025 年 7-8 月 MIT《生成式 AI 鸿沟》报告。MIT 媒体实验室 NANDA 项目发布《The GenAI Divide: State of AI in Business 2025》：企业已投入 300-400 亿美元，**95% 的组织未获得可衡量的损益回报**；80% 以上企业试点过 ChatGPT/Copilot 类工具、约 40% 完成部署，但效果主要停留在个人效率层面。基于 300+ 公开 AI 项目分析、52 家组织访谈。

2025 年 10 月英国央行会议。根据搜狐网[1]与英国央行官网[2]，英国央行 2025 年 10 月会议，确将"**AI 能力或应用进展的瓶颈列为估值下行的重要因素**，并指出标普 500 前五大市值占比接近 30%，为过去 50 年最高，任何由 AI 主导的价格调整都会高度传导至指数投资者。

2025 年 11 月世界经济论坛总裁博尔格·布伦德论述。世界经济论坛总裁布伦德指出[3]：“仅 2025 一年 AI 领域投资就达 5000 亿美元，但回报尚未显现。**投入与回报之间存在客观时滞**”。

2025 年 11 月中国经济网《投资者对美股人工智能泡沫担忧升温》集中指出 AI 的 ROI 问题：

1）**沉没成本问题。**文中指出“AI 领域的投资就高达 5000 亿美元，但回报尚未显现，这意味着巨额投资可能在几年后面临技术过时的风险，形成巨大的沉没成本”,与上文世界经济论坛总裁的描述一致；

2）**循环融资模式问题。**文中指出“AI 巨头正通过相互投资、签订天价订单、租赁算力等方式，让几家公司的账面收入和营收规模互相放大，不断抬高估值 “；

3）**商业盈利路径问题。**文中指出“数据显示，2025 年上半年，美国 AI 相关支出对 GDP 增长的贡献占比高达 92%，但“GDP 奇迹”并未转化为企业层面的盈利。麦肯锡指出，近 80%部署 AI 的企业未能实现净利润提升，95%的生成式 AI 试点项目没有带来直接财务回报 “；

4）**资金杠杆风险问题。**文中指出“AI 基础设施的巨额投资正推动互联网公司从轻资产向重资产模式转型，挤压自由现金流甚至过度依赖债务融资 “。

[1] 英国央行警告：AI 估值“过高”，数据中心“瓶颈”或引发市场回调，搜狐网，2025/10
[2] Bank of England 官网，即 https://www.bankofengland.co.uk/
[3] 世界经济论坛总裁警告：需谨防加密货币和 AI 泡沫风险，腾讯网，/

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 近期边际变化： CoreWeave/OpenAI/Anthropic 等

2026H2 以来，一些 AI 代表性企业的基本面低于此前预期，掀起又一轮 AI ROI 的讨论。这个过程中，往往也伴随股价的调整。

1）2026 年 7 月财报季，Alphabet 出现上市 22 年来首个自由现金流为负的季度（经营现金流 391 亿美元、资本开支 449 亿美元）。

2）OpenAI ARR 口径之争。OpenAI 截止 9 月底的 ARR 约为 500 亿美元，大幅低于市场预期的 700 亿美元。尽管有统计口径的原因，但整体金额低于预期是不争的事实；

3）2026 年 10 月，CoreWeave [4]一笔 2026 年 6 月发行、票面利率为 9.625%的债券，市场收益率一度升至 15%左右。后续股价明显下跌，说明质疑已从权益市场扩散至信用市场。

4）2026 年 10 月，对于大模型海外领军 Anthropic，7 月底 ARR 为 650 亿美元，截至 9 月底，公司 ARR 较难达到市场预期的 680- 700 亿美元[5]。

2、国内 AI 产业更高的下限

中国 AI 的 ROI 并不相同。尽管同样需考虑 AI 的 ROI，但由于我们既广阔又全面的制造业基础，仅考虑制造业 AI（借助 AI 帮助广阔制造业创造新机会、降低成本、加快周转），即收效明显。

这会区别于绝大多数国家，因为当前全球制造业的重点区域是亚洲。

2.1 基于广阔工业基础的 AI

制造业，实现全门类 + 强内循环，堪称全球供应链 “稳定器”。

1)全工业门类，内循环闭环。拥有国民经济行业分类 41 个大类、207 个中类、666 个小类全部工业门类(工信部官网[6]，澎湃新闻[7])。504 种主要工业品中，较多产量全球居前。

