智譜 / Z.AI（2513.HK）
獨立投資研究

研究日：2026年10月5日 | 評級視野：12-24個月

結論：現價暫不買，放入觀察名單

最新股價	核心合理現值	安全邊際觀察價
HK$665	HK$450-650 中心約 HK$550	HK$350-400 須保留基本面條件

最新行情為 10月5日16:08:05 香港時間的 Longbridge 收市記錄，較前收市 HK$626.50 上升6.15%。基本市值約 HK$3,242億。合理現值是今天的估值判斷，並非保證12個月內到達的股價。

買的是很有潛力的技術，價格卻已要求很好的商業結果

智譜的 API 生意確實變強：2026 H1 API收入增加約27倍、毛利率由負轉至24.6%，並有可信的開源編碼模型與第三方分發。但公司仍需把模型能力、用量及年化收入指標，轉成可重複、可收現的毛利與自由現金流。現價未提供足夠的錯誤容忍度。

三個決定判斷的數字

1. 基準 DCF 現值約 HK$558，相對665低約16%；EV／2027預測毛利約33倍。
2. 基準已假設2027收入人民幣220億元、2035收入2,250億元，長期經濟FCF率24%，絕非低增長模型。
3. 若成為持久的全球前沿模型供應商，強牛情境約HK$1,350-1,580確有可能；若變現不足，熊情境約 HK$110-220。

因此我不把「跌離高點」或「低於配售價」視為便宜。想取得更好的買點，應等待價格降至約350-400且論點未惡化，或等已確認收入、毛利和資金使用證據足以把合理價上調。

這是證券研究判斷，不是依你資產、槓桿、現有持倉或承受損失能力制定的倉位建議。未執行交易。來源與限制見最後兩頁；所有預測均為獨立假設。

01 財務品質：高速增長尚未形成自我造血

人民幣十億元	2025 H1	2026 H1	重點
收入	0.191	0.954	+399.7%
毛利	0.095	0.252	+163.7%
集團毛利率	50.0%	26.4%	收入結構改變
研發開支	1.595	2.131	+33.6%
經營虧損	1.899	2.147	擴大13.0%
淨虧損	2.358	2.072	表面收窄12.1%
經調整淨虧損	1.752	1.964	擴大12.1%
經營現金流	-1.327	-3.374	現金消耗加快

淨虧損收窄，不等於核心營運虧損改善

上市後，向投資者發行金融工具的賬面損失大幅減少，幫助會計淨虧損收窄；但經營虧損及調整後虧損反而擴大。H1研發支出是毛利的8.47倍。用調整後數字時仍須記得：股份報酬有經濟成本，不會因為是非現金就消失。[S1,S2]

現金消耗有前置投資成分，也有真實負擔

H1經營現金流 -33.74億元；設備付款另5.86億元，兩者合計流出約39.60億元，未再加融資現金流內的租賃本金及利息。預付計算服務費及其他由2025年底2.09億元增加至16.49億元，約14.40億元增量顯示算力款前置。這能解釋一部分現金／損益差異，不能當成可自由支配現金，也不能保證日後收益。[S2]

收款品質要繼續核查

淨應收款及票據7.83億元，約佔H1收入82%；其中約80%賬齡在三個月內。快速成長使單純期末應收／半年收入的比率失真，不能直接等同違約或穩定DSO。必須追蹤賬齡、回款及準備金；目前沒有足夠資料證明「增長都是預付、沒有信用風險」。[S2，附註12]

02 商業模式：API 轉型成功，毛利護城河待證

2026 H1	收入占比	毛利率	解讀
開放平台與 API	86.5%	24.6%	主成長引擎，仍需支付推理成本
企業級智能體	5.8%	35.6%	交付與垂直場景尚在拓展
企業級通用模型	7.0%	42.3%	收入同比減54.6%
技術服務及其他	0.7%	9.4%	規模很小

為甚麼毛利率下降，不應簡化為全面價格戰

API自身毛利率從 -0.4%升至24.6%；集團毛利率下滑主要因原來較高毛利的本地化部署占比下降。但本地化毛利率也從59.1%降至37.9%，所以並非只有會計混合效應。應同時看 API單位經濟改善與舊業務收縮。[S1,S2]

