

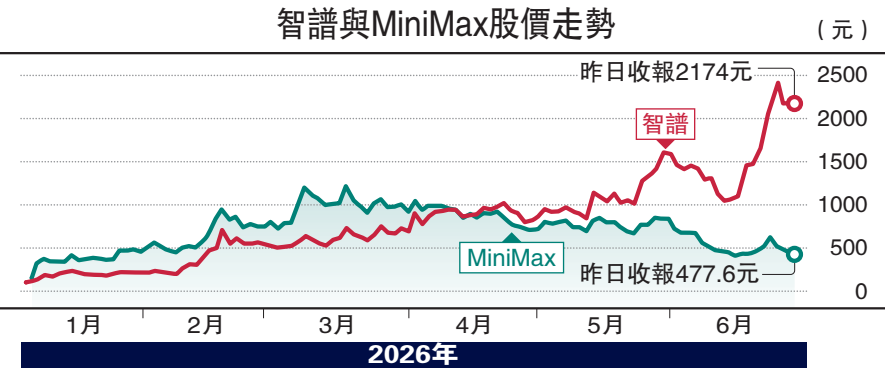
# 智譜跑贏 MiniMax 三大原因

## 投資全方位

一點靈犀

同步登陸港股、同屬硅基翹楚、同樣利潤虧損，智譜（02513）與 MiniMax（00100）兩間人工智能明星企業，營收體量僅相差1.27倍，但最新市值差距竟有6.5倍之巨。市場定價為何如此懸殊？

李聖修



智譜1月8日上市後，股價節節攀升。

反觀MiniMax，公司在6月1日推出的最新大模型MiniMax-M3在第三方AI測評機構Artificial Analysis上排名全球第九。在複雜代碼與長任務等方面，MiniMax-M3與GLM-5.2還是有不小的差距。

## 更快布局A股上市

再次，二次上市窗口搶佔先機。目前兩家公司都在利用政策窗口期布局A股上市，試圖利用內地資本市場的高估值，為大模型研發提供雙重輸血保障。不過，智譜的推進速度還是要更快一點。公司在6月1日公告擬在科創板上市、募資150億元，僅用了11天就完成了券商的輔導驗收。MiniMax也在5月底與中信證券簽署了IPO輔導協議，但迄今仍未有進一步的消息。

此外，流動性問題也是市場關注焦點，兩家公司都於7月初迎來首批限售股解禁。不過，考慮到智譜的基石投資者多為國有資本，財務套現的迫切性相對較低。

而MiniMax的兩大核心戰略股東——阿里巴巴（09988）和米哈遊，也都在近期公開表態「長期看好公司發展前景，將持續陪伴公司成長。」

首先，業務價值評估發生偏移。MiniMax是國產大模型出海最為成功的公司，七成收入來自海外市場。此外，旗下AI產品的C端用戶黏性較高，貢獻了約67%的營收佔比。這也是為什麼在上市初期，資金更加偏愛MiniMax。

有趣的是，上述資金偏好的轉變在「國際賽場」亦能找到印證。Anthropic正是憑藉AI編程的出色發揮，獲得了大量IT企業的訂閱，並在今年完成了對OpenAI年化收入（ARR）的反超。如今Anthropic的月活用戶只有6000萬人左右，與ChatGPT的10億人不在一個數量級上，卻能夠在估值上（9650億美元）徹底擊敗了OpenAI（8520億美元）。智譜可以說是受益於Anthropic

的「資本故事」，在港市場上大放異彩。

## 模型表現拉開差距

其次，旗艦模型表現拉開差距。6月中旬，智譜推出了最新大模型GLM-5.2，主打1M（100萬字）超長上下文與長程任務能力，編程能力得到大幅強化，在海外基模排行榜上名列前二。

