

# 大模型「双雄」上市，高亏损仍获资本青睐

■本报记者 沈春蕾

2026 年元旦刚过，国产人工智能（AI）大模型又火了一把——有两家创业公司先后在香港联合交易所敲钟，分别是 1 月 8 日上市的北京智谱华章科技股份有限公司（以下简称智谱）和 1 月 9 日上市的上海稀宇科技有限公司（MiniMax）。

市场数据显示，智谱首日上市开盘价 120 港元 / 股，较 116.2 港元的发行价上涨 3.3%，1 月 16 日收盘价 250 港元，市值达 1100 亿港元；MiniMax 首日上市开盘价 235.4 港元 / 股，较 165 港元的发行价上涨 42.7%，1 月 16 日收盘价 438 港元，市值达 1373 亿港元。

这两家公司可谓是 AI 大模型领域的“双雄”。由于此前国内外都没有大模型公司上市，智谱也被业内称为“全球大模型第一股”，MiniMax 则因上市当天股价的飙升格外吸睛。

然而，在市场行情一片大好的背后，两家公司却深陷一个共同的困境——高增长与高亏损并存。财务报表数据显示，2022 年至 2025 年上半年，智谱累计亏损约 62.48 亿元人民币；2022 年至 2025 年第三季度，MiniMax 累计亏损约 13.2 亿美元（92.93 亿元人民币）。

为什么在 AI 大模型重度亏损之下，资本市场的热情依然高涨？

## 来自清华的创业团队

智谱的创业故事得从 2006 年说起。那一年，清华大学计算机系知识工程实验室（KEG）发布了一款科技情报分析与挖掘平台产品——AMiner，产品研发团队的带头人是清华大学计算机系教授唐杰。

2019 年，这支研发团队创办了智谱，首席执行官张鹏和董事长刘德兵都来自清华大学。一年后，智谱开始自研 GLM（通用语言模型）架构，并训练了百亿参数模型 GLM-10B。当年，智谱也成为国内为数不多的可以对标美国 OpenAI 的公司。

OpenAI 成立于 2015 年，最开始是一家 AI 研究实验室，主要关注强化学习的情景设置，后来转换赛道做预训练模型，并实现技术的快速产业化落地。

张鹏告诉《中国科学报》：“从基因上看，我们和 OpenAI 很像，都是从实验室里走出来的；从目标来看，我们和 OpenAI 也很像，都希望构建通用人工智能（AGI）。”

“中国首个百亿模型、首个开源千亿模型、首个对话模型、首个多模态模型、首个设备操控智能体……”张鹏介绍，智谱成立后迅速搭建了全面的模型体系。目前，智谱的 GLM 架构已实现全国产突破，适配 40 余款国产芯片，成为业内通用性最高的模型体系之一。

2021 年，智谱开始布局 MaaS（模型即服务）平台，比大模型商业化的时间早两年。截至目前，智谱 MaaS 平台已汇聚超过 300 万家企业及应用开发者，是国内最活跃的大模型应用程序编程接口（API）平台之一，其中编程订阅产品表现尤为突出，上线短时间内即实

现过亿元的年度经常性收入，并在海外开发者社群中快速渗透。

大模型的研发非常“烧钱”。智谱的招股书显示，2022 年至 2024 年研发投入分别为 8440 万元、5.289 亿元、21.954 亿元，2025 年上半年为 15.947 亿元，累计研发投入约 44 亿元，研发人员占比 74%；2022 年至 2024 年，毛利率分别为 54.6%、64.6%、56.3%，2025 年上半年毛利率为 50%。

智谱高强度的研发投入支撑起技术的快速迭代——GLM 系列模型每 2 到 3 个月完成一次基座迭代。2025 年 12 月，智谱新一代基座模型 GLM-4.7 在业内模型综合能力榜单中位居开源模型与国产模型双料榜首。

据悉，此次智谱募集资金净额的 70%（约 29 亿港元）将用于 AGI 大模型方面研发投入，进一步巩固智谱在通用基座模型方面的竞争力；约 10%（约 4.2 亿港元）将用于持续优化 MaaS 平台，包括提供最新的基座模型、训练 / 推理工具及基础设施建设。

