



凱基睿策系列

智譜 AI (2513.HK): 成長中的中國版 Anthropic?

股權策略諮詢部

Equity Advisory, IPS, KGI IWM

2026.7.27

智譜 AI (2513.HK)是誰？

清華系技術派大模型公司，以開源 GLM自研架構為核心，主攻 B 端企業級市場

對比維度	Anthropic	OpenAI	智譜 AI (Zhipu)	MiniMax (稀宇科技)
公司簡介	目前全球估值最高的AI公司，專注高階生產力，以頂級邏輯推理、代碼編程與 AI 安全著稱。財務體質相對最健康，管理層表示即將轉虧為盈。	全球 AI 浪潮的引領者，主打全模態實力與平台級 AGI 生態。品牌最強但財務壓力最大，扭虧為盈是核心懸念	依託清華學術基因，深耕國產自研基座與政企私有化落地的「B 端企服支柱」。	聚焦原生多模態與全球化，靠語音、視頻生成及 C 端 Companion 應用出海；小型玩家，抗風險能力相對薄弱
主要業務	Claude系列模型，走安全穩健路線，企業客戶為主	ChatGPT，全球使用者規模最大、知名度最高的AI公司	中國大模型公司，主打企業API服務和AI寫程式工具「GLM Coding Plan」	中國AI公司，靠AI聊天陪伴App「Talkie」出海，海外收入占比高
上市進度	尚未上市，2026.6.1向美國證監會遞交機密上市申請，預期最快2026.10掛牌	尚未上市，2026.6.8向美國證監會遞交機密上市申請，預計2026年底至2027年間掛牌	2026.1.8 (2513.HK)	2026.1.9 上市 (100.HK)
目前估值/市值	約US\$965bn 2026年5月完成 US\$65bn 融資後定價，超越OpenAI成為全球估值最高的私有AI公司	約US\$852bn 2026年3月完成 US\$122bn 美元融資後定價，落後Anthropic	約US\$52.6bn 6月22日最高達 US\$144bn，7月中旬因單日暴跌近28%而腰斬	約US\$8.6bn 3月曾因AI話題熱度沖到近US\$50bn 高點，後大幅回落
收入規模	年化收入從2024年底的 US\$1bn，17個月內沖到2026年5月的 US\$47bn，4月起收入已反超OpenAI	年化收入約 US\$ 25 Billion，四家中規模最大，但2026年2月至4月增速明顯放緩	2025全年收入約 US\$0.1bn；2026年最新年化收入約 US\$ 1bn 左右	2025全年收入約 US\$0.079bn，四家中規模最小
獲利狀況	財務體質相對最健康，管理層表示即將轉虧為盈	虧損最嚴重，等於每賺1美元約虧1.2美元，2026年預計淨虧損 US\$ 14-27 Billion	2025年約虧 US\$0.47bn	2025年約虧 US\$0.25bn
核心優勢	AI寫程式工具Claude Code帶動增長迅猛，9個月內相關年收入沖上 US\$ 2.5bn，拿下超過一半的AI程式設計市場；企業客戶把預算從OpenAI轉向Anthropic的比例明顯上升	品牌與使用者基數優勢明顯，來自企業客戶的收入占比已提升到整體業務的四成	今年一季度API調價83%，用量反而增長400%，顯示產品有一定定價權	海外收入占比超七成，開源模型性價比高，在開發者社群口碑好
主要風險	尚未正式掛牌，目前估值主要由私募投資人認可，能否在公開市場獲驗證仍待觀察	長期虧損壓力大，據市場預測要到2030年前後才可能實現穩定獲利	收入基數仍小，股價短期波動劇烈，估值與實際獲利能力落差較大	收入高度集中于單一產品Talkie，一旦用戶熱度下滑或巨頭反攻，增長動能將受挑戰

開源 vs 閉源

開源(類似客戶買下洗衣機):高自主性與可定制化；閉源(類似客戶去洗衣店):低部署門檻與快速落地

最本質的區別：代碼與模型權重（Weights）是否對外公開，以及使用者是否擁有修改與自主掌控的權利？

對比維度	開源 (Open Source)	閉源 (Closed Source)
代表企業/模型	Meta (Llama), DeepSeek, 智譜 (GLM 開源版)	OpenAI (GPT-4), Anthropic (Claude), Google (Gemini)
適合客戶 (主要取決於對「數據安全」與「營運成本/門檻」的權衡)	大型企業、金融/醫療/政企單位，對數據隱私有嚴格合規要求，或者需要針對特化場景構建核心競爭力，自建開源模型部署是最佳選擇。	初創團隊、輕量級應用開發者，或業務不涉密，希望快速驗證產品（MVP），用 API 串接閉源模型是最省時省力的方式。
優點	- 數據絕對安全：敏感數據（如金融、醫療、政府機密）不離本地，零洩漏風險。 - 深度可定制：企業可以針對特定產業領域進行垂直微調，訓練出專屬模型。 - 不被廠商綁定（No Vendor Lock-in）：技術主權掌握在自己手中。	- 開箱即用：幾行代碼串接 API 即可獲得全球頂尖的 AI 能力。 - 性能極強：集聚了巨頭企業數百億美元的研發與算力資源，迭代速度快。 - 零硬體維護成本：不需要購買 GPU 或處理複雜的硬體架構。
缺點	- 硬體與人才門檻高：需要購買昂貴的 GPU 伺服器，且需配備專業算法工程師。 - 頂尖性能可能略滯後：最頂級的通用能力（如推理極限）通常仍由頂尖閉源巨頭引領。	- 數據隱私疑慮：資料需上傳至雲端，不適合高度敏感的業務。 - 成本不可控：隨著用戶量與調用量暴增，Token 費用會呈線性增長。 - 技術依賴：若廠商調整 API 價格、政策或停用模型，企業會非常被動。
透明度	高：開放模型權重/原始碼，可審查機制	低：黑盒模式，僅能通過 API 存取與互動
數據與隱私	極高：可完全部署在企業本地（On-Premise）	較低：數據需傳輸至第三方廠商的雲端伺服器
定制與二次開發	極自由：可微調、改寫代碼	受限：僅能通過 Prompt 工程或官方 API 設定參數
使用成本	需自備算力/伺服器，初期硬體成本高，但無 Token 費	無需自備硬體，按 Token 訂閱量付費（用多少付多少）
運維門檻	高：需要專業的 MLOps / 工程團隊維護	低：開箱即用，維護與升級由模型廠商負責

