下载日志已记录，仅供内部参考

关注布局 AI 商业化与硬件设备成长机会

中小市值 2026 年中期策略报告

我们认为，2026 年以来全球流动性环境较去年发生明显变化，海外主要央行宽松预期降温，权益市场定价逻辑从单纯估值修复逐步转向产业趋势与业绩兑现并重。国内政策环境仍保持稳健支持，AI 应用、具身智能、光模块自动化、先进封装设备、智慧停车运营等方向仍具备较强结构性机会，建议关注 AI+以及业绩增长确定公司的投资机会。

- **全球流动性环境边际收紧，市场或更重视基本面确定性。**2026 年 6 月欧洲央行上调三大关键利率，美联储维持联邦基金目标利率区间不变，海外宽松预期较去年明显降温。我们认为，流动性环境从单边改善转向更加平稳后，中小盘行情仍有结构性机会，但市场定价将更加重视产业趋势、订单落地和利润兑现。国内利率水平仍处低位，政策环境保持稳健支持，权益资产中具备真实成长能力的公司仍具备配置价值。
- **AI 应用进入报表验证期，垂类场景商业化持续推进。**Duolingo、AppLovin、Salesforce 等海外 AI 应用公司在用户增长、收入增长和利润率改善上已出现较清晰的业绩验证，说明 AI 对于内容生产、广告投放、企业服务和数据分析等场景的效率提升正在逐步转化为商业结果。我们认为，AI 投资主线有望从早期的算力和硬件基础设施，进一步扩散至应用软件、垂类数据、行业解决方案和智能终端，教育、广告营销、企业服务、数据应用等方向有望成为率先兑现的重点场景。
- **具身智能和自动驾驶仍是 AI 向物理世界延伸的重要方向。**NVIDIA、Figure AI 等公司持续推进人形机器人基础模型和视觉语言动作模型，端到端自动驾驶及机器人产业链仍处于技术迭代和场景验证阶段。我们认为，大模型能力提升正在推动 AI 从数字内容生成延伸至真实世界感知、决策和执行，未来随着模型泛化能力提升、硬件成本下降和应用场景逐步清晰，机器人、自动驾驶及相关零部件、设备、控制系统公司有望迎来持续产业催化。
- **中小盘及成长股估值已明显修复，优质成长股仍有结构性机会。**截至 2026 年 6 月 26 日，国证 2000 PE-TTM（不调整）为 57.82 倍，处于近 5 年 83.67%历史分位；创业板指 PE-TTM（不调整）为 53.03 倍，处于近 3 年 99.47%历史分位。估值抬升反映市场风险偏好改善，也反映投资者对 AI 应用、机器人、半导体设备、先进封装等成长方向的重新定价。后续行情有望从普遍估值修复进入结构性分化阶段，建议更加关注能够通过收入增长、盈利改善和订单兑现消化估值的优质成长股。
- **风险提示：全球流动性环境变化风险、AI 应用落地进展不及预期、全球经济增长放缓**

重点公司主要财务指标

公司简称	公司代码	市值	25EPS	26EPS	26PE	PB	投资评级
捷顺科技	002609.SZ	4.8	0.10	0.19	40.5	2.0	强烈推荐
凯格精机	301338.SZ	22.8	1.25	2.52	64.7	13.4	增持

资料来源：公司数据、招商证券（备注：市值单位为十亿元，26 年数据为万得一致预期）

推荐（维持）

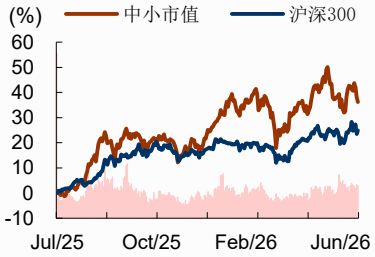
TMT 及中小盘/中小市值

行业规模

		占比%
股票家数（只）	52	1.0
总市值（十亿元）	439.1	0.4
流通市值（十亿元）	387.2	0.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.1	7.9	37.8
相对表现			



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《【招商中小盘】流动性宽松，关注 AI 应用机会——中小市值 2026 年年度策略报告》2025-12-30

2、《中小市值 2025 年中期投资策略报告—流动性宽松，关注 AI+以及业绩增长确定公司的投资机会》2025-07-10

3、《【招商中小盘】流动性宽松，关注 AI+以及业绩增长确定公司的投资机会——中小市值 2025 年年度策略报告》2024-12-30

陈云鹏 S1090525070003
chenyunpeng1@cmschina.com.cn
罗宇珩 S1090525050002
luoyuheng@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 海外多国加息，国内流动性维持宽松 4
1、 欧洲央行重启加息 4
2、 美联储维持利率不变，但降息预期明显弱化 4
3、 国内流动性保持合理充裕 5
二、 AI 在 B 端持续落地，建议关注 AI+垂类应用及具身智能机会 6
1、 AI 应用在 B 端及垂类场景持续放量，报表兑现成为核心变量 6
（1） Duolingo：AI 提升内容生产效率，教育场景个性化属性持续强化 6
（2） AppLovin：AI 算法提升广告撮合效率 7
（3） Salesforce：AI Agent 加速 B 端落地，企业服务进入新阶段 8
2、 自动驾驶与机器人是端到端大模型的终极落地场景：基于 AI 大模型的端到端自动驾驶有望成为主流方案 9
基于 AI 大模型的端到端自动驾驶有望成为主流方案 9
（1）Transformer 的 Attention 机制是一切的基础 10
（2）Transformer 机制成功通过 BEV 将汽车视觉感知由 2D 向 3D 的跨越 11
（3）多模态大模型赋能端到端训练，强化学习+transformer 或大有可为 12
3、 人形机器人：产业化进程加速，从技术验证迈入规模化商业验证阶段 13
三、 中小盘公司估值已有明显修复，建议关注业绩兑现确定性较高的方向 15
四、 建议重点关注公司 17
1、 凯格精机：业绩快速增长，AI 锡膏印刷机以及光模块设备打开成长空间 17
2、 捷顺科技：转型成功，新业务占比首超 50% 18
五、 风险提示 19

图表目录

图 1 欧元区利率（%） 4
图 2 美联储联邦基金目标利率（%） 5
图 3 中国:贷款市场报价利率(LPR):1 年/中国:贷款市场报价利率(LPR):5 年 5
图 4 Duolingo 26 年 Q1 部分经营数据 7
图 5 AppLovin26 年 Q1 业绩 7
图 6 AppLovin26 年 Q2 指引 8
图 7 Salesforce 的 Agentforce 产品 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8 模块化自动驾驶.....9
图 9 端到端自动驾驶.....10
图 10 Attention 机制在机器翻译中的效果.....11
图 11 Self-Attention 机制.....11
图 12 BEV+Transformer 基本概念.....12
图 13 行车长尾场景罕见却无法忽视.....13
图 14 特斯拉人形机器人 Optimus 第三代样机.....14
图 15 创业板指估值.....16
图 16 国证 2000 估值.....16

