

2026年05月11日 星期一

【First Call 策略】

张铁言

852-25321539

tieyan.zhang@firstshanghai.com.hk

第一上海——FirstCall 组合策略更新

持仓明细

李南泠

852-25321539

ashley.li@firstshanghai.com.hk

图表 1: First call 组合收益率

累计收益率 (2025.10 - 至2026.5.8)		
First Call	QQQ	SPY
37.70%	11.36%	8.20%

First Call 月度收益率		
月份	2025	2026
Jan		10.58%
Feb		7.10%
Mar		-8.02%
Apr		6.33%
May (至5.8)		12.27%
Jun		
Jul		
Aug		
Sep		
Oct	1.90%	
Nov	1.90%	
Dec	1.90%	
YTD	5.80%	30.15%

资料来源: 第一上海

图表 2: First call 组合明细

大类	大类合计	股票	个股权重
硬件	58.45%	DRAM Memory ETF	19.05%
		剑桥科技	11.12%
		AMD	9.39%
		QCOM	5.62%
		NOK	4.58%
		ASML	3.01%
		AVGO	2.87%
		VRT	2.81%
黄金/美元对冲	11.75%	GLD	11.75%
科技互联网	9.74%	AMZN	9.74%
能源核电	8.86%	CCJ	4.49%
		Oklo	4.37%
战略金属	3.41%	佳鑫国际资源	3.41%
卫星仓	4.29%	HOOD	4.29%
现金	3.51%	现金	3.51%

资料来源：第一上海

- 这周组合基本没动，只是把 dxyz 止盈了；周四（5.7 日）马斯克官宣“地球最强的”C1 出租给 Anthropic，C2 留给 Cursor 和自己共用；市场解读分叉，有人认为 x.ai 陨落，也有人认为新 neocloud 冉冉升起；我理解偏负面多一些，今年 2 月合并时 x 按照 2500 亿美金对价，但那时的预期是一梯队里领先的 Grok5，老马还一直把 Grok5 和 AGI 叙事绑得很紧，这波调整以后，不知道该怎么给 x.ai 算账了；此前老马 600 亿美金收 Cursor，两个难兄难弟，一个被大模型垂直业务暴打，一个模型做不出来，绑到一起抱团取暖；一家 cursor 填不满，又把 C1 整个端给 Anthropic，这对 Anthropic 当然是好事，解决了燃眉之急；对 x.ai 就很难说了；根据 Forge 数据，spacex 目前估值 1.5 万亿，假设 x.ai 估值没变，spacex=1.25 万亿，按 26 年 230 亿营收估 54.3xps，很贵，按照 2030 年 800 亿营收估算，只有 18.7xps，很便宜；这其中的弹性取决于市场情绪、太空数据中心叙事、流动性等因素，难以定价；而 Anthropic 在市场的巨大预期中（主要是增速太快），估价也是件困难的事；所以我觉得 dxyz 仍然有刮彩票的价值，但是有点复杂了。

图表 3: SpaceX Forge 估值



资料来源: Forge

- 新生意模式---AI 中转站：路子有几种，第一种智能路由聚合，一个 API key 接一大堆模型，自动比价，典型如 OpenRouter，(OR 也是中国模型出海的渠道之一)，赚模型价差和充值手续费；第二种做推理优化，有一定技术门槛，把单 token 成本压到 1/3，定价再让利仍然有钱赚，但要押注上游不会亲自下场；第三种灰色二房东，转手国内买不到的海外 token，不可描述活动很多，如强撸官方订阅账户、花 Claude 的钱实际接的是 deepseek，改倍率--100 个 token 计成 200 个等等，这路子本是窗口生意，生命周期不长；还有一些半云半中转、服务特定企业的模式不赘述；中转站看上去模式简单，无非是批零差价和浮存金，但实际不限于此，大部分客户做不了模型适配，当 80%任务用小模型就够用，谁有能力判断这 80%至关重要，分发大权即是护城河也是利润来源；牛逼的模型厂本质抗拒被聚合，Mythos 只对超级付费用户开放是很好的例子；顶级模型以外的大多数，被中转站带进残酷竞争，用户毫无忠诚度可言；中转站本质是供给和需求错配，但也属于意想不到的繁荣，模型创造价值，工具也创造价值，Ai 摧毁就业的同时也创造新机会，聪明的孙哥和 trump 家族已经下场了。
- 官方数据，中国政府 4 月增持黄金 8.09 吨，3 月增持 4.98 吨，这两个月观察窗口至关重要；去年全球央行购金进度放缓，打破了连续三年 1000 吨以上买入，但散户接棒猛烈，把黄金买出了动量交易的感觉；伊朗战争以来，散户撤退，金价下跌，核心判断是以中国为代表的、有对冲美元需求的国家不会放弃黄金下跌的机会；目前中国持有黄金占外汇的比例大约 10%，和美国坚定盟友日本差不多，买入空间还很大；实际跑下来，3 月、4 月中国增持黄金较 2 月分别增长 5.35x 和 8.7x，PBOC 买黄金是已知的低报大户，实际应该比官方披露还要高；无独有偶，去年全球最大买家波兰也在 4 月大幅增持；
- 结论-黄金有坚实的底部，而流畅上涨需则要央行+市场合力，市场部分需要利率配合，所以现在是向下有支撑，向上等条件的局面。

图表 4：中国政府黄金增持与储备吨数

月份	增持 (吨)	月末储备 (吨)
2025年1月	4.98	2,284.50
2025年2月	4.98	2,289.50
2025年3月	2.8	2,292.30
2025年4月	2.18	2,294.50
2025年5月	1.87	2,296.30
2025年6月	2.18	2,298.50
2025年7月	1.87	2,300.40
2025年8月	1.87	2,302.20
2025年9月	1.24	2,303.50
2025年10月	0.93	2,304.40
2025年11月	0.93	2,305.40
2025年12月	0.93	2,306.30
2026年1月	1.24	2,307.50
2026年2月	0.93	2,308.50
2026年3月	4.98	2,313.90
2026年4月	8.09	2,322.00

资料来源：国家外汇管理局

- 4月底大厂财报是总水闸，5月初子赛道财报是各条管路；如我们在 26 年市场策略中所写，宏观市场利率约束强大，估值不容易给上去，梦想票机会小，但 eps 增速快的公司机会非常大，这些公司大头集中在硬件；上一季财报 capex 被惩罚，这一季又被奖励，主要变化是跑出了 claude code，带动了模型厂商集体转向，证据是 Anthropic 营收增速炸裂，从 90 亿（2025-12）到 440 亿（2026-05），5 个月加了 350 亿（arr），按这个速度到不了年底就能达到 Arr1000 亿；Dario 说原计划按照每年 10x 增速准备算力，但第一季度的实际增速年化下来约为 80 x，他感到非常“疯狂”和不可承受；他的不可承受是幸福的烦恼，资本开支有了光明前景，oai 转向跟的也很紧；极窄的市场宽度下，大家心中默念 123 集体给硬件充值，反正什么都短缺，只要跌了就 buy the dip；
- 这一周好疯狂，坐等一根大阴线锁定收益。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789
网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)