智谱内部发布的消息显示，公司今年将聚焦三个技术方向：全新的模型架构设计、更通用的强化学习范式、对模型持续学习与自主进化的探索。

“‘让机器像人一样思考’是智谱创立第一天起就选择的方向。”刘德兵说，“智谱的首字母 Z 是字母表中的最后一个，代表终极境地。我们希望在 AGI 的探索历程上能走到智能的终极境地。”

## 一条“草根”AI 的创业路

相比智谱，MiniMax 是一家略显低调的公司。

成立时间不足 4 年、几乎全员“95 后”、研发人员占比近 74%、董事会平均年龄 32 岁……就是这样一家年轻的公司，却在 AI 领域成功刷新从创立到上市的最短时间纪录。

MiniMax 创始人闫俊杰出生于 1989 年。虽然他喜欢把“草根”一词挂在嘴边，但他的个人简历并不“草根”：2006 年考入东南大学读本科，2015 年博士毕业于中国科学院自动化研究所模式识别国家重点实验室。

2014 年，在百度实习的闫俊杰获得百度颁发的 20 万元科研资助基金，他的研究方向是人脸检测与识别。虽然在百度的实习只有 7 个月，但这段经历让闫俊杰意识到“学术与应用的脱节”，也促使他踏入下一阶段产业化道路。

结束在百度的实习后，闫俊杰加入商汤科技。2017 年 1 月，闫俊杰成为商汤科技研究院副院长。在 2019 年福布斯中国发布的 30 岁以下精英榜单上，

MiniMax 最核心的支出，2024 年的研发投入约 1.89 亿美元（13.31 亿元人民币），2025 年前 9 个月的研发投入已达 1.8 亿美元（12.67 亿元人民币）。

闫俊杰在上市致辞时说：“过去 4 年，我们从零开始，靠一群年轻人构建了全球领先的全模态能力，服务了全球 2 亿多用户，但这一切只是刚刚开始。”

## 投资人眼里的 AI 大模型

1 月 8 日，智谱登陆香港联合交易所，这意味着全球首家以 AGI 基座模型为核心业务的上市公司花落中国。

中科创星创始合伙人米磊早在 2018 年就开始关注智谱。他向《中国科学报》介绍，2018 年底，中科创星就与智谱团队敲定了投资金额和投资方案。在不到半年的时间里，中科创星一边协助智谱团队成立公司，一边启动对智谱的投资流程，在智谱成立前便已完成项目的判断和内部决策。

2019 年，智谱正式成立。中科创星不仅是智谱的首个投资方，还在后续融资中帮其对接华控基金等投资方。

那一年正是 AI 行业的低谷期。在投资智谱时，中科创星内部对于这个项目也有不同的看法。在米磊印象里，当时反对的意见主要集中于投资金额远超常规，以及技术的应用场景暂不明确。

“投后 3.75 亿元的估值不低，并且应用场景不如今天的大模型那么明晰，但我们仍坚持作为独家投资方，在天使轮投了智谱 4000 万元。”米磊回忆道，这笔投资不仅是中科创星那只专项基金单笔金额最大的投资，也是全年单笔金额最大的投资。

AI 大模型是一个长期赛道，需要耐心资本的支持。米磊很早就意识到这点，依然选择在 AI 大模型领域持续深耕。他告诉记者，当前大模型能力正经历历史无前例的跃升，在语言、视频、代码、工具调用等关键领域相继突破“能用”到“好用”的临界点，一个显著的大模型红利窗口已然打开。

如今，陈昱已是云启资本管理合伙人。他不仅作为天使投资人参与了 MiniMax 的早期融资，还持续看好其发展前景。“核心原因是我看好 MiniMax 对 AI 底层技术范式转移的预判。”陈昱说。

“我们相信 MiniMax 具备在 AGI 周期中穿越波动的潜力，并最终通过模型能力的持续迭代，实现技术价值向商业价值的回归。”陈昱表示，新一代“AI 原住民”创业者正在 AI 时代崭露头角，希望用资金与资源，让更多年轻创业者迈出发展的第一步。



1 月 8 日，智谱在香港联合交易所上市。

智谱供图

闫俊杰的名字旁写着“商汤最年轻的首席技术官”。

闫俊杰自 2019 年开始关注 OpenAI，并希望自己开发的 AI 技术和产品也可以惠及每一个普通人。

2021 年 3 月，闫俊杰认识的第一个投资人是来自云启资本的陈昱。“当时还没有决定要创业，只是觉得 AGI 这个技术趋势是对的。”闫俊杰说，那会儿还没有“大模型”概念，自己的想法如果能够把基础模型做出来，这个基础模型就具备通用性，可以服务很多人，甚至变成标准化的产品。