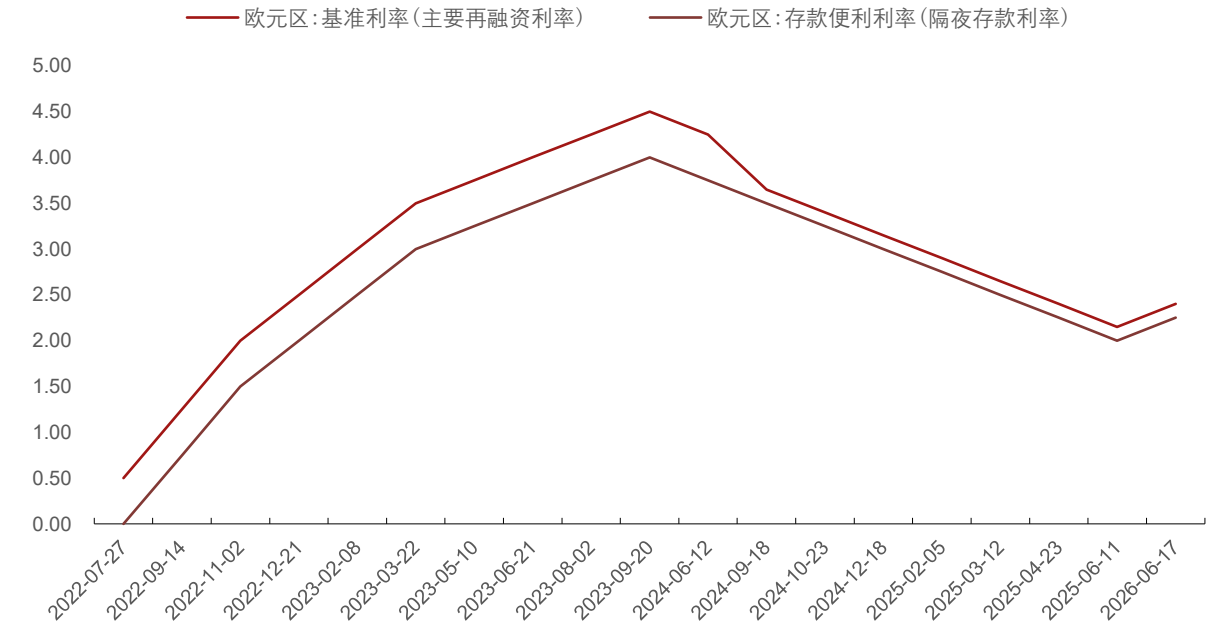
下载日志已记录，仅供内部参考

一、海外多国加息，国内流动性维持宽松

1、欧洲央行重启加息

6 月欧洲央行重启加息，结束前一轮降息周期。欧洲央行货币政策边际收紧，全球流动性环境较去年同期发生明显变化。2024 年以来，欧洲央行曾率先开启降息周期，并在通胀回落、经济增长承压的背景下持续下调主要政策利率。但进入 2026 年后，欧洲通胀压力和外部不确定性有所抬升，欧洲央行货币政策取向由此前的持续宽松转向更加审慎。6 月 11 日，欧洲央行议息会议决定上调三大关键利率 25 个基点，存款机制利率、主要再融资利率、边际借贷利率分别升至 2.25%、2.40%和 2.65%，自 6 月 17 日起生效。

图 1 欧元区利率（%）



资料来源：Wind、招商证券

我们认为，欧洲央行此次加息具有较强的信号意义。一方面，2024-2025 年全球主要央行逐步进入降息周期，市场对全球流动性改善形成较强一致预期；另一方面，2026 年以来随着通胀重新显现黏性，欧洲央行重新上调政策利率，表明海外主要经济体流动性环境已经不再是单边宽松。后续来看，欧洲央行明确表示未来利率决策将基于通胀前景、经济金融数据、潜在通胀动态以及货币政策传导强度进行判断，并未预先承诺特定利率路径。因此，后续欧洲流动性环境仍需密切跟踪通胀数据及欧洲央行议息会议表态。

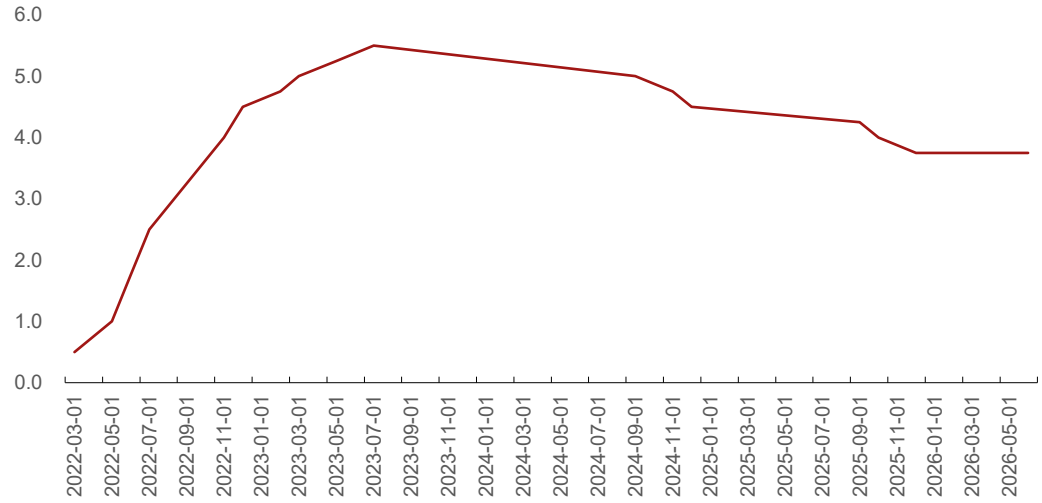
2、美联储维持利率不变，但降息预期明显弱化

美联储维持高利率区间，短期内看不到明确宽松信号。6 月 17 日，美联储 FOMC 会议决定维持联邦基金目标利率区间在 3.50%-3.75%不变。美联储在声明中表示，美国经济活动仍以稳健速度扩张，就业增长与劳动力供给基本匹配，失业率变化不大；同时，通胀仍高于 2%的长期目标，部分原因来自能源等领域的供给冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

从点阵图来看，美联储官员对 2026 年末联邦基金利率的预测中位数为 3.8%，与当前 3.50%-3.75%的目标区间相比，并未体现出明显的年内降息空间。与 2024 年底市场围绕美联储降息节奏进行交易的环境不同，当前美联储的核心约束仍然是通胀黏性。只要美国经济、就业保持相对稳定，且通胀距离 2%目标仍有距离，美联储快速转向宽松的概率较低。

