

ORACLE DESK

CASE FILE 002

自我造血劇本

ZHIPU AI | 02513.HK

Market Script Analysis

非投資建議

產品力提供估值下限，國產 AI 敘事提供估值上限。
商業化能否追上研發與資本消耗，決定這個劇本能走多遠。

核心定位

國產大模型敘事驅動的企業級 AI 平台

文件性質

白話導讀 · 資料核實 · 觀察訊號

版本

2026.07.10

Lunar Market Notes

1 白話導讀：報告總覽

給第一次看 Oracle Desk 的讀者

一句總結

智譜賣的不只是「模型」

而是一個「國產大模型可以被商業化」的市場身份。

為何市場曾追捧？

國產 AI 稀缺標的想像

清華系技術背景、企業部署能力與國產替代敘事，令市場願意給予身份溢價。

真正風險

商業化要追上資本消耗

收入高速增長，但研發、虧損與資本需求仍大；若收入質量未改善，敘事會繼續依賴融資。

這份報告不是叫你買賣

它幫你看一個問題

智譜能否由「國產 AI 故事」變成「可持續、自我造血的企業級平台」？

最應該看的三件事

收入質量 · 虧損 · 資本效率

1. API / MaaS 與企業部署收入是否可重複
2. 虧損及經營現金流有沒有改善
3. 新融資能否換來更高質商業化

Oracle Desk 元素

直覺判讀 + 公開資料校準

Oracle 判讀指出結構張力；資料核實決定哪些可寫入報告，哪些只能列為待觀察。

2 Executive Card：一頁結論卡

先看這頁，再讀完整報告

核心問題不是「模型夠不夠強」，而是市場會否由國產 AI 故事，轉向相信智譜能建立可持續的商業化平台。

一句定位

國產大模型敘事驅動的企業級 AI 平台

技術與產品已有基礎，商業化承接仍需證明。

最大矛盾

收入 +132%，但研發與虧損遠高於收入規模

增長要由收入質量、虧損收窄與現金流改善驗證。

基準劇本

中性消化 50%

收入仍增長但速度放緩；虧損維持高位或略收窄；估值繼續受國產 AI 情緒與融資進展牽引。

綠燈

API / MaaS 與企業部署收入持續增長；經調整虧損收窄；經營現金流改善；融資用途有清晰商業里程碑。

紅燈

收入增長跌至 50% 以下；虧損及現金流惡化；再次融資主要用於一般營運；A 股進展明顯延遲。

失效條件

若連續財報顯示收入質量改善、虧損持續收窄、經營現金流明顯好轉，且資本投入能轉化為可重複收入，本報告對資本循環壓力的擔心需要下調。

7 AI 公司真正的壓力測試：商業化能否跑贏資本消耗？

循環本身不是問題，問題是商業化能否跑贏資本消耗



2026.07 配售協議

約 US\$4bn (約 HK\$313.75 億)

截至 2026 年 6 月底

IPO 淨所得款已使用超過 93%

新一輪配售主要用於：模型研發、算力、人才、業務擴張、
戰略投資、一般營運資金。

Oracle 判讀

第二輪資金不是終點，而是驗證開始。

融資可以延長研發與商業化跑道；但規模越大，市場對轉化
效率的要求亦越高。

市場真正看的 Ratio

收入增長速度 vs 資本消耗速度

如果兩者持續背離，估值焦點將重新回到：現金流與融資能
力。

Oracle 層面焦點：第一輪資金證明技術，第二輪資金證明商業模式。市場真正關注的不只是融資，而是第二輪資金能否帶來更高商業化效率。

11 結語：這不是買賣結論，是市場劇本地圖

Oracle Desk 的價值在於拆解：市場正在相信什麼，以及什麼會證明它錯

最大問題

不是沒有技術故事

而是商業模式仍在「收入增長 → 高研發 / 高虧損 → 融資 → 再投入」的循環中。

真正驗證

收入質量、虧損收窄與資本效率之間的平衡

未來 6-12 個月，是這個平衡改善還是繼續依賴外部資本。

Oracle Desk 判詞

敘事要落地，必須由使用走到自我造血

在可重複收入上升、虧損收窄與現金流改善前，國產 AI 敘事仍未完全被基本面承接。

智譜 AI 的下一階段，不是再證明自己能做模型，而是證明：

它能把國產大模型的市場身份，變成可重複、可擴張、可由現金流承接的商業平台。

完整版本不公開。

非投資建議。