

投資全方位

一點靈犀

中國消費市場競爭加劇，外資品牌遭遇不小衝擊，星巴克就是其中典型。究其背後原因，雙方競爭力差距往往體現在供應鏈管理層面，星巴克中國只有對現行審核制度進行改革，方能有效降低採購成本。

李靈修

本周有報道指，星巴克中國計劃推出一系列降本增效舉措。其中包括牛奶、咖啡豆、烘焙和周邊產品尋找新供應商，烘焙工序也將由百勝中國代工，而紙杯、吸管、抹茶粉則由蜜雪冰城代工。但很快星巴克中國就予以否認，稱上述網傳信息嚴重失實。

去年11月4日，星巴克公告稱，擬作價40億美元向博裕資本出售中國業務60%股權，並成立合資公司運營中國業務。交易完成後，星巴克總部將授權於中國公司繼續使用其品牌及知識產權。

參考星巴克此前在韓國市場的類似操作，當時筆者判斷，此次股權出售很可能是新一輪快速擴張的開端。（詳見去年11月8日撰文《星巴克中國「賣身」勢加速擴張》）據後來媒體爆料，博裕資本曾與星巴克總部簽下對賭協議，前者在營收增長

與門店擴張方面做出了一定承諾。

供應鏈問題成挑戰

雖然代工傳聞被官方澄清，但供應鏈問題被擺上了枱面。由於星巴克單杯咖啡的綜合成本要遠高於內地同行，使得該品牌在中國始終處於競爭劣勢。這也讓外界始終堅信：步入合資時代後，星巴克中國必須引入更多本土供應商，藉此提高自身盈利水平。

事實上，星巴克近年來一直在推動中國化進程。集團在江蘇崑山建立了亞太地區規模最大的咖啡創新產業園，負責為旗下中國所有門店供應烘焙好的咖啡豆。星巴克還在雲南開展種植培訓，採購當地咖啡豆，除了依然會從拉丁美洲、非洲採購咖啡生豆之外，雲南也成為了重要咖啡豆產區。

隱性成本難以克服

不過，星巴克內部仍然存在不少隱性成本難以

克服，這就是對供應商實行的「道德採購審核制度」。星巴克對於咖啡豆的篩選標準（C.A.F.E. Practices）涵蓋產品質量、經濟透明度、社會責任、環境保護等四個維度，不少條款複雜而且嚴苛。

譬如，供應商需要提交整個供應鏈的付款證明，確保資金真正落入農戶手中。星巴克還會評估工作環境、薪酬福利、防護設備及強制勞動等細節，還要審查水資源保護、生物多樣性防護及農業管理。這些要求很多都需要額外成本支出來實現，其結果就是中國供應商的選擇範圍有限，採購成本顯著高於行業競爭者。

由於合資公司的成立，中國數千家門店業績不再錄入星巴克財報，僅以「確認授權費＋商品供貨」的形式錄為收入。從最新數據來看，出售中國業務的確對於集團起到正向作用。截至今年第三季度，星巴克國際業務營收13.2億美元，同比下跌34%；國際業務營業利潤率增至19.1%。中國業務變陣，造成公司國際營收承壓，但由於撇除了門店租金、人工、折舊等成本，星巴克的國際利潤反而向好。

輕資產模式降低了母公司的運營壓力，但供應鏈改革是否成功才是星巴克中國的真正考驗。

## 港股考驗二萬五 高息股具韌性

沈金

頭牌手記

港股昨天為第四日下跌。恒指25300點防線不保，重要的支持位25000點關將受考驗。昨日低位為25089點，跌307點；高位為25311點。收市報25116點，跌279點或1.1%。四連跌共挫821點，全日總成交2542億元，較上日少95億元。

電訊股表現強勢，中國移動(00941)雖然盈利稍為下降，但增加派息，既反映管理層對後市有信心，亦兌現了派息比率提升及善待股東的承諾，這一點極為重要，市場以推高電訊股作出回應，也是對其派高息政策的認可。不但中移動升，連帶中國電信(00728)和中國聯通(00762)也受惠。蓋三隻電訊股叮嚀馬頭，中移動派高息，其他的不會另樹一幟者也。

那邊廂，市場亦出現另一種場景，就是盈利大增但只派舊息者，受到沉重拋售，股價大跌，顯示揸家對這一政策的不認可。最新例子是長實(01113)與長和(00001)。本來中期盈利因出售資產而以倍數增加，但卻按已定政策不派紅利也不增股息，加上大行推測末期派特別息的機會不高，於是惹來沽壓。長實跌6.4%，長和跌3.1%，都令小股東感到失望與無奈。

增派息股份受追捧

從上述的實戰例子，大概可總結出最新的「股市定律」，就是：(一)盈利增，派息增者，上上品，會受市場歡迎。(二)盈利雖不增加，但派息肯增，也受歡迎，仍可列為上品。(三)盈利增加，市場預期應有能力派特別股息，結果寄望落空，投資者失望，拋售陡增，此為下品。