图 2 美联储联邦基金目标利率（%）



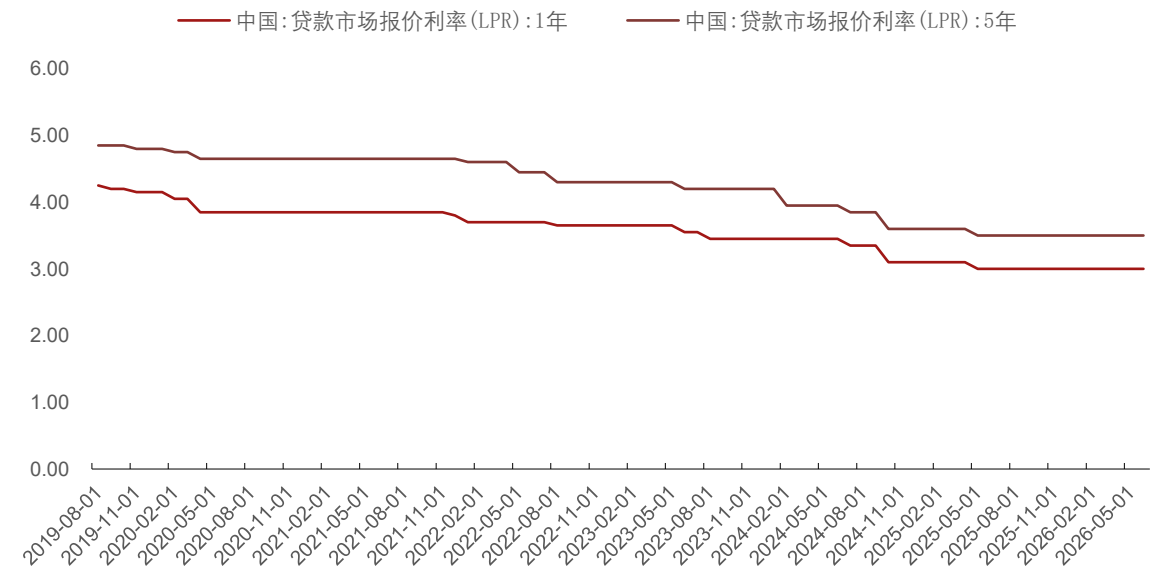
资料来源：Ifind、招商证券

我们认为，美联储政策路径对全球权益资产估值仍具有较强影响。对于中小市值成长股而言，流动性环境由“宽松预期强化”转向“宽松预期降温”，市场将更加关注公司自身业绩兑现能力以及产业趋势的确定性。

3、国内流动性保持合理充裕

国内流动性维持偏宽松。与海外收紧形成对照，国内货币政策延续适度宽松基调。截至目前，1 年期 LPR 报 3.0%、5 年期 LPR 报 3.5%，均处于低位；

图 3 中国:贷款市场报价利率(LPR):1 年/中国:贷款市场报价利率(LPR):5 年



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind、招商证券

我们认为，当前国内流动性环境仍然对权益市场形成一定支撑。2024 年底政治局会议提出“货币政策适度宽松”“财政政策更加积极”等表述，市场对于政策宽松形成较强预期；而当前国内利率水平已经处于相对低位，LPR 长时间维持不变，说明货币政策更多体现为保持流动性合理充裕、降低实体经济融资成本。

因此，2026 年中期策略中，我们认为流动性对中小市值股票的影响应当从“估值修复驱动”转向“业绩确定性筛选”。在全球流动性边际收紧、海外降息预期弱化的背景下，单纯依靠估值扩张获得收益的难度提升。后续建议更加关注两类公司：一是产业趋势明确、订单和业绩能够持续兑现的 AI+相关公司；二是在弱流动性环境下仍具备较强现金流、盈利能力和成长确定性的优质中小市值公司。

二、AI 在 B 端持续落地，建议关注 AI+垂类应用及具身智能机会

1、AI 应用在 B 端及垂类场景持续放量，报表兑现成为核心变量

AI 应用逐步从主题投资进入业绩验证阶段。过去两年，AI 产业链投资机会主要集中在算力基础设施，包括 GPU、光模块、PCB、液冷、电源、存储等方向；但随着模型能力提升、推理成本下降以及企业客户对降本增效诉求增强，部分 AI 应用公司已经开始在用户增长、收入增长和利润率改善上体现出正反馈。

我们认为，相比通用型 AI 产品，基于垂直场景打造的 AI 应用更容易形成商业闭环。垂直行业厂商通常已经沉淀了大量业务数据、客户关系以及工作流经验，能够将 AI 能力嵌入原有业务流程，从而提升内部运营效率和对外服务价值；这一判断可从 Duolingo 利用 AI 工具提升课程生产效率、Salesforce 将 Agentforce 嵌入销售和服务等企业流程中得到验证。

（1）Duolingo：AI 提升内容生产效率，教育场景个性化属性持续强化

Duolingo 在 2026Q1 披露，其收入同比增长 27%至 2.92 亿美元，DAU 同比增长 21%至 5650 万，Adjusted EBITDA 同比增长 33%至 8340 万美元。AI 对 Duolingo 的影响不仅体现在用户交互，也体现在内容生产效率。公司披露，2026Q1 发布 2.05 万个课程单元，而 2025 年平均每季度为 7100 个，2024 年平均每季度为 1800 个，公司明确表示这是由于其投资 AI 工具，显著改变了内容生产速度。 公司同时披露，2026Q1 毛利率同比提升 190bp 至 73.0%，主要受益于单位 AI 成本持续下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4 Duolingo 26 年 Q1 部分经营数据



资料来源：公司官网、招商证券

（2）AppLovin：AI 算法提升广告撮合效率

广告营销是 AI 应用中较为容易形成商业闭环的方向之一。其核心原因在于广告投放具备数据量大、反馈周期短、商业效果可量化等特征，因此算法优化能够较快传导至广告主 ROI 和平台收入。Mintegral 官网也将其定位为程序化互动式广告平台，并披露其依托 AI 技术为开发者提供用户获取、再营销和广告变现解决方案。

AppLovin 的业绩已经体现出 AI 广告平台的利润弹性。2026Q1，公司收入达到 18.42 亿美元，同比增长 59%；净利润达到 12.06 亿美元，同比增长 109%；Adjusted EBITDA 达到 15.57 亿美元，同比增长 66%；Adjusted EBITDA margin 达 85%。公司同时指引 2026Q2 收入为 19.15-19.45 亿美元，Adjusted EBITDA 为 16.15-16.45 亿美元，Adjusted EBITDA margin 为 84%-85%。

图 5 AppLovin26 年 Q1 业绩

	Quarter Ended March 31,		
(In millions, except percentages)	2026	2025	% Change
Revenue	$1,842	$1,159	59 %
Net Income	$1,206	$576	109 %
Net Income from Continuing Operations	$1,206	$724	67 %
Adjusted EBITDA	$1,557	$938	66 %

资料来源：公司官网、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6 AppLovin26 年 Q2 指引

	2Q26	
(In millions, except percentages)	Low	High
Revenue	$1,915	$1,945
Adjusted EBITDA	1,615	1,645
Adjusted EBITDA Margin	84%	85%

资料来源：招商证券

我们认为，广告营销场景可能是 AI 应用中最先大规模兑现利润的方向之一。原因在于广告平台的商业结果可以用 ROI、转化率、留存率、LTV 等指标直接衡量，且算法改进带来的边际收益能够较快反映在客户预算和平台收入中；AppLovin 收入和利润同步高增，说明 AI 对广告撮合效率的提升已经开始具备较强的财务可见度。

