

# OpenAI宮鬥戲中的羅生門

一點靈犀

OpenAI宮鬥戲一波三折，創始人阿爾特曼（Sam Altman）亦能峰迴路轉地重新掌舵。圍觀群眾連續吃瓜數日，始終有個問題沒想明白：既然最大的投資人——微軟是力挺阿爾特曼的，公司員工也大多站在他那一邊，那麼董事會當初怎麼能搞出「政變」呢？這一切都要從OpenAI獨特的公司治理架構說起。

李靈修

早在創建之初，OpenAI就立志成為一個只接受捐贈，不受任何資本及個人控制的非營利組織，同時承諾對外開放技術專利與研究成果，以實現將AI（人工智能）紅利面向公眾「OPEN」的初心。

## 公益性與盈利性的艱難取舍

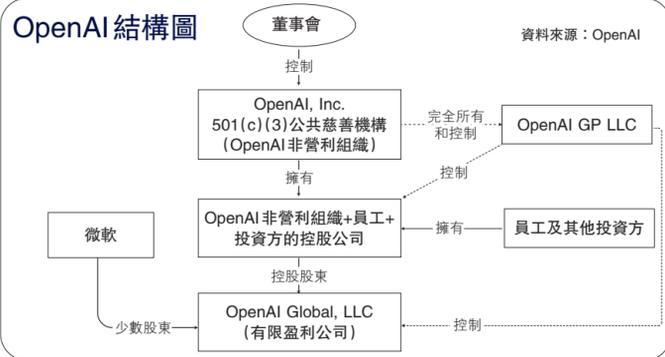
然而，大模型訓練需要龐大的資金及資源支持。在最主要投資人——馬斯克（Elon Musk）與公司分道揚鑣的時候，OpenAI便意識到，現有的經營模式阻礙了自身的發展。也因此，創始團隊搭建了一個異常「糾結」的治理架構：在非營利母公司OpenAI Inc旗下，再創建一個有限盈利子公司

OpenAI Global。

該架構之所以稱為「糾結」，是因為OpenAI努力在公益與盈利性之間尋找平衡，試圖協調好長期目標與短期回報的矛盾，但這也為日後的宮鬥戲埋下伏筆。

2019年，微軟與OpenAI確立戰略合作夥伴關係，斥資130億美元投資OpenAI Global，但微軟在OpenAI Inc董事會裏並不擁有席位，無權干涉公司的人事任免，充其量算是最大的外部合夥人。

須着重強調的是，OpenAI與微軟簽署了一個極為複雜的股權投資協議。按照協議，OpenAI未來利潤將按照四個階段進行分配：第一階段，優先保證



馬斯克等首批投資者收回初始資本；第二階段，微軟有權獲得OpenAI盈利後的75%利潤，直至收回初始的130億美元投資；第三階段，當公司利潤達到920億美元後，微軟的分配比例將下降至49%；第四階段，當公司利潤達到1500億美元後，微軟所持股份將無償轉讓給OpenAI Inc。

## 所有權與管理權的嚴重失衡

微軟的定位更像是一個逐步退出的財務投資者，而OpenAI真正的主宰

是母公司（非盈利組織）的董事會。根據公司章程，董事會是「OpenAI所有活動的總體管理機構」，但董事會成員卻都不是公司股東（包括阿爾特曼本人）。這裏就出現了一個很大的問題，公司的所有權與管理權嚴重不對等。

OpenAI宮鬥戲的前奏，發生在月初召開的首屆開發者大會上，阿爾特曼宣布支持開發者創建自定義模型GPTs，並計劃上線應用商店「GPT Store」。此舉對外釋放出一個明確信



▲微軟雖然在OpenAI投資了130億美元，但不能在董事會擁有席位。

號：OpenAI要開始全面商業化了。另據媒體報道，阿爾特曼暗地裏真正與中東金主商討，成立一家AI芯片公司，同時還有意與前蘋果公司首席設計師艾維（Jonny Ive）合作，打造AI硬件產品。