中美大模型公司比較 1/2: 策略、定位、部署、核心服務場景

美系: Closed Source 雲服務為主，以可變成本模式服務大型企業; 中系: Open Source 結合私有化部署，兼顧中小企業及政企客戶

企業/機構	核心策略	戰略地位	部署方式	核心服務場景
智譜AI (Zhipu AI)	開源 + 私有化並重 全棧自研 + 產學研結合，MaaS API 與私有化部署並重，深耕政企市場	中國 AI 國產化替代領頭羊，港股上市「大模型第一股」	SaaS API、私有化 (On-Premise) 本地部署、軟硬體一體機	政企知識庫、金融/醫療/能源等垂直行業大模型、AI Agent 開發平台、學術/科研工具
阿里千問 (Qwen)	開源 + 雲端一體 Qwen 開源生態帶動阿里雲 MaaS 消耗	開源生態與雲端一體戰略，阿里雲基礎黏性核心	全面覆蓋: 公有雲 API、私有雲、開源模型自由本地化部署	電商智能化 (客服/推薦/生成)、雲端企業 API、開發者開源生態、釘釘協同
字節豆包 (Doubao)	閉源 極致低價 API + 流量生態 (比同行便宜90%+)，搶佔 B 端並打造 C 端超級入口	流量巨頭與極致性價比 API，火山引擎尖刀武器	主打公有雲 API (火山引擎)、端側輕量化運行	C 端娛樂/搜尋、抖音/TikTok 內容生成與行銷、B 端高頻低成本 API
月之暗面 (Moonshot AI / Kimi)	混合: API + 部分開源 技術信仰 + 產品爆款，主打長文本(Long Context) 與智能體，聚焦 Kimi 訂閱制	C 端爆款與長文本/Agent 領航獨角獸 (Native AI創業公司中C端用戶黏性最高)	以公有雲 SaaS API、Kimi C 端 App/Web 服務為主	長文分析、辦公助手、深度搜尋、AI 協同寫作與coding
DeepSeek (深度求索)	開源 算法創新 + 極致算力效率，技術開源共享	算法效率革新與開源破局者	模型全開源 (本地/量化部署) + 官方低價 API	數學/邏輯推理、代碼生成(Coder)、開源社群微調
Anthropic	閉源 AI 安全 (Constitutional AI) + 高安全性企業級 AI	僅次於 OpenAI 的頂級獨立巨頭，Google/Amazon 戰略聯盟核心	公有雲 API、Amazon Bedrock、Google Cloud Vertex AI 整合	複雜編程 (Claude Code)、企業合規長文推理、數據分析
OpenAI	閉源 追求 AGI + 全棧生態，軟硬體一體化，兼顧 C 端與 B 端	全球 AGI 領頭羊與 C 端超級入口，估值最高 AI 獨角獸	ChatGPT 平台 (SaaS)、OpenAI API、Azure OpenAI Service (私有雲/混合雲)	C 端 AI 助手、多模態交互 (語音/視頻/圖像)、B 端 AI 工作流、Agent 自動化