6月18日，馬斯克公開讚賞GLM-5.2，並預言中國大模型將在2027年追平全球頂尖水平，智譜創始人唐傑隔空回應稱「不需要那麼久。」

## 用戶支付能力懸殊

相比之下，智譜走的是企業級大模型的路線（To B/To G），致力於打造「Coding + Agent MaaS」平台。據其招股書披露，已賦能全球超過1.2萬家企業客戶，涵蓋眾多大型央國企、金融機

構和傳統行業龍頭。要知道，B端與C端的支付能力懸殊，智譜毛利率可以達到41%，而MiniMax毛利率僅為25.4%。投資者又開始轉頭下注智譜。

## 心水股

智譜 (02513)

同程旅行 (00780)

德昌電機 (00179)

# 旅遊高峰將至 同程超賣值博

梁延斌

## 實德攻略

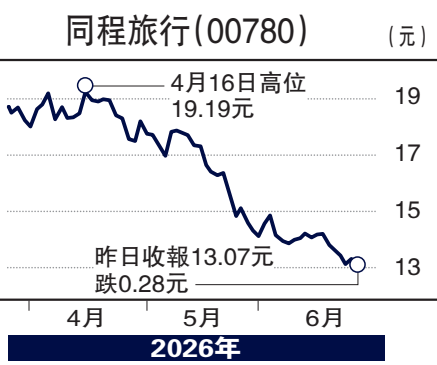
美國的利率預期由年初的降到現在的加，對大市做成了極大的負面影響，特別是對一眾新興的科技股來說，若然加息，對它們來說可以是場災難。半年結臨近，尤其要小心近年升幅巨大的AI概念股份如芯片和存儲芯片，因為投資者在前景不確定性增加下鎖定利潤的機會更大，反而年內股價表現不佳但營運情況理想的可以在現階段開始部署。

筆者的首選為旅遊平台股，相關股份在本年初受到攜程（09961）涉壟斷行為被立案調查後開始走弱，市監局在本月也曾約談包括攜程在內的七家旅遊平台企業，再加上中東戰事發生後大大推高航空成本，相關股份的利潤前景備受懷疑，截至6月24日

收市，攜程股價年內跌幅超36%、同程旅行（00780）跌超41%。

## 接入微信AI生態有利營運

筆者會以同程作為該板塊的部署。從財務表現來看，投資者或許對該類股份過分擔心，同程首季收入50.1億元人民幣，同比增長14.4%，經調整溢利9.4億元人民幣，同比增加



19.4%，以上數字告訴投資者該公司在中國傳統旅遊旺季的第一季有良好表現，也為全年業績打下好基礎。

同程早前宣布會成為首批接入微信AI生態的在線旅遊平台之一，反映其平台能在全球AI轉型中保持更好的競爭力。快要進入暑假旅遊高峰期，預計中國的本土旅遊依然會火熱，加上不少航空公司相繼下調燃油附加費，油價打壓的旅遊慾逐漸釋放，對第三方平台有利。

同程而非攜程作為板塊選擇除卻年內跌幅更大之外，其派息也更為穩定，更重要的是攜程的反壟斷調查會為攜程帶來的未知數，不論是罰款或是其管理層的變動也是投資者不願意面對的風險因素。在負面因素較少，行業還在增長下，同程更具吸引力。（作者為實德金融策略研究部經理）

# 新業務進展佳 德昌電機上望39元

高飛

## 股壇魔術師

早前，港股機器人概念股集體表現強勢，主因工業與信息化部、國務院國資委聯合印發通知，正式啟動2026年度人形機器人與具身智能實景實訓專項行動，旨在推動人形機器與具身智慧產品在真實生產生活環境中常態化部署應用，加速實現規模化發展。所有機器人都很多摩打及驅動系統，德昌電機(00179)主要研製驅動系統製造及銷售相關產品和系統，現在使用率13.6倍、息率2.7厘，估值合理。

