

衝擊IPO前夜 OpenAI 艱難渡劫

投資全方位

一點靈犀

美國AI企業急切需要在算力軍備競賽與商業可持續性之間尋找平衡點。本周有媒體爆料，年初以來，OpenAI 內部設定的多項關鍵增長目標均未能達成。消息引發美股恐慌，芯片股挫，與OpenAI 業務關係緊密的科創巨頭股價亦受衝擊。

李靈修

2026年被資本市場看作是「AI上市大年」，包括SpaceX（旗下資產包括xAI）、OpenAI、Anthropic在內的多家明星企業都有計劃於年內完成IPO。此前，OpenAI一直佔據AI營收、公司估值等指標的頭把交椅，但在行業加劇內捲的背景下近期出現了掉隊跡象。

具體而言，ChatGPT原定於2025年底實現10億周活躍用戶，但該內部目標未能達成；2025年全年營收目標與2026年初多個月度的月度營收目標也雙雙落空；ChatGPT在生成式AI領域的流量份額亦從一年前的86.7%驟降至64.5%。

究其原因，在編程工具和企業市場這兩大業務板塊，ChatGPT正面臨Anthropic的猛烈攻擊。數據顯示，2026年3月的新增AI採購中，65%的企業選擇了Anthropic，選擇OpenAI的僅佔32%；而在代碼生成領域，Anthropic的Claude Code則佔據了42%-54%的市場份額。

競爭對手後來居上

更為致命的是，Anthropic的吸金能力要遠超OpenAI。據悉，ChatGPT擁有超過9億周活躍

用戶，但其中98%屬於免費用戶。這意味着，2%的付費用戶在為另外98%的用戶買單。形成鮮明對比的是，Anthropic營收佔比的80%均來自企業付費用戶，單位營收的算力成本遠低於OpenAI。

正是由於收入結構與商業模式的差異，資本對於兩家公司的前景悄然發生轉變。截至今年4月，Anthropic估值已突破1萬億美元，而OpenAI大概在8520億美元的水平。

上述報道還有一個關鍵細節，OpenAI首席財務官Sarah Friar在公司內部發出警告，如果公司營收增速無法跟上算力支出的節奏，公司可能無力承擔此前簽訂的約6000億美元數據中心合同。

這兩年為了應對算力短缺挑戰，OpenAI創始人Sam Altman縱橫捭闔，先後與英偉達、甲骨文、AMD等科網巨頭簽署算力協議，合同規模遠超自身營收水平（2024年為37億元）。在此基礎上，多家公司之間搭建了一套現金流內循環體系，AI基建規模藉此快速增長。

墊資手法類似恒大

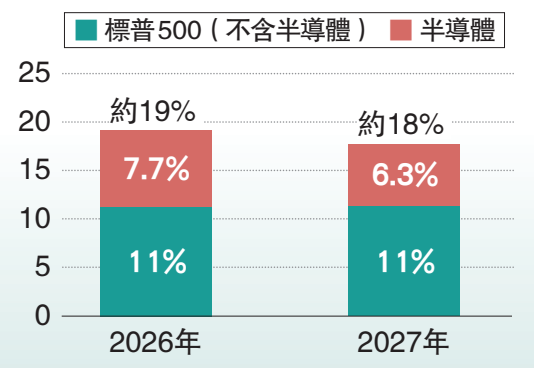
筆者去年10月9日撰文《硅谷巨頭正炮製資本

泡沫》曾對此做過點評：如今美股行情完全由「AI敘事」支配，並形成了強大的市場慣性，即資本開支愈高、股價漲幅愈大。硅谷巨頭類似「梯雲縱」般的表演令人炫目，AI產業的發展空間彷彿沒有上限。

但OpenAI如何解決資金問題呢？一方面，公司開創性地發明了「股權換芯片」交易，如先向AMD大規模採購芯片，再免費接受AMD最多1.6億股的認股權證，實質上AMD變相為OpenAI提供了融資支持。另一方面，OpenAI還善於將行業遠景轉化為現時購買力，說服供應商們以嵌套交易的方式進行「墊資」。熟知內房的朋友應該知道，這是典型的「恒大模式」。

