

## 軟體產業：CSP

### 小龍蝦/Openclaw 帶動 Token 消耗量攀升；中系模型 MiniMax/GLM 重要性亦因此提高

#### 焦點內容

1. Openclaw 帶動 Token 消耗量攀升，產品迭代正在加速。
2. Agentic AI 擴大 GenAI TAM 空間，CSP 資本密集度維持高原期。
3. MiniMax/Z.AI 或成 OpenAI/Anthropic 上市估值指引。

#### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G
Amazon	83	90	80	79
Alphabet	80	77	84	78
Meta Platforms Inc	62	48	59	69
Microsoft	91	78	94	92

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

MiniMax(中; 100 HK)及智譜(中; 2513 HK)自 IPO 後股價上漲 212/478%。Agentic AI 應用 Openclaw(俗稱小龍蝦)火熱帶動整體 Token 消耗量攀升。

#### 評論及分析

**Openclaw 帶動 Token 消耗量攀升，產品迭代正在加速。** Openclaw 旋風持續帶動整體 Token 消耗量攀升，我們觀察到：(1)OpenRouter 自 2026/1/5 起 token 消耗數量年增維持 30%+，目前一周 token 消耗量約為 23tn 較 12M25 平均一周約 5.8tn 大幅成長，其中 Openclaw 佔比前十大應用 53%；(2)Bloomberg 標準化 H100 租賃價格亦在近期攀升至 2M25 DeekSeek 熱潮時期。而 Pinchbench 數據顯示 OpenAI GPT-5.4、Qwen、Claude 及 MiniMax 為完成任務成功率較高的前緣模型，我們認為上述模型 API 需求量將因此大幅提升(龍蝦智能取決於模型表現)，雖近日 Openclaw 早期使用者開始退出，但 Claude Cowork/Code、Perplexity Computer、Meta Manus、MSFT Copilot Cowork 及 NVDA Nemoclaw 等皆快速推出類似功能，產品迭代或仿效正在加速，Agentic AI 功能普及率將快速提升。

**Agentic AI 擴大 GenAI TAM 空間，CSP 資本密集度維持高原期。** 我們認為 Agentic AI 擴大 GenAI TAM 空間的市場認同度將提高，Sequoia 提及 1 美元的軟體支出須配合 6 美元的服務支出，Autopilot/Agentic AI 的 TAM 將是兩者總和(例如次世代 AI-native 公司將取代一家公司每年 US\$10k INTU QuickBooks + US\$120k 會計師結帳成本)。A16z 於 2024-25 多次提及 GenAI TAM 應為 US\$10tn+ 的薪資市場而非 US\$300bn+ 應用軟體市場。基於上述，CSP 加總資本密集度於 4Q25 達 26% 對比 1Q23 之 13% 提高 1 倍，市場共識 2026-27 將維持 32-35% 高原期，我們認為雖會導致評價下修(de-rating)但管理層應不會輕易退縮資本支出。

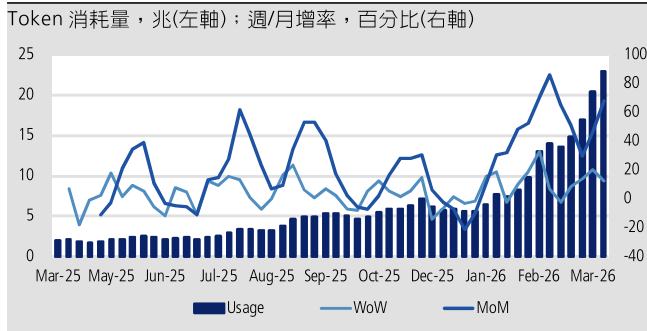
**MiniMax/Z.AI 或成 OpenAI/Anthropic 上市估值指引。** 我們觀察 MiniMax/Z.AI 財報及資本市場交易近況，焦點：(1)Z.AI GLM-5 與 MiniMax M2.7 模型智能評分 50 已逼近 GPT-5.4/Gemini 3.1 Pro/Claude Opus 4.6 之 57/57/53，在 Openclaw token 消耗巨大下獲得開發者青睞；(2)兩者加總營收市場共識於 2026-28 維持 145%+ 年增率；(3)兩者毛利率於 2027 收斂至 ~45% vs. Anthropic/OpenAI 之 ~60/50%(The Information 揭露)；(4)MiniMax 由 2024 之 25% 上升至 2027 之 46%，係因營收由 ToC App 轉向 ToB API，而 Z.AI 由 2024 之 56% 下降至 2027 之 44%，係因營收由地端(協助金融/政府/醫療導入私有 GenAI)轉向雲端 API，雖毛利較低但更具業務擴展性；(5)非中國地區為主的 MiniMax API 毛利率(>55%) 遠高於中國地區為主的 Z.AI(<40%)；(6)MiniMax/Z.AI 自 IPO 後平均市場預估 12 個月 EV/Sales 落在 29-201 倍(平均 112 倍)。基於上述我們認為 OpenAI/Anthropic 屆時 IPO 估值應達 US\$1tn+。

#### 投資建議

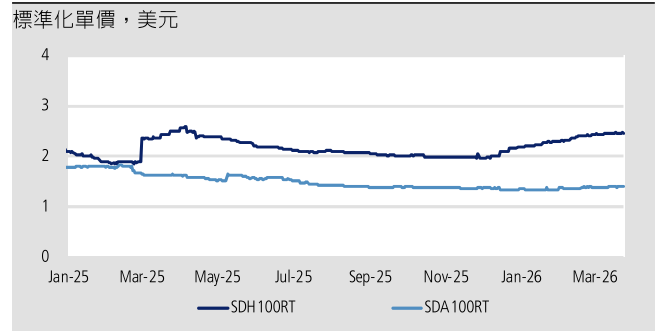
我們認為 Openclaw 熱潮將使 CSP 2026-27 資本密集度維持高原期，Anthropic 算力需求持續攀升(主要由 GOOGL, AMZN 支應)，MSFT Copilot Cowork/META Manus 具新增變現契機，同時亦帶動 CDN 與應用部署需求(如 NET、FSLY 及 DOCN 等)。