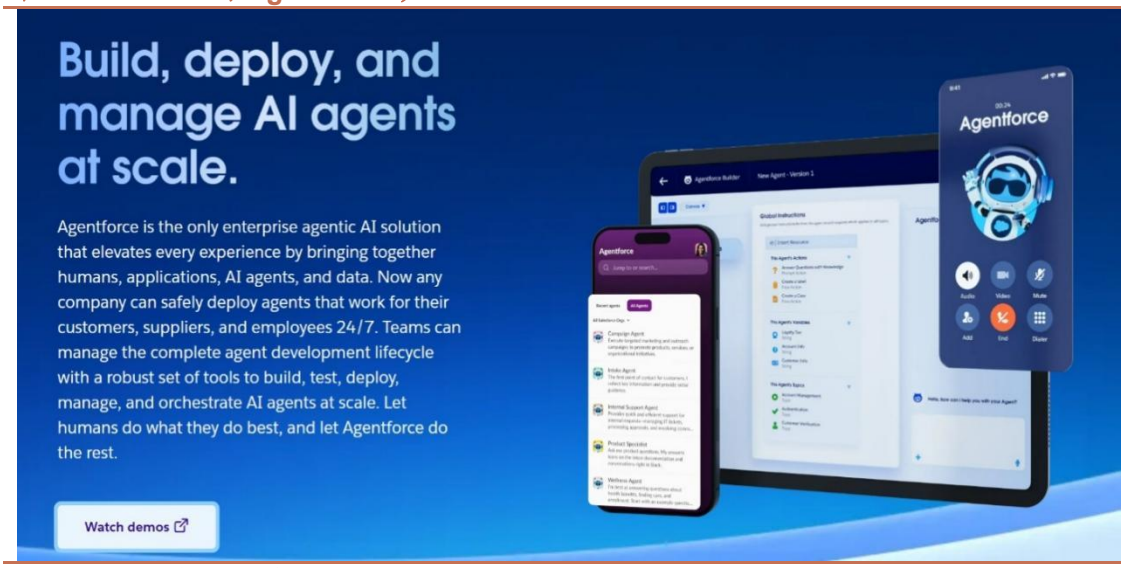
（3）Salesforce：AI Agent 加速 B 端落地，企业服务进入新阶段

B 端企业服务是 AI Agent 重要的落地场景之一。传统 SaaS 软件主要帮助企业完成流程线上化和数据沉淀，而 AI Agent 的出现则进一步帮助企业完成自动化决策和自动化执行。Salesforce 披露，FY2027Q1 Agentforce ARR 达到 12 亿美元，同比增长 205%；Agentforce 与 Data 360 ARR 接近 34 亿美元，同比增长超过 200%。

Salesforce 的 AI Agent 已经开始从产品发布进入客户使用阶段。公司披露，截至 FY2027Q1，Agentforce 与 Slack 累计交付 38 亿个 Agentic Work Units，环比增长 111%；公司累计处理 token 超过 28.6 万亿，环比增长 152%；超过 50% 的 Agentforce 与 Data 360 订单来自现有客户。

我们认为，Salesforce 的进展对 B 端 AI 应用具有重要参考意义。Salesforce 客户以企业级客户为主，客户决策周期、安全要求和系统集成复杂度均较高；如果 Agentforce 能在该类客户中形成 ARR 增长和使用量增长，说明企业级 AI Agent 正在从概念验证走向预算和部署阶段。

图 7 Salesforce 的 Agentforce 产品



资料来源：公司官网、招商证券

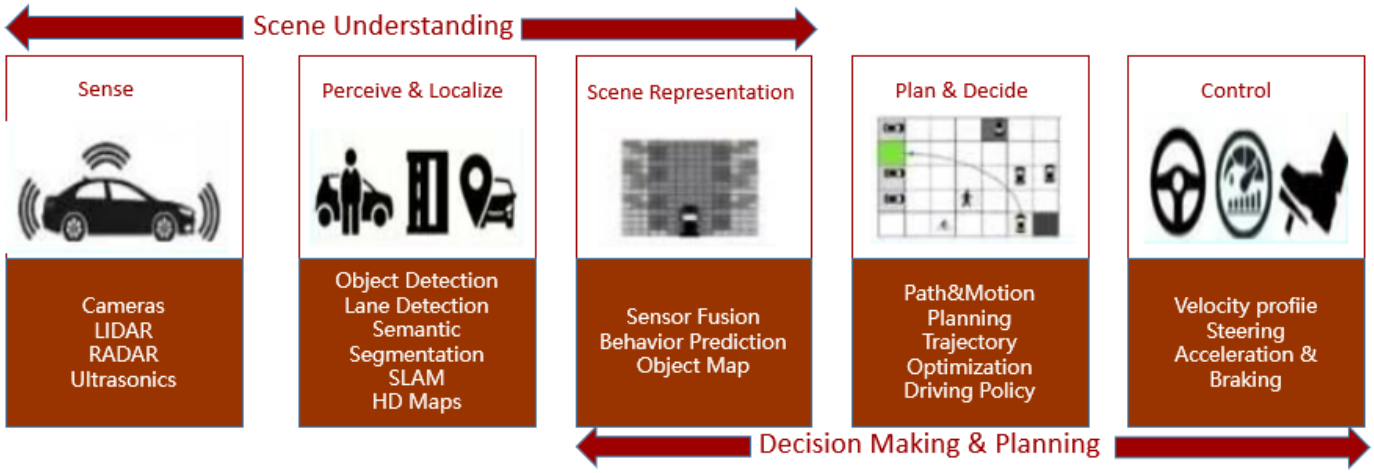
下载日志已记录，仅供内部参考

2、自动驾驶与机器人是端到端大模型的终极落地场景：基于 AI 大模型的端到端自动驾驶有望成为主流方案

基于 AI 大模型的端到端自动驾驶有望成为主流方案

当前已经量产的自动驾驶解决方案主要以模块化的架构为主。通俗来讲，现阶段使用较多的自动驾驶的模块化算法解决方案是将自动驾驶任务拆解成多个不同的模块，然后将对应的任务交给专门的 AI，模型（模块）进行处理。一个完备的模块化架构通常会包括**感知模块、定位模块、决策模块、规划模块、控制模块。**

图 8 模块化自动驾驶

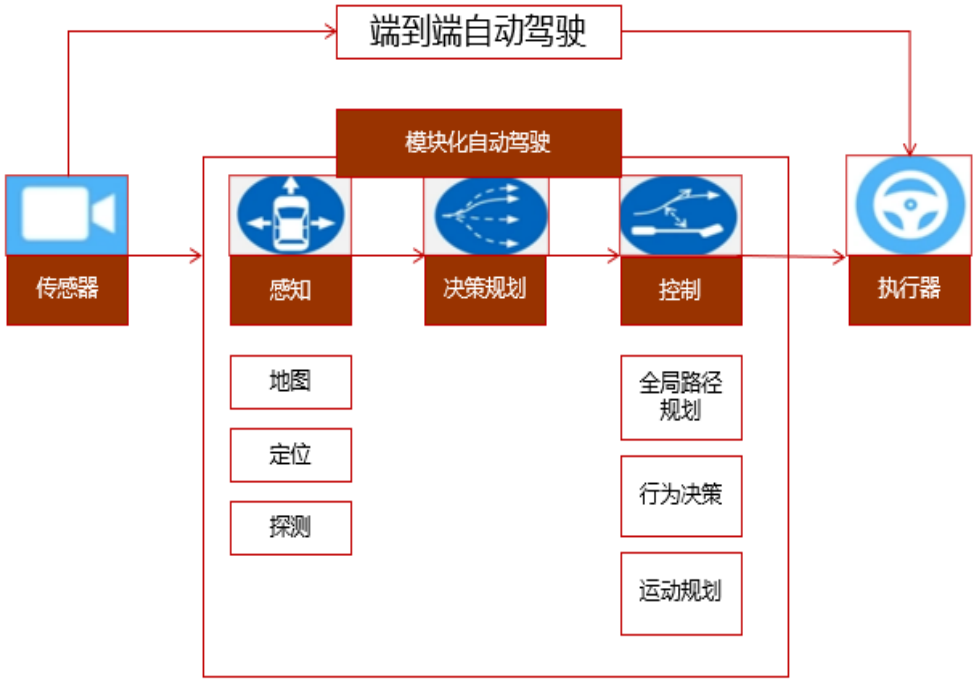


资料来源：OpenDILab、招商证券

端到端自动驾驶最直观的变化就是将多个小模型整合成了一个“大模型”，是自动驾驶的终极目标。自英伟达于 2016 年发表论文《End to End Learning for Self-Driving Cars》，端到端自动驾驶不断发展。相较于传统模块化的架构，端到端（End to End）通过一个大模型既实现了感知、规划、控制等模块的功能，也就是通过传感器采集到原始数据（raw data），并将原始数据输入到一个统一的深度学习神经网络（大模型），并直接输出驾驶命令。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9 端到端自动驾驶