阿爾特曼的連番操作引發了另一董事會成員——OpenAI首席科學家蘇茨克沃（Ilya Sutskever）的不滿。在蘇茨克沃看來，眼下的AI技術仍未完成「道德對齊」、監管環境亦不完備，過度商業化只會將人類社會陷入危險境地。他因此聯合其他成員「彈劾」阿爾特曼，指責後者不僅「喪失信仰」，而且「對組織不老實」。

如此看來，外人眼中的「OpenAI政變」，其實在公司治理架構下，合法合規也合情。只不過阿爾特曼的最終回歸，究竟定性為「邪不壓正」抑或「倒向資方」，未來留給時間作答了。

## 心水股

中信証券(06030) 百度集團(09888) 聯想集團(00992)

# 恒指反彈乏力 下周考驗17400點

頭牌手記

沈金

港股昨日突現沽壓，恒指低開139點之後就節節後退，所有分類指數都下跌，最低時報17545點，跌365點；收市為17559點，跌351點或1.96%。

對昨日的大跌，有人歸咎於銀行拆息的上升，擔心年近歲晚拆息高企對工商各業構成影響。另一個因素是若干重磅股在沽壓驟增下重重翻個筋斗。如騰訊（00700）一跌就是2.4%、友邦（01299）跌2.8%、比亞迪（01211）跌5.5%、藥明生物（02269）跌4%、網易（09999）跌3.3%等，都跌得比恒指重。

昨日的成交額有881億元，較上日

少96億元，但仍算暢順。本周每日成交由811億元到1072億元，共4805億元，平均每日961億元，以近期的數據看，已屬「旺市」了。對於數以千億計資金的投放，好淡對壘，誰勝誰負，看來不能以短時間論英雄，到年底才知道大市的真正方向。

## 萬八關阻力重重

另外一個啟示是：恒指18000點關在投資者心中，依然是阻力重重。本周四（23日）好端端的逼近這個心理關口，昨日又告「腳軟」而闖關乏力。今後好友重整旗鼓時，對此關口，的確要提醒十二分精神，勿掉以輕心。

本周5個交易日中，三日升二日跌，恒指仍較上周升105點。不要忘記，大市是從上週五的17454點開始反彈的，曾攀升至17910點，升456點，卻在昨日抹去351點，進四步退三步，可見步履艱辛，營造升軌，實非易事。不過，對這次的「退潮」，我仍不灰心，因為恒指又已接近起步點，下周首先要考驗17400點關的支持，而更大的支持在17100至17300點區間。

現時離月底只有4個交易日。10月底恒指收報17112點，幾乎是今年的低位，所以下周好友一定要堅守陣地，使艱難的11月份，仍能保住「上升月」的冠名。這對今年最後一個月的好淡對決，起碼在心理上會有點幫助。

# 旅客消費復甦 健倍苗苗勢受惠

經紀愛股

鄧聲興

受惠於訪港旅遊業和私人消費持續復甦，零售業總銷貨價值按年繼續明顯上升。與去年同期比較，今年首9個月合計的零售業總銷貨價值的臨時估計上升18.6%。分月看，8月的零售業總銷貨價值的修訂估計較去年同期上升13.7%；9月錄得零售業總銷貨價值的臨時估計為318億元，按年升13%。

值得注意的是，今年9月中草藥以及藥物與化妝品類別與去年同期相比，分別同比增長14%及50.6%，凸顯該等零售類別的強勁表現及零售市場不斷改善的整體經營環境。相信醫療保健品龍頭之一的健倍苗苗（02161）可受惠復甦。

集團公布截至9月止的6個月中期業績，綜合溢利將達約6250萬元，約為去年同期的3倍；收益3.268億元，按年增加38%；錄得純利6246萬元，增長190%；毛利達1.711億元，同比增加100.1%；毛利率亦顯著提高，由去年中期的36.1%上升至52.4%。每股盈利6.87仙，派中期股息每股3.45仙，比去年同期升5.9倍。業績表現良好，主要得益於內地訪港旅客人數回升，由於市場氣氛良好，加之集團的品牌管理策略行之有效，使得其產品分部的銷售收益大幅提高，銷售利潤率顯著