#### 投資風險

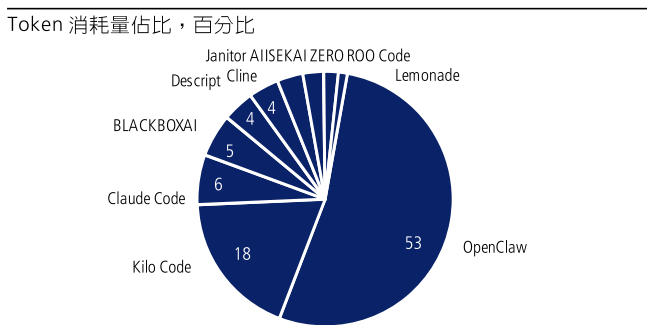
GenAI 變現不如預期；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

**圖 1: Openrouter token 消耗量在 1M26 攀升**


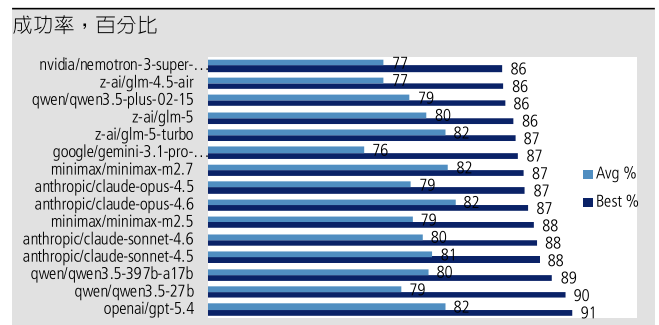
資料來源: OpenRouter; 凱基

**圖 2: H100 租賃價格回升至 2M25 水平**


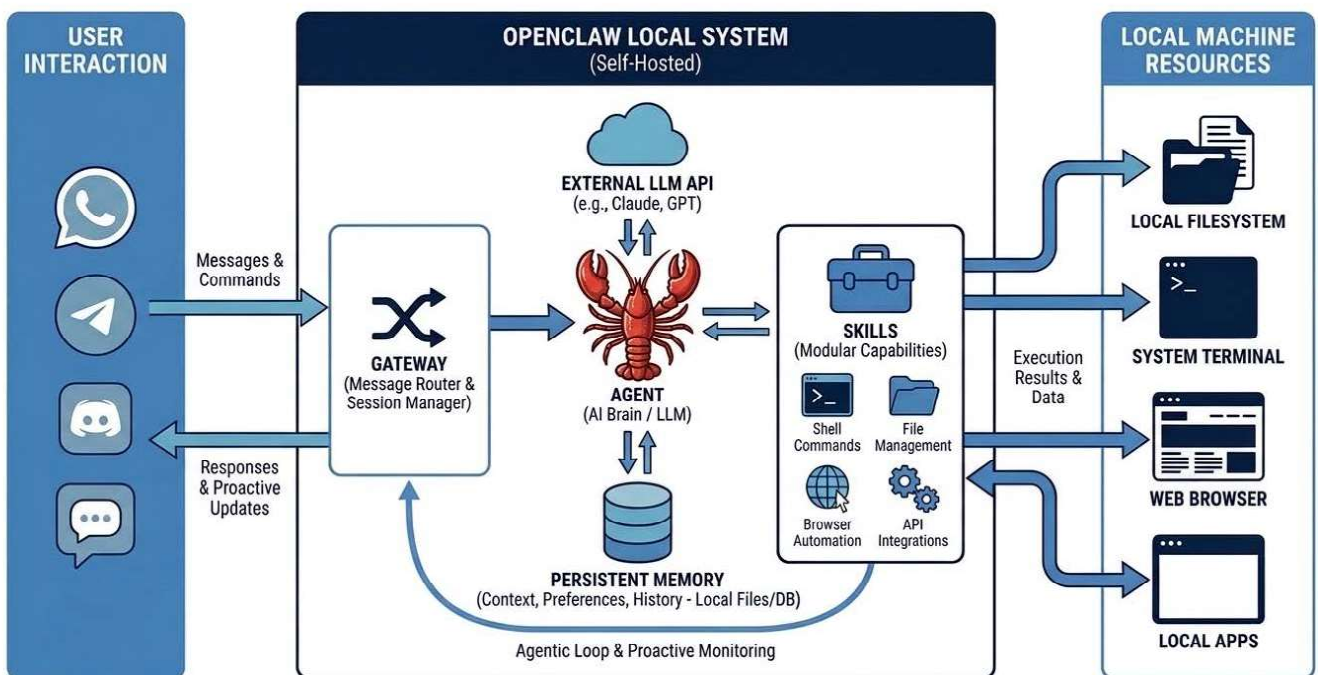
資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 3: Openclaw 佔 Openrouter 前十大中 53%**


資料來源: OpenRouter; 凱基

**圖 4: OpenAI GPT-5.4 位居 Openclaw 任務成功率榜首**


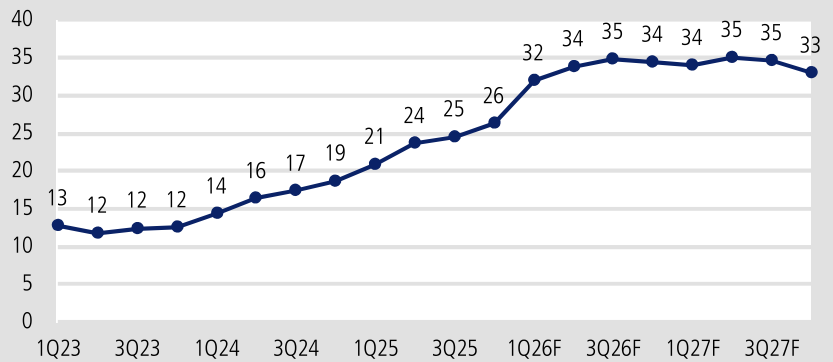
資料來源: Pinchbench; 凱基

**圖 5: Openclaw 為調度 LLM, 記憶系統和工具使用的 Agentic AI 中樞, 但智能與否仍取決於前緣模型**


資料來源: 公開資訊, 凱基

圖 6: CSP 資本密集度於 2026-27 維持高原期

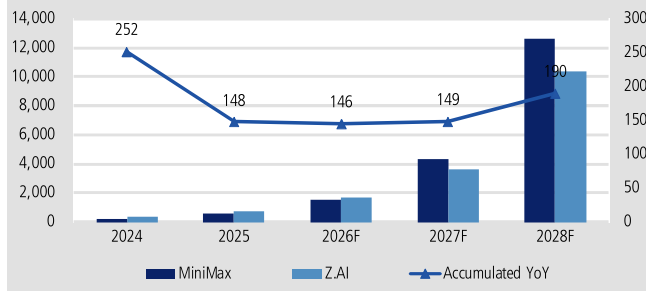
資本密集度(Capex/Revenue), 百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 7: MiniMax & Z.AI 營收持續高速成長