资料来源：智车科技、招商证券整理

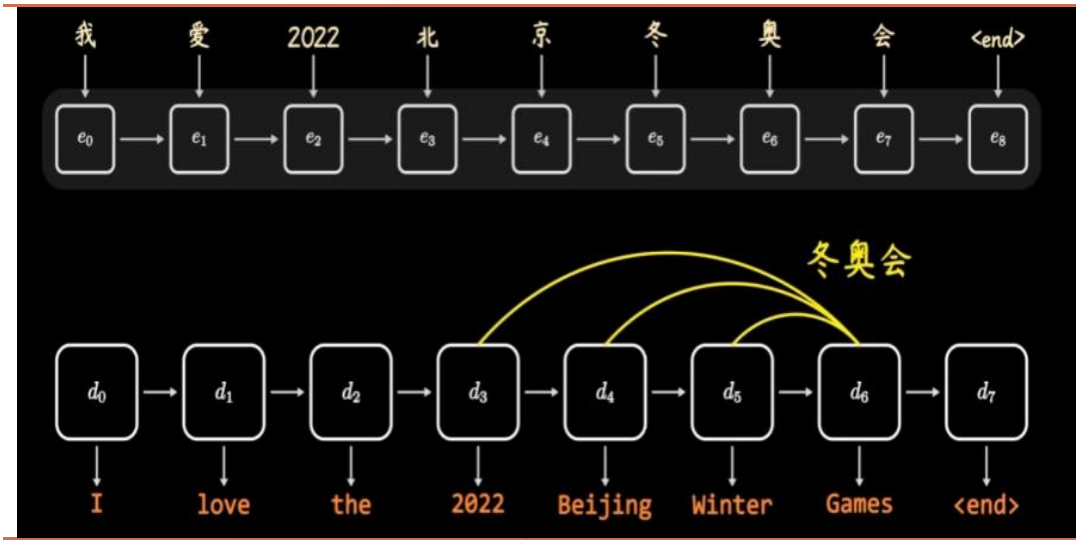
（1）Transformer 的 Attention 机制是一切的基础

Transformer 算法引入了 Attention 机制，算法的泛化能力大大增强，现流行的大模型均是基于此类架构开发而出。2017 年，谷歌在人工智能领域提出的著名论文《Attention Is All You Need》中首次提出 attention 机制，在 NLP 领域表现极为出色。

Attention 机制极大地增强了算法对于上下文的感知能力，近些年最流行的 AI 模型均有着 Attention 机制的身影。从本质上看，Attention 实际上就是“权重”，最早被应用于机器翻译领域并取得了良好的效果。举个例子，在“I love the 2022 Beijing Winter Games”这句英文翻译中文的算法中，games 这个词如果只考虑自己的权重有可能会被翻译成游戏，当将 Beijing 这个词一起考虑时，由于 Beijing 与 Games 之间的关联，则有可能会被翻译成比赛，成为北京比赛，若是继续结合“2022”，则会被翻译成北京 2022 冬奥会。

下载日志已记录，仅供内部参考

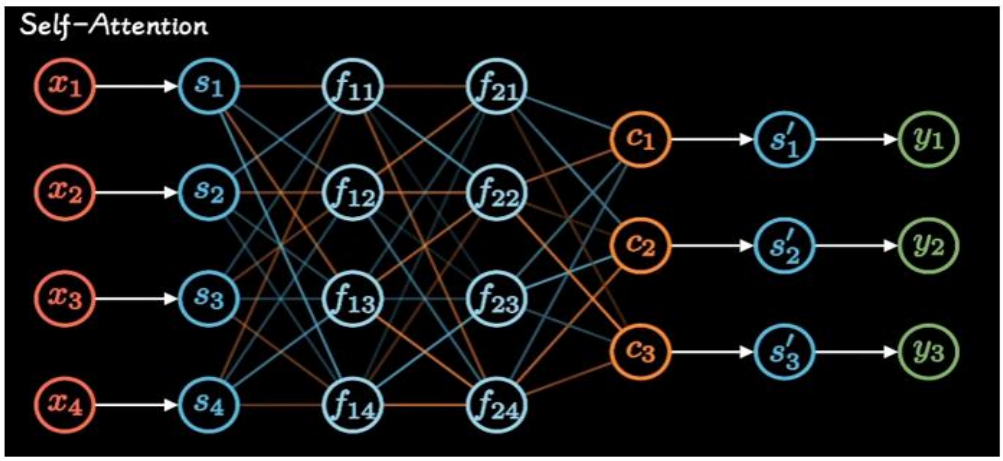
图 10 Attention 机制在机器翻译中的效果



资料来源：梗直哥（美国伊利诺伊大学人工智能博士）、招商证券

Attention 机制在 Transformer 算法中是 self-attention 机制的基础，self-attention 在原有基础上进一步实现了大规模的并行运算。随着大规模并行运算的发展，由于 RNN 的顺序结构难以进行并行运算，因此效率很低，劣势逐渐显现。另一方面，由于 attention 机制本身就已经对全部的输入数据进行了权重分配，RNN 的顺序结构中的顺序已经没有存在的必要，在去掉该部分后就形成了 tranformer 中重要的 self-attention 机制。通俗来说就是将上图中的箭头去掉，在 encoder 编码阶段就使用 attention 机制将每输入一个数据与其他所有数据之间的关联。经过计算后，将各个数据之间的关联权重加权表示后再放到“前馈神经网络”中得到新的表示就实现了高效嵌入上下文信息的目的。