值得相信的進步

公司在中報稱，截至報告日期 API平均售價較年初增約101%、Token調用量增超40倍；付費日活增603%，前十大用戶日均調用增98倍。這些是方向明確的公司營運披露，但沒有完整付費客戶分母、同群留存、合約金額或客戶集中度，不能推導NRR。[S2，第21-22頁]

第三方較強證據是 Cursor 官方已提供GLM-5.3，官方評測支持其開源權重模型的編碼競爭力。GLM-5.3 Max在CursorBench4.0為42.6%，當時領先閉源模型57.8%；Flash提供更低成本取向。評測方法與任務不同，不宜把排名混成全球整體第一。[S10,S11]

護城河比較

- 優勢：自研模型、工程效率與國產算力適配；高價值編碼工作流；開源帶來分發與採用。
- 壓力：DeepSeek、Qwen及MiniMax持續迭代，雲廠商自帶分發與資本，開源也降低客戶替換難度。[S16-S18]
- 判斷：現階段更像需持續投入維持領先的研發競賽；尚未證明像成熟軟件平台般可長期維持高毛利。

出口管制與跨境擴張風險

BIS官方Entity List本次檢索仍列北京智譜華章及相關公司：涉及EAR管制物項的出口、再出口或境內轉移有許可要求，審核原則為推定拒絕。這可能提高先進算力取得、供應鏈及海外合作的不確定性；不能據此概括所有API或所有國際合作均遭禁止。國產算力適配降低部分依賴，並不消除海外合規與客戶採購風險。[S22]

03 ARR：最重要的上修因素，也是最大口徑風險

指標	金額	證據強度
2026 H1 已確認收入	CNY 0.954bn	官方財報，經審閱未審計
9月上半月全業務 ARR	US$1.8bn	9/16交流會媒體轉述
2026年底 ARR 指引	US$3.0bn	報道管理層由2.4bn上調
高盛年底 ARR 估計	US$3.2bn	10/5券商預測，並非指引

如果最新變現速度屬實，H1收入年化將嚴重落後於現況。這是看多的最強理由，必須納入估值。另一面，ARR在報道中有「月度收入年化」與「年度化訂單收入」等表述；我未找到公司公開的正式定義、期末餘額與IFRS收入調節，故不把它等同訂閱合約、已收款或全年收入。[S8,S9]

把 ARR 拆回必須驗證的收入

US$3bn年化相當於每月US$250m，按本次匯率約人民幣16.76億元；它不是2026全年應有的收入。年度化使用量、一次性訂單、免費額度、低價訂閱、毛額與淨額認列，都可能造成差異。網上GLM總token也可能由第三方自行部署，並非全數變成智譜營收。

雲授權確有機會，尚不能憑 License 算特許權收入

GLM-5.3官方授權對「經營MaaS且關聯集團過去連續12個月總收入逾US$10bn」者設定安全審查要求；包含對嵌入式終端功能與單純轉發的例外。這支持議價空間，沒有公開分成比例、合作方、最低保證或收入規模。[S12]

10月開始確認雲分成、Co-work訂單超CNY1bn，目前是交流會報道層級。雲端伙伴若負擔推理成本，淨分成有機會提高智譜毛利，但毛額／淨額認列會改變表面收入倍率，故應優先比較毛利與現金。[S8]

本模型如何處理

2027收入熊／基準／牛分別CNY14／22／35bn，折合US$2.1／3.3／5.2bn，約等於報道年底US$3bn年化指引的70%／109%／174%。這些百分比概括新增用量、保留率、定價與會計轉化的不確定性；不是已觀察到的留存率。

04 融資與跑道：錢很多，但不是免費的

資金事件	淨額 / 關鍵條件
2026-06-30	現金等價物CNY3.888bn；另受限現金0.106bn
2026-07-13 配售	19.78m股，HK$1,588；淨額HK$31.375bn
2026-08-31 用途披露	7月款已用HK$10.955bn；IPO款已用完
2026-09-16 配售	21.965m股，HK$714；淨額HK$15.664bn
2026-09-18 可轉債	淨額US$3.011bn；本金CNY20.14bn
債券到期 / 初始換股價	2027-09-16 / HK$892.50；換股期2027-07-01開始

