

每日投资策略

行业点评/公司首发及点评

全球市场观察

- 6月10日，A股继续调整，沪指跌0.4%，深成指跌2.1%，创业板指跌2.7%，成交约2.62万亿元，科技板块仍是主要拖累。煤炭、硬件设备和机械领跌，非银金融、银行和电信服务收涨。港股同步偏弱，恒指跌0.6%，恒生科技跌0.9%，医疗、必需性消费和电信服务等收涨，能源、原材料和工业领跌。南向资金净买入82.43亿港元，活跃股中主要净买入智谱、腾讯控股和天数智芯，主要净卖出中芯国际、华虹半导体和美团；宏观方面，5月CPI同比上涨1.2%、PPI同比上涨3.9%，显示下游通胀仍温和但上游价格压力抬升；离岸人民币报6.782，整体持平。
- 日韩股市继续承压，日经225跌1.9%至64179.27点，韩国KOSPI跌4.5%至7730.82点，韩国盘中一度触发程序化交易熔断。主线仍是美股AI交易去杠杆向亚洲半导体市场传导，市场对前期涨幅和估值拥挤度集中重定价。欧洲STOXX 600跌0.1%，DAX跌1.0%，法国CAC跌0.5%，英国富时100涨0.3%，油价重新站上90美元附近，加重欧洲能源输入型通胀和政策收紧压力，导致欧洲股市承压。
- 美股大幅下跌，道指跌1.9%，标普500跌1.6%，纳指跌2.0%，标普和纳指均收于一个多月低位。美伊冲突升级推高油价和通胀风险，同时AI拥挤交易继续出清。汽车、工业和半导体设备等板块领跌，通讯服务、食品和保险收涨。
- 美债收益率小幅上行，2年期升0.9 bps至4.13%，10年期升2.4 bps至4.54%，30年期升2.8 bps至5.02%。美国5月CPI同比上涨4.2%、核心CPI同比上涨2.9%，整体通胀创三年新高，但核心环比略低于市场预期，使美联储短期仍可观望，但油价冲击下“更久高利率”和年内加息尾部风险仍难消退。
- 大宗商品分化明显，布伦特涨1.8%至93.10美元/桶，特朗普威胁进一步打击伊朗且美国原油库存大降，重新抬升供应风险溢价。黄金大跌约4.4%至4069.40美元/盎司，白银跌3.0%，COMEX铜跌2.3%，反映高利率、美元韧性和保证金压力下的流动性出清。比特币在6.1万美元附近企稳后小幅收涨，高贝塔资产仍受科技股去杠杆约束。

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	24,408	-0.64	-4.77
恒生国企	8,319	-0.07	-6.67
恒生科技	4,725	-0.94	-14.34
上证综指	3,993	-0.42	0.61
深证综指	2,688	-1.97	6.22
深圳创业板	3,855	-2.70	20.34
美国道琼斯	49,919	-1.87	3.86
美国标普500	7,267	-1.62	6.16
美国纳斯达克	25,170	-1.98	8.29
德国DAX	24,195	-0.97	-1.20
法国CAC	8,162	-0.51	0.15
英国富时100	10,255	0.27	3.26
日本日经225	64,179	-1.89	27.49
澳洲ASX 200	8,653	0.57	-0.70
台湾加权	43,226	-3.31	49.24

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	50,819	-1.03	3.85
恒生工商业	12,406	-0.48	-10.60
恒生地产	20,034	0.02	14.08
恒生公用事业	37,566	-0.71	-1.21

资料来源: 彭博

行业点评

■ 半导体行业 - 关于 CPO 和 800VDC 电源架构部署延期快速解读

我们注意到 SemiAnalysis 于 6 月 9 日发布文章讨论了两项潜在部署延期：1) 共封装光学 (CPO)；2) 英伟达 800VDC 架构。该文章引发市场讨论，并对 AI 基础设施相关标的造成压力，尤其是光通信、功率半导体和数据通信互连供应商。我们认为这篇文章更应被理解为节奏重置，而非需求重置。光通信方面，其结论与我们此前观点基本一致：CPO 大规模采用最早也要到 2027 年末以后，而可插拔光模块和 NPO 在可预见的未来仍将是关键部署路径，继续利好国内领先光模块供应商，包括中际旭创 (300308 CH, 买入) 和新易盛 (300502 CH, 未评级)。