2)产业链上中下游大部分附加值在国内形成，内贸占比高、外贸依赖低。长三角、珠三角、环渤海世界级产业集群。

算力底座，采用国产供应+架构创新，与海外封锁弱相关。

1）例如 AI 芯片：华为昇腾、海光 、寒武纪等规模化商用。近 10 家 GPU/CPU 公司已经上市（例如沐曦集成、摩尔线程、寒武纪、海光信息、壁仞科技、天数智芯等）。

3） 例如半导体制造，上海微电子、中芯国际、华虹等都是代表。



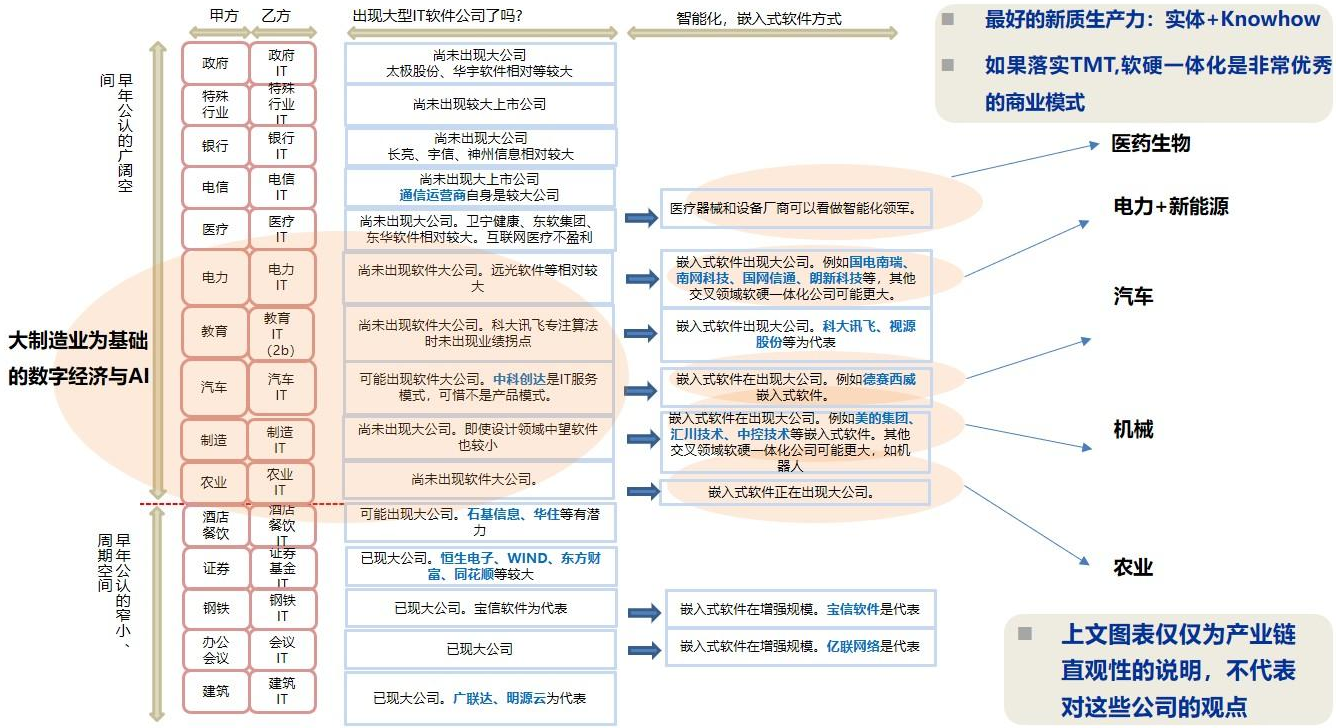
[4] AI 订单还在增长，CoreWeave 为什么先被债券市场敲响警钟？腾讯网，2026/10
[5] AnthropicQ3 业绩强劲，但 ARR 增速放缓值得关注，腾讯网，2026/10
[6] 工业和信息化部系统谋划新型工业化 巩固十大重点行业稳增长，工信部官网，2024-07-07
[7] 中国工业底气何在？解码全球唯一的 类完整工业体系，澎湃新闻，--