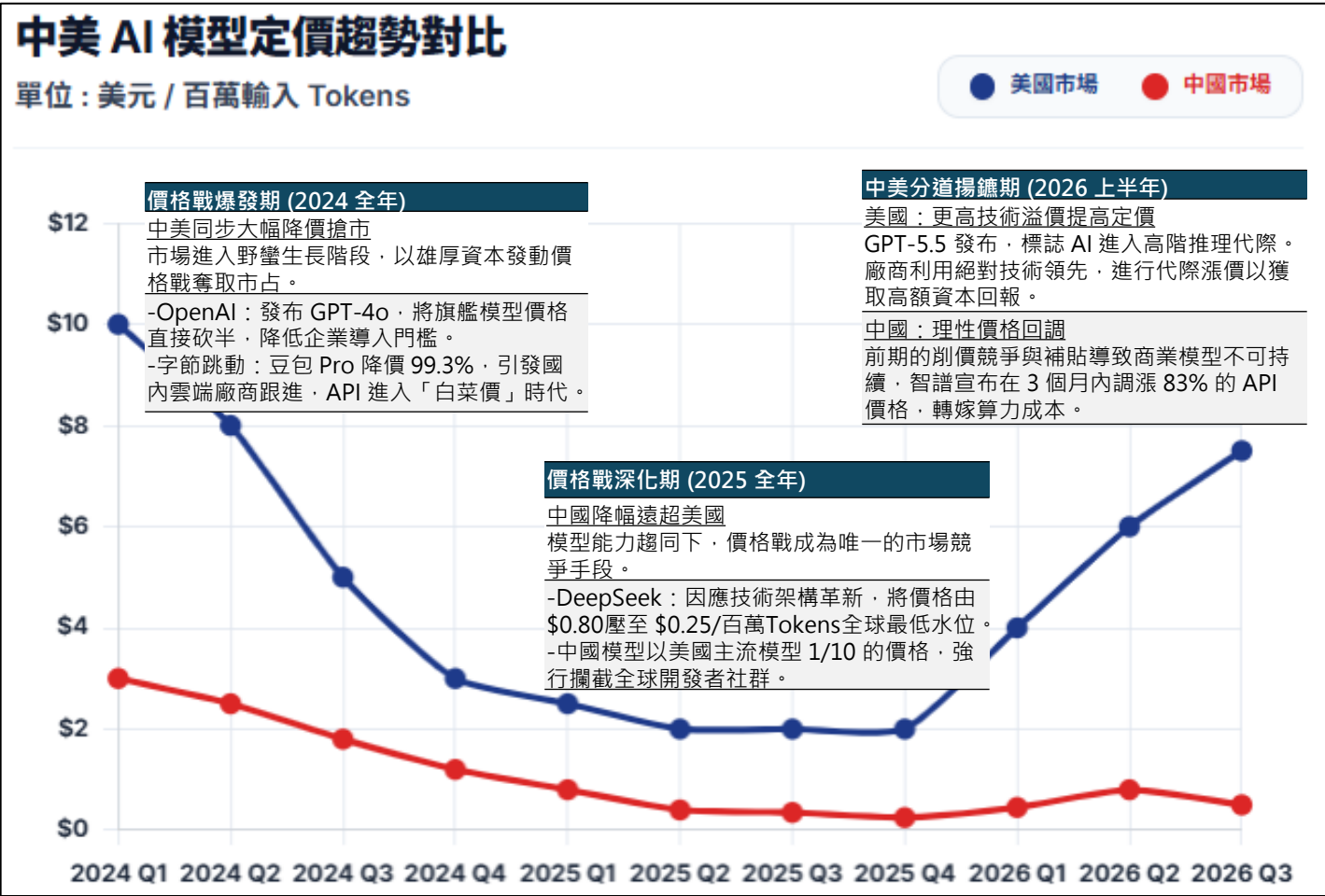
中美大模型公司比較 2/2: 客戶、盈利狀態與商業化、股東與風險

美系: 虧損，依靠全球企業付費及資本市場融資推動商業化; 中系: 虧損，依靠互聯網大廠及政府資源支持，聚焦強占市場份額

企業/機構	主要客戶	盈利/商業化狀態	主要股東	主要風險
智譜AI (Zhipu AI)	央國企、政府、金融機構、科研院校	營收高速增長，仍處戰略性虧損	創始團隊：清華 KEG 實驗室；美團、阿里、騰訊、國資基金等	依賴晶片供應；私有化項目交付週期長、成本高
阿里千問 (Qwen)	淘天商家、阿里雲企業客戶、全球開源社群	MaaS 計費帶動阿里雲增收，商業化穩健	阿里巴巴集團 (100% 控股)	開源 API 變現率低；高階 GPU 晶片限制算力擴建
字節豆包 (Doubao)	大眾 C 端用戶、互聯網/遊戲開發者、品牌行銷商	字節現金流支撐，價格戰讓利，尚未獨立盈利	字節跳動 (100% 控股)	價格戰壓縮利潤；C 端留存與付費意願待提升
月之暗面 (Moonshot AI / Kimi)	C 端知識型用戶（學生、研究員、白領）、需要長文本/Agent 處理的開發者。	訂閱與 API 收入暴增，仍受推廣/算力成本拖累而虧損	創始團隊：清華大學、阿里、騰訊、美團龍珠、IDG 資本等	巨頭價格戰與技術複製；推廣與算力成本高
DeepSeek (深度求索)	全球開發者、科研機構、高性價比企業團隊	依託母公司幻方量化 (High-Flyer) 支持，API 開始產生收入，非短期盈利導向	創始人梁文鋒及幻方量化關聯實體	商業化團隊精簡；可能面臨地緣政治技術封鎖
Anthropic	大型跨國企業（金融/法律/醫療）軟體工程團隊	B端API與企業訂閱營收高速增長，仍處高額虧損與融資階段	創始團隊（Dario Amodei...）、Amazon、Google、Salesforce Ventures	高度依賴 AWS/GCP；面臨 OpenAI 與開源模型上下夾擊
OpenAI	全球數億 C 端用戶、逾百萬開發者、Fortune 500 企業	ARR(年化收入)數十億美元，但訓練下一代前沿模型算力成本龐大，持續燒錢虧損	Microsoft (最大股東)、Thrive Capital、SoftBank、Khosla Ventures	內部治理與重組風險；算力成本巨昂；競爭與監管壓力

Token 定價分析 1/3：中美定價趨勢變化

美系：維持高端溢價；中系：推展分層定價



現行 AI 模型的定價主要由
算力成本 + 能力溢價 + 競爭策略 三大因素組成

因素	核心概念	智譜 AI GLM-5.2 定價 (\$4.40)	Open AI GPT-5.5 定價 (\$30.00)
算力成本	模型推理的硬成本下限——包括GPU時間、顯存佔用、能源消耗等。構成價格的成本下限，低於此價格即為虧損運營。	25% (\$1.10)	15% (\$4.50)
能力溢價	模型因性能差異、品牌信任、生態鎖定而獲得的超額定價。因此，主流大多劃分旗艦模型（SOTA）、中端模型與經濟型模型形成能力分層以此定價。	35% (\$1.54)	50% (\$15.00)
競爭策略	廠商根據市場份額目標、競爭態勢與生態策略定價。價格戰期間可壓至接近零毛利；需求旺盛時具備漲價基礎。	40% (\$1.76)	35% (\$10.50)

未來模型定價趨勢預測 (中短期)

市場	趨勢方向	驅動因素
中國市場	從「全面低價」走向「分層定價」；普惠路線維持低成本，高端路線逐步提價。	算力成本上升、需求旺盛、峰谷定價機制普及。高盛：調整後綜合均價約\$0.35/百萬Token。
美國市場	高端溢價受壓，被迫跟進降價。	中國模型性能追趕（差距收窄至1-4%）導致企業客戶流失。OpenAI CEO預計，到2027年底GPT-5.2等級智力成本將至少降低100倍。

Token 定價分析 2/3：智譜定價策略

智譜模型 - 相對國內同行偏高，但較美系旗艦機具價格優勢

Token：AI處理文字的最小單位；類似“水費”，按用水/排水量付費；4個英文字母=1 Token；1個中文字= 1.5-2 Token

Input（輸入）：餵給AI的內容（問題/指令）

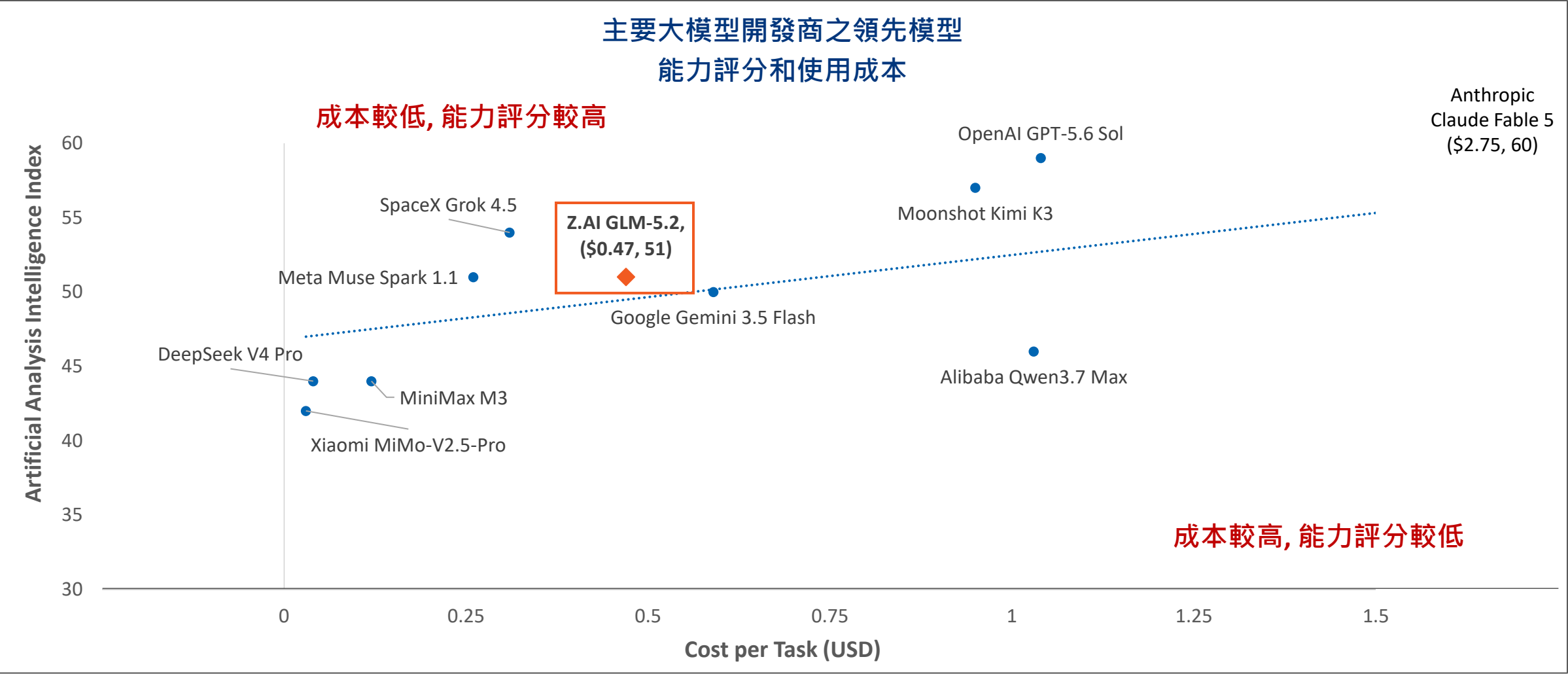
Output（輸出）：AI生成回你的內容，通常比輸入貴3-6倍（生成比閱讀更耗算力）