六月現金除以舊燒錢速度，既漏掉巨額新融資，也漏掉更快的算力投入。比較合理的方法是做資金橋，再對投入速度作壓力測試。[S2-S4]

截至研究日的淨現金只能估，不能冒稱公司餘額

以本次匯率重算：6月底現金及短投減銀行負債約CNY2.17bn；加7月和9月融資、扣新債本金，未計6月後支出時約42.41bn。再扣披露的7月募資已用款及剩餘IPO款，約32.78bn，尚未反映其他支出、9月部署、收款及匯率差。模型採CNY25bn淨現金，敏感區間20-32bn，純屬估值假設。

每年全口徑淨現金消耗假設	預留債務後25bn緩衝可支持
CNY8bn	約37.5個月
CNY16bn	約18.8個月
CNY30bn	約10.0個月

「全口徑」包括營運、設備、算力預付款等淨流出，避免只看損益。這不是正式跑道預測：7月募資在約7周已動用近35%，但動用款包含資產或預付，不可全叫經營虧損，也不宜無條件永久年化。

現價低於初始換股價，基準應保留到期償還本金的可能。強牛情境才用債轉股，並同時加回債務、增加股數；只加現金不算本金、或只算稀釋不加回債務，都會錯。[S3]

05 股數與治理：把可轉債、獎勵、解禁分開

股數口徑	股數	適用
基本已發行總股數	487,588,090	含H股與未上市股
加9/30已授獎勵敏感度	488,811,024	假設全以新股結算
再加初始條款債轉股	515,176,050	只在轉換情境使用
未授剩餘激勵額度	43,361,375	不是現已稀釋股數

10/2月報確認H股263,059,605、未上市股224,528,485，沒有庫存股。9/30授予1,222,934股獎勵，購買價每股CNY0.1、分4至63個月歸屬；計劃可用新／現有股。模型先採最小保守新增股數，約0.25%攤薄，不稱其已發行。[S5,S6,S20,S21]

不要把舊僱員股再算一次

中報說明IPO前僱員持股平台的股份已發行，舊計劃不會新增攤薄。2026新計劃上限44,584,309股；餘下額度若將來全新股授出，對已授口徑再約8.9%增股，並非必定發生。未來新一輪融資或A股上市條件未定，不編造完全攤薄股數。[S2,S19]

追加融資的量級

新募資假設	發行價	新股（百萬）	原持有人占比下降
CNY10bn	HK$665	17.60	3.48%
CNY10bn	HK$400	29.26	5.66%
CNY20bn	HK$400	58.52	10.72%

這是持股比例稀釋，不等於相同比例價值損失：公司同時得到現金；實際每股價值取決於募資折價及資本回報。募集資金為低回報持續燒錢時，經濟代價才尤其大。

12-24個月內要留意的供給與治理

核心人士相關禁售期為上市後12個月，2027年1月前後是流通供給觀察點，並非保證售股或自動全部可交易。2027年7月至9月可轉債轉換／到期是另一節點。研究並未假設A股發行一定完成；公司7/7僅確認輔導工作完成。[S2,S3,S19]

06 估值：為甚麼不能用 P/E，也不能只看 ARR

以HK$665、估計淨現金CNY25bn計	企業價值倍率
H1收入簡單年化	132倍
H1毛利簡單年化	501倍
9月報道ARR US$1.8bn	20.9倍
年底報道ARR指引 US$3.0bn	12.5倍
本研究2027基準收入 CNY22bn	11.5倍
本研究2027基準毛利 CNY7.7bn	32.7倍

前兩項只作歷史風險提示，不是主估值依據。ARR倍數較低，是因分母大幅跳升且未經財報確認；不能與高毛利成熟SaaS無條件類比。集團虧損及負現金流令P/E、短期EV/EBITDA不適合。

主方法：經濟自由現金流；交叉法：前瞻毛利倍率

DCF以CNY計算，2027-2035年現金流折現，另扣2026第四季假設淨流出3bn。經濟FCF為扣稅、研發、股酬經濟成本、資本開支、營運資金及現金租金後，尚未扣銀行／可轉債利息的無槓桿現金流。租賃視為營運成本，故淨現金橋不再扣租賃負債，避免重複計算；股酬不無成本加回。最新淨現金25bn已扣可轉債本金，後續負FCF再扣未來消耗，沒有重複加融資。