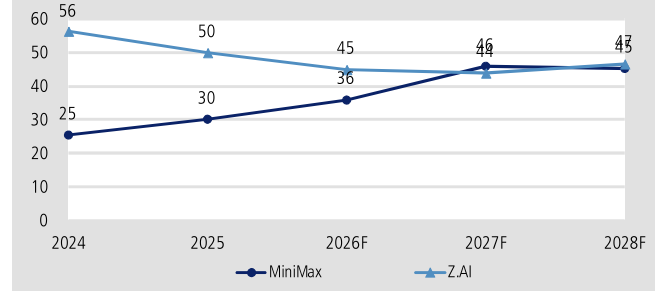
營收, 百萬人民幣(左軸); 加總年增率, 百分比(右軸)



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 8: MiniMax & Z.AI 將收斂至~45%

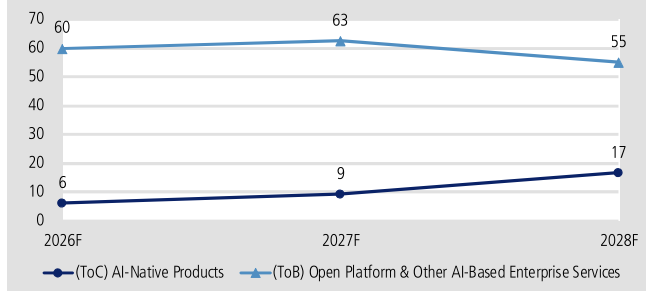
毛利率, 百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 9: MiniMax ToB API 毛利率遠高於 ToC App

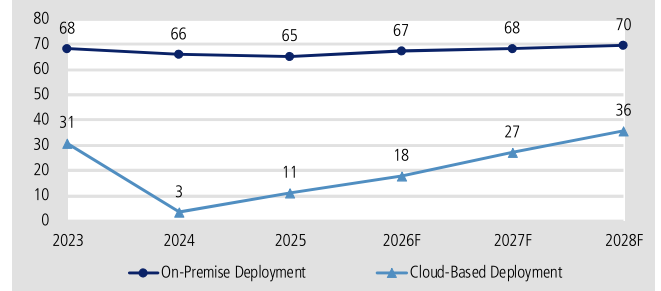
毛利率, 百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 10: 地端部署業務毛利率遠高於雲端 API

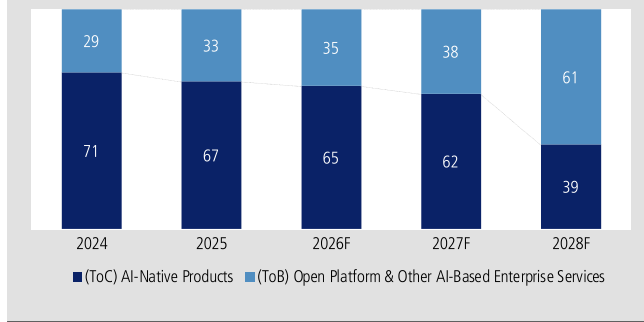
毛利率, 百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 11: MiniMax 營收組成由 ToC App 轉向 ToB API

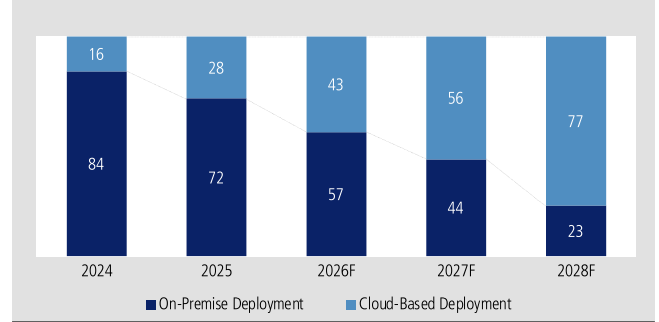
營收比重，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 12: Z.AI 營收組成由地端轉向雲端 API

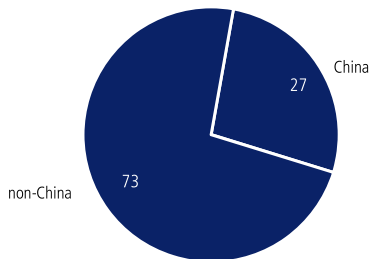
營收比重，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 13: MiniMax 地區營收以非中國為主

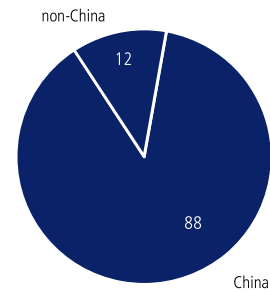
3Q25 營收比重，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 14: Z.AI 地區營收以中國為主

