

每日投资策略

行业及公司首发/点评

全球市场观察

- 6月12日(上周五), A股放量反弹, 上证指数涨1.1%至4031.51点, 深成指涨0.8%, 创业板指涨0.5%, 两市成交约3.21万亿元。金属、创新药和券商领涨, 半导体设备、通信和芯片回调, 说明市场在美伊和谈预期下率先修复顺周期与金融风险偏好, 同时对前期拥挤的AI硬件交易继续降温。港股止住七连跌, 恒指涨1.9%至24718.10点, 恒生科技涨1.1%, 贵金属、黄金和航空走强, 软件、集成电路和光伏收跌。南向资金全天成交净卖出39.43亿港元; 主要净卖出阿里巴巴、汇丰和联想, 主要净买入腾讯、长飞光纤和建滔集团。离岸人民币纽约尾盘报6.764, 维持偏强震荡。
- 日韩股市大幅修复, 日经225涨2.8%至66020.04点, 韩国KOSPI涨4.6%至8123.62点, 美伊协议预期带动油价回落、风险偏好修复, 叠加前期AI半导体急跌后的空头回补。欧洲股市同样强势, STOXX 600涨1.9%至633.21点, 旅游、银行和航空板块表现较好, 主要受益于油价下跌和欧洲央行加息落地。
- 美股小幅收涨, 道指涨0.7%, 标普500涨0.5%, 纳指涨0.3%。美伊协议预期压低油价和通胀风险溢价, 同时SpaceX上市首日大涨19.2%, 提振成长股和零售资金情绪。通讯服务、银行和原材料板块表现较强, 但零售、生物医药和软件板块收跌。
- 美债收益率小幅上行, 2年期升1.9 bps至4.08%, 10年期升1.8 bps至4.48%, 30年期约4.97%。油价下跌缓解再通胀压力, 但美联储下周议息前市场仍不愿过度押注宽松, 且5月CPI和PPI此前均显示通胀压力仍高。市场主线从“美伊战争通胀”转向“通胀仍高但尾部风险下降”的观望状态。
- 地缘风险溢价会吐推动布伦特跌3.4%至87.33美元/桶, 美伊协议预期压低霍尔木兹供应中断风险。现货黄金基本持平于4213.70美元/盎司, 白银涨1.0%至67.99美元/盎司, COMEX铜涨3.2%, 反映美元走弱和风险偏好改善对金属形成支撑。比特币基本持平在63500美元附近, 说明加密资产在前期下跌后进入筑底观察, 但尚未跟随美股全面修复。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,718	1.93	-3.56
恒生国企	8,374	1.91	-6.05
恒生科技	4,705	1.06	-14.70
上证综指	4,032	1.12	1.58
深证综指	2,697	0.99	6.57
深圳创业板	3,830	0.50	19.58
美国道琼斯	51,202	0.70	6.53
美国标普500	7,431	0.50	8.56
美国纳斯达克	25,889	0.31	11.39
德国DAX	24,635	1.76	0.59
法国CAC	8,351	1.83	2.47
英国富时100	10,472	1.63	5.44
日本日经225	66,020	2.81	31.15
澳洲ASX 200	8,804	1.98	1.03
台湾加权	44,169	2.36	52.50

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	52,621	2.66	7.54
恒生工商业	12,421	1.64	-10.50
恒生地产	20,278	1.19	15.47
恒生公用事业	37,416	0.44	-1.60

资料来源: 彭博

行业点评

■ 半导体行业 - 光互联：AI 基础设施的新价值层

AI 光互联正在从光模块升级周期进入系统级基础设施瓶颈阶段。随着 AI 集群从 tray-level 系统扩展到机架、机柜列乃至园区级网络，计算性能越来越不只取决于 GPU/ASIC 的供给，也取决于数据能否在更大的加速器域内高效流动。铜连接在短距离场景仍具成本优势，但更高的 lane speed、持续上升的插入损耗以及更紧的功耗预算，正推动光互联更深入地进入 scale-up、scale-out 和 scale-across 架构。我们认为这将把行业机会从光模块本身扩展至更高价值的光器件、集成光平台以及系统级互联架构。

