

股价半年狂飙15倍 智谱“H+A”能否走稳？

本报记者 黎竹 张靖超 成都报道

从发行价116.2港元/股到盘中最高1993港元/股，上市不足5个月的智谱(02513.HK)，正在成为全球AI产业最受关注的中国样本。

回溯整个5月，智谱单月累计涨幅突破50%。在此期间，智谱成为恒生综合指数、恒生科技指数的成份股；此外还发布了GLM-5.1高速版模型，并强调其在Agent场景中的应用能力。或受这些消息的影响，其股价加速上涨，并在数个交易日内接连刷新历史高点。

在港股受到追捧后，6月1日，智谱发布公告，称在当日举行的董事会会议上，公司建议向中国相关监管机构申请配发及发行

股价“过山车”

从某种程度上讲，5月29日这场“跳空高开、暴力拉升、断崖回落”的短线博弈，可能是对7月解禁压力的一次提前预演。

谈及智谱，投资者张成(化名)将其称为“AI股王”，在打新中签之后，他一直持有的那部分到现在已经涨了超过1000%。张成表示：“我也在纠结是否应该‘卖’。智谱的技术实力和前景都值得期待，但如果不能卖，每天都像坐过山车。”

《中国经营报》记者注意到，5月29日上午，由于资金持续涌入，智谱股价接连突破1700港元/股、1800港元/股、1900港元/股关口，盘中一度上涨23%，市值逼近9000亿港元，较上市时增长超过15倍。然而，在创出历史新高后，公司股价在14时35分左右毫无征兆地快速下杀，短短半小时内从近2000港元/股的高位一路下探至1500港元/股，日内整体涨幅超30%，公司市值蒸发超千亿港元。

值得注意的是，智谱将在7月迎来股份解禁，不少机构都对此保持担忧。从某种程度上讲，5月29日这场“跳空高开、暴力拉升、断崖回落”的短线博弈，可

A股，并向上海证券交易所申请在科创板上市及准予交易。根据公告，智谱拟募资人民币150亿元。若“回A”计划成功，其将形成“A+H”双资本平台。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜指出，智谱股价走高受到稀缺性、技术催化、收入预期等多方面因素影响，其2025年营收7.24亿元，经调整净亏损31.82亿元，以8800亿港元市值计算，市销率超千倍。由此，他也提到：“智谱当前流通盘较小，股价易被资金撬动；7月首批限售股解禁后，早期投资人(包括美团、阿里、腾讯、高瓴及多地国资)的浮盈已超15倍，减持动机强烈。参考历史经验，高估值新股解禁往往伴随20%—40%的回调。”

能是对7月解禁压力的一次提前预演。

瑞银分析师指出，智谱的估值溢价源于“全球模型厂商上市标的稀缺+尚未进入解禁期+较低流动性”。汇丰报告提到，智谱自由流通股数量极少，预估公司股份解禁期在7月届满，稀缺性溢价或将逐渐消失。中金分析称，智谱在7月8日解禁占比约11.6%，其中持仓占比最高的解禁主体为具有国资背景的基石投资者。

截至记者发稿，智谱的股价为1421港元/股。对于如何面对7月限售股解禁带来的波动风险，智谱方面未回复记者。

柏文喜则建议：“智谱在被纳入恒生科技指数后，被动资金配置已近尾声，后续缺乏增量资金承接。若解禁叠加A股发行稀释，双重供给冲击下，股价波动将显著放大。投资者应关注公司是否会出台限售承诺或回购计划以稳定市场情绪。”

技术驱动

上市以来，智谱以近乎每月一次的更新节奏持续抛出技术利好，每次产品发布都会拉高一波股价。

在业内看来，这半年来智谱股价的快速上涨，本质上是资本市场对中国人工智能产业未来价值的一次集中定价。

上市以来，智谱以近乎每月一次的更新节奏持续抛出技术利好，包括3月的GLM-5-Turbo、4月的旗舰开源模型GLM-5.1、5月面向部分企业客户提供的GLM-5.1高速版API，每次产品发布都会拉高一波股价。

