

高盛看好中資料網股 現值被低估

AI應用與商業化提速 企業利潤料續修復

高盛最新市場觀點

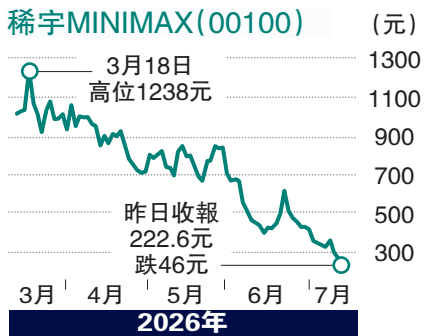
- 偏好A股多於H股；偏好硬科技股多於軟件股
- 未來數個月H股科網股相對A股硬件股的落後幅度可能收窄
- 經歷估值下調後，開始逐步配置部分軟件與互聯網H股，未來數月盈利有機會修復
- 恒生科技指數早前出現反彈，主要因為部分互聯網龍頭股的消息面改善，估值被壓低，持續推進AI應用、商業化
- 若果大型科網H股未來幾個季度利潤修復兌現，整個板塊可能由「低估值陷阱」轉向「盈利修復交易」
- 中國整體AI板塊不能視作出現泡沫，惟局部交易已經擠擠



市場焦點股份表現

股份	昨收(元)	變幅
AI股		
建滔集團(00148)	59.4	▼19.1%
MINIMAX(00100)	222.6	▼17.1%
建滔積層板(01888)	51.05	▼18.7%
長飛光纖(06869)	139.7	▼12.5%
華虹宏力(01347)	172.3	▼7.1%
智譜(02513)	1645	▲0.3%
科網股		
京東集團(09618)	113.2	▲2.7%
阿里巴巴(09988)	110.7	▲0.4%
騰訊(00700)	457.6	▼0.5%

◀ 恒指昨日早段飆高274點後回軟，收市時僅升38點。 中通社



投資人語

早前強勢的AI股沽壓未見緩和跡象，大型科網股表現相對具有韌力。高盛發表報告指出，未來數月H股軟件板塊相對A股硬科技板塊的落後情況有可能改善。該行稱，經過今年以內估值顯著下跌後，如果大型互聯網H股未來幾季利潤修復兌現，屆時這個板塊有望由「低估值陷阱」轉向「盈利修復交易」。

恒指昨日早段曾升274點，收市升38點。AI硬件股建滔集團（00148）跌19%，稀宇MINIMAX（00100）股價跌17%，智譜（02513）則相對靠穩，收市升5元報1645元。

大公報記者 劉鎮豪

內地A股轉弱，遏抑港股投資者入市信心。恒指昨日早段飆高274點後回軟，收市時升38點，報24213點。科技指數跌45點，報4676點。AI股繼續衝擊港股投資氣氛，早前強勢的AI股繼續跑輸大市，建滔集團股價跌19.1%，報59.4元；MINIMAX（00100）股價跌17.1%，報222.6元。大型科網股則具韌性，京東（09618）股價升2.7%，報113.2元；阿里巴巴（09988）股價升0.4%，報110.7元。

留意平台企業投資變化

投資者關注大型科網股下半年能否走出一段大型向上行情。高盛昨日表示，科技指數在過去兩周反彈，一方面因為部分互聯網龍頭股的消息面有所改善，而現價估值被低估，並且繼續推進AI應用和商業化。然而，科網股能否維持向上行情，其中一個重要因素是盈利增長動力。

高盛指出，科網股盈利能夠出現修復，需要觀察三個環節：第一，補貼損失能否收窄。因為互聯網平台股在快商務等領域投入太大，導致利潤受壓。第二，雲、Agentic AI、AI

tokens等AI相關業務能否提供貢獻收入。第三，傳統電商業務能否維持穩定現金流，如果這類業務產生現金流，他們對AI的投入才不會被視為利潤黑洞。

高盛把大型互聯網股納入觀察區內，在估值顯著回調後，如果大型互聯網股未來幾個季度利潤修復兌現，這些板塊有可能從「低估值陷阱」轉向「盈利修復交易」。

A股硬科技股可取

另外，按市場層面，高盛戰術性偏好A股，因為A股企業盈利動能周期性有利；其次是，對國際投資者而言，A股仍有被低估的分散化價值。高盛偏好A股多於H股；偏好硬科技股多於軟件股；但未來數月H股軟科技相對A股硬科技的落後幅度可能收窄。

高盛稱，現時半導體板塊及部分A股硬科技股，估值相對歷史水平及全球可比公司已處在較高位置，加上集中度高，槓桿風險上升，雖然可以繼續以AI題材為主線，但合適控制單一方方向暴露，分散到AI價值鏈不同環節。中國整體AI股並非有泡沫，但部分交易已經擁擠。