我頭牌希望，這種市場反應能令到大公司決策派息時「停一停想一想」，勿重蹈覆轍，因為市場情緒一

## 微軟加快AI布局 股價看600美元

毛君豪

毛語倫比

在當前全球人工智能（AI）基建浪潮高漲的背景下，超大規模雲廠商正引領着科技市場的第二波行情。作為其中的核心巨頭之一，微軟（MSFT.US）近期在晶片自主研發、雲計算基礎設施擴張以及會計策略調整等方面的動作頻繁，展現出其在激烈的市場競爭中既進取又審慎的戰略布局。

在硬件與供應鏈端，微軟正加速推進自研晶片戰略。微軟計劃於秋季發布新一代自研AI晶片Maia 300，最早或於下月亮相，並正與台積電洽談2027年交付逾30萬枚晶片的產能合同，相較於當前一代Maia 200數萬枚的產量，這是一次數量級的躍升。據知情人士透露，專為微軟模型優化設計的Maia 300表現出色。即便無法拿下大客戶，微軟的備用方案亦是將更多內部AI工作負載轉移至Maia，同時繼續向Azure雲客戶出租高價英偉達晶片。

另外，微軟長期向CoreWeave、NEBIUS、Iren與Lambda等AI算力專屬新雲廠商租賃數據中心算力資源，累計承諾投入至少600億美元。這種「借力」外部算力的模式，不僅讓微軟在ChatGPT上線後迅速搶佔算力供給、支撐Azure客戶及OpenAI的龐大需求，也壓低短期的直接資本開支。

開支下降 現金流趨穩

微軟財報展現強勁的營運韌性與審慎的財務策略。截至6月的季度中，微軟擁有高達196億美元的自由現金流，並預期未來一年將持續穩定創造現金流。微軟透過會計核算調整，將部分數據中心與辦公樓的預估使用年限由15年延長至25年，使大部分數據中心租賃業務由融資租賃劃分為經營租賃，租金支出轉入運營開支而非資本開支。此項調整直接將2026自然年資本開支預期下調150億美元（降幅達8%），在緩解自由現金流壓力的同時，優化了資本開支的對外呈現。

然而，分析也指出此種模式潛藏的挑戰。隨著新財年第一財季資本開支預計按年大漲43%並突破500億美元，微軟在保持雲計算與AI領域領先地位的同時，未來也將持續面對外部算力定價波動與折舊壓力逐步顯現的考驗。整體而言，微軟透過靈活的會計處理、多元的算力租賃與強大的自由現金流創造能力，成功在AI基建競賽中兼顧了財務健康與戰略主動權。

股價走勢方面，微軟近日在高位徘徊。投資者可待調整至10天線470美元左右買入，短中線先上望至其歷史高位550美元，中線或可達600美元以上，股價跌穿50天線止蝕。

（作者為富達證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）

## 美加息預期降溫 金價上望4500美元

彭博

金日點評

本周金價延續強勢，一度升至兩個多月高位，周線累計上漲約4%，月線升近9.5%，年線升逾33%，反映在通脹降溫與地緣風險交織的環境下，市場對貴金屬的中長期偏好依然穩固。本周推動金價上行的核心動能，主要來自美國通脹數據全面降溫所引發的貨幣政策預期修正，令資金重新回流避險與抗通脹資產。

基本面與地緣政治方面，中東局勢仍是支撐金價的重要底層因素。霍爾木茲海峽的通航風險持續發酵，儘管美方聲稱局勢已受控，但潛在的原油供應中斷疑慮仍推升避險買盤。能源價格在過去一個月顯著走高，也間接強化了黃金作為抗通脹資產的吸引力。與此同時，各國央行持續增持黃金的結構性趨勢不變，加上實物金幣需求穩健，為金價提供了堅實的下方支撐。

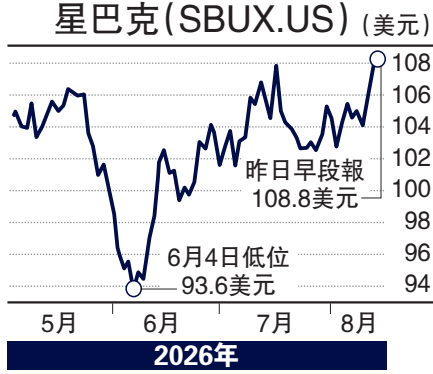
美通脹放緩 債息回落

宏觀數據與貨幣政策層面，美國7月消費者物價指數按年升幅回落到3.4%，核心消費者物價指數放緩至2.5%；生產者物價指數按年升幅由5.5%回落至4.7%，核心生產者物價指數亦下降至4.2%，顯示通脹壓力逐步緩解。與此同時，最新首次申領失業救濟人數由約20萬人回升至約20.9萬人，勞動市場略有降溫。值得注意的是，在本輪通脹一度居高背景下，市場此前預計美聯儲於9月加息的可能，惟隨着通脹回落，9月維持利率不變的幾率已回升至約六成，加息幾率則降至約四成。另外，美國10年期國債孳息率回落至約4.65%，美匯指數則在100附近窄幅整理，孳息率與美元的雙雙走軟同樣為金價提供了順風。