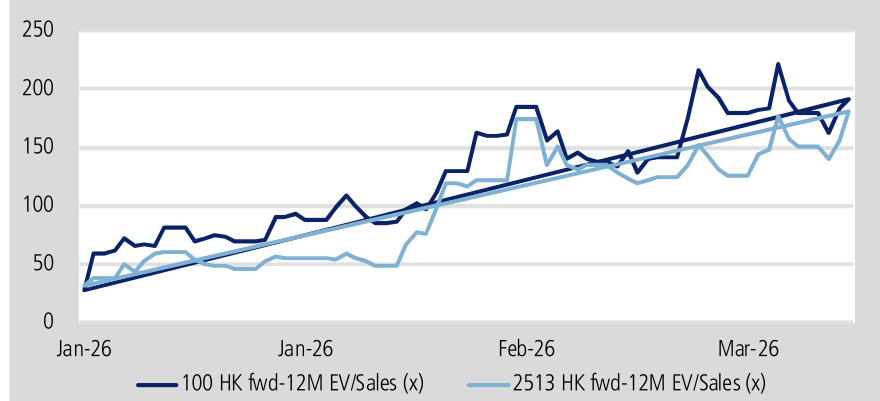
1H25 營收比重，百分比



資料來源: Bloomberg ; 凱基

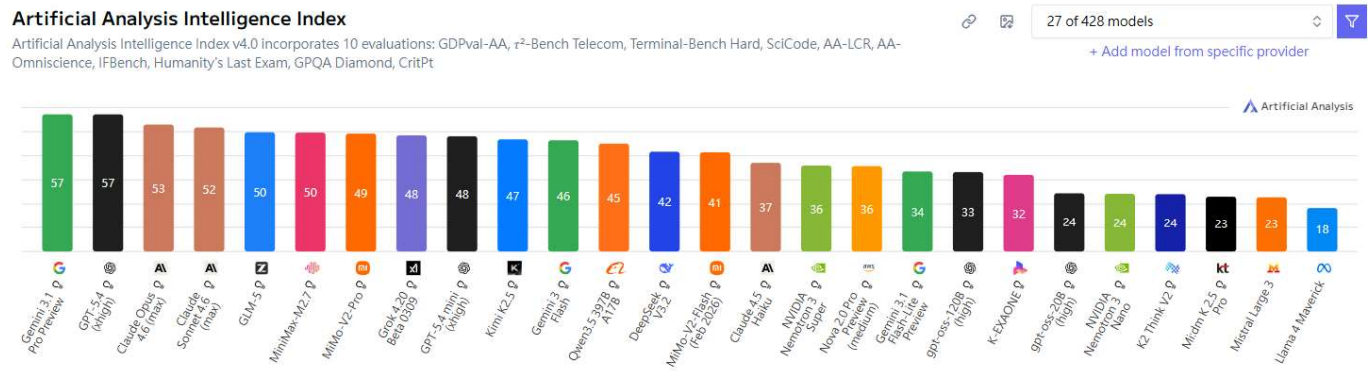
圖 15: Z.AI & MiniMax 預估未來 12 個月 EV/Sales 落在 29-201x(平均 112x)

Fwd-12m EV/Sales，倍



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

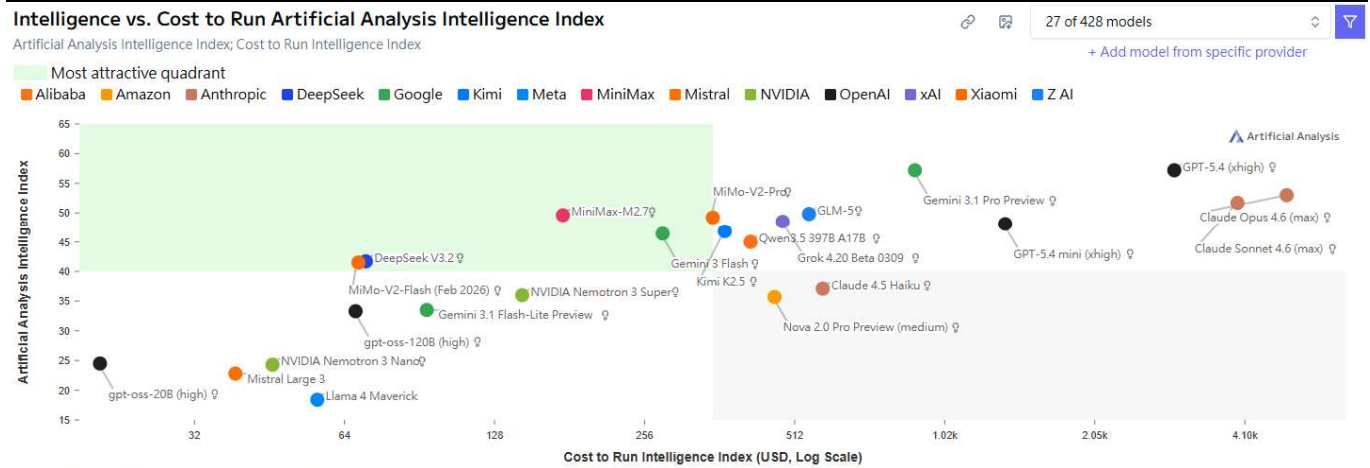
圖 16 : GLM(Z.AI)與 MiniMax 模型智能水平逼近美國前緣公司



Reasoning models are indicated by a lightbulb icon.

資料來源：Artificial Analysis · 凱基

圖 17 : 中系模型普遍更具有性價比



Reasoning models are indicated by a lightbulb icon.

資料來源：Artificial Analysis · 凱基

## CSP 台股供應鏈

圖 18：Amazon 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	216	20-25	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,850		資料中心交換器
鴻海	2317 TT	增加持股	315	<10	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	405	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	2,985	<10	銅箔基板
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	4,590	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	45-50	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	1,290	40-50	伺服器機殼
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

資料來源：凱基

圖 19：Microsoft 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	216	10	伺服器電源
鴻海	2317 TT	增加持股	315	10-15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	1,100	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	405	<20	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	持有	126	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	2,000	1-3	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	3,680	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	81	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	30-40	伺服器原廠委託設計代工
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

資料來源：凱基

圖 20：Meta 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
金像電	2368 TT	增加持股	1,100	<10	印刷電路板
鴻海	2317 TT	增加持股	315	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯詠	3034 TT	持有	370	3-7	AR/VR解決方案
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	30-40	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	405	20-30	伺服器原廠委託設計代工
智邦	2345 TT	增加持股	1,850	-	資料中心交換器
雙鴻	3324 TT	增加持股	1,255	<10	水冷零組件
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