图 11 Self-Attention 机制



资料来源：梗直哥（美国伊利诺伊大学人工智能博士）、招商证券

（2）Transformer 机制成功通过 BEV 将汽车视觉感知由 2D 向 3D 的跨越

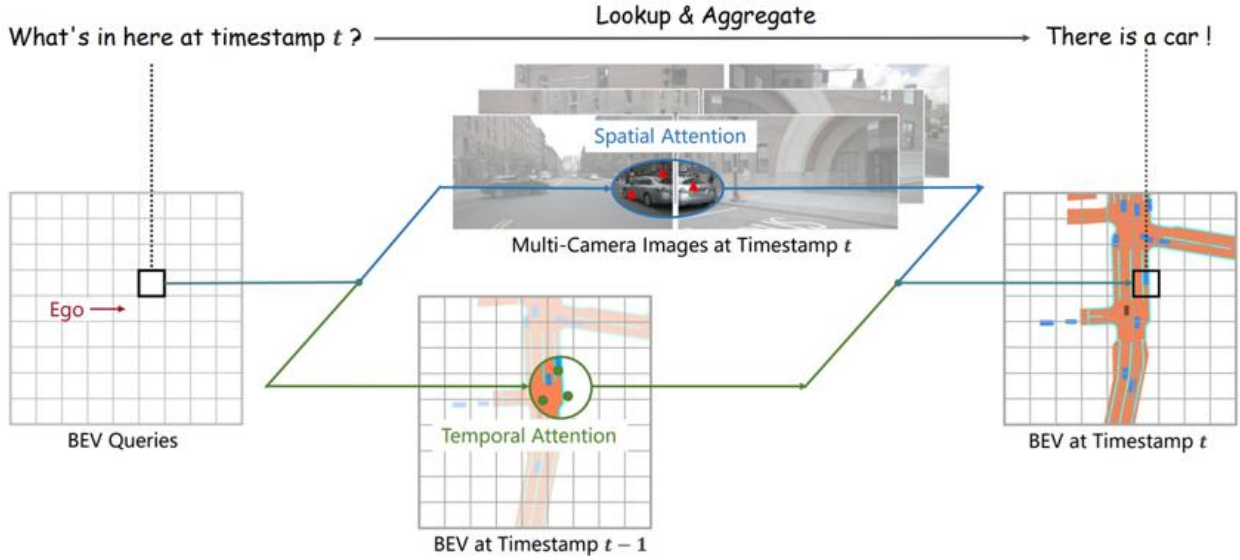
BEV（Bird Eyes View）具有深度信息，相较于平面 2D 图信息更加丰富。自动驾驶中的感知识别任务的目的是对物理世界的三维几何重建，由于车载的传感设备逐渐增多，通过一个统一的视角呈现出不同视角采集到的信息变得逐渐重要起

下载日志已记录，仅供内部参考

来。传统的投影平面视角（Perspective view）由于缺乏深度信息，在视觉领域仍有一定的缺陷。

BEV 本质是将图像空间“翻译”到向量空间，Transformer 大有可为。图像空间(multicam features) 到向量空间 (BEV vector space)可以类比成一种语言到另一种语言的翻译，因为他们都是对同一个空间的不同描述，transformer 在该领域有着较好的表现。

图 12 BEV+Transformer 基本概念



资料来源：《BEVFormer: Learning Bird’s-Eye-View Representation from Multi-Camera Images via Spatiotemporal Transformers》南京大学等、招商证券

BEV+transformer 相当于实现图像由 2D 至 3D 的升级，可以虚拟出感知世界的坐标系，相当于给汽车开启了“上帝视角”。能够让车辆无遮挡地“看清”道路上的实况信息，在 BEV 的视角下统一完成感知和预测任务。根据盖世学堂，传统的 BEV 转化主要是通过在图像空间中进行特征提取，并产生分割结果，再利用逆透视变换（IPM）将其转化为 BEV 空间，但这种方法非常容易造成成像结果的失真。而 transformer 的交叉注意力机制则与该项任务适配性较高。

（3）多模态大模型赋能端到端训练，强化学习+transformer 或大有可为

多模态大模型是一种可以处理多种不同类型数据的深度学习模型。其通常由多个分支组成，每个分支处理不同类型的数据，例如图像、文本、声音、视频等。这些分支可以并行运行，并最终将结果合并以进行决策。**与传统的单模态模型相比，多模态大模型的独特之处在于它可以从多个数据源中获得更加全面有价值的资源，从而提高模型的性能和鲁棒性。**

长尾问题处理为 FSD 关键瓶颈，需优化数据驱动方案。目前市面上的 FSD 主流算法可以覆盖绝大多数行车场景，但驾驶环境不确定因素较多，对于长尾场景的算法处理却不够完善，这也就成为了 FSD 发展的一大困境。早期 Waymo 的路测、特斯拉的影子模式均希望通过获取大量数据从而解决长尾问题。国内厂商毫末智行将数据源类比为 FSD 模式的唯一自变量，坚持大模型数据处理是 FSD 发展之关键。Momenta 在其公众号上也表示 L4 要实现规模化量产，至少要达到人

下载日志已记录，仅供内部参考

类司机的安全水平，需要至少千亿公里的测试，才能解决百万长尾问题。

图 13 行车长尾场景罕见却无法忽视



资料来源：CSDN、Momenta、招商证券

Transformer+多模态+大模型(端到端),或能够成为自动驾驶的终极解决方案。多模态实现了音频+视频+图像等多种数据的交互，Transformer 的 attention 机制或能够在多种形态的信息中更好的找到其中数据互相之间的关联，生成更好的驾驶指令。我们认为，由于涌现现象的存在（涌现指的是当一个 AI 模型被训练的足够多时，其性能会突然指数级的提高），Transformer+多模态+大模型（端到端）若是训练的足够多，或许有成为终极智能驾驶解决方案的潜力，解决长尾问题。

3、人形机器人：产业化进程加速，从技术验证迈入规模化商业验证阶段

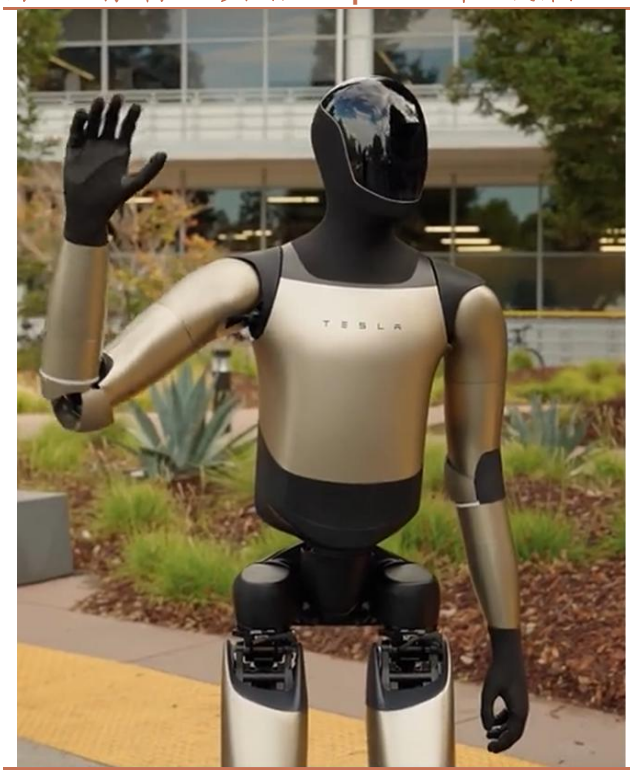
特斯拉人形机器人量产正式启动，规模化商业验证加速。2026 年以来，特斯拉人形机器人业务逐步从研发验证进入生产准备阶段。2026 年 4 月 23 日，特斯拉在 Q1 业绩会上披露：旗下人形机器人 Optimus Gen3 预计将于年中正式亮相，最早于 7 月下旬至 8 月在加州弗里蒙特工厂启动生产，并将于 2026 年下半年开始面向企业客户小规模交付，明年投入更广泛外部场景应用。马斯克在会上明确表示，Optimus 将成为"有史以来生产规模最大的产品"。2026 年 5 月，特斯拉正式宣布 Optimus 于 2026 年二季度启动量产，首批量产机型 Optimus Gen3 已下线并投入内部测试。本次量产核心基地为加州弗里蒙特工厂，特斯拉已将原 Model S/X 旗舰车型生产线全面改造为机器人专属产线，计划 4 个月内完成产线切换与调试，设计年产能达 100 万台。此外，德州超级工厂将建设专门的 Optimus 工厂，第二代产线规划 2027 年投产，长期目标年产能 1000 万台。Counterpoint Research 预计全球人形机器人出货量将于 2026 年突破 5 万台，2027 年超 10 万台。

