

9月金股组合

股票代码	股票名称
600221.SH	海航控股
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
001301.SZ	尚太科技
300760.SZ	迈瑞医疗
600662.SH	外服控股
002463.SZ	沪电股份
300395.SZ	菲利华

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3936.52	(0.39)
深证成指	13636.07	(0.64)
沪深300	4517.28	(0.60)
中小100	8380.40	(0.76)
创业板指	3379.61	(0.60)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
社会服务	0.29	传媒	(2.55)
电子	0.19	商贸零售	(2.06)
医药生物	0.17	煤炭	(1.67)
机械设备	0.15	计算机	(1.42)
基础化工	0.08	农林牧渔	(1.41)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20260924

■重点关注

【宏观经济】AI主线震荡期的逻辑再审视*王君 郭晓希。资本开支扩张延续与现金流分化并行，韩股冲击缓而美债利率悬顶，历史对标指向1998而非2000；AI产业趋势仍在，但行情已逐步从“赛道β”步入“质量α”的定价转换期。

【计算机】加息落地，网安风起，重视科技反弹*苏凌瑶 郑静文。本周Anthropic等巨头呼吁放慢前沿模型节奏，但海内外模型仍在快速迭代：Claude Opus 5.2开启灰度测试，阿里发布全模态模型Qwen3.8-Omni-Flash，智谱正式上线GLM-5.3-FlashX；供给端涨价信号密集，涨价链条与需求扩张共振。网络安全板块快速升温，黄仁勋表示网络安全将成为AI下一重要场景，网安板块有望迎来价值重估。

【交通运输】中远海能*王靖添 何贯嘉。中远海能作为全球能源运输龙头，核心布局油运与LNG两大主业，延伸至LPG、化学品等领域。公司油轮船队规模全球领先，VLCC优势突出，可依托中东、大西洋等多区域航线捕捉贸易流重构机遇。当前油运市场受地缘扰动、有效运力约束及绿色合规驱动，VLCC运价弹性凸显。公司盈利结构稳健：外贸油运受益周期上行，LNG长协及内贸油运平滑波动。随着外贸TCE中枢抬升、LNG新船交付及化工品业务延伸，盈利与现金流稳定性将在2026年增强。首次覆盖，给予增持评级。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】AI 主线震荡期的逻辑再审视

王君 郭晓希

资本开支扩张延续与现金流分化并行，韩股冲击缓而美债利率悬顶，历史对标指向 1998 而非 2000；AI 产业趋势仍在，但行情已逐步从“赛道β”步入“质量α”的定价转换期。

产业趋势：资本开支扩张延续，质量分化已开启。AI 产业链的资本开支扩张尚未出现拐点，龙头企业的投入意愿和力度仍在加强。费城半导体与北美四大云厂 Capex 显示本轮上行斜率偏陡、景气仍高，产业主线未被证伪。但 AI 龙头企业的自由现金流已开始呈现出明显的分化特征：硬件公司维持相对高位，应用层龙头公司现金流则出现不同程度的承压或走弱迹象，产业链由内生现金流进入负债融资，利率敏感度上升。与 AI 产业链的高景气形成鲜明对比的是，传统经济动能仍偏弱。总体来看，分子端，AI 产业趋势未破，但质量分化已经开始——从“赛道β”转向“现金流质量α”是必然方向。产业逻辑从“所有环节受益”转向“强者恒强、现金为王”，市场定价的重心也将从增长预期转向现金流兑现能力。

分母端：流动性冲击缓和，利率约束上升。当前来看，杠杆去化已经度过了最激烈的阶段，对于市场的影响也趋于缓和。对 A 股而言，韩股去杠杆的直接冲击已基本得到消化。当前更核心的约束来自美债高位震荡：利率上行对引发估值承压，对于当下运行至估值高位的风险资产（尤其是科技股）来讲，估值扩张的压力增加；其次，当前科技龙头对于利率敏感度提升，利率上行不仅压制估值，还会提高融资成本、降低项目 IRR，从而影响资本开支的可持续。与海外市场的脆弱性形成对比的是，A 股资金面的内生稳定性更强：类平准储备构成政策底，资金面正循环尚未打破。

历史对标：1998 年还是 2000 年？科网周期的经验显示，产业见顶遵循“自由现金流恶化→营收增速见顶→资本开支增速见顶”的先后顺序，现金流拐点为领先指标。本轮 AI 行情中，部分云厂自由现金流转负仅意味着已进入压力区间，而作为卖铲人的英伟达对应科网中的思科角色，硬件端见顶历史上明显滞后于建网方。当前 AI 行情并非科网的“2000 年时刻”，而更接近 1998 年末至 1999 年初的预警区间——调整兑现了部分估值压缩，但盈利预期尚未下修，产业逻辑仍在兑现。