公司	旗艦模型	輸入價格 (USD/M tokens)	輸出價格 (USD/M tokens)	定位
MiniMax	M3	\$0.30	\$1.20	全場最便宜
阿里千問	Qwen3-Max	\$0.37	\$1.47	開源陣營最低價旗艦
字節豆包	Doubao-Seed-2.0-Pro	\$0.47	\$2.35	中低價位主力
DeepSeek	V4 Pro	\$1.74	\$3.48	開源高性價比旗艦
智譜	GLM-5.2	\$1.40	\$4.40	性價比主打
OpenAI	GPT-5.6 Terra	\$2.50	\$15.00	中端
Anthropic	Claude Sonnet 5	\$3.00	\$15.00	中端主力
月之暗面 Kimi	K3	\$3.00	\$15.00	開源旗艦，對標頂級閉源
Anthropic	Claude Opus 4.8（旗艦）	\$5.00	\$25.00	頂級梯隊
OpenAI	GPT-5.6 Sol（旗艦）	\$5.00	\$30.00	頂級梯隊
Anthropic	Claude Fable 5（最強）	\$10.00	\$50.00	全場最貴

註：人民幣計價模型按 2026年7月人民幣兌美元匯率 約1美元=6.8元人民幣 換算為美元

Token 定價分析 3/3：智譜定價策略

智譜模型 - 能力分數是頂尖的85%，但定價只是17%，性價比是競爭優勢



財務報表 1/2 – 損益表

Z.ai (2513.HK) in RMB mil	2022		2023		2024		2025		2026E		2027E		2028E		2029E		2030E		25-30 CAGR
Revenue	57	100%	125	100%	312	100%	724	100%	5,494	100%	13,531	100%	17,885	100%	22,975	100%	28,736	100%	109%
YoY %			117%		151%		132%		659%		146%		32.2%		28.5%		25.1%		
On-premise (本地部署)	55	95%	113	90%	264	84%	534	74%	1,007	18%	1,753	13%	2,620	15%	3,522	15%	4,576	16%	54%
YoY %			105%		134%		102%		89%		74.0%		49.5%		34.4%		29.9%		
Cloud-based (雲端服務)	3	5%	12	10%	48	16%	190	26%	4,487	82%	11,778	87%	15,264	85%	19,453	85%	24,160	84%	163%
YoY %			360%		307%		293%		2257%		162.5%		29.6%		27.4%		24.2%		
Cost of sales	(26)	100%	(44)	100%	(137)	100%	(428)	100%	(3,732)	100%	(8,122)	100%	(9,907)	100%	(11,528)	100%	(13,465)	100%	
Payroll	(16)	63%	(15)	35%	(74)	54%	(112)	26%	(201)	5%	(316)	4%	(393)	4%	(423)	4%	(458)	3%	
Computing (Inference)	-	0%	(12)	27%	(30)	22%	(149)	35%	(2,848)	76%	(6,125)	75%	(7,327)	74%	(8,365)	73%	(9,664)	72%	
as a % of cloud-based Revenue	0%		-101%		-62%		-78%		-63%		-52%		-48%		-43%		-40%		
Gross Profit	31		80		176		297		1,762		5,409		7,978		11,447		15,271		120%
Gross Profit Margin	54.6%		64.6%		56.3%		41.0%		32.1%		40.0%		44.6%		49.8%		53.1%		
YoY %			156.6%		118.5%		68.7%		494.0%		207.0%		47.5%		43.5%		33.4%		
Operating expense	(130)	100%	(706)	100%	(2,714)	100%	(4,083)	100%	(8,642)	100%	(12,908)	100%	(14,885)	100%	(16,365)	100%	(18,015)	100%	
R&D expenses	(84)		(529)		(2,195)		(3,180)		(6,846)		(9,930)		(11,501)		(12,579)		(13,854)		
as a % of revenue	-147%		-425%		-703%		-439%		-125%		-73%		-64%		-55%		-48%		
Computing (Training)	(15)	11%	(312)	44%	(1,553)	57%	(2,159)	53%	(3,898)	45%	(6,089)	47%	(7,154)	48%	(8,041)	49%	(9,196)	51%	
Payroll	(42)	32%	(137)	19%	(324)	12%	(479)	12%	(1,374)	16%	(1,624)	13%	(1,788)	12%	(1,838)	11%	(1,868)	10%	
Adjusted Operating profit	(52)		(459)		(2,046)		(2,251)		(5,431)		(4,251)		(2,794)		136		3,003		
Operating Profit Margin	-91.4%		-368.4%		-654.9%		-310.7%		-98.9%		-31.4%		-15.6%		0.6%		10.5%		
YoY %			/		/		/		/		/		/		/		2107%		
Adjusted Net Income	(97)		(621)		(2,466)		(3,182)		(5,504)		(4,246)		(2,857)		30		2,870		
Net Income Margin	-170%		-499%		-789%		-439%		-100%		-31.4%		-16.0%		0.1%		10.0%		
YoY %			/		/		/		/		/		/		/		9498%		

最大預測風險點:

Revenue 收入25-30E 預估CAGR增長109% – 這基於模型能力和定價，模型成功更新換代，效能及成本在全球維持競爭力，ARPU及用戶量持續提升並貢獻收入	Opex - R&D 用於訓練模型之算力是收入的439%(2025) - 隨著中國算力網發展，算力供應加大，公司採購規模增長，訓練及雲服務算力成本持續下降，支持利潤率提升	企業管治及監管 - 核心研發團隊未有重大變化 - 監管與行業同步發展，AI應用TAM持續上升，更多個人及AI企業應用場景，普及率持續提升
---	---	---