下载日志已记录，仅供内部参考

3）例如 AI 软件与框架，飞桨、MindSpore、通义千问、文心一言等全栈自主。

4）**关键一点，下一代技术与架构创新。**例如 RISC-V 开源架构（玄铁、香山等），选择与传统 ARM/X86 不同的路径。再例如超节点、DeepSeek 架构创新等，和西方科技不一样的体系创新与思路。大部分是充分利用了国内的制造、科技、工程师红利禀赋。

图 1：中国以大制造业为基础的数字经济与 AI，决定了 AI 产业基础较好，下限较高



资料来源：申万宏源研究

表 1：工业 AI 是我们独特的 AI 应用场景，决定了我们较高的下限

指标	数字	权威信息来源
工业门类完整度	**全球罕见拥有全部工业门类的国家**	国家统计局
制造业增加值占全球比重	**近三成，连续 16 年稳居首位**	国家统计局，联合国工业发展组织
规上工业企业数字化改造覆盖率	**92%**	新华财经 2026 年 10 月《从一组数字，看制造业数智化转型新进展》
数字化生产设备普及率	**63%**	同上
关键工序数控化率	**69.5%**	人民网 2026 年 9 月《2026 年两化融合暨数字化转型大会在宁波举办》
数字化研发设计工具普及率	**86.3%**	同上
规上制造业企业 AI 技术应用普及率	**超过 30%**	新华财经 2026 年 10 月《从一组数字，看制造业数智化转型新进展》
累计建成 5G 工厂/智能工厂	**1260 家 5G 工厂**	同上

下载日志已记录，仅供内部参考

	9000 余家先进级、500 余家卓越级、15 家领航级	
智能算力规模	**2185 EFLOPS（同比+177%）**	国务院 2026 年 7 月《国务院新闻办就 2026 年上半年工业和信息化发展情况举行发布会》
日均词元（Token）调用量	**突破 500 万亿**	截至 2026 年 6 月；2024 年初约 1000 亿，两年增长约千倍； 北京市人民政府官网 2026 年 10 月《政策先行、标准先试、产业先落地 解码北京词元经济的三个“全国第一” 北京如何抢占词元经济制高点》