一旦OpenAI無法履行算力採購合同，並拖累其上市計劃，無疑會波及美股整體行情。如今美國AI板塊的高估值，主要就是依靠科創巨頭的資本支出硬撐着。統計顯示，2026年以來，半導體行業貢獻了約75%的美國科技股每股收益（EPS）增長，並為市場增加了2.2萬億美元的市值，佔總增量的84%。若剔除半導體行業，2026年標普500指數的EPS增長率將從19%降至約11%（見配圖）。

(%) 標普500每股盈利增長預測



心水股

港交所 (00388)

中國平安 (02318)

阿里巴巴 (09988)

港股「關鍵之升」長假前料穩好

沈金

頭牌手記

港股昨日邁開堅穩的步伐，重越26000點關，上升的「催化劑」有二。一是優質股公布首季度業績，成績表有亮點，令投資者對個股後市增添信心。另一個因素是由26500點高位已反覆回落近千點，調整已到位，所以一旦有好消息，大市便活力重燃，即便昨日是期指結算日，屬慣性上落波動的日子，但好友已不予理會，一於「殺上」。至此，沽期指的淡友只能棄甲曳兵，「走夾唔咁」矣！

平安港交所績優

恒指收報26111點，升432點或1.68%。最高時報26132點。全日總成交2582億元，較上日少41億元。

中國平安(02318)昨日公布季績，整體業務理想，新業績價值按年增長21%，為最大亮點。受此消息刺

激，該股作三級跳上揚，收報63.7元，升6%。大行即時予「買入」評級，目標價調高至82元。平保一石激起千重浪，昨日保險股全線飄香。中人壽(02628)亦步亦趨，收27.4元，升5%。

另一隻公布業績的重磅股是港交所(00388)，首季純利51.88億元，創新高，按年增長27%，高過預期。過去表現一般的「投資收益」，這一次有強勁增長，收益達13億元，同樣予市場驚喜。由於新股上市絡繹不絕，上市費收入可觀，按年增長34%。大行馬上調高港交所目標價至525元，評級「買入」。

公布優異業績後，久沉的港交所終於破繭而出，收報419.8元，升3%。

我講過，股份上升最堅實的依託是盈利及派息。上述兩隻優質股均以「成績表」來展示其實力，受市場歡

迎理所當然也。

二十隻熱門股升17隻，跌3隻，升幅最大的是劍橋科技(06166)，漲14.8%。升3%以上的有中國平安、美團(03690)、比亞迪(01211)、港交所、阿里巴巴(09988)。

對昨日的市況，我頭牌點評為「關鍵之升」，因為之前已連跌二日，並逼近25600點支持，若仍下滑，走勢就不大美妙了。好在處此重要時刻，好友「藝高人膽大」，就揀期指結算日來吹響衝鋒號，此一「險着」打淡友一個措手不及，最終只好平淡倉了斷。

今日是四月最後一個交易天，相信在「五·一」長假前，大市可保持穩好，四月是上升月乃本欄早就「批落」，沒有走眼。對即將來臨的五月，本欄續以審慎樂觀的態度看待，我之預測是：五月也將是上升月！

亞洲主權基金闢獨特發展路徑

工銀智評

亞洲主權財富基金(SWF)現涵蓋14個國家、超過20隻基金，規模位列全球前100，管理達5.5萬億美元資產，成為佔全球前100 SWF規模總量36%的龐大體系。從資金來源與政策目標觀察，亞洲SWF呈現出多元資金來源、混合使命導向，以及服務區域發展的獨特模式。