情境	熊	基準	牛
2026收入 / CNY bn	4.5	6.5	8.5
2027收入 / CNY bn	14	22	35
2027毛利率	27%	35%	45%
2030收入 / CNY bn	42	70	140
2035收入 / CNY bn	77	225	410
2035經濟FCF率	18%	24%	30%
折現率 / 永續增長	18% / 2%	14% / 3%	13% / 4%
DCF現值 / HK$	108	558	1,576
2027 EV/毛利交叉法	18x → 223	26x → 539	35x → 1,355

全為獨立情境。毛利倍率以今天企業價值除2027全年預測毛利，並非2027年底目標價；是帶有風險折扣的估值判斷，不冒稱已驗證的同行中位數；交叉法也不獨立於同一收入假設。合理現值核心450-650，由基準DCF與毛利法、折現及資金不確定性綜合，並非統計置信區間。

07 模型壓力測試：好公司仍可能是太貴的股票

基準經營路徑已相當進取

CNY bn / %	2027	2028	2029	2030	2035
收入	22	34	50	70	225
毛利率	35%	40%	45%	50%	60%
經濟FCF率	-30%	-8%	2%	10%	24%
經濟FCF	-6.60	-2.72	1.00	7.00	54.00

2027至2035收入複合增長約34%，且毛利率最終升至60%。這要求雲分成、產品組合、效率或定價帶來持久改善。24%終端FCF率是長期目標假設，並非公司已實現的狀態；若訓練與推理軍備競賽持續吃掉增量毛利，這項假設會失效。

同一基準營收／利潤路徑，折現率影響很大

折現率	永續2%	永續3%	永續4%
12%	682	738	809
14%	525	558	598
16%	417	438	462
18%	341	354	370

單位HK$。基準企業價值約72%來自終值；因此550不是精準的客觀真值。淨現金估計每增加／減少CNY5bn，未轉債每股估值約增／減HK$12。相較現金誤差，遠期利潤和折現率更能改變答案。

HK$665反過來要求甚麼？

固定基準毛利／FCF路徑、14%折現與3%永續增長，現價需將2027-2035收入整體再提高約21%：2027約CNY26.7bn、2035約272.8bn（US$40.7bn）。若2027仍是22bn，就需後續每年的增長因子再高約2.55%，令2035收入約275.1bn。

也可以用更低12%折現率支持現價；但對尚無盈利、ARR定義未清、競爭快速變動的公司，我不願把這種低風險定價當作基準。這不是「現價不可能合理」，而是它需要更高業績或更低要求回報。

08 最強反方與會改變評級的證據

為甚麼我可能錯，而股價仍大漲？

高盛10/5據報升至買入、目標HK$1,560；其框架假設2030中國模型市場份額22%、2035調整後EBIT率26%，並看好雲商分成、成本效率與資本實力。[S9]這不是應忽略的反證：若目前ARR兌現且迅速續增、同時毛利擴張，市場今天的價格可以是便宜的。

我的強牛DCF約1,576，表明高盛目標並非算術上荒謬。分歧在實現概率、收入質量、長期資本消耗，以及何時給出高估值。本研究沒有取得高盛原始全表，因此不宣稱完整復現其DCF，也不把其熊情境HK$510當保底。

可促使我升至買入的具體證據

1. 2026年報或2027中報把ARR明確定義並調節至已確認收入及現金；能見度足以支持2027收入至少CNY22-27bn。
2. API毛利率持續升至35%以上，且毛利增長快於現金研发／算力投入；雲授權有可核查淨收入和對手方條款。
3. 披露留存、同群付費、客戶集中度及資金部署回報，降低對「用量即收入」的依賴。
4. 債務償還／轉換安排清楚，資金消耗下降；或價格約350-400而經營論點維持。

可使估值下調或停止考慮的證據

ARR目標再提升但收入、毛利或收款不跟上；API毛利率停滯／回落；預付款與設備支出持續前置但利用率不足；2027年到期債仍缺足額流動性；低價再融資成為常態；關鍵模型地位喪失或安全事件導致企業客戶流失。