然而，从基本面来看，智谱仍处于高研发投入阶段，且面临高成本、高亏损的挑战。财报显示，智谱2025年总营业收入7.24亿元，年内亏损47.18亿元，同比扩大59.5%；经调整年内净亏损31.82亿元，同比扩大29.1%。然而，智谱的市值一度超过了京东、小米等企业，但这些企业每年的盈利达到了数百亿元。

晶捷品牌咨询创始人、战略品牌专家陈晶晶指出，智谱9000亿港元市值，本质上，交易的是未来而非现实，反映了资本市场对其成为中国AI基础设施平台的预期。最终这一估值能否得到支撑，仍取决于Agent商业化落地、企业客户渗透以及生态体系建设的进展。

当下，无论是OpenAI、Anthropic，还是国内的大模型企业，都在寻找能够持续创造收入的应用场景。

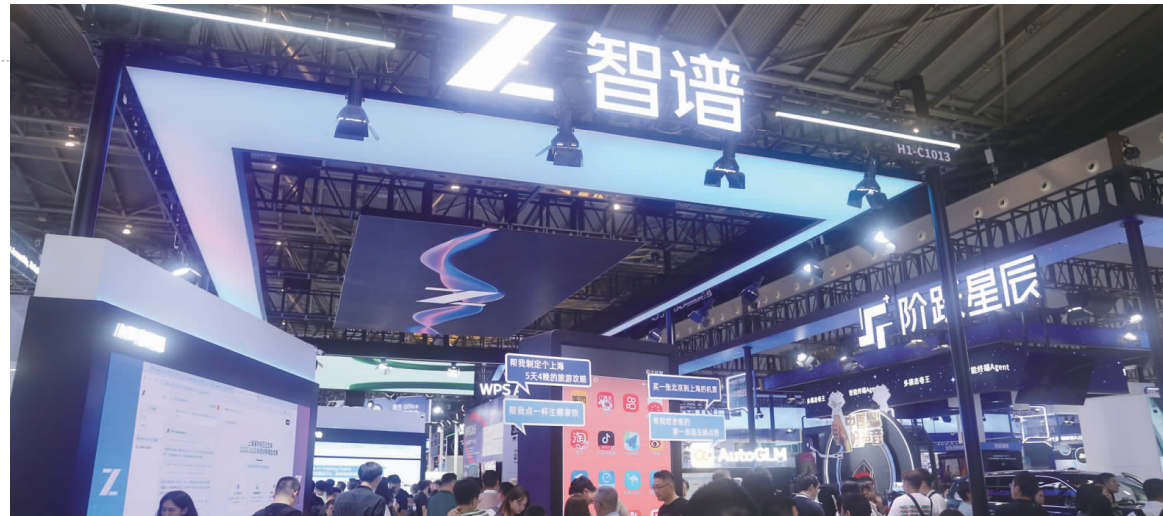
“回A”成为趋势

港股提供了国际化融资渠道和估值发现功能，A股则能引入更熟悉本土AI产业的长期资本，降低汇率波动影响。

据记者不完全统计，目前芯片、存储、算力硬件、PCB、机器人都已经有高关注度公司或IPO样本。

在智谱上市前，A股并不缺AI产业链标的，但仍缺少一家真正以基座大模型为核心业务的上市公司。随着对算力、研发和人才投入持续增加，AI企业的融资需求或远高于传统互联网企业。

智谱在公告中提及，拟将此次A股发行募集资金净额投入三个方向：120亿元用于人工智能通用基



6月1日，智谱发布公告，公司建议向中国相关监管机构申请配发及发行A股，并向上海证券交易所申请在科创板上市及准予交易。视觉中国/图

记者注意到，伴随着全球大模型在C端的转型，智谱也开始对C端进行布局，并且结合硬件推出了两款教育产品：智谱灵玑AI拍学机和智谱灵玑AI学问卡；而且随着Agent成为行业新方向，智谱正从“MaaS公司”向“Agent平台公司”转型。

一位使用过国内外多个大模型的科研工作者向记者表示：“智谱应该属于大模型第一梯队，但算力有限，高峰时期的使用体验会受到影响。”

