

投資全方位

金針集

阿里巴巴（09988）在港進行破紀錄配股集資，吸引主權財富基金等長線資金參與認購，證明外資看好中國人工智能（AI）技術創新發展與應用前景，並不存在泡沫問題，阿里投資AI基礎設施有望在3年內回本，商業化路線圖遠比美國科技股清晰。

大衛

近日環球金融市場及經濟隱憂重重，股匯債市出現不同程度震盪，現時美伊停戰不確定性大，加上美國拯救債市效用不大、日本最快下月加息力托貨幣匯價及特朗普升級對加拿大關稅戰等因素，引發資金從美國股債資產出逃，近期國際金價一度升至4700美元，反映市場避險情緒高漲。

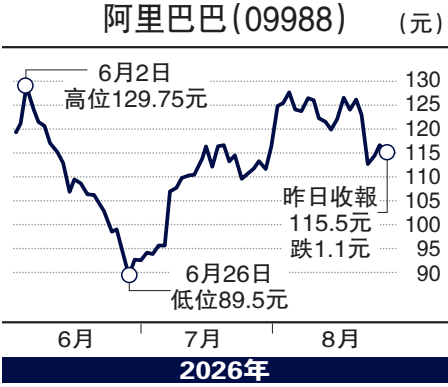
不過，在投資市場氣氛審慎之下，港股卻進行破紀錄的配股集資交易，為阿里巴巴發行7.1億新股，配售價112.7元，籌集800億元，預期資金全數用作投入AI基礎設施、芯片及大模型，據報市場總認購金額近2200億元，超額認購近兩倍。在環球市況不穩定之下，阿里巴巴仍能完成配股集資，加



上集團創辦人馬雲及高管人員入市增持股份，釋放出多重利好信號。

估值未反映技術突破

一是港股市場具充足深廣度，發揮出作為全球主要融資中心的功能，凸顯港股是內地科技股上市集資的首選平台。事實上，阿里巴巴配股集資額，相當於港股2800億元日均成交的近30%，可見港



雖然投資市場氣氛審慎，但阿里巴巴仍可順利完成800億元的配股集資。

股市場融資功能突出，將進一步吸引更多內外企業來港上市集資，繼續是香港金融業一大亮點。

二是外資無視近期美國科技股、半導體股急抽水，加大押注投資中國科技股。據報主權財富基金等長線資本，積極參與認購阿里巴巴配售股份，佔比超逾40%，可見中國科技股估值吸引、增長潛力大，成為全球增配對象。有華爾街大行報告分析指出，中國AI股份不存在泡沫，相關AI股份價值仍未

充分反映技術突破進步對經濟增長的潛在紅利貢獻，有數據推算中國AI企業在全球AI股份總市值約11%，但境外資金投資組合中，中國AI股份持倉佔比僅約1%，外資有很大增配空間。

路線圖清晰 回本期或提前

三是中國AI技術創新及應用前景樂觀，商業化、實現盈利路線圖比美國AI科技股清晰得多。例如阿里巴巴千問大模型擬對大型商業用戶收費及推出辦公助理收費服務，加速AI業務商業化進程。值得留意的是，阿里巴巴高管表明其AI算力及基礎設施（如數據中心）的資本開支預計在3年內回本。若然AI產品毛利提升，回本期有可能縮短到2年至2年半。

阿里巴巴在2025年初曾表示，未來3年在AI領域投資金額為3800億元人民幣。據報阿里巴巴創始人馬雲在配股後斥資逾6億元增持股份，而集團高管蔡崇信及吳泳銘亦連日在市場買入股份，展現對集團前景、AI投資回報確定性信心十足。

外資繼續加大押注中國，看好人工智能產業發展，券商大行預期阿里巴巴目標價最高可見190元，對比現價具有不俗潛在升幅。

心水股

港交所
(00388)

阿里巴巴
(09988)

百度集團
(09888)