资料来源：国务院，人民网，国家统计局，新华财经，北京市人民政府官网，申万宏源研究

2.2 同一循环，两种叙事

部分投资者认为 A+H 科技股票的增长与盈利情况不稳定，认为海外科技公司往往盈利稳定。在科技公司调整时，这或许加大投资者的疑虑。下面论述一个循环：

1）**产业健康。**在产业蓬勃发展时，供给与需求都较为旺盛。尤其我国面临的广阔制造业、基于大制造业的数字经济与 AI（之前环节论述）；

2）**供应商数量多。**上述产业健康（加上较为普及的教育）会鼓励较多的供应商。而产业空间不大、教育不普及的国家与地区，很难想象这一点；

3）**竞争存在，甚至激烈。**供应商数量增加带来的产物。这对于产业整体往往有利，但对单独某家公司可能不利；

4）**短期财务盈利可能不稳定。**这是竞争存在的副产物。如果每个重要环节只有 1-2 家供应商，或更容易出现财务特征遥遥领先的公司；

5）**市场冷淡时，给予估值倍数折价。**这种冷淡可能来自流动性与情绪影响，可能来自对 AI ROI 的整体担心。

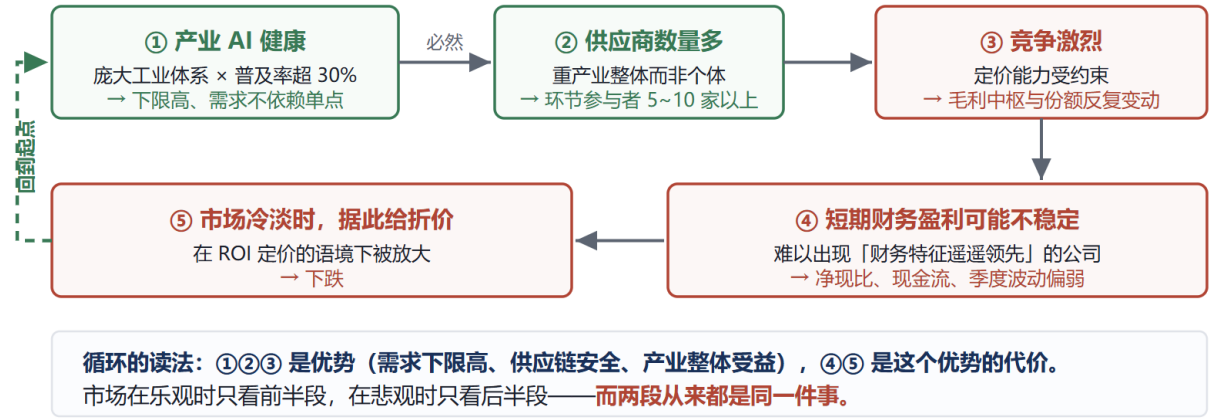
这时候，AI 产业整体应用有限、但每个环节供应商较少的国家与地区，可能会率先得到投资者偏爱，因为这些供应商的财务数字更稳定，也更容易预测。

可见，在科技领域情绪高涨时，投资者关注到了 1）-2）环节，赞同 AI 产业非常健康；但在情绪平淡时，往往放大 3）-5）环节。

同一个循环，两种叙事，这就是近期国内科技产业与股票的状况。中国的 AI ROI 较为健康，这是产业原因决定的。但 AI 股票盈利相对不稳定，这是个体/整体的矛盾决定的。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：国内 AI 产业发展的两种叙事