近期变现层仍在高速可插拔光模块，但价值获取正在向上游迁移。随着 AI 集群对更高带宽和更低延迟的需求提升，光模块需求有望快速增长，但模块组装环节本身竞争也在加剧。更具防御性的利润池位于稀缺、认证门槛高且难以快速 second-source 的环节，包括高速 InP（磷化铟）激光器、DSP（数字信号处理器）/模拟 IC、光引擎和高精度封装。这也是我们预计光产业链将出现分化的原因：具备云厂商认证和供应链资源的头部模块供应商有望继续提升份额，而二线厂商将在制造型新进入者扩产后面临红海价格压力。

技术路线也在变得更加分化，利好具备架构中性敞口的供应商。EML（电吸收调制激光器）仍是 400G/800G 以及早期 1.6T 可插拔模块中经过验证的高性能路线；而随着带宽密度、功耗以及 EML 供应紧张问题变得更加突出，SiPh（硅光）动能正在增强。CPO（共封装光学）是行业从 DSP-retimed 前面板可插拔模块向更深层光集成迁移的终局方向，而非短期直接替代。可插拔模块仍是当前出货主引擎，但 LPO（线性可插拔光学）/LRO（线性接收光学）、NPO（近封装光学）和 CPO 正在将价值进一步推向光引擎、CW（连续波）/UHP（超高功率）激光器、ELS（外置激光源）、耦合/封装以及系统级可靠性。

在这一背景下，我们更看好布局于光价值链中稀缺上游环节和架构使能层的公司。Lumentum（LITE US，买入，目标价：1,070 美元）和 Coherent（COHR US，买入，目标价：465 美元）等激光器和光子平台公司受益于 InP 激光器、CW/UHP 光源、ELS 以及 OCS/CPO 敞口；中际旭创（300308 CH，买入）和新易盛（300502 CH，未评级）等模块龙头有望凭借云厂商认证、执行能力和交付规模维持份额；而立讯精密（002475 CH，由我们科技行业团队覆盖）和东山精密（002384 CH，未评级）等制造型新进入者，可能加剧低差异化模块领域的竞争。我们对光通信行业的核心结论是 AI 光互联不是简单的 TAM 扩张故事，而是价值重新分配的故事，利润池正从最终组装环节迁移至瓶颈器件、光引擎和系统级光学架构。（[链接](#)）

公司首发

■ Lumentum（LITE US，首次覆盖-买入，目标价：1070 美元）- 以光重塑 AI 互联；首次覆盖给予买入评级

我们首次覆盖 Lumentum，给予“买入”评级，目标价 1,070 美元，基于 35x FY28E P/E。我们认为公司是少数具备纯正 AI 光学平台属性的龙头之一，布局于下一代 AI 数据通信互联中价值最高的瓶颈环节，包括 InP 激光器、

光路交换机 (OCS) 以及共封装光学 (CPO) / 外置激光源 (ELS)。投资逻辑不只是光模块份额，而是 Lumentum 对 AI 集群扩展所需稀缺环节的变现能力，包括已认证光源、光网络控制以及外置激光源平台。我们预计公司 FY26E/27E 收入同比增长 81%/98%，non-GAAP 毛利率提升至 46%/51%，主要由供给受限的 InP 激光器、OCS 放量、800G/1.6T 光模块增长以及超高功率 (UHP) 激光器/ELS 贡献驱动。

Lumentum 不是单一周期的光模块故事。公司的 AI 敞口覆盖多种技术架构：用于 800G/1.6T 可插拔模块的电吸收调制激光器 (EML)、用于硅光的连续波 (CW) 激光器、用于 CPO 的 UHP/ELS，以及用于 AI 网络重构的 OCS。当前光互联路线图仍在演进，最终胜出的架构可能因速率、传输距离和客户系统设计而不同。Lumentum 的优势在于它变现的是不同技术路径中的共同瓶颈环节，而不只是依赖最终光模块出货份额。

增长引擎将分阶段延续至 2028 年。我们认为 InP 激光器是近期核心增长驱动，受益于供给紧张和较长的客户认证周期。随着 hyperscaler 部署规模扩大，OCS 有望自 2H26/2027 起贡献更加明显的收入；同时，随着光学更靠近 ASIC 和 XPU，CPO/ELS 将提供中期上行空间。这种分阶段放量非常重要：它降低了公司对单一产品拐点的依赖，并在当前 800G/1.6T 周期与未来 scale-up 光学架构之间建立了更可持续的盈利桥梁。

