

智谱

看好公司模型+算力+Infra 多维能力提升

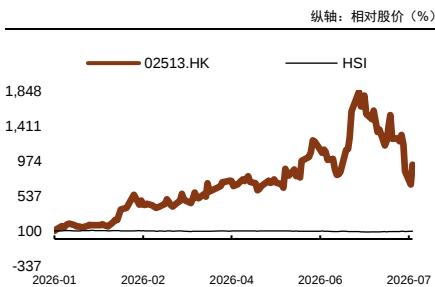


张潇丹 分析员
电信软件教育
SAC 执证编号: S0080521090001
SFC CE Ref: BSE171
xiaodan3.zhang@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
02513.HK	→ 跑赢行业	港币 1572.00

股票代码	02513.HK
最新收盘价	港币 1219.00
52 周最高价/最低价	港币 2980.00~116.10
总市值(亿)	港币 5,675.9



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	312	724	3,730	11,858
增速	150.9%	131.9%	415.0%	217.9%
归属母公司净利润	-2,466	-3,182	-4,606	-5,153
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
扣非后净利润	-2,466	-3,182	-4,606	-5,153
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
每股净利润	-5.53	-7.13	-10.33	-11.55
每股净资产	-8.87	-18.14	56.81	45.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-5.03	-5.04	-11.72	-8.25
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
市净率	N.M.	N.M.	18.5	22.8
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-68.1%	-69.0%	-27.5%	-17.2%
平均净资产收益率	99.8%	52.8%	-53.4%	-22.6%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

公司动态

公司近况

智谱GLM系列始终领跑国产模型, GLM-5.2 更是首个达到Opus-4.8 级别的国产开源模型。我们认为, 模型的能力迭代持续进行, 看好后续智谱在模型能力、算力扩张、AI Infra优化、商业化兑现的多维度提升。

评论

Scaling Law加速, 模型能力持续提升。我们预计, 公司将于近期推出GLM-5.3, 该版本将基于更丰富的高质量数据、更扎实的后训练技术、以及更优化的基础设施, 持续聚焦和提升用户编程体验, 保证模型能力位于全球前列; 而下一代模型则是采用全新的架构, 在参数规模、Infra、环境、数据等维度全方位Scaling, 保证模型智能水平的同时, 保持更高训练和推理效率。公司的目标不仅是少数基准测试中领先, 而是在真实完整体验中全面对标海外顶尖模型。

算力供给加速释放, 支撑商业化超预期。公司于7月初在港股完成配售后获得300亿港元以上的融资金额, 我们认为, 公司基于充足的资金储备或将撬动更大规模算力杠杆, 后续通过和更多算力厂商合作, 有望形成潜在千亿元级别的Capex投入。我们预计, 公司7月初ARR已达到10亿美元, 提前完成全年目标, 而基于算力杠杆的加速释放, 公司全年ARR有望持续超市场预期。

收购中科加禾, 进一步夯实AI Infra能力。中科加禾源自中科院计算所编译实验室, 长期深耕异构算力软件栈和编译优化, 公司的编译器技术可以通过中间层连接国产芯片生态, 提高算力利用率。我们认为, 此次收购可以提升智谱在多元异构训推卡池的适配效率, 提升公司整体AI Infra能力与降低推理成本, 并有望赋能公司进一步强化与更多国产算力的适配。

盈利预测与估值

由于公司模型能力提升、算力供给释放, 我们上调2026/2027年收入预测24%/67%至37.3/118.6亿元, 由于毛利率相对较低的API业务占收入比重提升, 维持2026/2027年利润预测基本不变。上调目标价26%至1,572港元(基于2027年55倍P/S), 较当前股价有29%的上行空间。