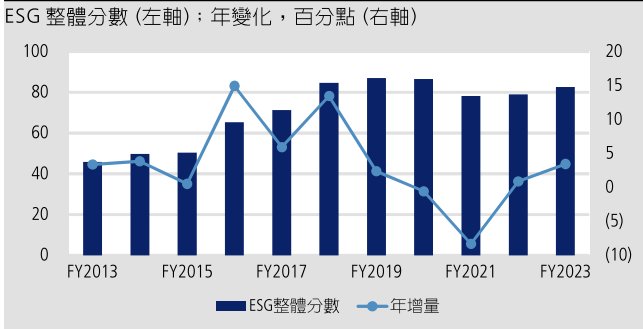
資料來源：凱基

圖 21：Alphabet 台股供應鏈

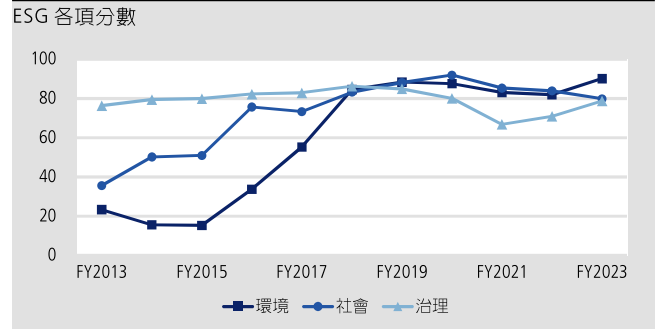
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	405	<15	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	增加持股	2,000	5-10	設計服務
創意	3443 TT	增加持股	3,680	<30	設計服務
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

資料來源：凱基

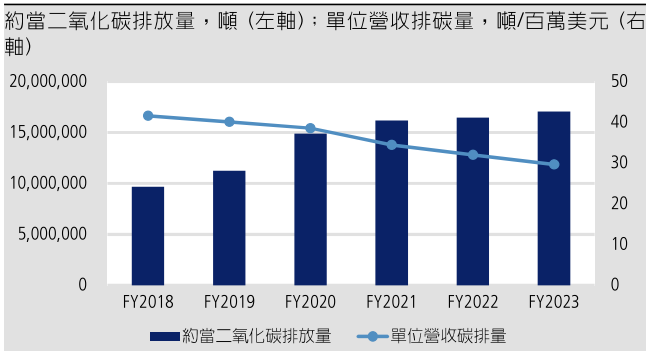
## Amazon (AMZN US)

**圖 22 : Amazon – ESG 整體分數**


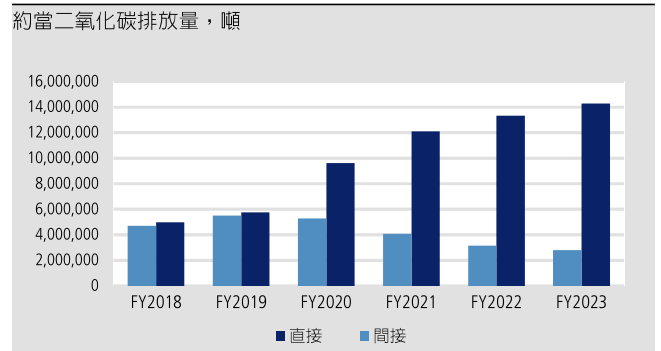
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 23 : Amazon – ESG 各項分數**


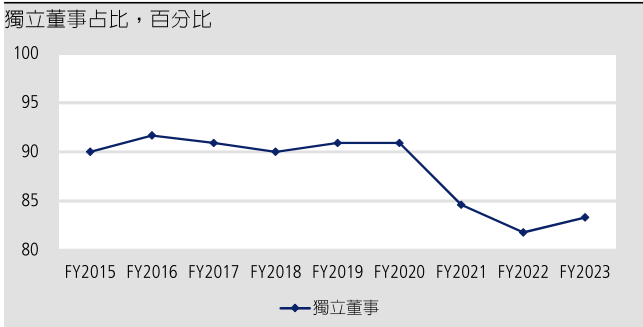
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 24 : Amazon – 碳排放量**


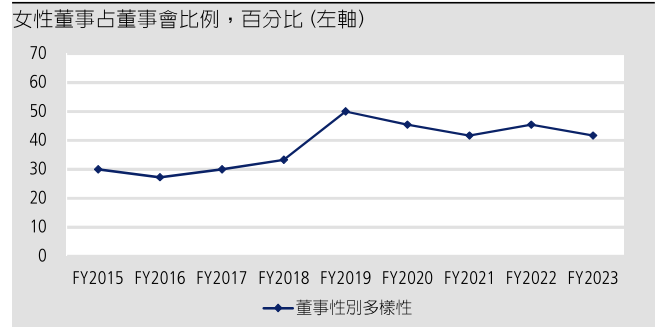
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 25 : Amazon – 碳排放量**


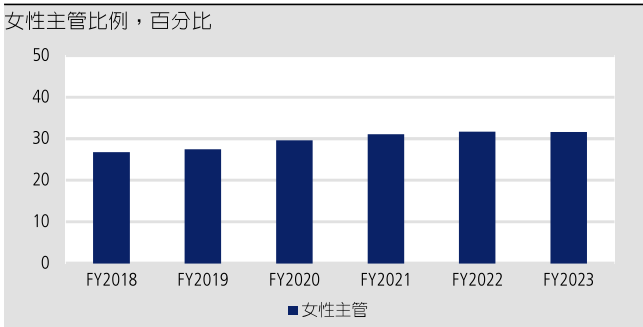
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 26 : Amazon – 獨立董事**


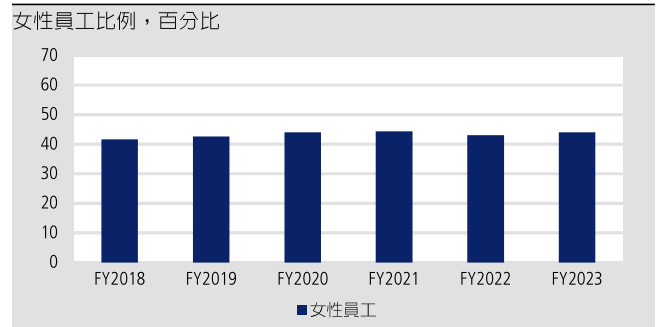
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 27 : Amazon – 董事性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