財務報表 2/2 – 資產負債表，現金流量表

Z.ai (2513.HK)		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Balance Sheet (Rmb millions)										
Key Metric	Net Debt	(219)	(1,249)	(2,269)	(2,175)	(29,015)	(25,947)	(23,226)	(23,588)	(26,776)
	Trade Receivable in days		651	633	344	60	48	52	40	29
	CAPEX	(32)	(507)	(126)	(11)	(824)	(1,353)	(1,073)	(1,149)	(1,437)
	Depreciation	(17)	(64)	(270)	(273)	(207)	(922)	(1,912)	(2,776)	(3,712)
Assets (Key Element)	Trade and other receivables	28	416	667	699	1,099	2,436	2,683	2,297	2,299
	Cash at bank and on hand	219	1,249	2,269	2,259	29,115	30,947	30,226	30,588	33,776
	Property, plant and equipment	41	788	866	656	2,921	6,059	8,797	11,765	15,237
	Total Asset	362	2,860	4,376	4,854	34,587	41,108	43,621	46,826	53,788
Liabilities (Key Element)	Trade and other payables	26	288	603	1,329	2,361	3,664	4,055	4,101	4,715
	Contract liabilities	35	74	75	149	1,127	2,706	2,683	2,297	2,299
	Bank loans				85	100	5,000	7,000	7,000	7,000
	Lease liabilities	0	204	458	294	1,556	3,468	5,761	8,489	11,686
	Total Liabilities	542	3,843	8,331	12,965	6,550	17,047	22,143	25,041	28,855
Equity (Key Element)	Share premium	0	0	0	0	41,246	41,246	41,246	41,246	41,246
	Reserves	(196)	(1,011)	(3,993)	(8,133)	(13,637)	(17,612)	(20,195)	(19,889)	(16,740)
	Non-controlling interests	1	0	1	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
	Total Equity	(180)	(983)	(3,955)	(8,111)	28,036	24,061	21,478	21,784	24,933
Cash Flow Statement (Rmb millions)		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Operating CF (Key Element)	Profit/(loss) before income tax	(144)	(788)	(2,958)	(4,718)	(6,953)	(7,494)	(6,970)	(5,025)	(2,878)
	Depreciation of PP&E	17	64	270	270	207	922	1,912	2,776	3,712
	Equity-settled share-based payments	1	6	24	558	1,449	3,247	4,113	5,054	5,747
	Cash flows from operating activities	(68)	(648)	(2,245)	(2,246)	(3,324)	(1,126)	(501)	3,285	7,112
Investing CF (Key Element)	Purchase of PP&E	(32)	(507)	(126)	(11)	(824)	(1,353)	(1,073)	(1,149)	(1,437)
	Cash flows from investing activities	33	(785)	(49)	(376)	(915)	(1,393)	(1,117)	(1,197)	(1,489)
Financing CF (Key Element)	Issuance/replacement of common shares	0	98	0	0	41,652	0	0	0	0
	Issuance of convertible bonds and bank loans	0	0	267	1,252	15	4,900	2,000	0	0
	Issuance of financial instruments	203	2,406	3,011	1,579	(10,073)	0	0	0	0
	Cash flows from financing activities	191	2,463	3,312	2,614	35,367	4,080	623	(2,003)	(2,713)
Cash and cash equivalents at end of year		219	1,249	2,268	2,255	29,115	30,947	30,226	30,588	33,776

資料來源: UBS, KGI

智譜輕資產策略

- 智譜管理層指出「智譜以服務採購為主，輔以部分設備租賃相結合的方式滿足需求，因此資本支出相應減少。」
- 全球之中，輕資產是常見的策略，例如Nvidia不需自建晶圓廠，Apple不需自建組裝廠，而智譜的策略則是不持有大型數據中心
- 算力網在中國內地是“六網”之一，是建設重點，目的是滿足社會各界對算力資源的需求，降低企業的算力成本和門檻

智譜上半年兩輪集資

	新股數目 (mn)	佔集資後 總股數	配售/ 發售價	集資額 (Rmb bn)
2026.1.8 IPO	43.0	9.65%	HKD 116.2	4.5
2026.7.9 配股	19.8	4.25%	HKD 1588.0	27.1
合共集資				31.6