2022 年，MiniMax 在上海成立。闫俊杰的创业团队非常年轻，但他们志向远大，主张做多模态大模型，即包含语音、文本、视频的“全家桶”。而当时业内的 AI 公司大多聚焦单一赛道，致力于文本大模型的开发。

“资源分散，风险太大。”面对投资人的质疑，闫俊杰回答：“未来的 AI 不是单一的天才，他是有备而来的。在他看来，先行试错、边走边调，比什么都重要。

截至目前，MiniMax 已推出多个自主研发的全模态模型，产品矩阵包括海螺 AI、星野、Talkie 等产品及面向企业、和开发者的开放平台。闫俊杰介绍，2025 年上半年，MiniMax 的视频模型海螺 AI 已经在全世界生成超过 3 亿个视频。

MiniMax 的招股书显示，2024 年收入同比增长 782%，约 3050 万美元（2.2 亿元人民币），同期净亏损约 4.65 亿美元（32.7 亿元人民币）。研发是

## 上游热 下游冷

# 商业航天须破解生态失衡难题

■本报记者 田瑞颖

近日，国外媒体报道，美国太空探索技术公司（SpaceX）计划最早于 2026 年年中或年末以 1.5 万亿美元估值上市，募集超 300 亿美元的资金。若该筹资计划成行，SpaceX 将超越沙特阿美（Saudi Aramco）在 2019 年创下的 290 亿美元募资纪录，成为全球最大规模 IPO（首次公开募股）。

SpaceX 距离资本市场越来越近，“中国商业航天第一股”又将花落谁家？1 月 17 日，证监会官网显示，中科宇航的 IPO 辅导状态已更新为“辅导验收”。这是继蓝箭航天后第二家进入上市冲刺阶段的民营火箭企业。

2025 年 12 月 31 日，蓝箭航天科创板 IPO 审核状态变更为“已受理”，拟募资 75 亿元，用于可重复使用火箭技术、产能提升项目。截至目前，星河动力、天兵科技、微纳星空等多家商业航天企业已提交了辅导备案材料。

而面对被资本市场“炒”得火热的商业航天，却引起业内人士的担忧。

## 商业航天进入黄金发展期

连日来，商业航天概念热度持续上升，导致多家相关领域上市公司股价涨停，以至于中国东方红卫星股份有限公司等发布了股票交易风险提示。中国卫星也在 2025 年 12 月 29 日发布公告称，公司基本面未发生重大变化，但公司股票短期涨幅明显高于同期行业及上证指数涨幅，存在市场情绪过热、非理性炒作风险，以及股价短期涨幅较大、后续下跌的风险。

多家公司的提醒，并未劝退资本的热情。

从全球来看，太空经济已然崛起。日前发布的《中国商业航天产业发展报告（2025）》（以下简称《报告》）指出，2025 年是全球航天发射爆发式增长的一年，发射次数和部署的航天器数量均达到了前所未有的水平。2025 年全球平均每月发射超过 26 次，标志着全球航天进入了“周更发射时代”。2025 年全球商业航天市场规模预计达到 6802.5 亿美元，太空经济已成为全球科技竞争的新高地。以 SpaceX 为代表的美国商业航天企业凭借可重复使用火箭等技术优势，占据市场主导地位。

中国商业航天产业在此背景下加速崛起，从政策扶持期向规模化发展期过渡，力争在全球太空经济格局中占据重要地位。

《报告》显示，2025 年中国商业航天发射呈现“全年均衡、年末密集”趋势，发射频率自第三季度起稳步上升，至第四季度显著加快，反映出技术准备周期缩短与任务调度能力提升的双重成效。

开源证券的分析报告指出，中国商业航天产业已进入“资本赋能 + 技术突破 + 规模扩张”的黄金发展期。

谈及目前被资本市场“炒”得火热的商业航天是否存在估值泡沫和盲目跟风现象，中关村领航商业航天产业联盟副理事长兼秘书长龙开聪有些担忧。在他看来，一旦热度退潮，可能引发资