上升。何濟公產品收益增85%

品牌藥分部，歸功於何濟公產品的出色表現，收益錄得1.055億元，同比增長85.4%，佔總收益的32%。品牌中藥分部收益整體增長14.3%，錄得1.863億元，佔總收益的57%，主要得益於保濟丸的可觀增長及濃縮中藥顆粒業務的持續強勁勢頭。健康保健品分部的銷售額3500萬元，大幅增長107.1%。預計香港零售市場有望於本財政年度下半年仍保持良好勢頭。而集團強大的品牌保健產品組合，將為其在市場上構建亮麗前景與可長期發展，投資者不妨關注。

（作者為意博資本亞洲有限公司管理合夥人，證監會持牌人士，未持有上述股份）



# AI PC推動換機周期 聯想上望10.5元

毛語倫比

毛君豪

剛公布第二財季業績的聯想集團（00992），收入環比連續兩個季度回升，主要得益於智慧設備業務集團（IDG）良好的復甦勢頭，但傳統服務器平台遷移較慢及AI（人工智能）服務器訂單轉化率較低，收入則按年下降15.7%。營業利潤為5.14億美元，按年下降39.6%，毛利率按年提升至17.5%，創歷史新高。

## 上季出貨量跑贏同業

全球PC（個人電腦）出貨量下滑速度放緩及伴隨著去庫存化結束，今年第三季全球PC出貨量按年下降5%，但聯想出貨量則按季提升12.7%，高於行業整體水平。聯想PC業務以24%的市佔率繼續穩坐全球第一，收入按季增長13.6%。集團預計2024年將有兩大因素刺激行業需求爆發：一是新的Win11系統預計會進一步拉動終端

用戶需求，二是進入AI PC爆發元年，進一步刺激用戶需求，主席楊元慶對未來一年的電腦市場亦比較有信心。

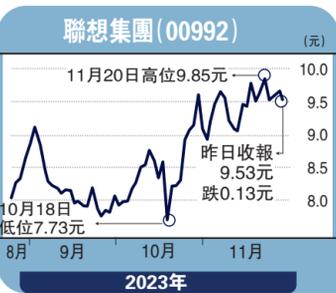
集團利用生成式AI積極打造新一代人工智能終端產品，AI PC有望從2024年下半年推動換機周期，將激發消費者增購意願，為PC市場帶來新的購買力量。AI PC將逐漸取代傳統PC產品去穩固聯想的PC霸主地位。

集團三大新業務分別是智慧設備

業務集團（IDG）、基礎設施方案業務集團（ISG）及方案服務業務集團（SSG）。IDG業務包括PC、智能手機及其他智能設備產品，PC端佔80%，已連續兩個季度大幅改善，智能設備業務集團的經營利潤率達到7.4%，重回歷史最高水平。ISG業務包括存儲、軟體、服務及高性能伺服器，其中伺服器及軟體的收入創歷史新高，按年增30%，存儲收入增加至3倍多，而集團最先進的邊緣運算產品ThinkEdge的銷售年增超過1.7倍。

聯想第三季度業績符合預期，IDG穩步復甦，SSG靠着ISG提供盈利支撐，AI PC發布驅動新增長。股價走勢方面，由上年10月5.26港元一浪過一浪地開始，上升至今月的高位10港元以上。投資者可吼9港元買入，上望至10.5港元，止蝕價可放於8港元。

（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）



# 內房股危中有機 現價跌15%可買

政經才情

容道

港股昨日來了一個無厘頭的大跌，主要是藍籌科網股及金融股呈現普跌，全天是低開低走，最後拖累恒生指數大跌351點收市，周四狂升的內地房地產股也順勢作出跌整，但跌幅不大，反倒吸引不少炒家關注，因為常在魚缸盪食的投資人，對待近半個月這種「有波幅無升幅」的悶市，都要發掘或玩一下一些高波幅的股票，否則不是悶死，就是給市場磨死；資深操盤者都知道近數月內房股的波幅在消息的推波助瀾下，往往有30%至50%的震幅，十分適合做上下其手的投機操作！