智譜年底現金水平約291億元

目前現金水平可支持約6年的開支

現金流假設 (Rmb mn)	
營運現金流	-3,324
資本開支	-1,487
合共	-4,813

*以上為模型中，取數值較高者作假設

估值方法

P/S and PSG as benchmark multiples

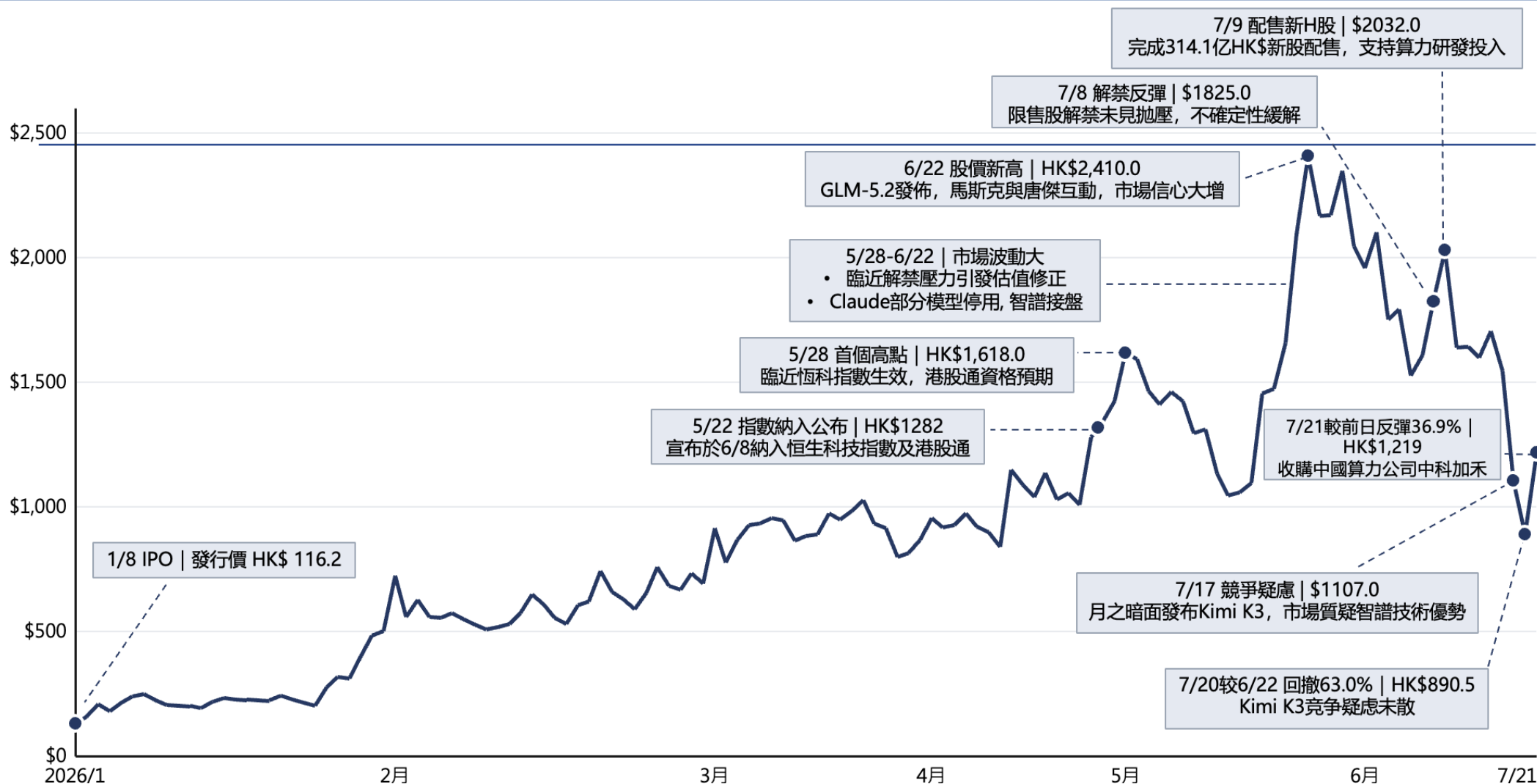
	Fair Value	Valuation Methodology			Fair Value Implied P/S Multiple			
	HK\$/Share	估值方式	Benchmark Multiple (2026E)	Rationale	2027E	2028E	2029E	2030E
分析師平均	1,784 vs (IPO \$116.2) (配股 \$1,588)	P/S	128x	1. 國內AI相關企業 (Minimax、摩爾線程、寒武紀沐曦、壁仞科技)目前平均交易在約55x 2026 P/S or 0.5x 的PSG水平交易 2. 國外AI模型同業 目前估值: OpenAI 34.1x, Anthropic 20.5x 2026 P/ARR 3. 考慮到AI模型更新是財務預測及導致股價波動關鍵風險，建議以保守的約0.4x PSG作為定價水平 (2025 -2027 CAGR 為 333%)	52.2	39.5	30.7	24.6

賣方機構 (自GLM 5.2 公布後)			目標價	場景分析	2026E		2027E	
					本地化部署 (百萬 人民幣)	雲端部署 (百萬 人民幣)	本地化部署 (億 美元)	雲端部署 (億 人民幣)
Haitong International Research Ltd			2,300	Bull Case (HK\$2,300/shr)	1,175	6,350	2,045	15,422
UBS			2,200					
Macquarie			2,157	Base Case (HK\$1,784/shr)	1,007	4,500	1,753	11,796
CLSA			2,061					
SDIC Securities			2,043	Bear Case (HK\$1,250/shr)	801	3,100	1,394	8,099
CCB International Securities Ltd			2,000					
HSBC			1,900	2025 status	534	190		
Goldman Sachs			1,880					
平均			1,784	Implied CAGR in Revenue (2025 - 2027)				
JP Morgan			1,600		本地化部署		雲端部署	
86Research Inc.			1,474	Bull Case (HK\$2,300/shr)	96%		801%	
CICC			1,250	Base Case (HK\$1,784/shr)	81%		688%	
Aletheia Capital Limited (Sell)			545					
買入	持有	沽售	Bear Case (HK\$1,250/shr)		62%		553%	
8	3	1	* 到了 2025 年底至 2026 年一季度，AI Coding 和 Agentic Engineering 爆發，付費 Token 消耗量呈現指數級暴增，					

* 到了 2025 年底至 2026 年一季度，AI Coding 和 Agentic Engineering 爆發，付費 Token 消耗量呈現指數級暴增 內部參考文件請勿外流

驅動股價波動的因素 1/3

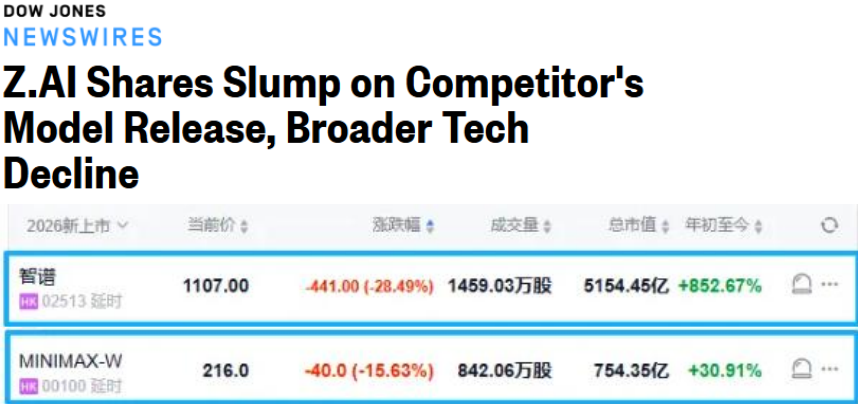
2026.1上市以來，最低/最高股價\$116.1/\$2,980 (26x)，單日最大漲幅43%/跌幅-28%



驅動股價波動的因素 2/3

Kimi K3 模型上市，引發智譜股價單日波動 20%-37%

2026 年	市場消息	股價影響
7月17日	月之暗面 (Moonshot AI) 於當日凌晨正式推出新一代旗艦模型 Kimi K3。在 Code Arena 編程測試中以 76% 勝率登頂，綜合性能直逼美系前沿模型如 GPT-5.6。	受高端編程賽道競爭白熱化及護城河疑慮影響，智譜股價當天 暴跌 28.49% ，單日市值蒸發超 2,000 億港元。同屬大模型概念的 MINIMAX-W 當日亦重挫 15.63%。
7月20日	(7月19日) 月之暗面已向投資人發送上市議案，預計最快在 6 個月內登陸港交所，目標估值高達 300 億美元。	受月之暗面 IPO 籌備及 K3 技術競爭雙重壓制，智譜股價延續下行趨勢， 再跌 19.56% 。同板塊的 MINIMAX-W 當日亦再跌 10.6%。
7月21日	智譜宣布完成收購 AI 算力軟體公司中科加禾以提升算力編譯效率，同時落地全數採用國產 AI 晶片的 1GW 超大型數據中心，徹底化解市場對其算力受限的疑慮。	開盤後一路大幅拉升，終場大 暴漲 36.89% 。單日市值猛增超 1,500 億港元，總市值快速回升至約 5,676 億港元，幾乎一舉收復了前兩個交易日因恐慌性拋售所造成的失地。