Optimus Gen-3 作为首款量产机型，在硬件参数上实现精准定位。身高 173cm、体重 57kg，行走速度 1.2m/s，最大负载 20kg，续航方面搭载 2.3kWh 4680 电池，支持 10 小时连续运行及 10 分钟快充。智能系统深度复用特斯拉 FSD 纯视觉 AI 大模型，搭载 HW4.0 视觉芯片与 12 颗摄像头，可在 0.3 秒内完成“感知-决策-执行”闭环。单台定价 4.9 万美元，核心零部件 70%源自中国供应商。

下载日志已记录，仅供内部参考

Counterpoint Research 分析指出，在 2026 年下半年产量尚未显著提升前，单台制造成本仍将超过 6 万美元，其中全新 22 自由度（22-DoF）灵巧手约占整体 BOM 成本近 20%。马斯克坦言，Optimus 初期产量会"相当缓慢"，包含超过 1 万个独特零部件，任何一环出现问题都可能拖累整体进度。

图 144 特斯拉人形机器人 Optimus 第三代样机



资料来源：公司官网、招商证券

近期国内外人形机器人领域动作频频，有望推动产业规模化商业进程

近期国内外人形机器人领域动作频频，主要包括:

1）智元机器人成为全球首个万台级具身智能量产企业

3 月 28 日，智元机器人联合创始人彭志辉宣布第 10000 台通用具身机器人下线——全球唯一公开达到万台量产的具身智能公司。从 2023 年的 6 台到 2025 年 1 月的 1000 台，再到 2025 年底的 5000 台、2026 年 3 月的 10000 台，智元用三年时间走完了从原型到万台量产的跨越。6 月 28 日，智元宣布第 15000 台通用具身机器人正式量产下线。6 月 23 日至 28 日，智元开启长达 6 天的全球直播，8 台精灵 G2 机器人在南昌龙旗科技工厂按“早八晚七”标准工时上岗，完整覆盖平板量产质检全工段，整体作业成功率达 99.98%。彭志辉在 MWC 上海演讲中指出，2026 年产业出现拐点的原因在于“大模型智能+本体可靠+数据飞轮”三件事第一次在同一个时间窗口里同时成立。

2）宇树科技科创板 IPO 过会，成 A 股人形机器人整机第一股

6 月 1 日，宇树科技科创板 IPO 成功过会，拟募资 42.02 亿元，初始发行估值至少站上 420 亿元，较 2025 年 6 月最后一轮 127 亿元的投后估值翻了逾两倍。宇树科技是全球为数不多的同时实现人形机器人规模化量产与持续盈利的头部企业。招股书显示，募投项目中 20.2 亿元将用于智能机器人模型研发项目，11.1 亿元用于机器人本体研发项目。6 月初，英伟达 CEO 黄仁勋宣布将与宇树科技联合推出新一代人形机器人参考设计 H2+（Isaac GR00T 系统）。6 月 24 日，

下载日志已记录，仅供内部参考

宇树宣布旗下双足人形机器人 Unitree R1 官方售价由 3.99 万元下调至 2.99 万元起，人形机器人单价已从百万元级跌至万元级。

3）优必选工业与消费双线爆发，U1 预售超 5000 台

2026 年上半年，优必选在工业和消费两大市场同时加速布局。工业端，优必选 2025 年全年交付 1079 台 Walker S 系列，2026 年出货目标上调至 5000 台，产能规划突破万台。Walker S 系列已在富士康、比亚迪、极氪等企业 5G 智慧工厂投入使用，工厂端单台任务成功率达 99%。2026 年初，优必选创始人周剑称，“从目前公开披露的订单和中标信息来看，无论单笔总金额还是累计总金额，我们可能都是全球第一”。消费端，优必选旗下品牌“优世界”全球首款全尺寸超仿生人形机器人 U1 在京东开启预售，主打情感陪伴，分男女两款各搭载 88 个自由度。上线 10 天预订量逼近 4000 台，至 6 月 21 日累计超 5000 台。2025 年全年优必选全尺寸人形机器人共售 1079 台，一款 C 端产品不到三周的预定量是去年 B 端全年销量的近五倍。U1 系列今年量产规模预计达 1 万台。

4）1X Technologies 美国首座人形机器人工厂投产，首批 1 万台 5 天售罄

2026 年 4 月底，挪威机器人公司 1X Technologies 在加州海沃德启动了一座约 5.4 万平方英尺的工厂——美国首座实现全流程、大规模制造的人形机器人工厂，背后有 OpenAI 的资本加持。更具冲击力的是，首批 1 万台产能开放后仅 5 天就全部售罄，订单直接排到年底交付。

1X 家用人形机器人 NEO 定位家庭场景，采用专利肌腱驱动系统，动作轻柔安全，重约 30 公斤却能举起近 70 公斤物品，运行噪音仅 22 分贝。NEO 搭载 NVIDIA Jetson Thor 计算平台，兼顾端侧实时 AI 推理与运动控制。工厂现有超 200 名员工，年产能约 1 万台，公司已规划更大产能基地，目标 2027 年累计产出 10 万台。

5）Neura Robotics 完成 14 亿美元 C 轮融资，创全球机器人单笔融资纪录

6 月 10 日，德国全栈认知机器人企业 Neura Robotics 宣布完成最高 14 亿美元 C 轮融资（约合人民币 95 亿元），投后估值约 70 亿美元，一举创下全球全栈机器人企业单笔融资纪录。本轮投资方阵容堪称科技产业链顶配：既有英伟达、亚马逊、高通等美国科技巨头，也有博世、舍弗勒等德国工业龙头，还有欧洲投资银行及稳定币发行商 Tether。Neura 成立仅七年，这也是欧洲历史上规模最大的机器人融资。博世和舍弗勒的入局尤为关键——两家公司代表了德国制造业的核心力量，本质上是在押注机器人成为德国工业的下一代劳动力。本轮融资完成后，Neura 将重点推进人形机器人全球部署、产能扩张及下一代物理 AI 系统研发。

三、中小盘公司估值已有明显修复，建议关注业绩兑现确定性较高的方向

中小盘及成长股估值近期明显提升。以国证 2000 和创业板指为代表，当前中小市值及成长类资产估值均已较前期低位大幅修复。截至 2026 年 6 月 26 日，国证 2000 PE-TTM（不调整）为 57.82 倍，处于近 5 年 83.67%历史分位；创业板指 PE-TTM（不调整）为 53.03 倍，处于近 5 年 84.71%历史分位。整体来看，中小盘及成长股估值修复交易已较为充分，估值中枢上行反映出市场对于中小盘及成长方向的关注度提升，也体现出投资者对 AI 应用、机器人、半导体设备、