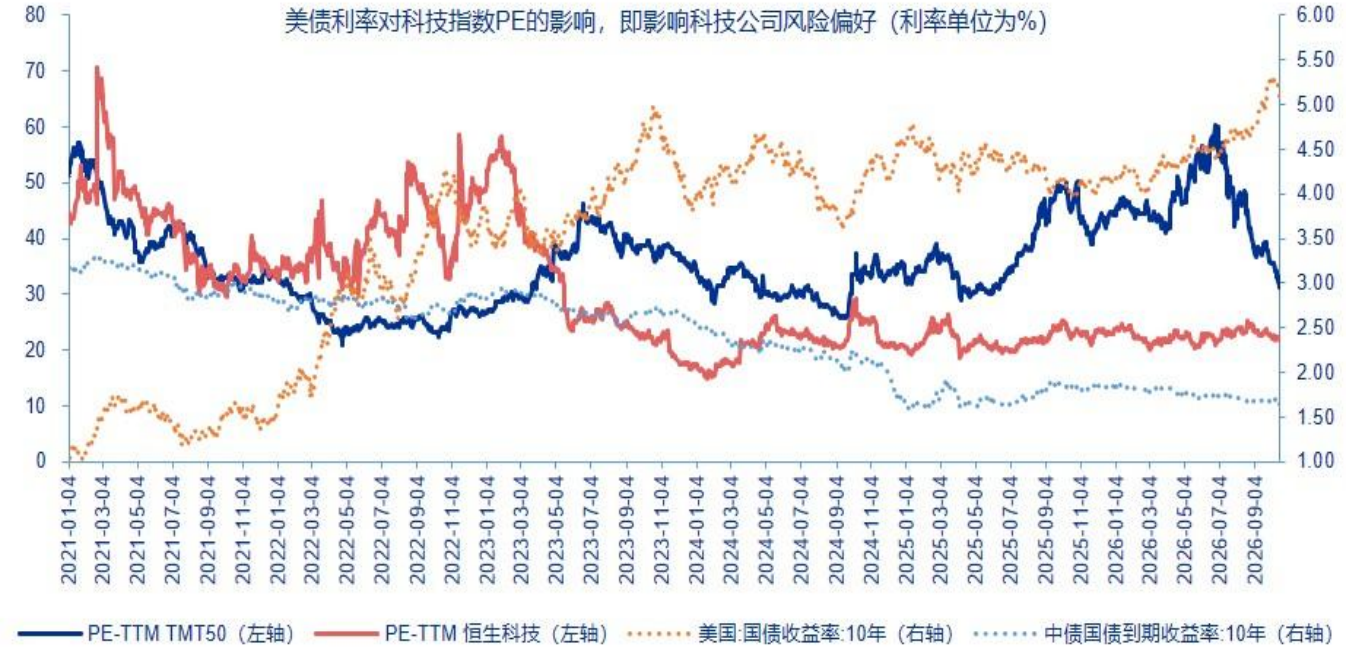
资料来源：申万宏源研究

2.3 美债对估值波动的影响

股权风险溢价 ERP 的定义为：股票相对无风险资产（通常为 10 年期中国国债、10 年期美债）的超额收益。一方面，港股比 A 股，更多的曝光于海外的 10 年期美债收益率；另一方面，科技股对风险偏好非常敏感，对股权风险溢价 ERP 非常敏感。

因此，美债与中国国债的利率，往往对科技股行情有较为直接的影响。例如：

图 3：美债利率对科技指数 PE 的影响，即影响科技公司风险偏好（利率单位为%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

1）2021 年全年，美债 10 年期国债收益率明显上行。TMT50、恒生科技指数的市盈率趋于下行；

下载日志已记录，仅供内部参考

2）2022-2024 年，美债 10 年期国债收益率相对平稳。TMT50、恒生科技指数的市盈率区间震荡；

3）2025Q1-年末，美债 10 年期国债收益率缓慢下行，TMT50 市盈率大幅上行（去年的科技行情），恒生科技指数的市盈率小幅上行。由于行业整合数年后，经营质量、增长也较为显著，2025 年恒生科技指数整体涨幅较好；

4）2026Q2 开始，美债收益率快速上行，近期达到历史高峰值（例如，美国 30 年期收益率创 2007 年以来新高）。TMT50、恒生科技指数自 2026H2 开始明显下降，而 2026Q2 的行情或来自基本面景气与交易的“热手效应”。

5）TMT50 相对恒生科技的 PE 经常有溢价，一个原因或为 H 股比 A 股更多曝光于海外状况，例如美债收益率。

一方面，投资者可以理解近期 A+H 科技股的下跌，与美债收益率的变化或有关系，历史规律也能佐证。另一方面，美债收益率的极限值，也意味着终归“物极必反“，投资者应当开始寻找 A+H 科技股的机会。

3、产业与财务：上述判断的 26H1 财务质量验证

有两个信号正在改善科技（尤其 AI）ROI，一个是成本占比很高的存储，一个是科技中报解释的财务质量。

对于前者：存储涨价的斜率正在收敛（环比涨幅已进入个位数区间），但价格仍在高位平台。这说明价格上涨的速度趋缓（二阶导转负）。同一组数据，对存储原厂是价格见顶信号，对消费电子、AI 应用、AI 场景却是成本压制的缓解起点，而市场目前只定价了前者。

对于后者：有经验的投资者对科技的担心有哪些？经历过互联网、互联网+、云计算等科技浪潮的投资者，会对以下因素更加在意：

1）订单不说明很多问题。这是因为交付、确认、回款，是另外的事情，而且 RPO 实际可以取消。

2）利润表不说明很多问题。一方面季报往往不审计（年末审计），另一方面，现金收付制更加严谨，所以要关注资产负债表和现金流量表。

3）只关注领军公司的产能是有偏颇的，因为大量中小公司的产能未统计进去。高涨的景气和股票上涨会刺激大家快速增加产能，而产能会影响盈利能力。

4）要充分考虑反身性。比如股价快速上涨，可能会导致企业经营过于激进。而股价下跌的上半场，企业经营常常正常；但负反馈更久后，客户订单/产业杠杆/投资者信心/经营者信心可能受到冲击，下跌的后半场反而基本面真正恶化。

若产业开始出现问题（例如过高的经营杠杆），2026H1 一定有所体现。下面我们用 2026H1 的科技领军的经营质量来分析，因为其蕴含很多前瞻性指标。可以得到：

下载日志已记录，仅供内部参考

1）无论 TMT50 还是科创 50，收现比较好，周转天数也较好。科创 50 的经营质量整体更高一些。

2）TMT50 的净现比约为 49%，经营现金净流入下降 27%，自由现金流明显下降，这是实际经营质量下降的证据。一个原因是投入 CAPEX（即未来的产能），另一个原因可能是规模不经济。而这些企业通过对上游占用资金流等方式，尝试改善经营质量。