## 粉末冶金需求不斷增長

中金研報指出，德昌電機本財年公司資本支出佔營收比重為7.8%，較去年同期5.4%提升，顯示公司預計後續或仍處高位，主要係加碼多重新業務。

公司的機器人業務目前在海外與多家領先Tier1合作，聚焦關節和靈巧手；AIDC（人工智能數據中心）供電方面，旗下世特科粉末金屬業務已成為北美領先SOFC（固態氧化物燃料電池）供應商的關鍵合作夥伴；AIDC液冷業務在亞太區已獲重大新業務訂單；整體前景看好。

國泰海通證券表示，公司具備粉末冶金技術能力，可用於包括SOFC、汽車等多個領域，隨着AIDC領域SOFC發電需求不斷增長，粉末冶金業務有望迎來高速增长。考慮到德昌電機多項產品即將在2027財年後陸續貢獻收入，新產品常具備較好獲利空間，上調其2026/27及2028/29財年獲利預測。考慮公司SOFC業務進度提振估值，該行維持其跑贏產業評級及目標價39.85元，對應今年預測市盈率22.5倍。

# 聯儲年內利率不變概率仍高

工銀智評

美聯儲最新議息會議宣布維持利率在3.5%至3.75%區間，為連續第四次按兵不動，符合市場預期。利率點陣圖顯示，年內減息預期較3月降低，部分聯邦公開市場委員會委員轉向至少加息一次，反映政策立場趨於審慎中性。同時，美聯儲新任主席沃什提出調整美聯儲政策範疇的改革框架，以應對當前經濟情況、政策溝通、AI應用等挑戰，為美聯儲後續決策預留更靈活空間。

## 就業市場漸趨平衡

根據我們研判美聯儲政策走向的「四邊形」模型，年內維持利率不變的概率偏高，但仍需關注關鍵經濟指標。從基本面來看，2026年一季度GDP環比折年率1.6%，顯示經濟仍具韌性，惟消費市場呈現異質化格局，低收入群體受通脹侵蝕，高收入群體依託財富效應保持韌性。AI相關投資與補庫周期提供支撐，淨出口拖累減弱，但地產市場持續受高利率壓制。就業市場總體穩健呈「弱平衡」態勢，2026年首5個月月均新增非農11.4萬人，失業率約4.3%。職位空缺與失業人數比例接近1，勞動參與率下降，顯示供需漸趨平衡。美聯儲研究指出維持失業率所需就業增長或接近零。

從通脹來看，通脹階段性受能源推動上行，但核心通脹（如核心個人消費支出物價指數約3.3%）仍高於2%目標。現階段缺乏條件減息，加息難以應對供給衝擊，料短期維持「觀望」更為穩妥。短期融資利率窄幅波動，銀行體系流動性處於「充裕」區間下限附近，芝加哥金融條件指數仍為負值，顯示金融條件整體仍偏寬鬆，融資環境未明顯收緊，短期無迫切減息必要。

資產價格展望方面，預計美元指數短期內延續偏強震盪走勢，後續大概率重新緩慢走勢，須持續關注地緣局勢緩和路徑、世界盃後就業數據變化、AI投資及其商業影響、美聯儲政策框架改革進程，及非美國家增長及貨幣政策。（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

# 香港推國債期貨 互聯互通再上新台階

陳志華

## 會長視角

香港證監會早前宣布，計劃於8月3日推出5年期中國國債期貨。經評估市場需求及宏觀環境後，5年期國債被選為首先在港交所買賣的國債期貨合約的相關資產。此舉標誌着香港固定收益及貨幣產品生態圈建設的重要里程碑，對內地與香港均有深遠意義。

自2017年債券通開通以來，境外機構持有中國銀行間市場債券的規模已從當年的8000億元（人民幣，下同），大增至2026年5月的3.2萬億元。截至今年5月底，外國投資者持有的中國國債規模更達到約2萬億元。然而，境外投資者管理人民幣利率風險一直主要依賴場外衍生品，工具相對有限且流動性存在不確定性。

國債期貨的推出，正好填補了這一空白。作為標準化、透明化、高流動性的交易所買賣產品，它將與已成功運作的「互換通」形成互補，為投資中國債市的境外投資者提供高效的風險管理工具。投資者可通過國債期