涵蓋四大類型

資金來源方面，亞洲SWF以非資源型為主，可分為資源型基金、外匯儲備型基金、國有資本運營型基金、混合型基金四大類型。資源型基金主要依賴石油、天然氣等自然資源收入，用於對沖大宗商品價格波動與實現代際儲蓄等，典型分布在馬來西亞、文萊、東帝汶及哈薩克斯坦等資源型經濟體。外匯儲備型基金是亞洲最具代表性的類型之一，資金來自官方外匯儲備，強調全球資產配置與長期保值增值，代表機構包括中國投資有限責任公司、新加坡政府投資公司及韓國投資公司。國有資本運營型基金以國有企業股權為核心資產，通過市場化運作實現國有資本增值，並承擔一定產業與改革職能，如淡馬錫、馬來西亞國庫控股等。混合型基金的資金來源多元化，包括財政注資、國企股權及市場融資等，通常用於基礎設施建設與產業升級，是政府引導型資本的重要形

式，如印度國家基礎設施投資基金、印尼投資局等。

其次，從政策目標與功能定位看，傳統SWF可分為穩定型、儲蓄型、儲備投資型、發展型或戰略投資型基金。穩定型基金主要用於減輕財政波動，資產配置偏重高流動性資產；儲蓄型基金着重代際財富轉移與長期回報，配置傾向權益與另類資產；儲備投資型基金則以提升外匯儲備收益為核心，兼具長期投資目標。值得注意的是，發展型或戰略投資型基金在亞洲新興經濟體中尤為突出。這類基金以支持國家經濟發展、基建和產業升級為核心目標，將財務回報與政策使命並行推進，成為推動經濟結構轉型的重要工具。

呈現三大發展趨勢

總括而言，亞洲SWF近期發展呈現三大趨勢：一是資金已從單一來源轉向外儲與國有資本並重；二是政策目標亦不再局限於單一穩定或儲蓄目標，而是朝向「收益+發展」雙重甚至多重目標邁進；三是發展導向強化，尤其是新興經濟體的SWF逐步吸引長期資本、推動產業升級與完善基建，戰略角色日益突出。這種結合市場化運作及國家戰略需求的模式，使亞洲SWF在全球主權投資格局中形成了一條獨特發展路徑。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)

美國網存估值合理 值得留意

高飛

股壇魔術師

近期全球熱炒與人工智能(AI)或者晶片有關的股份，但當中有些可能已經估值太高，股價正在回吐，需要小心選擇。今次介紹一隻美股：智能數據基建公司美國網存(NetApp, NTAP)，其業務基礎穩定，現價動態市盈率約18倍，股息率接近兩厘，估值合理，近日有好消息公布，值得留意。

NetApp資料平台提供一個統一的企業級智能基礎，用於連接、保護和活用各種雲端、負載和環境中的資料。該平台憑藉資料管理軟體和作業系統NetApp ONTAP而建構，並借助AI資料引擎和AFX的自動化功能加

持，實現大規模的可觀測性、韌性和智能。公司宣布將進一步完善其企業級數據平台，協助企業客戶掃清AI創新道路上的障礙。

除了支援NVIDIA在GTC大會上發布的最新創新成果外，NetApp還推出AIDE，這是一個與英偉達(NVIDIA)共同開發並整合至NVIDIA AI Data Platform參考設計中的安全且統一的AI數據平台堆疊。NetApp AIDE能自動建立並持續更新的全域元數據目錄(Global Metadata Catalog)，結合強大的搜尋功能，協助企業完美解決龐大數據所帶來的挑戰。

為了進一步提升NetApp數據平台助力AI創新之能力，公司將支援

NVIDIA STX這一專為代理式AI設計的模組化、機櫃級儲存參考架構。此全新參考架構中的數據管理功能，客戶能透過集中化的智能數據處理，徹底消除大規模AI運算與非結構性數據儲存之間的鴻溝。

夥大型軟件商建AI應用程式

未來，NetApp將持續與多家獨立軟件供應商(ISV)合作，包括Microsoft Azure的AI應用平台、Google Cloud的Vertex AI平台和LangChain等建構於超大型雲端服務上的領先AI應用開發平台和框架，使客戶能夠快速建立AI應用程式，安全地利用其非結構性企業數據，並持續進行AI就緒的處理。