资产负债表与现金流往往是利润表的前瞻信号，预计后续可能传导到利润表上。

但这些“下降”的质量指标，正是前面叙述产业成长与财务成长的差别。若仅仅考虑公司财务健康，应该控制扩张节奏，追求经营质量。但若考虑产业整体发展，可以考虑适度增加金融杠杆，容忍阶段性经营质量下降。

尽管投资者在意科技企业的增长下降、经营质量下降，但企业如此选择可能换来“产业整体发展”，会在后续回报科技领军企业。

所以，悲观的投资者会因为中报不佳的个别指标而退出投资，乐观的投资者会看到这些前瞻的积极信号。这样就迎来科技投资的新阶段。

表 2: 26H1 TMT50 与科创 50 的重要经营质量指标（单位：%，天）

代码	指数	26H1 收现比	26H1 净现比	26H1 同比-经营现金净流入	26H1 同比-自由现金流
399610.SZ	TMT50	104%	49%	-27%	明显下降
000688.SH	科创 50	104%	71%	79%	22%
		CAPEX 同比	经营性应付同比		
399610.SZ	TMT50	33%	39 倍		
000688.SH	科创 50	1%	6 倍		
		净营业周期-中位数 26H1	净营业周期-中位数 25H1	净营业周期-平均值 26H1	净营业周期-平均值 25H1
399610.SZ	TMT50	96	86	102	112
000688.SH	科创 50	182	184	242	232

资料来源：ifind, Wind, 申万宏源研究

4、估值与解释：吸引力大增

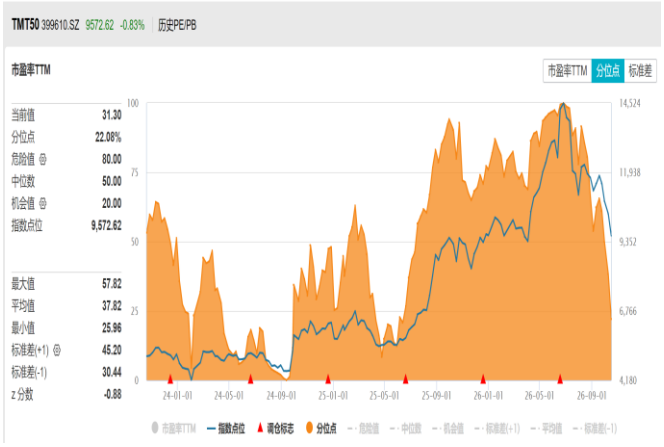
另一个有利因素是估值：自 7 月以来，科技领军的 PE 估值倍数分位数快速下降。TMT50 的 PE-TTM 处于 10 年来 25%分位数、3 年来 22%分位数。而且本次调整是从 7 月开始的，仅仅 3 个月，上述指标快速从超过 90%（甚至 99%）回落至 30%以下。

其 PS/PB 历史分位数还不够低（10 年以来 PS 分位数 49%，PB 分位数 65%）。这或说明本轮科技领军（TMT50 为代表）的净利率/ROE 上行，因此其 PE 估值倍数得到了消化。

恒生科技指数的 PE-TTM 处于 10 年来 24%分位数，PS-TTM 分位数低于 1%。

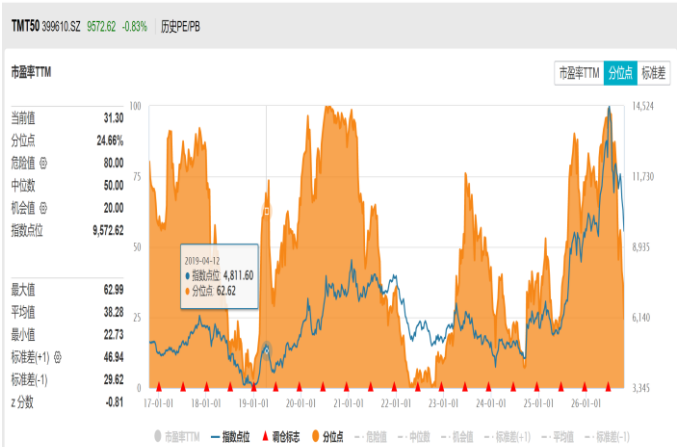
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：TMT50 的 PE-TTM 处于 3 年来 22%分位数