配置建议：从“赛道β”转向“现金流质量α”。市场正处于从分母端（流动性）驱动向分子端（盈利质量）驱动的定价逻辑转换窗口，策略重心应从“赛道β”转向“现金流质量α”。建议优先关注 FCF 稳定、CAPEX 效率高的硬件龙头，对广告/电商类应用龙头的估值与现金流匹配度进行更严格的情景测试，并密切关注未来 2-3 个季度 EPS 预期的边际变化——若盈利预期开始下修，则行情可能正式进入类似 2000 年的调整周期。

风险提示：AI 产业商业化进度不及预期；美联储加息路径超预期；韩股杠杆去化不彻底；全球经济意外走弱；地缘政治风险升级。

【计算机】加息落地，网安风起，重视科技反弹—TMT 行业周报

苏凌瑶 郑静文

本周 Anthropic 等巨头呼吁放慢前沿模型节奏，但海内外模型仍在快速迭代：Claude Opus 5.2 开启灰度测试，阿里发布全模态模型 Qwen3.8-Omni-Flash，智谱正式上线 GLM-5.3-FlashX；供给端涨价信号密集，涨价链条与需求扩张共振。网络安全板块快速升温，黄仁勋表示网络安全将成为 AI 下一重要场景，网安板块有望迎来价值重估。

支撑评级的要点

模型龙头呼吁“减速”，网安需求逐渐走强。本周算力产业链需求端的最大变量来自产业层面。9 月 12 日，Anthropic CEO 达里奥·阿莫代伊发表长文《We Must Pace the Frontier》，主张必须放慢前沿模型能力提升的速度，并善用由此争取到的时间。文章发出后很快得到 OpenAI 创始人山姆·奥特曼和 xAI 创始人马斯克的认同。该文章发表后，9 月 14 日，费城半导体指数下跌 5.86%，但实际上，阿莫代伊并非主张停止模型训练和技术进步，而是确保 AI 公司留出足够时间，对模型进行对齐和安全防护，并由第三方评估机构对此进行确认。而且，模型迭代实际上并未减速：海外方面，Anthropic 新一代模型 Claude Opus 5.2 已在 Claude Code 中开启灰度测试，预计 Claude Fable 5.2 最快将于本月底推向市场；国产模型同样密集迭代——9 月 18 日，阿里千问上线新一代原生全模态模型 Qwen3.8-Omni-Flash，支持文本、图像、音频、视频统一输入与 1M 上下文；同日，智谱也宣布正式上线 GLM-5.3-FlashX，该版本推理速度最高可达 200 Tokens/s，较现有 GLM-5.3-Flash 提升 5 倍，定价提升至原版本的 2.5 倍。应用侧，黄仁勋表示网络安全很可能成为 AI 的下一个主要应用场景。AI 加速编程自动化的同时也在加速漏洞暴露与利用，攻防两端同时提速，安全将成为长期、持续消耗推理算力的场景。受此催化，本周美股 CrowdStrike、Palo Alto 等网安龙头显著走强，A 股网络安全板块关注度亦同步快速升温。

本周算力供给端涨价信号密集。近日，NeoCloud 龙头 Nebius 向客户发出调价通知，拟于 10 月 1 日起上调主力 GPU 按需租金：H100 由 3.85→4.50 美元/小时、H200 由 4.50→5.40 美元/小时、B200 由 7.15→8.50 美元/小时、B300 由 7.85→9.50 美元/小时，涨幅约 17%至 21%。这已是 Nebius 年内第二次全面提价，表明算力供需缺口持续拉大。芯片方面，英特尔计划 10 月 5 日再度上调 PC 端 CPU 价格约 10%，这是 2025 年底以来第三轮涨价，英特尔 CEO 陈立武表示，公司当前只能满足约 50%客户的 CPU 需求。AMD 也计划将台积电晶圆代工成本的上涨全额转嫁至下游客户，旗下全系列芯片产品价格预计从 2026 年第四季度起统一上调约 10%。国产侧，9 月 17 日华为全联接大会 2026 启幕，发布业界首个采用 NPO 近封装光学技术的昇腾 960 超节点，单系统算力卡规模达到 4096 卡，可匹配十亿参数模型训练推理。同时推出 OceanStor M900 AI 记忆存储，基于灵衢互联构建支持百万卡的 Agentic 超节点集群。