风险

模型进展不及预期, 算力供给不及预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	312	724	3,730	11,858	营业收入	150.9%	131.9%	415.0%	217.9%
营业成本	-137	-428	-2,647	-8,633	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
销售费用	387	391	410	431	EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
管理费用	134	505	1,231	2,372	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他	0	0	0	0	扣非后净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
营业利润	-2,538	-3,787	-4,758	-5,147	盈利能力				
财务费用	-38	-74	-42	-85	毛利率	56.3%	41.0%	29.0%	27.2%
其他利润	-381	-857	55	55	营业利润率	-812.5%	-522.8%	-127.6%	-43.4%
利润总额	-2,958	-4,718	-4,745	-5,177	EBITDA 利润率	-722.9%	-483.5%	-123.9%	-41.5%
所得税	0	0	0	0	净利润率	-789.2%	-439.3%	-123.5%	-43.5%
少数股东损益	0	0	0	0	扣非后净利润率	-789.2%	-439.3%	-123.5%	-43.5%
归属母公司净利润	-2,466	-3,182	-4,606	-5,153	偿债能力				
EBITDA	-2,258	-3,502	-4,621	-4,918	流动比率	0.38	0.29	10.61	2.85
扣非后净利润	-2,466	-3,182	-4,606	-5,153	速动比率	0.38	0.28	10.38	2.68
资产负债表					现金比率	0.29	0.18	9.75	2.43
货币资金	2,268	2,255	24,593	24,431	资产负债率	190.4%	267.1%	11.6%	35.5%
应收账款及票据	91	303	715	1,624	净债务资本比率	57.3%	27.8%	净现金	净现金
存货	32	126	580	1,656	回报率分析				
其他流动资产	624	887	892	892	总资产收益率	-68.1%	-69.0%	-27.5%	-17.2%
流动资产合计	3,016	3,571	26,782	28,603	净资产收益率	99.8%	52.8%	-53.4%	-22.6%
固定资产及在建工程	866	656	1,084	1,697	每股指标				
无形资产及其他长期资产	494	627	789	966	每股净利润(元)	-5.53	-7.13	-10.33	-11.55
非流动资产合计	1,360	1,282	1,873	2,664	每股净资产(元)	-8.87	-18.14	56.81	45.26
资产合计	4,376	4,854	28,655	31,267	每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	-5.03	-5.04	-11.72	-8.25
应付账款	603	1,329	1,441	4,667	估值分析				
其他流动负债	7,235	11,078	1,082	5,383	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
流动负债合计	7,838	12,406	2,523	10,051	市净率	N.M.	N.M.	18.5	22.8
长期借款	0	0	0	0	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他非流动负债	493	559	798	1,035	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非流动负债合计	493	559	798	1,035					
负债合计	8,331	12,965	3,321	11,085					
股本	36	40	45	45					
未分配利润	-3,993	-8,133	25,295	20,142					
归母所有者权益	-3,957	-8,093	25,339	20,186					
少数股东权益	1	-18	-5	-5					
负债及股东权益合计	4,376	4,854	28,655	31,267					
现金流量表									
税前利润	-2,958	-4,718	-4,745	-5,177					
折旧和摊销	280	284	137	229					
营运资本变动	61	600	-754	1,242					
其他	372	1,588	134	24					
经营活动现金流	-2,245	-2,246	-5,228	-3,682					
资本开支	-462	-75	-619	-1,020					
其他	414	-301	0	0					
投资活动现金流	-49	-376	-619	-1,020					
股权融资	0	0	27,965	0					
银行借款	137	468	100	4,200					
其他	3,175	2,147	121	339					
筹资活动现金流	3,312	2,614	28,186	4,539					
汇率变动对现金的影响	0	-5	0	0					
现金净增加额	1,019	-13	22,339	-163					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

智谱华章是中国领先的 AI 创新企业，致力于打造认知智能大模型。公司以 AGI 为愿景，自主研发了 GLM 系列千亿级参数大模型，具备卓越的逻辑推理与内容生成能力。技术广泛应用于智慧办公、企业服务、科研教育等领域，为全球开发者及企业提供高效、可靠的 AI 解决方案。