下载日志已记录，仅供内部参考

先进封装等新兴产业趋势的重新定价。

图 15 创业板指估值



资料来源：同花顺 iFind、招商证券

图 16 国证 2000 估值



资料来源：同花顺 iFind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

我们认为，本轮估值修复主要来自三方面因素：第一，前期中小盘及成长股估值处于相对低位，随着市场风险偏好改善，优质成长资产迎来估值修复窗口；第二，AI 应用、机器人、半导体设备、先进封装等成长方向产业趋势持续强化，市场对相关公司远期成长空间的认可度提升；第三，国内利率水平仍处于相对低位，权益资产相对吸引力仍有支撑，中小盘成长股作为弹性较高的资产类别，有望持续受益于资金对高景气方向的配置需求。

当前中小盘和成长股估值已进入较高分位区间，后续市场对优质公司的识别将更加重视基本面兑现能力。我们认为，这一变化并不意味着中小盘机会结束，而是代表行情正从普遍估值修复逐步进入结构性分化阶段。具备产业趋势、订单兑现和盈利弹性的公司，有望在估值中枢抬升后继续通过业绩增长消化估值，并获得持续的市场关注。

整体来看，当前中小盘投资仍具备较强结构性机会。估值修复提升了市场对成长资产的关注度，而 AI 应用、机器人、半导体设备、先进封装等方向仍处于产业加速阶段。后续建议重点关注两类公司：一是处于高景气产业趋势中、收入和利润有望持续兑现的优质成长股；二是具备较强 alpha 属性、能够通过产品突破、客户拓展或商业模式优化实现业绩增长的中小市值公司。

四、建议重点关注公司

1、凯格精机：业绩快速增长，AI 锡膏印刷机以及光模块设备打开成长空间

凯格精机 2025 年业绩实现快速增长。2025 年公司实现营业收入 11.56 亿元，同比增长 34.93%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 164.80%；实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同比增长 186.17%；综合毛利率达到 41.26%，同比提升 9.05 个百分点。公司经营活动现金流量净额 1.64 亿元，实现由负转正。

2026 年一季度公司延续高增长。公司 2026Q1 实现营业收入 3.40 亿元，同比增长 72.80%；实现归母净利润 6498 万元，同比增长 95.7%；实现扣非归母净利润 6282 万元，同比增长 99.6%。在 2025 年高基数基础上，公司一季度仍保持较快增长，体现出下游高端电子装备需求较强。

公司传统主业受益于 AI 服务器带来的高端设备需求提升。凯格精机长期深耕锡膏印刷设备、点胶设备、柔性自动化设备和封装设备等领域。根据公司年报数据，2025 年锡膏印刷设备实现收入 7.42 亿元，同比增长 66.99%；点胶设备实现收入 1.40 亿元，同比增长 57.47%；柔性自动化设备实现收入 8812.43 万元，同比增长 24.16%。 随着 AI 服务器 PCB/PCBA 复杂度提升，高精度、高稳定性的电子装联设备需求有望持续增长。

光模块自动化设备成为公司新增长亮点。公司在投资者关系活动记录表中披露，柔性自动化设备精准卡位光模块赛道，已在海外实现批量交付，并进一步推出 1.6T 光模块自动化组装产品线。我们认为，随着 800G/1.6T 光模块需求持续增长，光模块自动化组装环节对设备精度、效率和一致性的要求提升，公司相关设备有望打开新的成长空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

先进封装相关技术储备值得关注。公司披露，已成功推出“印刷+植球+检测+补球”一体化解决方案，植球设备突破 60μm 球径技术瓶颈；同时为适应封装工艺向 CoWoS/CoWoP 的技术演进，公司已前瞻性开发并储备 3D 钢网印刷、植球、智能点锡等关键技术。 我们认为，公司从传统 SMT 设备向光模块自动化及先进封装相关设备延伸，有望提升业务成长性和估值弹性。

整体来看，凯格精机正处于传统主业高端化和新业务放量的共振阶段。AI 服务器拉动高端锡膏印刷设备需求，光模块自动化设备贡献新增量，先进封装相关技术储备打开中长期空间。后续建议重点关注公司光模块自动化设备订单延续性、先进封装设备验证进展以及高毛利产品占比提升带来的盈利能力变化。

2、捷顺科技：转型成功，新业务占比首超 50%

公司 2025 年度实现营业收入 17.44 亿元，同比增长 10.44%；归母净利润 0.64 亿元，同比增长 102.55%；扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比增长 93.02%。

26 年 Q1 公司实现收入 3.64 亿元，同比增长 19.35%；实现归母净利润 185 万元，同比增长 16.92%；扣非后归母净利润为 932 万元，同比增长 705.69%。

公司 25 年创新业务收入占比首超 50%，硬件退、运营进切换提速。软件及云服务、智慧停车运营、停车资产运营三项创新业务合计收入 9.10 亿元、同比增长 35.73%，占比达 52.20%、较上年提升约 10 个百分点，年度首次过半；新签订单 19.80 亿元、同比增长 54.78%。

云托管稳定增长，继续夯实新业务基本盘。公司云托管业务在托管收费车道总数超 1.7 万条，相比 24 年净新增超过 2000 条。在云托管业务增长带动下，公司软件及云服务业务实现营业收入 2.81 亿元，同比增长 27.43%。

智慧停车运营业务规模是持续扩大。2025 年，公司捷停车平台线上触达车主用户规模超过 1.5 亿，全年新增用户超千万，线上交易流水达 142 亿元，对应交易结算手续费收入 7,672 万元，同比增长 12.45%，平台交易生态持续增长。公司重点推进车位代运营业务，通过全面推广“增收+”模式，形成“增收+设备”“增收+云托管”“增收+新能源”等多元合作组合，同时推出车位电商模式，将业务拓展至非捷顺设备项目，显著提升业务适用范围。截至 2025 年末，车位代运营业务累计上线车场超 5,600 个，全年新增 3,700 多个，带动全年线上撮合交易金额达 1.35 亿元，同比增长 180%，目前单月撮合交易金额已突破 2,000 万元并保持逐月增长。公司为优化车主移动端体验，主动压降广告类业务，导致广告收入由 2024 年的 3,170 万元降至 2025 年的 1,087 万元，减少 2,083 万元，拖累智慧停车运营业务全年收入同比小幅下降 1.40%至 1.43 亿元。整体看，公司智慧停车运营业务表观收入短期受广告主动收缩影响，但车位代运营等核心业务快速放量，运营模式正由流量变现向车位资产增收服务持续升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

全球流动性环境变化风险：若海外通胀回落节奏不及预期，或主要央行维持偏紧货币政策时间较长，可能影响全球权益资产风险偏好，并对成长股估值形成一定扰动。

AI 应用落地进展不及预期：若是未来 AI 技术发展或商业化应用不及预期，可能 会影响相关公司的业绩增长。

AIGC 技术发展不及预期：AIGC 技术作为前沿新兴技术仍处于快速发展期，其 进展有一定的不确定性，若技术研发进展不及预期，可能导致产业化进程缓慢；

全球经济增长放缓：全球流动性虽然较为宽松，但未来经济增长尚存在一定的不 确定性，若是未来全球经济进入衰退，或对资本市场影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数



重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。