EPS 加速支撑估值溢价。我们预计公司 FY28E non-GAAP EPS 为 30.6 美元，并基于 35x P/E 得出每股 1,070 美元的目标价，略高于 AI 光学可比公司 CY27E 平均 32.1x P/E。我们认为该估值由收入质量改善支撑，因为增长正转向认证门槛更高、产能更紧张、毛利潜力优于商品化模块组装的产品。

([链接](#))

■ Coherent (COHR US, 首次覆盖-买入, 目标价: 465 美元) - 全栈光学平台卡位 AI 数据中心; 首次覆盖给予买入评级

我们首次覆盖 Coherent，给予“买入”评级，目标价为 465 美元，基于 31x FY28E non-GAAP P/E。我们认为，Coherent 是具备差异化优势的全栈 AI 光子平台，业务覆盖光收发模块、InP 器件、DCI、CPO/NPO、OCS 等多个环节。近期增长主要由 800G/1.6T 光模块放量和内部 6 英寸 InP 产能扩张驱动；同时，DCI/scale-across、CPO/NPO、OCS 和 Multi-Rail 将在核心模块周期之外带来增量收入。我们预计公司 FY26E/27E/28E 收入分别同比增长 22%/54%/36%，主要由 Datacenter & Communications 板块驱动；同期 non-GAAP 毛利率有望提升至 39%/42%/44%。

核心投资逻辑在于 Coherent 能够通过内部 InP 能力、模块规模和系统级光子平台，将 AI 光互联需求转化为收入和利润率。我们认为，公司处于有利位置，因为其掌握了光学堆栈中的多个稀缺环节，包括 InP EML/CW 激光器、光探测器、无源器件、光收发模块、DCI 模块、CPO/NPO 光引擎内容以及 OCS 系统。随着 AI 网络从 800G/1.6T 可插拔模块，向 scale-across DCI 和 scale-up 光学架构演进，价值获取正向能够锁定关键器件、完成产品认证并实现规模化制造的供应商集中。我们认为，Coherent 的 6 英寸 InP 产能爬坡、下游模块布局 and 更广泛的系统产品组合，将支撑收入增长和毛利率韧性。

Coherent 不同于纯模块厂商，也不同于以激光器为核心的供应商，其优势在于能够沿 AI 光学全产业链实现变现。相较纯模块公司，Coherent 具备更强

的上游器件控制能力；相较以激光器为核心的供应商，公司在光模块、coherent DCI、光学子系统和系统级产品方面拥有更广泛的敞口。随着云厂商为 AI 基础设施锁定长期光学供应，Coherent 具备多条增长路径。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 465 美元，基于 31x FY28E P/E。我们认为估值由 Coherent 增长可见度提升、内部 InP 产能杠杆、产品结构优化以及持续扩大的 AI 光学基础设施敞口支撑。（[链接](#)）

公司点评

■ Adobe (ADBE US, 买入, 目标价: 300.0 美元) - 2QFY26 业绩: 加速 AI 业务转型

Adobe 公布 2QFY26 业绩：固定汇率下总营收同比增长 11%，达到 66.2 亿美元，较彭博一致预期高 3%；非 GAAP 净利润同比增长 11% 至 24.0 亿美元，符合一致预期。得益于 1HFY26 业绩表现亮眼及公司完成对 Semrush 收购，公司将 FY26 全年营收指引上调至 265 亿-266 亿美元（前值：259 亿-261 亿美元），同比增长 11.5%-12.0%；但同时公司出于战略考量，选择加快免费 MAU 扩张、暂缓创意云产品线价格调整，因此维持 FY26 年末 ARR 同比增速指引不变，仍为 10.2%。综上所述我们上调 FY26 至 FY28 年总营收预测 2%-4%，但将目标价下调至 300.0 美元，对应 12 倍 FY26 年非 GAAP PE（前值：350.0 美元，对应 15 倍 FY26 年非 GAAP PE），主要考虑到来自 AI 厂商的竞争加剧及管理层变动影响。公司 AI 产品增长态势良好，同时估值具备吸引力，维持“买入”评级。（[链接](#)）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属的研究报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。