四大內銀留力 有望派績後反彈

沈金頭牌手記：港股昨日好淡爭持，呈先高後回之局。恒指高開122點，見25774點，並抵全日最高的25792點，升140點，然後輾轉回軟，低位為25500點，跌152點，收市報25565點，跌87點或0.34%，繼續維持窄幅波動的格局。全日總成交縮減至2335億元，較上日少213億元。今日是期指結算，反覆難免，大家都會審慎應對，交投轉靜，屬正常現象。

人工智能概念股續成焦點。20隻熱門股中，升者14隻，幾全為人工智能相關股份，包括瀾起科技（06809）、智譜（02513）、建滔積層板（01888）、長飛光纖（06869）等，升幅10%至12%。下跌股中包括藥明合聯（02268）、小米（01810）、阿里巴巴（09988）。

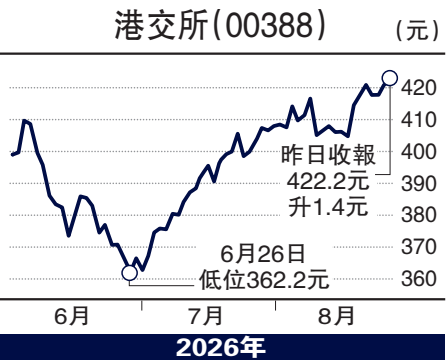
已率先公布業績的內銀股，多能保持升勢。例如中信銀行（00998）就再升1.5%，招商銀行（03968）亦

漲0.2%。

不過，未公布者包括「四大國有商銀」在內，就全部回落，好似分開兩條賽道，各行各路。今日是內銀股公布業績的「大旺日」，且看表現又如何了。有人揣測，今日期指結算，好友自然期望內銀股能上升以撐起期指，猜度昨日重磅內銀股「留力以待」，實為戰略所需。

派息吸引 港交所除淨前有追捧

港交所（00388）下周一就除淨，昨日見大買家頻頻收集，因為中



期派息7.43元，實在吸引。此股昨日低位為417.6元，收市為全日最高的422.2元，升0.3%，「搶息」行動已開始。

百度（09888）是科技平台股中升幅最大的股份，昨收95.75元，升5.3%。上升原因料與該股自願將在港的第二上市地位提升為主要上市地位，與原先在美國納斯達克上市的地位相同。這一舉措將使北水可透過南向港股通購買百度。

有消息估計，若百度在9月1日正式改為雙重上市，則9月7日就可望打通南向港股通的通道。

本周大市已過了四個交易天，升降韻律為「跌跌升跌」，壓力較大，相信這同上周大升893點的「後遺症」有關，整體大市依然穩中向好，深度向下殺跌的可能性不大。今日是期指結算，好淡自有一番惡鬥，本周見過的高指數以25800為「頂」，低指數25403為「底」，我頭牌估計靠頂的機會應比探底為大。

阿里力拓AI 或有再融資需求

馮文慧慧眼看股市：近日阿里巴巴（09988）配售募資800億元，押注AI基礎設施。消息一出，阿里港股次日暴跌逾10%，單日市值蒸發逾2000億元。不過據《科创板日報》獨家報道，阿里巴巴創始人馬雲連日增持阿里港股，總額已超6億元，以此表達對阿里AI前景的堅定看好。加上此前港交所披露的信息，阿里核心管理層近日的增持規模亦相當可觀。在市場情緒最悲觀的時刻，馬雲罕見出手大手筆增持，配合管理層集體買入，顯然是要向市場傳遞一個清晰信號：「我們不是在套現離場，而是在加碼押注。」

阿里單季資本開支飆至677億元（人民幣，下同），按年增75%，自由現金流淨流出447億元。可見電商主業的造血速度，遠遠追不上AI燒錢節奏。過去一年，阿里在即時零售補貼大戰中累計虧近800億元，外賣市佔份額雖見上升，但代價是自由現金流由正轉負。補貼戰看似告一段落，管理層旋即將資源傾注AI，並以配股形式攤薄股東權益。最令散户震驚的是，阿里在財報日美股先跌後升、翌日再暴挫近一成，隨後周末公布配售方案，令高位接貨者更措手不及。