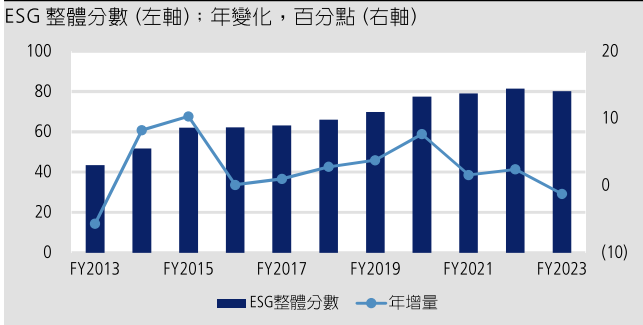
**圖 28 : Amazon – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

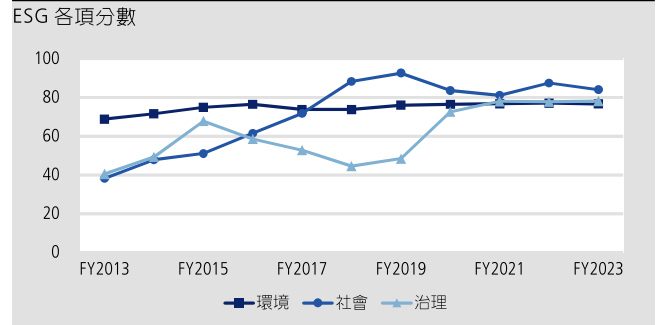
**圖 29 : Amazon – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

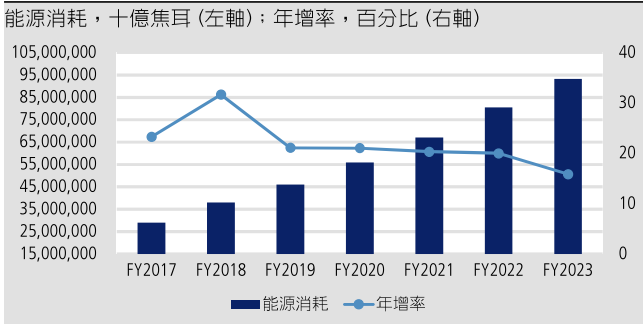
## Alphabet (GOOGL US)

**圖 30 : Alphabet – ESG 整體分數**


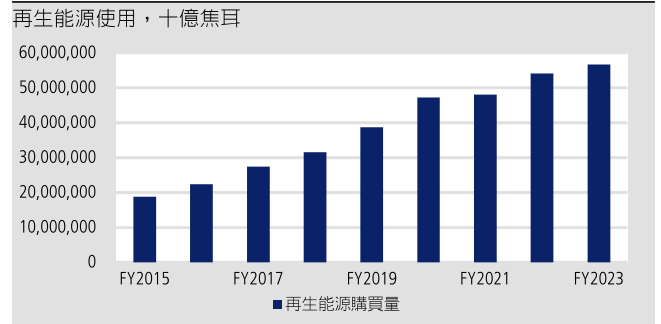
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 31 : Alphabet – ESG 各項分數**


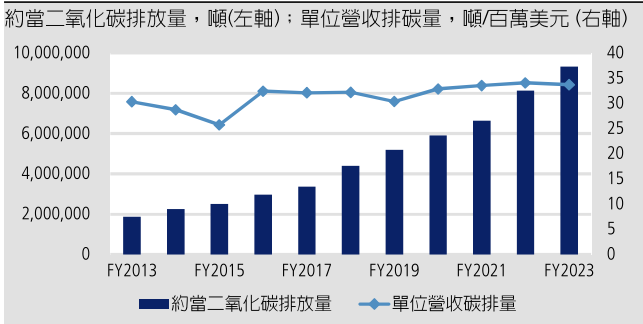
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 32 : Alphabet – 能源消耗**


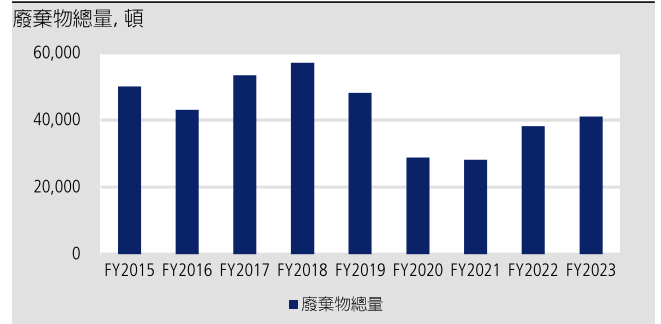
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 33 : Alphabet – 再生能源使用**


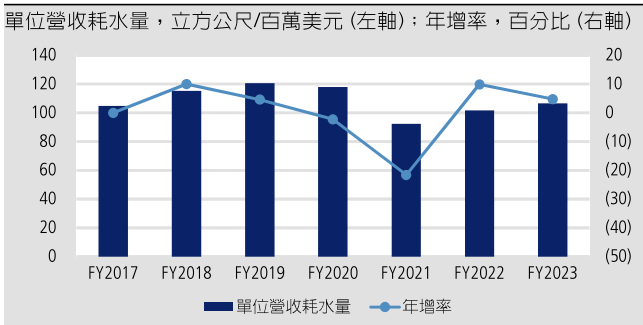
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 34 : Alphabet – 碳排放量**


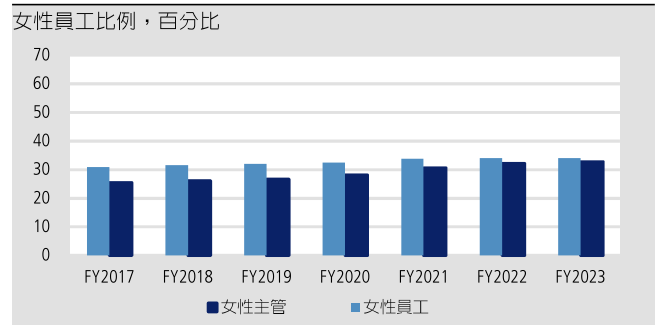
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 35 : Alphabet – 廢棄物總量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 36 : Alphabet – 耗水量**