智譜 AI 模型上市歷史 – 行業排名持續上升

發布時間	智譜歷代模型	OpenRouter 排名數據	GLM API 價格 (百萬輸入 Token)	密切競爭品價格對比 (百萬輸入 Token)	相對優勢	相對劣勢
2024年 1月 16日 2024年 8月 29日	GLM-4 GLM 4-Plus	中文/雙語榜：Top 10 早期通用對話榜：第 24 位	\$0.50	Qwen 2: \$0.30 GPT-4o: \$2.50 Claude 3.5: \$3.00	對比 GPT-4o：提供接近的中文在地語義理解力 API 成本大幅降低約 80%。	在複雜數學邏輯推理 (STEM) 與高難度代碼生成上， 極限能力仍落後於 GPT-4o。
2025年 7月 28日 2025年 9月 15日	GLM-4.5 GLM-4.6	全球模型總榜：第 14 位 Agentic/Code 分類榜：第 8 位	\$0.60	DeepSeek V3: \$0.14 Qwen 2.5: \$0.30 Claude 3.5 Haiku: \$0.80	對比 Claude 3.5 Haiku：長推理鏈任務下的邏 輯演算穩定度更佳，且輸出單價更低。	Thinking 模式會增加首字延遲 (TTFT) 導致額外 Output Token 消耗。
2026年 3月 12日 2026年 4月 18日	GLM-5 GLM-5V	多模態 Agent 分類榜：第 6 位 Web/UI Code 榜：第 9 位	\$1.20	DeepSeek V4 Flash: \$0.09 Gemini 3 Flash: \$0.50 GPT-5.4: \$2.50	對比 DeepSeek V4 Flash：Context 容量大 8 倍，顯著提升整套專案代碼庫與長文檢索品質。	多模態視覺 Token 處理延遲較高，動態視訊流理解表 現略遜於 Gemini。
2026年 6月 9日	GLM-5.2	開放權重模型總榜： 第 1 位 全球模型綜合總榜： 第 8 位 Code/Agent 專項榜： 第 2 位	\$1.40	DeepSeek V4 Pro: \$0.21 Kimi K3: \$3.00 GPT-5.5: \$5.00	專案級軟體重構 (FrontierSWE 74.4 分) 逼近 頂級開源模型 ，並採 MIT 許可 Open-weights， 支援企業地端私有化部署。 對比 Claude Opus 4.8： 媲美美系頂級模型的 Agentic Coding 能力，但 API 成本降低 80%。	極限代碼得分 (74.4) 仍微幅落後 Claude Opus 4.8 (75.1) 及最新發布的 Kimi K3。 對比 DeepSeek V4 Pro： API 價格高出約 6~7 倍 ； 且 744B 巨型 MoE 架構 對企業私有化地端部署的 GPU 顯存要求極高。

驅動股價波動的因素 3/3

建議透過結構性產品，參與中國AI大模型行業的成長

What we like:

- 智譜展現強大持續研發能力：智譜模型持續追近美國頂尖模型能力，最新GLM5.2分數是頂尖的85%，但成本僅17%
- 「本地部署+雲端」雙引擎增長架構：本地部署業務持續為具備建設數據中心能力，且極度重視資料安全的機構提供方案；雲端可高度擴展客戶群，是公司最大增長來源
- 服務採購為主，設備租賃為輔：公司資本支出相應減少，同時可配合國家政策，運用中國算力網
- 受惠算力供應加大：公司採購規模增長，訓練及雲端服務的算力成本將持續下降，提升利潤率

What we dislike:

- 收入來源單一：無論是在地模型或是雲端的服務，收入極度依賴大模型(單一業務綫)的能力及定價
- 競爭激烈, 用戶黏性不足：雲端服務/模型即服務(MaaS)行業競爭極其激烈，用戶可轉向其他模型
- 開放權重增加導致收入外流風險：開放權重增加潛在客戶群，但各種算力平臺可運行智譜模型，但不依靠智譜的雲端服務
- 地緣政治風險：美國政府或限制美企使用非美模型；公司股票或被加入制裁名單
- 失去唯一大模型上市公司的稀缺地位：其他大型模型開發商潛在IPO，同類上市公司股票增加，估值溢價或收縮

High level of Volatility:

Ticker	Name	Mktcap (US\$ mn)	Historical Volatility (%)	
			30-day	90-day
2513 HK	Zhipu AI CO LTD	73,631	240.72	187.62
100 HK	MINIMAX GROUP	8,596	172.12	142.10
000660 KS	SK HYNIX INC	867,725	125.64	107.80
SPCX US	SPACE X	1,555,944	114.72	N/A
MU US	MICRON TECH	1,118,336	111.73	99.09
TSM US	TAIWAN SEMI	2,155,395	55.98	48.48
META US	META PLATFORMS	1,538,538	52.13	46.39
AVGO US	BROADCOM INC	1,867,208	48.58	52.64
GOOGL US	ALPHABET INC	3,889,213	40.36	38.04
NVDA US	NVIDIA CORP	5,051,992	37.26	39.82
MSFT US	MICROSOFT CORP	2,834,542	35.63	33.30
AMZN US	AMAZON.COM INC	2,513,506	34.80	32.05
AAPL US	APPLE INC	4,724,335	33.43	26.95

Conclusion:

建議透過結構性產品，參與中國AI大模型行業的成長

附件：智譜公司發展歷史

七年建立自研大模型與商業化雙軌路徑

年份	關鍵事件	戰略意義
2019	源自清華KEG實驗室技術轉化，獲中科創投天使輪4,000萬	產學研標竿：清華系背景奠定技術人才基礎；天使輪估值3.75億
2020–21	關鍵決策：自研GLM架構，不走GPT / BERT路線	技術壁壘：自主研發核心架構，避開國際專利與授權風險，形成獨立技術路線
2021	發布GLM-10B + MaaS平台	商業化驗證：中國最早探索大模型即服務（MaaS）商業模式，開啟創收
2022	開源GLM-130B（亞洲唯一入選史丹福評測）；發布CodeGeeX	技術認證：率先開源核心模型，建立開發者生態基礎，同時佈局程式碼生成賽道
2023	ChatGLM開源 + 智譜清言上線；融資超25億	消費端滲透：產品首批通過監管備案，構築合規壁壘；阿里、騰訊、小米等產業資本入局
2024	GLM-4系列 + AutoGLM；CodeArena全球第一	Agent戰略：AI自主操作裝置，對標OpenAI下一代方向
2025	國際化品牌Z.ai；GLM-4.6；適配40+ 國產晶片	國產替代：晶片自主可控降低供應鏈風險，同時開拓海外市場
2026.1	GLM-5發布 + 港交所主板掛牌（02513.HK）	首家掛牌大模型公司：募資約43億港元，開啟公眾市場融資