中科宇航供图

本撤离和政策回调。而当行业真正进入需要长期、巨额投入的深水区时，反而将面临支持不足的困境。

## 政策精准“滴灌”助力商业航天

《报告》显示，2025 年中国商业航天融资总额达 186 亿元，同比增长 32%，融资共 67 笔。目前行业资本配置更趋理性，资金进一步向具备核心技术、与商业化潜力的项目集中，早期孵化与成熟项目的融资分化态势愈发明显。

从早期孵化项目来看，投资高度聚焦，集中于可重复使用火箭动力系统、星载智能芯片等核心技术领域，投资主体以政府引导基金、硬科技专项风险投资为主。成长期和成熟期项目，重点投向低轨星座组网运营、卫星应用场景规模化落地、地面终端产能扩张等具备明确商业化路径的领域。

在龙开聪看来，2025 年我国商业航天投资提振与政策扶持、技术进步和市场需求增长等多重因素有关。其中，政策体系从“大水漫灌”式的普惠扶持，转向“精准滴灌”式的差异化引导，聚焦核心技术攻关、应用场景拓展、产业集群培育等关键环节，推动产业从规模扩张向质量齐升转型。

国家航天局印发的《推进商业航天高质量发展行动计划（2025—2027 年）》明确提出，到 2027 年，商业航天产业生态高效协同，科研生产安全有序，产业规模显著壮大，创新创造活力显著增强，资源能力实现统筹建设和高效利用，行业治理能力显著提升，基本实现商业航天高质量发展。

在编制《报告》的过程中，龙开聪团队调研发现，很多地方存在“重招商、轻规划”问题，陷入“基金 + 项目”单一化发展模式。这使得短期内项目可以快速落地、拉动投资增长，但潜伏长期弊端，如产业生态构建乏力、资源配置效率低下、可持续发展能力不足等问题。

在他看来，核心症结在于我国商业航天领域尚未形成统一的产值统计口径，数据呈现碎片化特征，且缺乏科学、合理的测评体系与数据支撑。这一现状

不仅制约了行业发展的精准研判，也给地方政府开展产业测算与规划工作带来了困扰，导致其决策部署或陷入盲目乐观，或趋于过度谨慎，难以形成科学适配的产业发展规划。

## 上下游初创企业有望成为新赛道

《报告》显示，卫星应用、火箭制造、卫星制造是目前最为热门的融资领域，融资额分别达到 87 亿元、67.1 亿元、30 亿元。

产业规模上，2025 年我国商业航天整体营收达 3800 亿元。其中，运载发射领域达 620 亿元，卫星应用领域达 780 亿元，卫星制造领域达 2400 亿元。

但在市场层面，我国商业航天还面临商业模式成熟度不足、盈利变现路径不清晰等瓶颈。这些瓶颈给市场带来了深层次影响。多数企业长期处于亏损或微盈利状态，影响资本持续投入信心，不利于产业长期健康发展，制约从“规模扩张”向“质量盈利”转型。此外，商业模式不成熟还阻碍产业生态闭环形成，影响可持续发展能力。

在龙开聪看来，当前我国商业航天产业呈现“上游热、下游冷”的突出特征，主要表现为火箭发射频次持续增加、卫星制造产能快速扩张，上游产业链的技术迭代节奏与资本投入热度持续走高；而下游应用场景落地进度缓慢，终端市场拓展不足，商业价值转化效率不高，对产业发展的需求牵引作用也相对薄弱。

他指出，这种生态失衡不仅阻碍了商业航天从“技术突破”走向“产业成熟”，还造成资源匹配效率不高、市场活力不足，影响行业持续发展。

如何破解这一问题？龙开聪告诉《中国科学报》，需要聚焦上下游协同不畅的关键环节，强化需求带动作用、完善应用场景布局、优化产业资源配置，推动商业航天形成上游技术迭代、中游集成创新、下游市场爆发的良性循环，构建均衡协同、稳定发展的产业生态体系。

在银河航天星座通信系统架构师林广荣看来，商用卫星正从上游“技术验证期”迈向下游“规模商用期”，要将卫星研制从传统的“单星定制模式”推向“数字化工业产线”，带动上下游初创企业打造新赛道，这样才能在国际竞争中形成可持续的优势壁垒。

“卫星互联网的需求已进入爆发式增长期，可以为国内企业出海通信提供保障服务。”银河航天国际业务拓展总经理黄和平表示，要实现降低卫星通信服务费的目標，需要大规模卫星组网，需要可回收火箭，更需要把卫星的成本降下来。