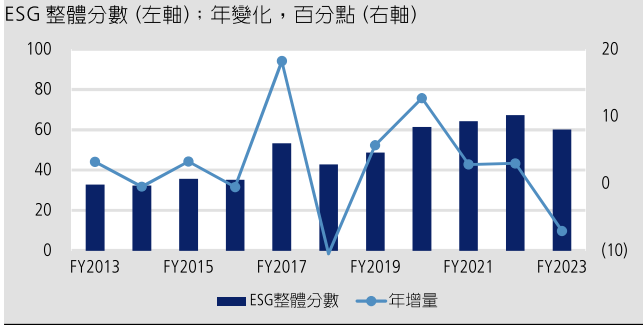
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 37 : Alphabet – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

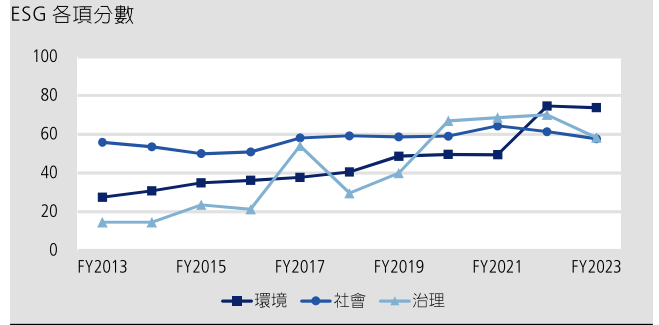
## Meta (META US)

圖 38 : Meta – ESG 整體分數



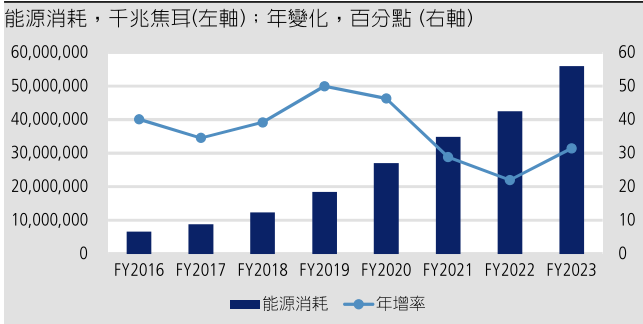
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 39 : Meta – ESG 各項分數



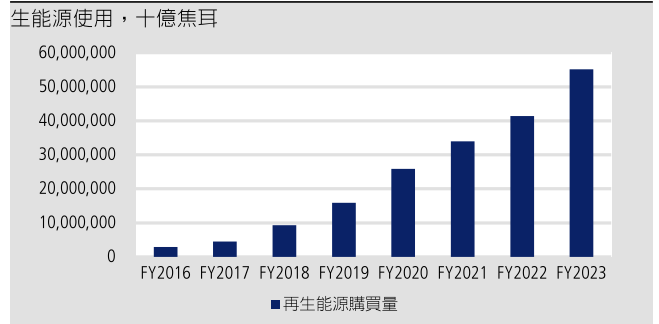
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 40 : Meta – 能源消耗



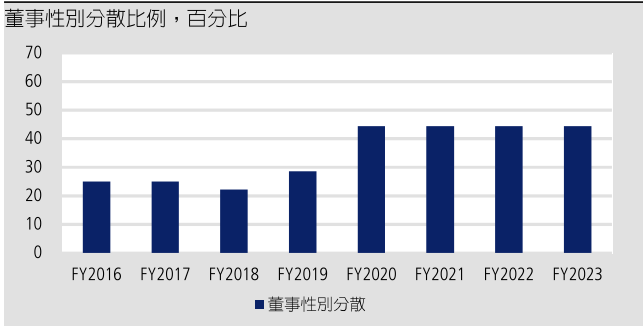
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 41 : Meta – 再生能源使用



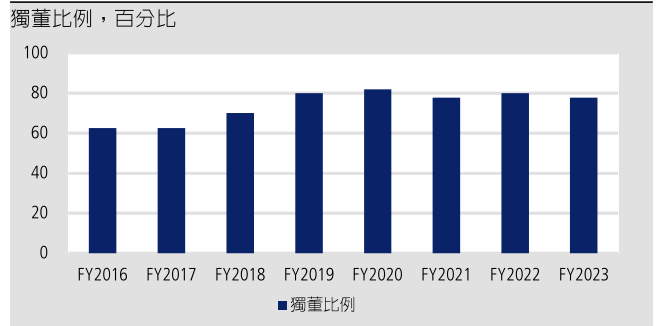
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 42 : Meta – 董事性別多樣性



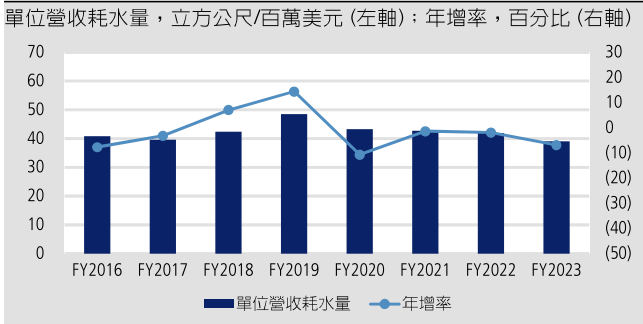
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 43 : Meta – 獨立董事



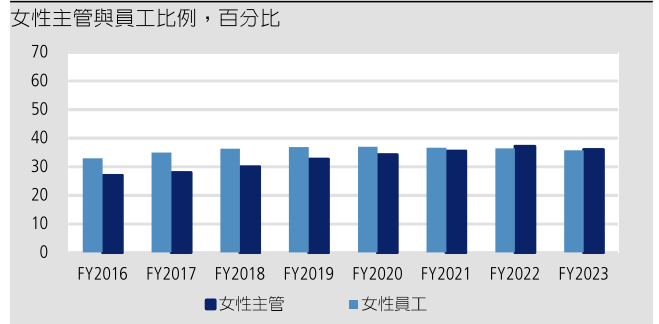
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 44 : Meta – 耗水量