资料来源：ifind, Wind,申万宏源研究

图 5：TMT50 的 PE-TTM 处于 10 年来 25%分位数



资料来源：ifind, wind,申万宏源研究

图 6：恒生科技指数的 PE-TTM 处于 24%分位数



注：PE-TTM 的统计实际从 2020 年 7 月 31 日起开始

资料来源：ifind, Wind,申万宏源研究

图 7：恒生科技指数的 PS-TTM 分位数低于 1%



资料来源：ifind, Wind,申万宏源研究

A+H 科技机会的新阶段。简单概括一下：在 3 月同样担心 AI 前景、担心全球贸易变局（中东格局）时，4 月初是当时科技机会的起点。**当前的 A 股 TMT50 的相对估值倍数与 4 月初时较为类似，而港股的相对估值倍数更低。说明即使基本面还需要观察，投资者情绪的放大作用已经大幅度领先。这往往会迎来“A+H 科技机会的新阶段”。**

5、标的与风险

5.1 标的

科技赛道主题投资，自然会是部分投资者的选择，也是第一阶段行情的特征。但不妨把 Q2 科技股明显上涨、Q3 科技股股价调整视为一种压力测试，此后的机会应有所不同。我们认为后续 TMT 行情进入第二阶段（新阶段），公司应当有这些特征：

1）有链主性质。在产业链话语权较高，可以应对跨界入侵者；

下载日志已记录，仅供内部参考

2）经营韧性较强。应对竞争相对游刃有余，可以通过财务质量窥得端倪；

3）企业文化与战略较为长期主义。

综上，维持行业“看好”评级。基于经营质量，我们主要关注收现比、净现比、现金流状况，找到这些标的（较多公司属于 TMT50、科创 50）：

1）**半导体产业链公司**：中微公司、北方华创、中芯国际、华虹宏力、晶合集成、芯联集成、华润微、沪硅产业、澜起科技、长川科技、中科飞测、芯原股份、盛美上海、思特威、晶晨股份、龙芯中科、屹唐股份、君正股份、紫光国微； 2）**软硬一体化领军**：嘉立创、京东方、睿创微纳、生益电子、润泽科技、石头科技（服务业&制造业）、安克创新（服务业&消费品）；3）**券商信息化相关**：同花顺、指南针；4）**部分软科技领军**：分众传媒、亿联网络、巨人网络、世纪华通；

5）**同时关注个别赛道，例如光模块，属于上述财务成长有压力、产业成长有潜力的状况**：新易盛、天孚通信、源杰科技、中际旭创；

表 3：根据中报经营质量，可以考虑关注的科技公司（单位：%，天）

	简称	26H1 收现比	26H1 净现比	26H1 同比-经营现金净流入	26H1 同比-自由现金流	净营业周期 26H1	净营业周期 25H1
688012.SH	中微公司	87%	24%	237%	52%	303	392
002371.SZ	北方华创	113%	112%	218%	183%	318	386
688981.SH	中芯国际	111%	465%	252%	106%	162	143
688347.SH	华虹宏力	113%	851%	110%	-10%	109	119
688249.SH	晶合集成	99%	1140%	64%	52%	29	-7
688469.SH	芯联集成-U	101%	456%	29%	52%	84	87
688396.SH	华润微	83%	193%	95%	379%	82	92
688126.SH	沪硅产业	102%	-19%	139%	18%	184	207
688008.SH	澜起科技	87%	66%	25%	13%	147	61
300604.SZ	长川科技	95%	35%	514%	105%	402	407
688361.SH	中科飞测	146%	149%	57%	31%	1,072	1,054
688521.SH	芯原股份	197%	-102%	271%	218%	211	345
688082.SH	盛美上海	94%	9%	167%	-49%	423	453
688213.SH	思特威-W	108%	147%	145%	122%	253	245
688099.SH	晶晨股份	89%	-82%	21%	17%	180	119
688047.SH	龙芯中科	132%	41%	72%	67%	1,197	1,262
688729.SH	屹唐股份	100%	153%	216%	167%	459	376
300223.SZ	君正股份	90%	80%	122%	125%	256	311
002049.SZ	紫光国微	100%	104%	73%	132%	366	400
001232.SZ	嘉立创	105%	123%	66%	202%	-5	-25
000725.SZ	京东方 A	101%	433%	0%	482%	37	41
688002.SH	睿创微纳	105%	114%	351%	1041%	162	250
688183.SH	生益电子	91%	83%	112%	-108%	49	78
300442.SZ	润泽科技	101%	246%	31%	47%	-144	-6
688169.SH	石头科技	92%	40%	148%	124%	18	-9