貨進行套期保值，對沖利率波動帶來的風險。這不僅降低了對沖成本，更提升了投資效率。

## 助力推動人民幣國際化

香港一直以來是連接內地與世界的「超級聯繫人」。國債期貨的推出，將與滙深港通、債券通、互換通及MSCI中國A50互聯互通指數期貨等產品形成互補，讓投資者可更高效管理人民幣利率風險，從而吸引更多國際投資者參與中國的股票及債券市場。行政長官李家超指出，這將進一步鞏固香港債券中心地位。另有意見指，國債期貨是完善香港人民幣產品生態圈和深化互聯互通的關鍵一步。

對內地而言，香港國債期貨的推出同樣意義重大。人行和中國證監會明確表示支持，認為此舉有利於進一步豐富國際投資者風險管理工具，提升人民幣資產吸引力，增強長期配置型投資者投資中國的意願和信心。

隨着中國國債日益成為全球投資組合中常態化的配置，境外投資者對

人民幣利率風險管理的需求日益迫切。香港國債期貨以境內人民幣國債為基準，在離岸市場以現金交割方式管理人民幣利率風險，不涉及實物債券的跨境劃轉。離岸與在岸渠道相輔相成，將有助於現券、掉期與期貨市場的協同發展，提升整條國債期貨收益率曲線的價格發現功能。這不僅便利了國際投資者參與內地國債市場，也進一步推動了人民幣國際化進程。

5年期國債期貨的推出，是香港與內地金融市場互聯互通持續深化的又一重要成果。它既滿足了國際投資者對人民幣利率風險管理的迫切需求，也進一步鞏固了香港作為全球離岸人民幣樞紐的地位，更為人民幣國際化增添了新的動力。作為業界一員，筆者樂見這一里程碑式的進展，並期待國債期貨的成功推出能為兩地金融市場帶來更多機遇。港交所將適時公布產品詳情，業界應當密切關注，積極準備，把握這一歷史性的發展契機。（作者為香港證券及期貨專業總會會長）

# 車股選比亞迪零跑小鵬 海外業績優

大行報告

高盛發表研究報告，重新審視中國汽車主機廠（OEM）行業的周期框架。該行認為行業整合需滿足三個條件：OEM處於現金成本水平；管理層在盈利能力及擴張上妥協；OEM資產負債表轉為淨負債。截至今年首季，14間OEM中有10間仍高於現金成本水平；管理層對銷量/利潤率/產能的想法

分歧；僅一間OEM處於淨負債狀態。高盛認為，行業整合在短期內難以實現。該行指出，中國OEM行業2026及2027財年EBITD市場共識預測在過去一年經歷四輪下調，且下調趨勢正在加速，對上一年於首季業績後下調4%，相當於行業總額下調17億至18億元人民幣。高盛大調2026年中國乘用車行業銷量預測5%，以反映內地零

售疲弱，預測2026年中國零售乘用車銷量按年跌9%，出口則按年升30%，新能源汽車滲透率達60%。

該行認為，比亞迪（01211）、零跑汽車（09863），以及小鵬（09868）在國內銷量增長加速及海外業務拓展方面均處於更有利位置，受惠於持續擴張的新出口車型管線及銷售網絡。評級同為「買入」。

**申請新酒牌公告**  
前廳

現特通告：鄭家俊其地址為香港灣仔活道16號萃峯地下1號舖，現向酒牌局申請位於香港灣仔活道16號萃峯地下1號舖前廳的新酒牌。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交香港灣仔軒尼詩道225號路政道市政大廈8樓酒牌局秘書收。

日期：2026年6月25日

**申請新酒牌公告**  
壺途

現特通告：莊曜安其地址為新界西貢將軍澳坑口村21號地下，現向酒牌局申請位於新界西貢將軍澳坑口村21號地下壺途的新酒牌。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交新界大埔鄉事會街8號大埔綜合大樓4字樓酒牌局秘書收。

日期：2026年6月25日