“目前来看，今年商业航天的发射任务很饱满。”华泰证券股份有限公司通信行业首席分析师王兴预计，2026 年我国可重复使用火箭技术将实现重大突破。该突破将显著降低航天发射成本，进而加快卫星组网的建设进度，推动我国航天产业高质量发展。

## 资讯

### 广州试点“补改投” 助推科技成果落地转化

本报讯（记者朱汉斌 通讯员李晓银）日前，广州市审议通过了《广州市科技成果转化“补改投”试点工作办法（试行）》（以下简称《办法》）。其核心目标是通过优化财政资金投入方式，引导多元社会资本协同跟进，促进更多优质科技成果在广州落地转化。

“我们认识到，在科技成果转化过程中，对于比天使投资阶段更为早期的科技成果转化项目，传统金融工具支持不足。”近日，在广州市科技成果转化“补改投”试点工作办法新闻发布会上，广州市委科技办专职副主任孙翔介绍，以往财政无偿资助的方式虽能起到“雪中送炭”的作用，但没有办法与后续投融资市场形成有效衔接。

《办法》系统构建了职责清晰、流程规范、保障措施健全的运行框架，建立了两种新模式：一是科技成果转化项目“先投后股”模式，二是创新创业大赛获奖项目“补改投”模式。

《办法》明确了广州市科技局、市财政局、受托管理机构、成果转化合作机构（高校、科研院所等）及项目承担企业等各方职责，建立了从项目遴选、立项、出资、转股到投后管理、股权退出的全链条管理流程，配套建立“免责与容亏机制”，确保财政资金安全使用，实现财政资金投入可积累、能循环。

### 香港城市大学（东莞） 首届创新创业硕士专业开学

本报讯（记者朱汉斌 通讯员何锭）近日，香港城市大学（东莞）举行首届创新创业硕士专业开学典礼。创新创业硕士专业以实践体验为核心，注重在真实商业环境中培养学生的创业能力。学生将通过企业导师制、项目实践等方式深入参与创新产业链各环节，学习将创意转化为可行商业模式的全过程。

香港城市大学校长、香港城市大学（东莞）理事长梅彦昌在致辞中表示，大学凭借人才和知识产权优势，能够“孕育”而非仅仅“辅助”创业，创新创业专业将全面支持师生开展科技成果转化。他鼓励学生以坚韧态度面对挑战，成为高价值职业生 涯的创造者。

在院士讲座环节，美国工程院院士、美国科学院院士托宾·J·马克思重点介绍了美国西北大学的“创新与新企业办公室”运作模式、高校知识产权保护机制以及在推动学术成果转化过程中的经验与启示，为香港城市大学（东莞）探索符合自身特色的“教研合一”路径与创新创业支持体系，提供了国际视角与案例参考。

来自五湖四海的新生自 1 月 12 日起陆续报到入学。在为期一周的系列适应活动中，学生们通过专业介绍、破冰交流、企业参访、英语训练营等活动初步融入学习环境。

### 东壁科技数据 完成新一轮近亿元融资

本报讯（记者沈春蕾）近日，东壁科技数据有限责任公司（以下简称东壁科技数据）宣布完成近亿元人民币 Pre-A 轮融资。本轮融资由中科创星、北京高精尖基金、强链基金、天津儒松基金等专注于硬科技领域的基金共同参与，资金将主要用于技术研发、团队建设和市场拓展。

2025 年 4 月，东壁科技数据与中科微光签署合作协议，联合建设“全球心血管领域科技成果高质量语料库”，协助中科微光打造中国首款心血管 AI-OCT 大模型。9 月，中国首款心血管 AI-OCT 大模型——麒光 AI-OCT 大模型正式发布。

2025 年 12 月，广东省人民医院教授荆志成和张斌团队应用麒光 AI-OCT 大模型，攻克冠脉介入领域最具挑战性的“堡垒”——慢性完全闭塞病变（CTO）。术中，医生借助麒光 AI-OCT 大模型，成功实现了术中影像的快速判读以及治疗策略的精准拟定，最终于前降支病变部位成功植入支架，患者远期临床预后良好，展现出基于人工智能的“大模型决策智能体”在冠脉介入领域诊断方面实时、智能、准确的显著优势。

东壁科技数据相关负责人介绍，该公司正以东壁指数为核心，抓紧构建覆盖科技文献数据库、人工智能语料、学术出版的完整生态。