下载日志已记录，仅供内部参考

300866.SZ	安克创新	86%	42%	164%	147%	100	81
300033.SZ	同花顺	170%	233%	95%	100%	--	--
300803.SZ	指南针	87%	1725%	82%	88%	-29	-225
002027.SZ	分众传媒	116%	142%	31%	20%	97	72
300628.SZ	亿联网络	105%	54%	-13%	-14%	205	140
002558.SZ	巨人网络	98%	97%	179%	196%	--	--
002602.SZ	世纪华通	83%	100%	15%	12%	26	25
300418.SZ	昆仑万维	90%	-43%	17%	14%	-118	--

	简称	26H1 收现比	26H1 净现比	26H1 同比-经营现金净流入	26H1 同比-自由现金流	净营业周期 26H1	净营业周期 25H1
300502.SZ	新易盛	86%	21%	70%	-14%	119	148
300394.SZ	天孚通信	94%	83%	65%	72%	103	76
688498.SH	源杰科技	85%	80%	730%	-135%	132	253
300308.SZ	中际旭创	79%	13%	-44%	-233%	99	154

资料来源：ifind, wind,申万宏源研究

5.2 风险

风险来自：1）估值波动的风险。由于科技领域受外围环境影响较大，跟踪海外链也会有影响。尽管本文强调基本面，但仍可能受到估值波动影响。2）**科技领域竞争风险。**新事物层出不穷，例如 2026 年 Claw 系列新事物涌现，也会造成产业对科技价值分配变化的担忧。3）**跟踪难度偏高的风险。**科技领域，尤其 2B 产业链，跟踪难度较大，也会是影响股价的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：部分公司估值表（单位：市值为亿元，利润为百万元，选择 10 月 19 日收盘）

2026/10/19				PE			利润		
		市值	PB	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
688012.SH	中微公司	2,656	9.4	126	67	54	2,111	3,967	4,952
002371.SZ	北方华创	4,171	10.6	76	58	39	5,522	7,203	10,787
688981.SH	中芯国际	5,240	5.1	104	70	55	5,041	7,453	9,510
688347.SH	华虹宏力	1,851	5.9	492	175	121	377	1,057	1,530
688249.SH	晶合集成	578	2.1	82	73	46	704	796	1,251
688469.SH	芯联集成-U	630	4.9	--	126	77	-595	498	822
688396.SH	华润微	667	2.8	101	54	40	661	1,239	1,672
688008.SH	澜起科技	2,029	9.7	91	55	40	2,236	3,661	5,116
688521.SH	芯原股份	653	22.7	--	430	88	-528	152	741
001232.SZ	嘉立创	934	7.2	71	44	29	1,306	2,120	3,203
000725.SZ	京东方 A	1,868	1.4	32	22	16	5,857	8,340	11,715
300033.SZ	同花顺	1,520	20.2	47	36	30	3,205	4,279	5,108
002027.SZ	分众传媒	763	5.6	26	13	13	2,946	5,828	5,970
300628.SZ	亿联网络	464	5.3	18	15	12	2,601	3,155	3,733
002558.SZ	巨人网络	404	2.6	23	9	8	1,755	4,356	4,929
002602.SZ	世纪华通	917	2.7	16	10	9	5,605	8,953	10,772
300502.SZ	新易盛	4,296	17.6	45	21	11	9,532	20,762	37,453
300394.SZ	天孚通信	2,218	40.7	110	63	37	2,017	3,532	5,921
688498.SH	源杰科技	1,247	42.4	653	114	63	191	1,095	1,971
300308.SZ	中际旭创	7,801	8.7	72	23	12	10,797	33,822	67,224

注：使用 wind 一致预期作为预测依据

资料来源：ifind, wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

版权均属本公司。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。