加息落地，科技股情绪迎来修复；重视网安应用与产业链涨价逻辑。宏观层面，本周美联储加息 25 个基点落地，前期压制风险偏好的最大不确定性消除，全球科技股情绪实现明显修复。我们认为，“放慢前沿模型能力”的呼吁不应简单解读为算力需求拐点的信号，主要因为：1) 海外模型厂商龙头呼吁减速的是模型能力提升的节奏，而非应用落地节奏，推理需求由用户、Agent 与各类应用场景驱动，仍在独立扩张；2) 从以 Claude Fable 5.2、GLM-5.3-FlashX 等海内外顶尖模型的迭代速度来看，模型能力“军备竞赛”实际上仍在继续。我们认为有两条路线值得关注：一是网络安全，AI 编程在攻击与防御两侧同时提速，使得安全正在从 IT 成本项升级为持续消耗推理算力的刚性场景，板块正迎来“AI+安全”的价值重估。二是涨价链条，以芯片为代表的算力环节的销售和租赁价格同步上涨，表明产业链供需缺口尚未收敛，具备涨价传导能力的厂商有望迎来较大盈利弹性。

投资建议

我们持续看好国产算力链和网络安全板块，建议关注：【国产算力供应链】寒武纪、海光信息、中芯国际、华虹宏力、长鑫科技、盛合晶微、长电科技、通富微电、浪潮信息、华勤技术、紫光股份、锐捷网络、盛科通信、光迅科技、华工科技、长飞光纤、深南电路、生益电子、方正科技、兴森科技、南亚新材、华丰科技、电连技术、曙光数创、申菱环境、英维克、海达尔、江海股份、杰华特、晶丰明源、欧陆通、麦格米特、卓易信息、中控技术。【网络安全板块】深信服、绿盟科技、安恒信息、奇安信、启明星辰。

评级面临的主要风险

CSP 厂商资本开支落地不及预期，FDE 交付成本较高、标准化和规模化能力不足，B 端 AI 需求不及预期。

【交通运输】中远海能—油气双轮构筑壁垒，长协运力驱动成长

王靖添 何贯嘉

中远海能作为全球能源运输龙头，核心布局油运与 LNG 两大主业，延伸至 LPG、化学品等领域。公司油轮船队规模全球领先，VLCC 优势突出，可依托中东、大西洋等多区域航线捕捉贸易流重构机遇。当前油运市场受地缘扰动、有效运力约束及绿色合规驱动，VLCC 运价弹性凸显。公司盈利结构稳健：外贸油运受益周期上行，LNG 长协及内贸油运平滑波动。随着外贸 TCE 中枢抬升、LNG 新船交付及化工品业务延伸，盈利与现金流稳定性将在 2026 年增强。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

全球油轮运力龙头，外贸油运业务具备较强周期弹性。公司是全球领先的能源运输平台，油轮船队覆盖 VLCC、苏伊士型、阿芙拉型、巴拿马型等主要船型，具备较强的多船型、跨航线协同运营能力。公司外贸油运业务以 VLCC 为核心，受益于中东—远东、大西洋、西非等长航线需求变化。当前全球油轮供给增长相对有限，老旧船舶环保合规压力上升，在中东原油出口总体稳定的情形下，航道风险及有效运力约束有望抬升 VLCC 风险溢价；若出口量下降或新增成本难以转嫁，盈利弹性可能受到削弱。

LNG 长协模式锁定稳定收益，与油运周期弹性形成有效互补。LNG 运输是公司近年来重点发展的业务。公司通过上海 LNG、CLNG 等平台参与全球 LNG 运输项目，业务以长期期租和项目船模式为主，合同期限较长，租金收入相对稳定，受短期即期运价波动影响小。随着 LNG 长协收入持续释放，并与外贸油运的周期性波动形成互补，增强公司整体盈利韧性。

能源安全、绿色合规与航线重构提升龙头船东战略价值。能源运输行业政策敏感性体现在能源安全、制裁合规和绿色规则等多重因素。中国原油进口韧性与 LNG 长期资源合同共同夯实公司长期货源基础，提升了远距离运输和全球航线调度的重要性。LPG 与化学品运输当前收入占比较小，但拓展了公司能源化工品运输服务边界，形成对油运和 LNG 主业的补充。

估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 376.42/359.67/358.36 亿元，同比变动 57.5%/-4.5%/-0.4%；预计归母净利润为 116.82/104.92/100.45 亿元，同比变动+189.4%/-10.2%/-4.3%；EPS 分别为 2.14/1.92/1.84 元，对应 PE 分别为 9.8/10.9/11.4 倍。首次覆盖，给予公司增持评级。

评级面临的主要风险

油轮运价下行、地缘政治扰动、运营成本上升、LNG 项目交付及长协履约不及预期、绿色航运规则趋严导致成本增加，汇率、利率波动等风险。

中银证券研究团队名录

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com
 苏雪儿 S1300526030001 xueer.su@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

轻工纺服研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

有色金属研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余媛媛 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com
 赵泰 S1300525100001 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com
 李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

农林牧渔研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com
 李育文 S1300526030002 yuwen.li@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

通信研究团队

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371