技術面看，金價在接連突破4200、4300及4400美元關口後，短期價格重心明顯上移，多頭結構維持完整。上方阻力先看4450美元，其上為與200日均線重疊的4500美元強阻力區，該水平能否突破將決定本輪升勢可否延續。下方支撐方面，初步位於4300美元，其下依次為約4200美元的前期高點、約4150美元的50日均線以及4100美元整數關口；目前100日均線約處於4388美元，恰好構成短線多空爭奪的關鍵樞紐。

綜合而言，金價短線在4400美元附近高位整固，方向有待進一步的數據指引。倘若通脹數據延續回落、美聯儲9月確認按兵不動，而霍爾木茲海峽的緊張局勢再度升溫，金價有望重拾上行動能並挑戰4500美元；反之，若美元與國債孳息率因通脹黏性或官員偏鷹言論而反

# 星巴克中國降本增效任務艱巨



星巴克(SBUX.US) (美元)

6月4日低位 93.6美元

昨日早段報 108.8美元

5月 6月 7月 8月

2026年

◀星巴克中國近年一直積極推動本土化進程。

事實上，星巴克近年來一直在推動中國化進程。集團在江蘇崑山建立了亞太地區規模最大的咖啡創新產業園，負責為旗下中國所有門店供應烘焙好的咖啡豆。星巴克還在雲南開展種植培訓，採購當地咖啡豆，除了依然會從拉丁美洲、非洲採購咖啡生豆之外，雲南也成為了重要咖啡豆產區。

隱性成本難以克服

不過，星巴克內部仍然存在不少隱性成本難以

經紀愛股

鄧聲興

人工智能（AI）大模型行業正在迎來從「技術競賽」向「商業兌現」的關鍵轉折。DeepSeek近日宣布對V4全系列模型API價格進行調整，採用峰谷定價機制，高峰時段V4 Pro輸出價格達每百萬Tokens 27元（人民幣，下同），較現行6元上漲3.5倍；即使空閒時段13.5元亦較此前6元上漲1.25倍。大模型定價權正在從「補貼獲客」向「價值定價」切換，具備技術壁壘與成本效率的頭部廠商正迎來商業化回報的加速期。在此背景下，MiniMax（00100）作為港股稀缺的純大模型標的，其M3旗艦模型的發布與商業化進展尤其值得關注。

MiniMax於2026年6月正式發布新一代旗艦模型M3，圍繞長上下文、原生多模態、Coding及Agent能力完成系統升級。M3總參數428B，激活參數僅23B，採用自研MSA稀疏注意力架構，在100萬上下文下每Token計算量僅為上一代模型的二十分之一，Prefilling階段實現超過9倍加速，Decoding階段超過15倍加速。

性能層面，M3在SWE-Bench Pro代碼能力測試中跑出59%，超過GPT-5.5與Gemini 3.1 Pro，並接近Opus 4.7；在BrowseComp智能體評測中以83.5分超越Opus 4.7（79.3分）；在Claw-Eval端到端智能體評測中獲得最高分。M3是首個從Step 0開始進行多模態混合訓練的開源模型，應用場景已從通用對話延伸至代碼開發、長文檔處理、企業知識庫及複雜Agent任務。

商業化層面，MiniMax的ARR（年度經常性收入）呈現階梯式跳升，由2025年12月約1億美元增至2026年4月約4.3億美元；今年2月至6月Token消耗量增長152%。M3發布之後，OpenRouter平台日均Token消耗由4.71T增至6.99T，其中編程套餐消耗增長超過10倍。管理層對2026年底前實現至少10億美元ARR充滿信心。

產品與計費體系同步落地，公司通過MiniMax Code、Token Plan及API體系承接模型能力，在主流上下文區間維持較低調用價格，同時針對超長上下文和優先服務實現分層定價。下半年，M3 Pro（2.7萬億參數，預計第三季度發布）與H3全模態模型將構成雙旗艦催化劑。在稀疏MoE架構下，總參數與激活參數徹底解耦——參數規模擴張本質是知識容量的躍升而非算力成本的線性放大。

商業模式向企業轉型

MiniMax的商業模式正在從C端（個人消費者）虛擬陪伴應用（佔營業收入約70%）向B端（企業客戶）及開發者服務的平台型公司轉型。在DeepSeek大幅調價打開行業定價天花板的背景下，MiniMax憑藉MSA架構帶來的成本效率優勢，以及M3 Pro與H3的雙旗艦布局，有望在AI大模型從「燒錢換用戶」轉向「價值變現」的行業拐點中佔據有利位置，其商業化路徑的持續驗證值得重點跟蹤。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，並無持有上述股份）



▲MiniMax的商業模式正在向企業客戶及開發者服務的平台型公司轉型。

現貨金價

(美元)



5月11日 高位4716美元

昨日曾見 4363美元

7月16日 低位3992美元

5月 6月 7月 8月

2026年

彈，金價可能回落測試4200至4300美元的支撐區間，惟在央行買金與實物需求的結構性支撐下，中長期於4000美元上方走行的整體格局預料將維持。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）