在陈晶晶看来，MaaS模式是智谱目前最成熟的收入来源，但天然缺乏用户入口，容易停留在模型和算力供应层面。从其近两年持续投入智谱清言、AutoGLM、GLM-PC等产品的动作来看，本质上是在争夺AI时代的用户入口和操作入口，同时完善生态布局。相比多数同行，智谱技术路线较为完

整，B端商业化能力也处于行业第一梯队，这也是资本市场看好其发展的重要原因。不过，从模型公司到AI基础设施平台仍有较长距离，能否建立开发者、企业和产业生态，并验证Agent的商业价值，将决定其未来成长空间。

新智派新质生产力会客厅联合创始人袁帅则指出，MaaS模式的核心是服务产业端客户，优势是客单价高、合作关系稳定，能够帮助企业快速获得规模化的营收，但B端业务往往需要根据不同客户的需求做定制化适配，边际成本下降的速度较慢，而且容易受到下游行业景气度的影响。

智谱的招股书显示，其8000家企业客户中，收入占比最大的是互联网客户，2024年超过50%，其合作前三大行业是科技、公共服务、通信。但值得一提的是，其2022年、

2023年、2024年及2025年上半年的前五大客户名单完全不重合，这意味着公司与部分大客户的合作仍停留在一次性交付层面。

对于智谱面向C端的转型，袁帅分析道：“智谱此前在B端的布局已经积累了一定的客户资源和行业解决方案经验，对不同场景的需求理解更为深刻；其不足则在于C端业务的运营经验相对欠缺，C端市场的竞争远比B端激烈，用户的选择成本极低，要做出有差异化、有用户黏性的C端产品，不仅需要技术能力，还需要对C端用户需求的精准洞察、成熟的产品运营和市场推广能力，这些都是此前专注B端的智谱需要补的课，同时目前大模型行业同质化竞争较为严重，很多厂商都在同时布局B端和C端业务，智谱需要找到更加清晰的差异化定位，才能在激烈的竞争中突围。”

快手拆分可灵AI：子公司估值逼近母公司市值

中经记者 李静 北京报道

2026年5月以来，快手股价在分拆可灵AI的消息刺激下，走出了这样一波行情：5月12日首次传出分拆消息后，快手股价高开近11%，随即迅速回落至收涨3.5%；6月3日，可灵180亿美元估值传闻出现后，快手股价反而下跌4.6%。

快手不得不拆

快手拆分可灵的紧迫性，或许远比表面看起来更强烈。

2025年年报发布次日，快手股价单日暴跌14%。市场的反应很直接，快手核心业务收入增速预计从12%骤降至3%，直播收入低速增长，海外业务仍在亏损。资本市场对快手传统业务仅给予不足10倍PE的定价。

与之相对，2026年快手全年资本开支猛增至260亿元，同比新增110亿元投入，绝大多数资金流向可灵算力采购与模型迭代。而可灵本身的年收入仅十余亿元人民币量级——按5亿美元ARR(年化经常性收入)计算，约合36亿元。

截至6月初，快手市值约270亿美元，而其拟分拆的AI视频生成子公司可灵，投前估值已达180亿美元，相当于母公司的约67%。

这种现象在国内互联网行业实属罕见。

2026年以来，快手股价震荡走弱，即便接连迎来可灵高估值、启动分拆两大利好，二级市场依旧涨少跌多。

“这既是AI赛道的高溢价，也是快手主业的极致折价。”广州智纹科技有限公司创始人陈松青向《中国经营报》记者表示，“折价的不是可灵，而是快手母体。”

截至记者发稿，对于分拆可灵融资的相关采访，快手方面未给予正面回应。

惠誉评级亚太区企业评级董事何景行也持谨慎态度。“惠

誉目前并未预计可灵在未来几年会对快手的盈利能力或现金流产生非常显著的贡献。”

他对记者指出，国内AI视频生成赛道竞争仍然激烈，且行业变化很快，“可灵的长期商业化前景仍存在较大不确定性”。

快手的拆分诉求因此带有明显的防御色彩。陈松青分析指出，字节跳动未上市、资金池深，阿里拆分通义更多是战略聚焦；而快手作为港股上市公司，面临残酷的利润率拷问。快手拆分可灵，一是把“烧钱”业务移出表内，缓解现金流压力；二是防止在字节Seedance、阿里万相的围剿下，核心技术人员因缺乏独立期权激励而流失。