安全事件不應假裝已完全結案

ZCode已公開源碼及資料流說明；9/21報道轉述公司整改、刪除相關資料及未用於訓練的聲明。我未取得獨立完整審計來驗證所有服務端歷史行為。官方NOTICE仍列明合法傳輸路徑，故「零保留」不等於「資料完全不離開電腦」。對企業採用、合規和信任的財務影響仍未知。[S13-S15]

09 資料界線、重算方式與來源

資料截點為2026-10-05。最新已確認財務期是2026 H1；報表經獨立審閱、並非年度審計。價量用Longbridge即時接口與當日報道交叉核對；匯率接口回傳1 CNY=US$0.14915、1 HKD=US$0.12744，但沒有上游時間戳，故只作本次估值換算，不視為可成交匯價。

核心區分：官方財務事實、公司營運主張、媒體轉述的指引、券商預測及本研究假設各自標示。沒有使用或猜測個人持倉，沒有將自建預測當作市場一致預期，沒有捏造付費留存或實際雲分成。最新兩份股本公告的HKEX原檔未成功下載；已核對Longbridge官方連結與全文轉載，限制保留於來源表。

模型包內：model.py 可用Python標準庫離線重算；model_results.json列全部輸入與輸出；scenario_forecasts.csv逐年情境；valuation_sensitivity.csv列折現／永續敏感度。金額預設CNY十億元；股價HKD；股份數值以股為單位。沒有市場資料再分發授權的主張。

模型簡化：2026 Q4淨現金消耗為情境假設；未另計新A股發行、額外資產溢價、稅務虧損盾、匯率避險、可轉債期權公允價值或每一未授獎勵。牛市以初始換股條款作if-converted經濟估算；實際行使與匯率條款可能不同。未來FCF為經濟成本扣減後假設，非逐項IFRS預測。

S1 2026 H1 業績公告；財務、API 毛利率、產品敘述，2026-08-31

S2 2026 中報；現金流、附註11-14、股權計劃及禁售期，2026-09-24

S3 9 月配售及可換股債券條款；第13-19頁，2026-09-13

S4 9 月融資完成及股本表，2026-09-18

S5 9 月獎勵授予公告，2026-09-30；公告全文轉載已核，原檔連結來自 filings

S6 9 月證券變動月報，2026-10-02；公告全文轉載已核，原檔連結來自 filings

S7 Longbridge 10/5 收市市場報道，交叉核對 HK$665

S8 9/16 分析師交流會媒體轉述；ARR、雲分成及 Co-work

S9 10/5 高盛研報媒體轉述；US$3.2bn ARR、HK$1,560及風險

S10 Cursor 官方 GLM-5.3 模型說明，查閱2026-10-05

S11 Cursor 官方 CursorBench 評測；有方法與不確定性說明

來源續頁與最終決策

S12 GLM-5.3 官方授權文件；大型 MaaS 安全審查條款

S13 ZCode 官方資料流告知

S14 ZCode 官方版本提交歷史

S15 9/21 ZCode 公司整改聲明的媒體轉載

S16 DeepSeek 官方定價及更新；查閱2026-10-05

S17 阿里雲 Model Studio 官方模型定價；查閱2026-10-05

S18 MiniMax M3 官方發佈，2026-06-01

S19 A 股發行輔導完成澄清公告，2026-07-07

S20 9/30 獎勵授予公告全文轉載，補充可讀核對來源

S21 10/2 證券變動月報全文轉載，補充可讀核對來源

S22 BIS 官方 EAR Part 744 / Entity List；本次檢索仍列智譜，2026-10-05

最終判斷

若問題是「以現在HK$665，我願不願意新買？」我的答案是：暫時不買。這是估值與證據門檻的選擇，不是否定GLM的技術能力。我的基準已給予很強的收入成長及長期利潤改善，但價格仍缺乏安全邊際。

約HK$350-400可進入較值得考慮的區域；條件是收入質量、API毛利、資金消耗與安全信任沒有明顯惡化。若公布更扎實的高質量收入與現金證據，合理價也應上調，不能死守今天550的估值。

現价之外最值得追蹤的不是下一個模型榜單名次，而是：每一元已收收入留下多少毛利、每一元毛利需再投入多少算力，以及每一股最終能分到多少現金。