AI收入連錄12季三位數增長

阿里過去兩個財年累計回購244億美元股票（均價約78港元），註銷約11%股份。如今卻以112.7港元（高出回購均價45%）發行新股。單從財務角度看，低買高賣確實合理；但對持股者而言，回購時股價被託，增發時權益被攤薄，觀感自然不太

好。公司管理層表示：2030年前阿里雲外部收入或將達1000億美元，利潤率超20%。阿里雲當前AI相關產品年收入僅約73億美元，要在4年間大幅增長，挑戰不言而喻。不過樂觀地看，阿里雲AI收入連續12個季度三位數增長；管理層預計AI資本開支2.5年或可回本。

阿里從輕資產平台模式轉向重資產基礎設施公司。800億港元配股或許不是終點，按三年3800億元投資計劃推算，後續融資需求能否持續？對長線投資者而言，AI雲的商業化速度能否跑贏資本消耗？答案或許要2至3年後才見分曉。在此之前，股東需要的不僅是信心，更是耐心。

（作者為富途證券首席分析師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）

富衛價值鏈完整 值得留意

陳永陸財語陸：富衛集團（01828）公布上市後首個完整年度的中期業績，期內年化新保費按年上升7%至13.5億美元，新業務合約服務邊際大增25%至9.96億美元，說明集團賣出的不只是更多保單，而是每單位保費鎖入更高的未來利潤。

集團的稅後營運利潤上升20%至2.98億美元，稅後淨利潤達1.72億美元，約為去年同期3倍。期內香港及澳門、泰國及柬埔寨、日本與拓展市場四個分部全部錄得盈利，綜合有形權益較去年底上升5%至88.3億美

元，集團內涵價值同步增長5%至69.5億美元。

日本改行經濟價值基礎償付能力制度後，集團償付能力比率仍維持203%，上半年經營單位向控股公司淨匯款5.12億美元，並已完成全年匯款周期，控股公司經營現金流保持正向。今次業績展示集團這13年來已整合成一條較完整的價值鏈：增長、利潤率、現金與資本同時改善。

估值明顯低於同業

值得注意的是，早前香港保險公司曾受內地監管對訪港投保、跨境資金與佣金結構的討論，富衛香港逾半

數新業務價值來自本地客戶，約24%來自內地訪客，其餘為其他境外客群。

上半年香港及澳門年化新保費仍升6%，新業務價值則升25%，利潤率因產品組合改善而擴張。但中期業績顯示本地業務、銀保與高淨值方案已足以撐住香港分部，集團層面並未出現因單一政策而失速的情況。

估值上，富衛現價對照約69.5億美元的集團內涵價值，市內涵價值倍數只有約0.7倍，明顯低於同業水平，加上集團發展空間大，現價值得長線吸納並持有。

（作者為獨立股評人）

中國自主破新突破卡脖子

凌昆財經縱橫

最近有西方智庫發表報告指，西方若要減少對中國供給依賴，即與中國脫鉤，需在未來25年內大額投資，估計美國要投入14萬億美元，歐盟及英國要10萬億。投入領域包括科研、基建、製造業及勞工培訓等。報告認為融資或會有問題，故西方在搞脫鉤時須恰當平衡自主及成本、本國化及全球化的要求。其意即不宜一味力求脫鉤。

筆者反覺融資非最大問題，如美國GDP達25萬億美元，25年投入14萬億並非很多。關鍵反在能否吸引投資者。因此脫鉤的可行性乃更重要考慮，而這方面問題尤多，如有否足夠的人力、人才及物力等供給。同時大量投資爭奪資源必引致高通脹，以高關稅來掩護投資又必削弱國際競爭力，保了本國市場卻丟掉國際市場，對跨國企業尤為不利。從初步情況看形勢欠佳，以美國為例自特朗普高關稅施行以來，製造業未見大量重返美國，業內工作崗位反流失七萬多個。不少歐美企業繼續到中國投資，且多是高科技行業，好東西仍在外流。當然中國也會反制封鎖市場。如脫鉤令西方失去中國的大市場及優質生產基地，將得不償失。打了幾個回合的貿易戰後，特朗普已較務實，在美國內他已算是對華鴿派，但議會政客卻十分鷹派，不斷推出嚴厲脫鉤方案，並批