資料來源 : Refinitiv、公司資料

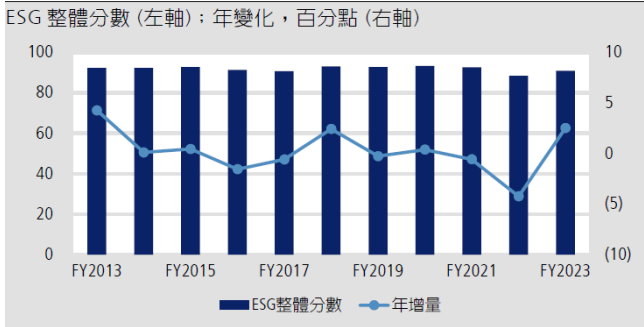
圖 45 : Meta – 性別多樣性



資料來源 : Refinitiv、公司資料

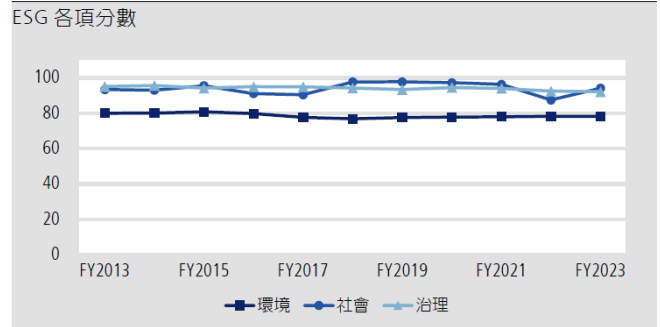
## Microsoft (MSFT US)

圖 46：Microsoft – ESG 整體分數



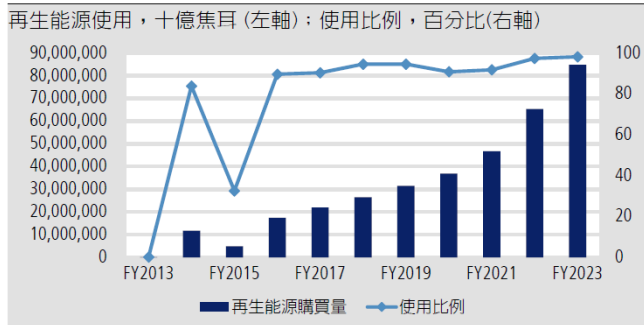
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 47：Microsoft – ESG 各項分數



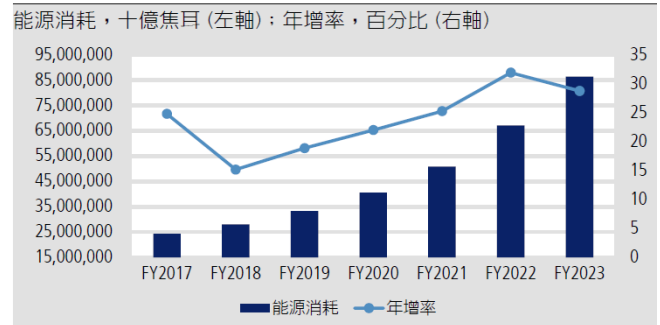
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 48：Microsoft – 再生能源使用



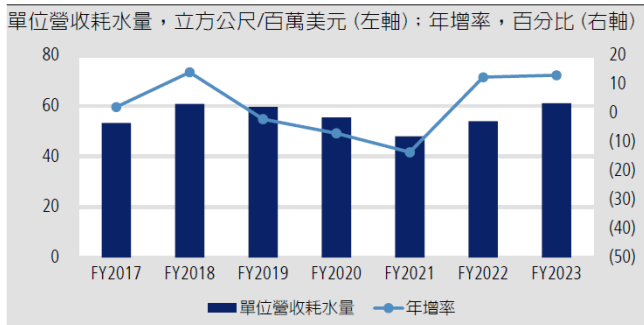
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 49：Microsoft – 能源消耗



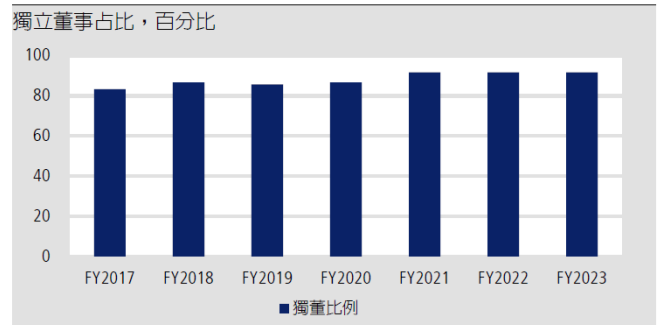
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 50：Microsoft – 耗水量



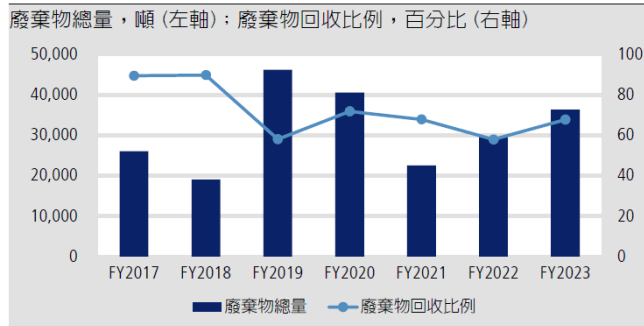
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 51：Microsoft – 獨立董事



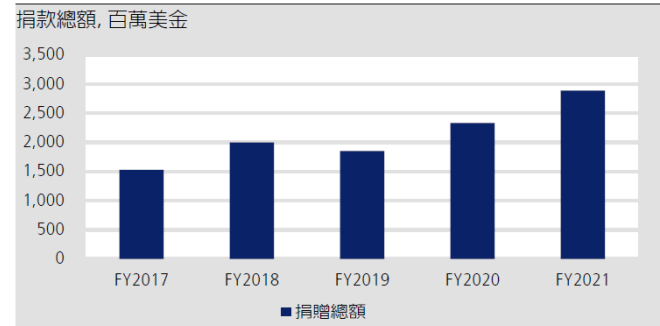
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 52：Microsoft – 廢棄物回收總量



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 53：Microsoft – 捐款



資料來源：Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。