“三足鼎立”下的突围与隐忧

可灵所在的AI视频生成赛道，在国内已经形成快手可灵、字节Seedance(含即梦)、阿里万相“三足鼎立”格局。

可灵的差异化优势在于“先发商业化”与“性价比”。陈松青分析道：“可灵真正的差异化不在模型本身，而在‘快手系内容生态的闭环’。可灵生成的视频可直接回流快手主站，形成‘生成—分发—变现’的飞轮，这是独立AI公司不具备的。”

天使投资人、资深人工智能专家郭涛补充指出，可灵主打专业影视、广告等B端与P端(专业创作者端)场景，用户付费意愿更强；在

技术上，可灵凭借DiT架构先发优势，构建起“技术领先—收入跃升—再投入算力”的强化飞轮。

但可灵的先发窗口正在收窄。字节Seedance 2.0于2026年2月发布后迅速崛起，阿里依托云计算生态强力推动B端集成。字节的算力储备和流量生态更为雄厚，阿里的B端客户基础更强。

更严峻的挑战是价格战。中国企业资本联盟副理事长柏文喜指出，阿里万相批量价已低至0.44元/秒，谷歌Veo仅0.36元/秒，可灵已推出8折限时优惠。“当供给端算力过剩或模型能力趋同时，价

格战将在12—18个月内爆发。”

陈松青判断，行业将走向“基础能力免费+高阶功能付费”的分层模式，“可灵若靠纯订阅，或难以支撑180亿美元的估值”。

不过，需要看到，对快手的股东而言，分拆本身也未必是纯粹的利好。

何景行提醒：“分拆后快手在可灵的经济权益会下降，来自可灵的EBITDA和现金流贡献也会减少。”柏文喜则点出“控股折价”的现实：“即便未来可灵以200亿美元的更高估值上市，二级市场给快手的股权价值也通常打五折。”

是泡沫还是合理溢价？

目前，市场对于可灵180亿美元估值的核心争议，在于36倍Price/ARR(市值/年化经常性收入)是否过高。

可灵5亿美元年化ARR对应180亿美元估值，折合36倍Price/ARR，对标海外Runway仅20倍Price/ARR、LumaAI的22倍Price/ARR，显著高于全球同类标的，但低于国内大模型公司智谱AI 80倍、MiniMax 67倍的估值水平，这组悬殊数据成为快手母公司估值割裂的直观缩影。

郭涛认为，需要看到可灵的特殊性：“港股市场缺乏此类标的，‘全球AI视频第一股’的预期带来了稀缺性溢价。”

柏文喜则判断：“180亿美元估值中，约60%是可灵作为独立AI资产的合理溢价，约40%是对快手主业被低估的‘折价释放’。这不是泡沫，而是从‘消费互联网PE’向‘AI原生PS’的范式切换。”

支撑可灵高估值的还有其商业化速度。可灵自2024年6月推出，ARR从6000万美元增长至5亿美元仅用了一年多。据多家券商在今年5月发布的研报数据，克灵3.0生成1分钟视频的API定价13.4美元/分钟。

然而，可灵的收入质量尚待验证。陈松青指出：“B端API收入占比高，但客户留存率与续费率尚未经历完整周期验证。”更关键的是

盈利路径，视频生成推理成本极高，当前定价能否覆盖GPU折旧与电费仍是问号。

虽然快手方面早已表示，可灵AI已经在推理算力层面实现了毛利率的转正，但仍需看到，快手2026年260亿元资本开支的折旧摊销将大幅侵蚀利润。

“可灵百亿级算力的资本开支全部由快手承担，但AI业务的高估值溢价却无法直接反哺上市公司股东。在这样的财务错配下，拆分可灵、实现估值分离成为快手破除困局的最优解。”陈松青说道。

柏文喜则提醒道，Sora因日均成本1500万美元、年化烧钱54亿美元而关停，“为行业敲响了警钟”。