供电方面，我们尚未看到明确证据表明更广义的 HVDC 采用正在延后；潜在推迟似乎更集中于英伟达单端 800VDC 架构，而用于超大云厂商 ASIC 平台的 ±400VDC 仍按计划推进。这一区分对我们覆盖的英诺赛科 (2577 HK, 买入) 尤为重要，公司近期机会更紧密地与 ±400VDC 和 ASIC 侧电源架构相关，例如与 Google 的合作，而非单纯依赖英伟达单端 800VDC。鉴于短期基本面仍保持稳健，我们重申对中际旭创和英诺赛科的“买入”评级。

([链接](#))

公司首发

■ 智谱 (2513 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 1503.9 港元) - 驶向 AGI 的星辰大海

智谱是中国领先的独立大语言模型开发商之一，具备覆盖基础模型预训练与微调、企业部署及应用开发的全栈能力。根据 Frost & Sullivan 数据，按 2024 年收入计算，公司在中国独立大模型开发商中排名第一，在所有大模型开发商中排名第二，市场份额达 6.6%。我们看好智谱，主要基于：1) 前沿模型能力领先，并依托深厚的研究实力持续快速迭代；2) 具备精准把握商业化场景的战略前瞻性，有望率先捕捉尚未充分释放的市场机会；3) 拥有庞大的机构客户基础，并能够提供定制化解决方案。根据 F&S 预测，中国 LLM 行业收入将由 2024 年的人民币 53 亿元增长至 2030 年的人民币 1,011 亿元，对应 63.5% 的 CAGR。我们认为，智谱是最有望把握上述市场机遇的独立大模型厂商之一。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 1,503.9 港元，基于 40 倍 2028E P/S，以 15% 的 WACC 折现至 2026E。([链接](#))

■ MiniMax (100 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 570.0 港元) - 持续进化至一站式 AI 平台

MiniMax 是全球领先的 AI 大模型公司之一。公司相较于其他模型厂商具备三大差异化竞争优势：1) 企业创立之初便专注研发多模态大模型；2) 高性价比的 AI 模型与产品能力；2) 触达全球用户的商业化变现能力。2025 年公司总营收达 7900 万美元，同比增长 159%；其中原生 AI 产品/开放平台及其他基于 AI 的企业服务分别占总营收的 67%/33%。根据 CIC 数据，目前公司在全球大模型相关收入市场中份额仅为 0.3%，但依托行业领先的多模态模型技术能力与丰富的 AI 应用布局，我们预计公司在 2025 至 2028 年总营收复合增速将达 181%，并持续提升其在全球大模型市场的份额。我们给予公司

目标价每股 570.0 港元，基于 80 倍 2026 年 PS。首次覆盖给予“买入”评级。[\(链接\)](#)

公司点评

■ 吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 27 港元) - 智能升级, 全球破局

我们参加了 6 月 9 日吉利的智能化体验活动，在深圳复杂城区道路条件下感受了极氪 8X 的智驾（搭载千里浩瀚 H7 及 G-ASD 4.0）和超级智能体（超级 Eva）。我们认为吉利通过研发资源整合正在逐步追赶智能化头部车企。吉利的智驾目前基于一段式端到端模型，并计划融合基于更高算力芯片的 VLA 模型。我们认为依托于阶跃 3.5 大模型的超级 Eva 是座舱 AI 智能体的雏形，将传统座舱功能升级到与智驾和用户需求融合的路线规划、实时环境感知与互动以及拟人化交流。

秉承合作共赢的轻资产模式加速海外扩张：在前 5 个月出口超预期的基础上，吉利仍在加速海外尤其是欧洲市场的扩张。吉利有望与本土汽车制造商合作，以电动化平台合作换取欧洲本土产能，这让我们对吉利 2027-28 年的出口增速更具信心。我们预计吉利海外销量在 2026-27 年将分别提升至 100 万和 140 万台。

盈利预测：我们预计吉利 2Q26 收入同比提升 26%，毛利率同比提升 1.3 个百分点到 18.4%，净利润 58 亿元，经调整净利润环比提升 14% 至 52 亿元。我们维持 2026 年 350 万台的销量预测，但上调出口和高端车型销量，因此上调 2026 年净利润 8.5% 至 227 亿元。维持“买入”评级，目标价 27 港元，基于 11x FY26E P/E。[\(链接\)](#)

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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策。

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、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策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策。

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制的报告。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。