海外銷量升 比亞迪上望125元

大行報告

招銀國際研報指出，比亞迪(01211)今年首季淨利潤達41億元人民幣，較該行預測高約7億。期內比亞迪銷量按年跌30%，收入降12%。研發支出管控嚴於預期，但匯兌損失高於預期。

該行表示，儘管面臨原材料漲價和資本支出壓力，海外銷量增長有望支撐今年毛利率韌性，2026年毛利率或僅按

年收窄0.1個百分點至17.6%。基於今年首季與2025年末季數據，估算海外汽車業務毛利率較本土高6至8個百分點。維持2026年總銷量500萬台的預測，但將海外銷量上調10萬台至160萬台。因此，該行上調2026年收入預測2%。

該行維持比亞迪「買入」評級，予港股目標價125港元，對應2027財年市盈率22倍。

螞蟻國際支付日均交易超2000萬宗

【大公報訊】記者李潔儀吉隆坡報道：螞蟻國際總裁Douglas Feagin表示，隨着中小微企業應用智能體支付、人工智能(AI)等技術，螞蟻國際提供的支付和商業數字化網絡，服務全球1.5億商戶、逾20億消費者，日均交易筆數超過2000萬宗。

Douglas Feagin指出，跨境旅遊市場的增長，加上數字服務市場擴張，例如線上娛樂和購物，驅動電子錢包的增長。螞蟻國際全球支付服務已覆蓋逾220個市場，支持300多種支付方式，包括銀行卡組織、移動支付合作夥伴和國家二維碼系統。近期與越南NAPAS合作推出跨境二維碼支付服務，亦與胡志明市政府合作共建金融科技中心，與沙特阿拉伯中央銀行(SAMA)及沙特國家支付系統



▲Douglas Feagin表示，螞蟻國際的支付和商業數字化網絡，服務全球1.5億商戶。大公報記者李潔儀攝

mada合作，計劃今年推出Alipay+跨境二維碼支付服務。

推移動AI商業智能體支付

另外，螞蟻國際宣布發布全球首個專為移動AI商業設計的開源智能

體支付框架Agentic Mobile Protocol (AMP)，助力AI商業發展。該協議支持AIOps(智能運維)原生的智能體支付集成，涵蓋移動服務，包括電子錢包、銀行App、超級應用以及從手機到可穿戴設備的各類移動終端。

Douglas Feagin認為，智能體(Agentic)等創新應用帶來業務發展機會，雖然在螞蟻國際的核心業務上，相關技術可能需要更長的時間才能發揮作用，但集團正在投資創新的技術。

他又提到，螞蟻國際推出的AIShield風險防控管理系統，能融合圖、序列和表格數據，以超過95%的精確度識別高風險交易，為所有交易築起安全防線，將支付成功率提高13.5%。

EPOS終端機大馬銷萬部 擬擴至香港

【大公報訊】記者李潔儀吉隆坡報道：螞蟻國際旗下中小企支付及解決方案品牌EPOS，其首席執行官王敏表示，自今年1月在馬來西亞推出智能櫃台支付終端，目前在當地已銷售逾1萬部，未來將逐步拓展至包括香港在內的其他市場。

EPOS年初與馬來西亞第二大銀行CIMB旗下TNG Digital合作，推出智能櫃台支付終端，讓用戶透過TNG電子錢包進行「碰一下支付」，並支持馬來西亞國家數字支付二維碼標準DuitNow。

王敏表示，該終端機將於今年5月進一步支持信用卡支付，讓馬來西亞商家不僅能觸達逾2500萬TNG電子錢包用戶，還能無縫管理各核心業務功能，如利用當地的AI功能，幫助商家快速創建線上門店、監控現金流，還可提供庫存調整建議、分析每週業績波動，通過



▲王敏表示，智能櫃台支付終端將於下月進一步支持信用卡支付。大公報記者李潔儀攝

咖啡店:更好管理後台數據

以當地售賣咖啡的小店老闆Raziq為例，接入智能終端後更好管理後台的資料，例如容易知道什麼時間的銷售最佳，哪一類咖啡產品最好賣等。Raziq表示，在引入EPOS後，銷售顯著增加10%至20%。