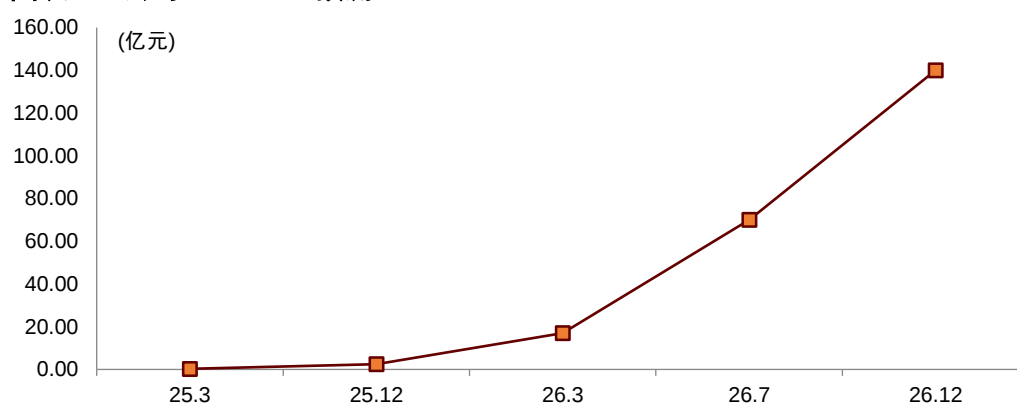
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: P/S 估值

	2027E
收入 (百万元)	11,858
P/S	55
目标市值 (亿元)	652,208
目标市值 (亿港元)	732,571
目标价 (元)	1462
目标价 (港币)	1572

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 2: 公司 API ARR 预测



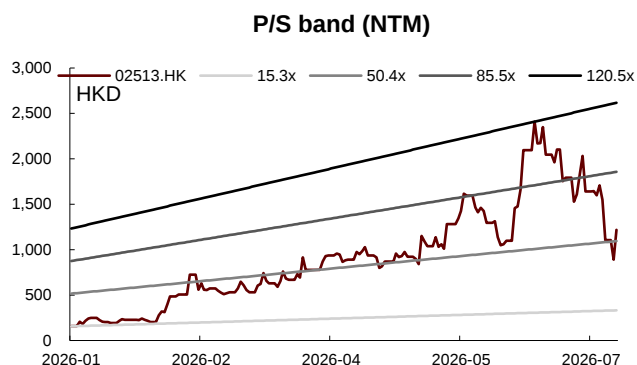
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 3: 盈利预测变动表

	调整前		调整后		变化	
(人民币 百万元)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
收入	2,998.1	7,086.0	3,730.1	11,858.3	24%	67%
营业利润	(4,743.6)	(5,158.0)	(4,758.0)	(5,147.2)	0%	0%
调整后净利润	(4,605.3)	(5,203.0)	(4,606.3)	(5,152.8)	0%	1%
毛利率	33%	30%	29%	27%	-3.7 ppt	-3.3 ppt
经营利润率	-158%	-73%	-128%	-43%	30.7 ppt	29.4 ppt
调整后净利率	-154%	-73%	-123%	-43%	30.1 ppt	30 ppt

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 4：历史 P/S



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	市值（百万美元）	营业收入 （财报货币 百万）			市销率		
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
02513.HK	智谱*	CNY	1219.00	72,391	724	3,730	11,858	674.0	125.7	38.8
00100.HK	MINIMAX-WP*	USD	222.40	9,906	79	228	598	113.4	39.4	15.0
PLTR.US	PALANTIR TECHNOLOGIES*	USD	134.85	323,278	4,475	7,713	10,365	77.5	44.9	33.4
NET.US	CLOUDFLARE*	USD	272.42	96,693	2,168	2,796	3,549	45.9	37.3	30.2
09988.HK	阿里巴巴-SW*	CNY	117.00	286,155	1,023,670(a)	1,142,606(a)	1,298,546(a)	1.9(a)	1.7(a)	1.5(a)

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

港股收盘于北京时间 2026-07-21；美股收盘于北京时间 2026-07-20

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：智谱-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560