評特朗普對華軟弱。目前已通過或在籌劃中法案極多，包括不選用中國車、中國車入境，用中國汽車部件，用中國大模型、與中國作學術交流等等，顯見脫鉤勢頭甚勁，且在可見將來難有改變。

西方發動脫鉤必自損

西方搞脫鉤及再工業化，除了面臨要素制約外，還要考慮社會的支持。人民會否接受高關稅及相應高物價？美國民意很反對關稅政策。更深層的是早已進入後工業時代的社會能否重回工業化時代？美國民調顯示年輕人不同意做藍領，但不會做工廠工。另一大問題是未來25年中國不會閒着，西方要再工業化中國則要新工業化，即工業革命4.0。西方要在汽車輪船等行業與中國競爭，還是在新興行業如AI、機器人等競爭？正如有美國評論指出，美國打貿易戰，是打昨日之戰還是明日之戰？

西方要脫鉤中國不必太緊張，今年來在美國打關稅戰下，中國對美出口大降但總體出口還上升，完全對沖了美國市場的削減。中國發展之快西方已跟不上，一是中國競爭力因新技術推動不斷提升，二是新出口產品層出不窮，在「新三樣」外又有「新新三樣」：AI、機器人及新藥等。將來還會有「新新新三樣」及「新新新新三樣」等，西方不用則落後於中國的差距將日益拉大，且將完全失去國際市場。

美國AI雙雄業績分化 行業格局生變

李靈修財經分析

本周媒體爆出，OpenAI二季度業績收入67億美元，環比增長僅18%。而同期Anthropic收入超過115億美元，環比增幅逾140%，這也是公司首次在季度收入方面超過OpenAI。考慮到兩家公司都在籌備IPO事宜，業績差距很可能會打亂OpenAI的上市部署。

Anthropic收入反超的關鍵，在於旗下編程工具Claude Code俘獲了大量IT企業客戶的訂閱，這比深耕個人客戶的OpenAI更具優勢，因為B端市場的價值要遠高於C端，二者的支付能力相差懸殊。（詳見筆者6月25日撰文《智譜跑贏MiniMax三大原因》）

對於基礎大模型公司來說，過去Chatbot的產品形態使用頻率低，用戶一次問答可能只會調用模型幾秒鐘時間。而編程工具及Agent產品則會持續運行，用戶會大量消耗Token，當然也為AI企業帶來更多收入。

截至7月底，Anthropic的年化收入突破650億美元，較去年底（90億美元）實現約6倍增長。而據OpenAI聯合創始人Greg Brockman日前的內部分享信息顯示，公司最新年化收入為400億美元。雙方差距拉大到近四成。

OpenAI不僅在市場佔有率方面處於下風，近期公司管理層也在經歷一系列動盪。先是上周首席營收官Denise

Dresser在任職不足一年後離職。更早之前，首席運營官Brad Lightcap，以及曾被視為Sam Altman接班人的Fidji Simo也相繼出走。

Anthropic搶先IPO

在此背景下，OpenAI的上市進程勢必將大幅落後Anthropic。據悉，Anthropic已向美股證監會（SEC）秘密遞交IPO招股書，外界預測公司可能於今年9月或10月上市，市值預計達到2萬億美元，保薦機構為摩根士丹利、高盛和摩根大通。OpenAI同樣已於今年6月秘密遞交IPO招股書，但上市時間點很可能推遲到明年。

搶先上市的意義不言而喻，目前市場流動性波動較大，而年底的美國中期選舉也會對投資情緒產生影響。先募集到資金的大模型公司，無疑能夠獲得更多的算力資源支持，Anthropic也將順勢確立絕對的競爭優勢。

當然，Anthropic的發展之路也並非一路順風，美國政府正在收緊行業監管。今年6月，Anthropic又推出了面向公眾、帶有嚴格安全護欄的基礎大模型Fable 5，但在發布4天後，美國商務部工業和安全局（BIS）以「國家安全威脅」為由，要求禁止任何外籍人士（包括該企業的外籍員工）訪問這兩個模型。Anthropic曾一度被迫下架Fable 5。