筆者雖不看好內地房地產市場，但因自身專業的關係卻對內房股長期關注，當然也是經常買賣此板塊，所以對各相關股票的價位可說是瞭如指掌，同時，因為專業的關係，無論是牛市或熊市，我都會保留一小部分房地產股作為底倉，所以就最近兩三年內房股普遍跌了超過50%，但本人仍是持之以恆的買賣內房股；當然，要贏，一定要控制好價位和倉位，現在的內房肯定是過了最輝煌的年代，但也不至於全無價值，加之其是國家經濟的一個重要支柱，這產業肯定是不會倒的。我建議大家若有興趣內房股，現在不是這浪入市的時機，最好在現價跌低15%以上才有秩序買入，然後靜待各種市場消息的炒

作，隨波逐流，操作準繩的話，應不難在中短期內有超過20%以上的回報，也好當作在這悶市中一個獎勵！

## 外資進場 港股待反彈

至於整體大市方面，香港的底部已經慢慢堅實，外部資金近來已有回潮之勢，而內部經濟雖仍然是呆滯，但已看到脫離底部向上之態，故配合外圍向好的氣氛及相對穩健的A股，恒指很快探底向上應該是大概率，故此我本週基本上吸納多於賣出，在波段操作中慢慢加大好倉，向上維持18500點做第一站目標，若「think big」的話，展望年底到達20000點應該不是夢！

至於A股，最近反倒是沒有放太多精力，因為在技術分析層面看，最近一兩星期應該是陀螺變形態，指數會在超窄幅內震盪；簡單說，若無心水股，就暫且忍手觀望為妙，炒指數是十分不利也。另外，早前推介的悶市三寶之二，黃金及人民幣仍在高位徘徊，未入市的千萬不要在此位買進，早入市有水位的可酌量減持三分之一先套利。

最後，上兩期調整對美股的看法證明是對的，道指已站在35200點之上，似有再上衝一段的能量，目標是衝穿前浪頂至35800點左右才會回頭，到其時，基本上已把34000點沽空的淡友消滅殆盡了。（微博：有容載道）

# 環球幣策趨鬆 金價挑戰2020美元

金日點評

彭博

金價本周在市場不斷提升美聯儲停止加息的預期下，成功突破2000美元大關，周初連續兩日都於2007美元挑戰，其後因感恩節假期，市場整體交投較為謹慎淡靜，金價的波動範圍也比較有限，目前仍處於1990美元一線附近高位，離2000美元大關近在咫尺。

## 市場料聯儲最快明年初減息

10月31日至11月1日的會議紀要顯示，美聯儲官員在上次政策會議上同意他們將「謹慎」行事，只有在控制通脹的進展出現問題時才會加息。

他們重申政策制定者近期的言論，為進一步收緊政策敞開大門，而市場已經開始預期從明年初開始減息。

現時金價波動活躍性會有所下降，投資者等待美聯儲釋放更清晰的信號，而下周金融市場將恢復活力時可以結合一系列的重要經濟數據和事件。筆者估計當全球央行將開始逐步退出極為緊縮的政策時，金價可望後市嘗試挑戰歷史新高。

數據方面，美國至11月18日當周的初申請失業人數錄得20.9萬人，低於預期的22.6萬人，為10月14日當周以來新低。美國續申請失業人數兩個月來首度下降。美國10月耐用訂

單月率錄得-5.4%，為2020年4月以來新低。

技術分析方面，本周金價成功突破2000美元後，雖然暫時沒有進一步帶來太大的上漲空間，但至少延續了近段時間的強勁勢頭，多頭還是佔據了優勢。因為現階段無論是基本面還是技術面節奏，都對黃金十分有利。買家先站穩收實於1992美元關口上方，目標是挑戰2012美元，甚至更高的2020美元水平，賣家沒太大優勢則需留意基本面影響，逆轉時看買家止損點1982美元。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgphk）