



智谱 (02513.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

ARR 达 16 亿美元，Token 单位经济持续改善

事件：8月31日公司发布2026年中报。2026年上半年，公司营收9.54亿元，同比增长399.7%；期内亏损20.72亿元，同比收窄12.1%。

API 收入高速增长，用户规模与使用深度同步提升。2026H1 开放平台及 API 业务营收 8.25 亿元，同比增长 2735.7%，占总收入的 86.5%，本地化部署业务营收 1.29 亿元，同比下降 20.5%。截至 8 月底，公司的 MaaS 开放平台的 Token 调用量较年初增长超过 40 倍，付费日活用户增长 603%，前十大客户日均调用量增长 98 倍。公司 8 月年度经常性收入 (ARR) 达到 16 亿美元。

API 毛利率转正，量价齐升与推理优化推动单位经济改善。2026H1 综合毛利率为 26.4%，同比下降 23.6 个百分点，主要由于收入结构快速转向仍处于规模爬坡阶段的云端业务；API 平均售价提高约 101%，推动该业务毛利率由负转正至 24.6%。随着模型架构和推理基础设施持续优化，公司单位 Token 推理成本较年初下降 80%，单位算力投入所对应的收入提升 14 倍。公司自 2026 年初起全面实施 All-in-Infra 战略，在训练与推理两侧同时投入，并将国产芯片纳入主力推理算力，已实现 10 万级国产芯片的规模化低成本推理，GLM-5.3-Flash 的推理是公司第一次在超大规模真实流量中全面使用国产芯片集群提供服务，在编码场景下单 Token 的国产芯片推理成本已达到与主流进口卡性价比相当的水平。

持续投入模型研发，坚实资金储备支撑后续发展。费用方面，2026H1 销售及营销开支 1.78 亿元，同比-14.8%，主要由于公司优化市场推广资源投放；一般及行政开支 1.03 亿元，同比-44.2%，主要是由于报告期内专业服务费以及以权益结算以股份为基础的薪酬开支较上年同期减少；研发开支 21.31 亿元，同比+33.6%；公司持续加大对模型研发的投入。7 月公司完成股份配售，所得款项总额约 314.11 亿港元，后续用于模型迭代研发的资金储备进一步充实。

盈利预测、估值与评级

公司收入增长由开放平台及 API 驱动，调用量、价格和 API 毛利率同步改善，国产芯片规模化推理与全栈工程优化进一步降低单位成本；用户规模、付费活跃度和头部客户调用深度均保持较快增长。我们调整 2026-2028 年收入预测为 69.61/133.46/217.49 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

模型迭代不及预期；算力成本上升；行业竞争加剧。

计算机组

分析师：刘高畅 (执业 S1130525120005)

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：李可夫 (执业 S1130525120009)

likefu@gjzq.com.cn

市价 (港币)：1195.000 元

相关报告：

1. 《智谱港股公司深度研究：源自清华的大模型龙头，从 MaaS 基座迈...》，2026.3.13



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	312	724	6,961	13,346	21,749
营业收入增长率	150.86%	131.85%	861.05%	91.72%	62.97%
归母净利润(百万元)	-2,956	-4,698	-3,253	-1,180	1,047
归母净利润增长率	-	-58.91%	30.76%	63.73%	188.74%
摊薄每股收益(元)	-6.35	-10.09	-8.08	-2.65	2.35
每股经营性现金流净额	-4.82	-55.76	-12.37	-7.19	-0.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	74.72%	58.06%	-16.48%	-6.36%	5.34%
P/E	0.00	0.00	-128.00	-390.58	440.16
P/B	0.00	0.00	21.09	24.83	23.50

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	125	312	724	6,961	13,346	21,749
增长率	116.9%	150.9%	131.9%	861.0%	91.7%	63.0%
主营业务成本	44	137	428	5,036	9,474	15,085
%销售收入	35.4%	43.7%	59.0%	72.3%	71.0%	69.4%
毛利	80	176	297	1,925	3,871	6,665
%销售收入	64.6%	56.3%	41.0%	27.7%	29.0%	30.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	101	387	391	348	400	435
%销售收入	81.3%	124.0%	54.0%	5.0%	3.0%	2.0%
管理费用	66	134	505	348	400	435
%销售收入	53.2%	42.8%	69.8%	5.0%	3.0%	2.0%
研发费用	529	2,195	3,180	4,594	4,938	5,437
%销售收入	424.7%	702.7%	439.1%	66.0%	37.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	-762	-2,920	-4,659	-3,250	-1,688	603
%销售收入	-611.6%	-934.6%	-643.2%	-46.7%	-12.6%	2.8%
财务费用	26	38	59	4	-508	-444
%销售收入	21.1%	12.3%	8.2%	0.1%	-3.8%	-2.0%
投资收益	0	21	55	17	17	0
%税前利润	0.1%	-0.7%	-1.2%	-0.5%	-1.5%	0.0%
营业利润	-616	-2,541	-3,780	-3,365	-1,867	357
营业利润率	-494.5%	-813.2%	-521.9%	-48.3%	-14.0%	1.6%
营业外收支						
税前利润	-788	-2,958	-4,718	-3,254	-1,180	1,047
利润率	-632.7%	-946.8%	-651.4%	-46.7%	-8.8%	4.8%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-788	-2,958	-4,718	-3,254	-1,180	1,047
少数股东损益	0	-2	-20	0	0	0
归属于母公司的净利润	-788	-2,956	-4,698	-3,253	-1,180	1,047
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	4.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-788	-2,956	-4,698	-3,253	-1,180	1,047
少数股东损益	0	-2	-20	0	0	0
非现金支出	236	712	1,748	-67	-109	-175
非经营收益						
营运资金变动	-96	0	704	-1,663	-1,915	-1,009
经营活动现金净流	-648	-2,245	-2,246	-4,984	-3,203	-137
资本开支	-509	-133	-23	-100	-100	0
投资			-353	0	0	0
其他	-41	112	0	-682	179	246
投资活动现金净流	-785	-49	-376	-782	79	246
股权募资	98	0	0	31,092	0	0
债权募资	-32	330	1,074	1,400	0	0
其他	2,397	2,982	1,540	-49	-71	-71
筹资活动现金净流	2,463	3,312	2,614	32,443	-71	-71
现金净流量	1,030	1,019	-13	26,678	-3,195	38

资产负债表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,249	2,268	2,255	28,933	25,738	25,776
应收账款	416	667	699	3,829	4,152	4,592
存货	29	32	126	1,329	1,316	2,095
其他流动资产	169	48	492	625	753	921
流动资产	1,863	3,016	3,571	34,715	31,958	33,383
%总资产	65.2%	68.9%	73.6%	94.3%	93.6%	93.8%
长期投资	13	201	338	338	338	338
固定资产	530	243	187	237	287	287
%总资产	18.5%	5.5%	3.9%	0.6%	0.8%	0.8%
无形资产	352	714	559	609	659	659
非流动资产	997	1,360	1,282	2,097	2,197	2,197
%总资产	34.8%	31.1%	26.4%	5.7%	6.4%	6.2%
资产总计	2,860	4,376	4,854	36,812	34,155	35,580
短期借款	0	269	605	805	805	805
应付款项	7	58	297	1,399	1,053	1,257
其他流动负债	3,602	7,510	11,504	13,205	12,075	12,248
流动负债	3,609	7,838	12,406	15,409	13,932	14,310
长期贷款	0	0	85	1,285	1,285	1,285
其他长期负债	234	493	474	391	391	391
负债	3,843	8,331	12,965	17,084	15,608	15,985
普通股股东权益	-983	-3,957	-8,093	19,746	18,566	19,613
其中：股本	28	36	40	103	103	103
未分配利润	-1,011	-3,993	-8,133	19,643	18,463	19,510
少数股东权益	0	1	-18	-19	-19	-19
负债股东权益合计	2,860	4,376	4,854	36,812	34,155	35,580

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-29.46	-87.20	-12.03	-8.08	-2.65	2.35
每股净资产	-2.11	-8.50	-200.90	49.02	41.64	43.99
每股经营现金净流	-1.39	-4.82	-55.76	-12.37	-7.19	-0.31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	80.19%	74.72%	58.06%	-16.48%	-6.36%	5.34%
总资产收益率	-27.55%	-67.57%	-96.79%	-8.84%	-3.46%	2.94%
投入资本收益率	77.51%	79.22%	62.77%	-14.90%	-8.18%	2.78%
增长率						
主营业务收入增长率	116.93%	150.86%	131.85%	861.05%	91.72%	62.97%
EBIT 增长率	-452.08%	-283.35%	-59.56%	30.24%	48.06%	135.73%
净利润增长率	-449.58%	-275.21%	-58.91%	30.76%	63.73%	188.74%
总资产增长率	690.15%	52.99%	10.93%	658.41%	-7.22%	4.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.0	57.1	98.0	52.8	43.5	32.3
存货周转天数	159.8	80.8	66.6	52.0	50.2	40.7
应付账款周转天数	30.3	85.8	149.6	60.6	46.6	27.6
固定资产周转天数	808.5	445.1	106.7	11.0	7.1	4.7
偿债能力						
净负债/股东权益	103.33%	38.07%	13.46%	-134.09%	-125.40%	-118.89%
EBIT 利息保障倍数	-28.9	-76.2	-62.7	-66.7	-23.9	8.5
资产负债率	134.35%	190.39%	267.10%	46.41%	45.70%	44.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究