表現分化

AI 孖寶智譜（02513）、稀宇MINIMAX（00100）股價自第二季開始走勢分化，證券界對兩隻股份目標價亦兩極化。摩通最新上調智譜目標價，由2000元調整至2400元，維持「增持」評級；同時間，把MINIMAX目標價由300元下調至240元，維持「中性」評級。智譜昨日股價升0.3%，報1645元；MINIMAX股價則插水跌17.1%，報222.6元。

行業觀察

【大公報訊】環球AI硬件股告別單邊向上行情，進入震盪上落局面，投資者關注後續市場發展。宏利資產管理多元資產高級投資組合經理Christopher Walsh接受訪問時表示，全球半導體市場規模增長潛力仍大，估值水平合理。2024年半導體市場規模約7750億美元，預計到2030年增至1.6萬億美元，AI是未來增長的驅動力。

估值方面，半導體行業預測市盈率與過去五年其實相差不大，而半導體產業股價大幅上漲的原因，主要是企業盈利大幅增長。回顧2000年科網泡沫年代，許多科網公司的市盈率高達100倍，甚至是150倍；這種情況現時在半導體行業並未見到。總括而言，半導體行業現價估值合理，即使短期內出現震盪，也是正常的現象。

Walsh指出，「超大規模雲服務商（Hyperscalers）」估值下降，主要因為前期大量投入資金，回報尚未顯現。

摩通大升智譜目標價 算力刺激收入

摩通解釋稱，基礎模型產業已進入資本密集階段，企業的資金獲取能力將決定模型開發周期，以至基礎設施擴張。同時間，投資回報取決於企業能否把資源轉化為提升模型能力、客戶採用率、年度經常性收入增長。

智譜年度經常性收入前景更明朗，新增的算力資源預計在12個月內轉化為提升年度經常性收入。MINIMAX收入轉化能力取決於尚未充分驗證的模型能力，剛進行的融資主要是爭取時間來證

明轉化成效，但成本是確定的。

另外，瑞銀證券中國互聯網行業分析師熊瑋表示，智譜、MINIMAX上市後，投資者對中國AI模型的興趣有所提升；下半年關注主題包括模型能力、變現與Token的投資回報率（ROI）。

瑞銀證券預計，企業和用戶由Token用量最大化，轉向Token優化，將推動分層需求，擴大最頂尖模型與其他模型在定價能力上的差異。中國模型具備結構性成本效益，有望因而受惠。

宏利：半導體行業遠未見頂

一旦基礎設施建成，業務便會似飛輪般開始運用，屆時超大規模雲服務商估值應該會提升。投資者希望資金投入後見到投資報酬率；需要看到更快成長、更高的利潤率。

AI發展利好軟件股

軟件股早前經歷單邊向下行行情，投資者擔心軟件公司出現倒閉。不過，投資者們開始意識到，軟件公司不會消



▲宏利資產管理多元資產高級投資組合經理Christopher Walsh（左）、高級投資組合經理Ryan Davies。

網絡安全板塊看俏

網絡安全軟件領域即將迎來新的發展，因為網絡黑客攻擊愈來愈容易。除網絡安全軟件，資料管理相關的需求也看高一線。因為企業收集的資料愈來愈多，需要有更多工具以便管理。

宏利資產管理高級投資組合經理Ryan Davies指出，市場機會主要集中於AI資本支出的受益行業。AI包含多個層面，其一是基礎設施層面，數據中心顯然受益於AI，而建設數據中心涉及土木工程公司，負責為其配備設備的先進電氣承包商。最底層是能源。能源是經濟成長的核心要素，包括為數據中心提供不間斷電力的儲能系統。另外，銅亦值得關注，數據中心佔全球銅需求約1%，預計未來幾年將增至3%。

海力士暴跌 韓指挫9%觸發熔断

劇烈波動

SK海力士（KS：000660）昨日插水，連帶韓股亦大瀉9%兼觸發熔断。韓國央行表示，AI驅動晶片超級周期未見頂，惟未穩定市場。外電統計，外資及機構投資者帶頭拋售韓股，淨流出超過2.2萬億韓圓。

韓國股市遭遇「黑色星期一」，韓國綜合指數（KOSPI）出現暴跌，收市報6806點，重挫669點，跌幅高達8.95%，不僅創下兩個多月以來的新低，更因跌勢過於迅猛而觸發了今年第七次熔断，導致全場交易一度被迫暫停20分鐘。這次大跌的心理導火線源於全球記憶體晶片龍頭SK海力士遭瘋狂拋售，連帶另一隻半導體巨頭三星電子（KS：005930）亦狂瀉逾10%。

外資沽韓股 涉逾百億

此外，外資與機構投資者帶頭展開防禦性拋售，單日從韓股淨流出超過2.2萬億韓圓（約115億港元）。面對市場極度恐慌，韓國央行緊急發表報告安撫市場，強調AI驅動的晶片超級周期並未見頂，但依然無法扭轉外資大舉撤離的悲觀情緒。