附件：智譜融資歷史

8輪Pre-IPO融資累計83.64億元；2026.1-7透過IPO及配售合計淨募資約362.7億港元



附件：智譜核心創始團隊

清華KEG實驗室出身：教授主技術、工程師主運營、博士主戰略

唐杰

創始人、首席科學家

49歲 | 持股 IPO前6.66% → IPO後6.12%

學術背景

清華大學計算機系教授；IEEE / ACM / AAAI三大頂級學會Fellow。2002年清華博士，研究語義Web與數據挖掘，AI領域從業約24年

核心履歷

清華KEG實驗室學術帶頭人；主持研發AMiner（全球知名科研情報平台）；牽頭研發中國首個萬億參數大模型「悟道2.0」

在智譜的角色

技術總架構師，主導GLM框架研發與下一代AGI技術路線。2026年7月發起「Touch High」計劃，全力衝刺AGI

張鵬

聯合創始人、首席執行官

47歲 | 持股 IPO前0.10% → IPO後0.09%

學術背景

清華大學創新領軍工程博士；KEG實驗室核心成員，全程參與AMiner研發

核心履歷

長期負責KEG實驗室技術工程化與產品化；主導AMiner從實驗室項目走向國際知名科研平台的完整過程

在智譜的角色

負責公司日常經營、商業化落地與團隊執行。曾表示「從第一天起就有收入」，是技術與市場之間務實的橋樑

劉德兵

聯合創始人、董事長

50歲 | 持股IPO前個人0.23% + 北京鏈湃8.45% → IPO 7.98%

學術背景

中國科學院計算技術研究所博士，師從中國工程院院士高文；計算技術行業近18年經驗

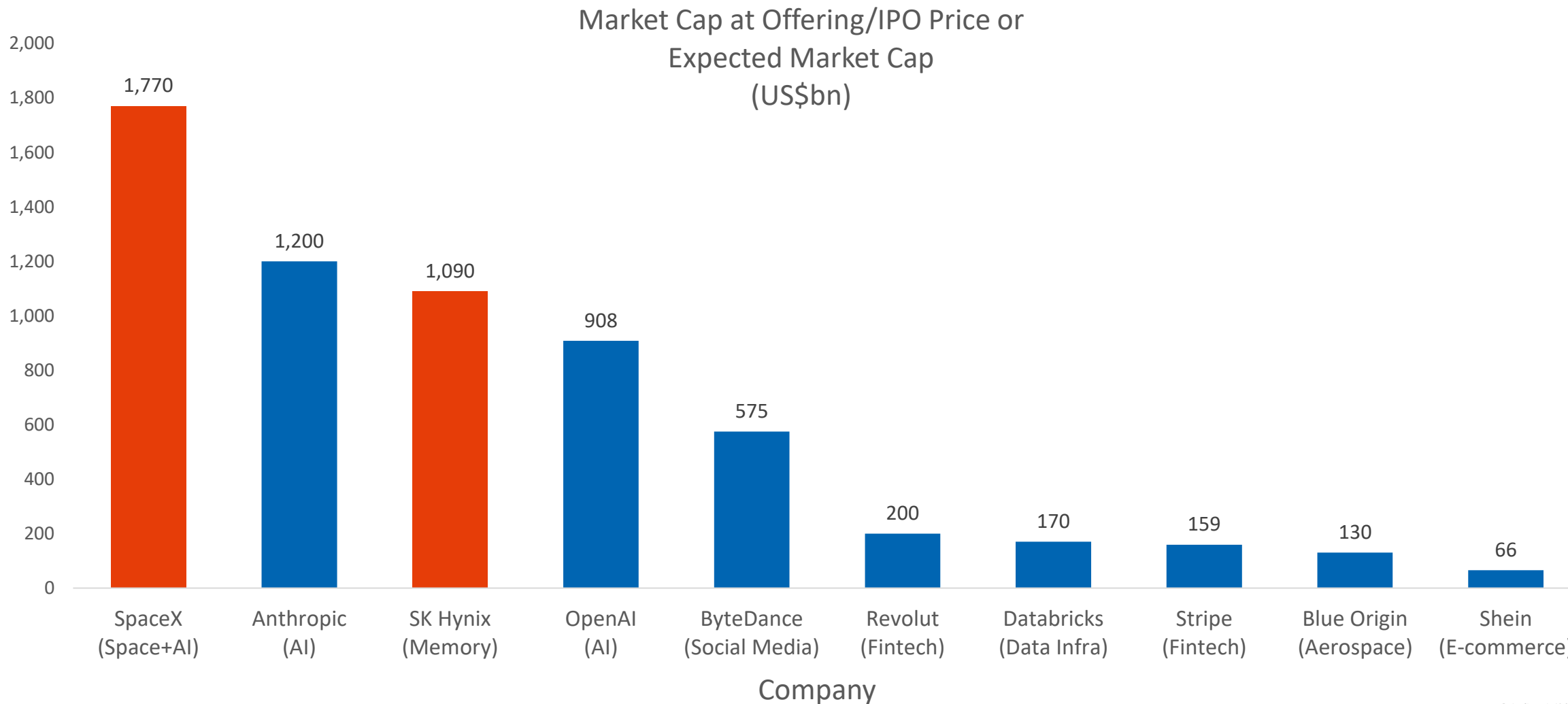
核心履歷

曾任特藝（中國）科技研究工程師；後任清華大學高級工程師，與KEG實驗室深度交集；深耕計算機視覺、多媒體分析

在智譜的角色

負責頂層戰略設計、董事會治理與重大資本運作，主導公司從初創到上市過程中的多輪融資及上市戰略決策

Upcoming Mega IPOs



Q & A

投資產品與服務部



尹賀
Kevin Yin
Equity Advisory
kevin.h.yin@kgi.com
+852 2878 6798
SFC CE: AJM689



莫偉民
Raymond Mok, CFA
Equity Advisory
raymond.mok@kgi.com
+852 2878 4663
SFC CE: BHJ465



葉晉宜
Derek Yip, CFA
Equity Advisory
derek.yip@kgi.com
+852 2878 4263
SFC CE: BSQ196



梁啟棠
Cusson Leung, CFA
CIO
cusson.kt.leung@kgi.com
+852 2878 6998
SFC CE: ADU276

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。