證券界認為SK海力士此次股價「插水」的背景極具戲劇性。上周五（7月10日）SK海力士在美國納斯達克成功以美國

預託證券（ADR）形式掛牌，首日上市便大幅飆升13%，甚至創下了外國企業赴美上市融資規模之最。然而周一韓國本土市場卻演變成「利多出盡」的災難。

首爾對沖基金Petra Capital Management管理合夥人李燦熙表示，市場早已提前透支並反映了大部分利多消息，故此這次屬於典型的獲利了結與套利資金兌現，並非公司基本面發生逆轉。此外，韓國本土券商KIS發表SK海力士第二季度業績的最新預測報告，雖然預計第二季度營收將達80.9萬億韓圓，按年大增264%，但部分機構依然認為其估值與增長預期已達短期瓶頸，不及投資者的預期。

資深證券界人士謝明光表示，韓國股市屬今年以來亞洲區內最「瘋狂」的股市，昨日韓國央行罕見地公開發表報告，正面駁斥了市場關於晶片周期已然見頂的悲觀觀點。韓國央行在提交給議員的官方報告中明確表示，全球半導體市場目前依舊處於嚴重的供不應求狀態。

韓國央行的目的其實就是希望透過「口術」讓股市跌勢放緩，因韓股對晶片股的依賴度甚高，三星電子與SK海力士兩大巨頭，合計已佔據KOSPI超過60%的總市值。這意味著只要這兩隻股票大跌，其餘900多隻成份股不論如何上漲，都無法阻止韓股跌勢。

沽注一擲

電影《沽注一擲》原型、傳奇對沖基金經理邁克爾伯里(Michael Burry)近日再度對全球火熱的AI投資狂潮發出警告。他認為，AI供應鏈上下游企業的商業訴求存在根本性矛盾，市場預期的「皆大歡喜」雙贏結局恐難實現。他上周披露近期再度建立淡倉，沽空英偉達、特斯拉、安碩半導體ETF。最令市場擔心的是，已有大行認為AI熱潮越狂熱，美聯儲越有機會收緊貨幣政策。

邁克爾伯里表示，若果長期的需求未能維持，英偉達將率先受到影響，因其業務模式需要市場對高價AI芯片維持近乎「無止境」的需求以支持其高估值。但未來很多大型企業可

能在擴張AI基建三至四年後便會縮減支出。隨著供不應求的局面扭轉，英偉達晶片的稀缺價值將逐漸消失，繼而毛利率下跌，影響業績。至於特斯拉，邁克爾伯里長期看淡其前景，多次公開指出特斯拉估值高得荒謬，並認為該公司面臨增長放緩、競爭加劇等風險，因此多次對其建立淡倉。

瑞士嘉盛料美下季加息

此外，即使AI熱潮持續，也有可能引發美聯儲收緊貨幣政策。瑞士嘉盛銀行首席經濟師兼經濟研究分析部主管Karsten Junius預測，美聯儲將分別於今年第四季及明年第一季各加息一次，而非長期維持觀望狀態。而美聯儲收緊貨幣政策，其理據

將建基於美國經濟持續強韌。在AI帶動的投資熱潮支持下，美國經濟增長動力充沛，勞動市場於未來數月將進一步收緊，而核心通脹亦見回升跡象。

不過，跌市確實有可能來臨，但專家預測的時機則可能有變數。回顧邁克爾伯里的「戰績」，沽空英偉達的表現較沽空特斯拉為佳，去年第一至第三季，邁克爾伯里利用關稅憂慮引發的市場回調沽空英偉達獲利。不過，早在2021年首季，他也曾高調披露持有大量特斯拉的看跌期權，但特斯拉隨後在馬斯克龐大粉絲群體的狂熱追捧與一系列利好因素刺激下，股價不但沒有如期暴跌，反而一路上升，迫使邁克爾伯里提早離場。

富途：內地客佔13% 比率將遞減

【大公報訊】中國證監會於今年5月採取措施遏制非法跨境炒股。富途證券董事總經理謝志堅指出，是次整改已定性為行業問題，合規是富途的核心，公司在全球8個地區持有牌照經營，並重申公司於去年5月已停止內地客於香港富途開戶，截至今年

首季，公司內地存量客戶佔13%，比率將遞減。

富途證券國際（香港）宣布推出新內置自研Agent「專家模式」，是專業、簡易、專屬、安全的Agentic+Skills的全新架構，是投資者全鏈路的AI，從被動問答的AI助

手，進化為具備獨立思考、主動規劃、進階反思，再到執行的智能投資夥伴。全新的Agentic+Skills架構令牛牛AI具備完整認知回路，不再只是一個聊天機器人。投資者可於對話過程中，無需切換界面，一句自然語言直接完成正股、期權及ETF交易。