

大模型“双雄”上市半年考：市场在押注什么？

中经记者 曲忠芳 北京报道

“智谱年收入7亿元，却能达到1万亿元的市值，这个世界也有些看不清楚了。”前不久，在《中国经营报》记者参加的一场采访交流会上，一位从事企业软件行业20

上市半年股价震荡剧烈背后的市场押注

无论智谱还是MiniMax，目前均处于亏损状态，没有可供计算的正市盈率(PE)。

智谱的发行价为116.2港元/股，首发市值约528亿港元。经历三个多月的攀升后，6月22日，其盘中股价冲高至2980港元，较发行价上涨超过24倍，总市值曾触及1.33万亿港元，折合人民币超过1万亿元。7月上旬，智谱迎来首次限售股解禁，股价从高位回落。7月13日，公司又完成1978万股新H股配售，募资约314.11亿港元。随后多家基石投资者公开表达长期持有意向，股价出现一定反弹。

与智谱前后脚上市的MiniMax，在二级市场走出了另一条曲线。其发行价为165港元/股，上市首日的总市值一度超过1050亿港元，收盘股价涨幅接近110%，报345港元/股。到3月18日，MiniMax盘中最高达到1330港元/股，市值一度超过4000亿港元。然而，此后股价震荡下行，7月首批限售股解禁后波动加大。7月14日收报231.2港元/股，较高点回撤超过八成，仅比发行价高约40%。

智谱与MiniMax上市时市值相差不大，MiniMax甚至相对更受追捧；但从7月16日最新收盘数据看，两家公司总市值已拉开六七倍差距。

不过，需要注意的是，无论智谱还是MiniMax，目前均处于亏损状态，没有可供计算的正市盈率(PE)。若以2025年收入计算，智谱在市值约4000亿元人民币阶段时，静态市销率已超过550倍，触

多年的上市公司CEO如此感叹。

这句话道出了众多企业的羡慕与困惑，其背后折射出资本市场对大模型企业的估值热情，以及冷热不均之下引发的“泡沫”质疑。智谱(02513.HK)与MiniMax(00100.HK)分别于2026年1月8

日、9日在港交所上市。半年多来，两家公司股价均经历剧烈震荡，走势分化明显。截至7月16日收盘，智谱、MiniMax分别报收1540港元/股和260.6港元/股，总市值分别为7170.60亿港元和910.11亿港元。

适值大模型“双雄”上市半年之际，记者试图通过梳理其股价表现、财务数据和商业化进展，观察资本市场究竟在为何种价值买单，以及高估值背后的增长预期能否兑现，为理解大模型企业的估值逻辑与发展前景提供参考。



智谱与MiniMax上市半年来，股价涨幅分别达到1190%与8.75%。

视觉中国/图

及万亿元高点后更突破千倍。MiniMax在2000亿至3000亿港元市值区间，对应2025年约5.69亿元人民币收入，静态市销率约为320倍至480倍，股价冲至历史高点时则接近675倍。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜指出，智谱超高的市销率已远超全球主要科技公司。以7.24亿元年收入支撑近万亿元市值，本质上是市场在交易“中国AI进入全球前沿竞争”的远期价值，而不是静态财务回报。仅从现有基本面看，估值很难得到解释，但自主模型的战略位置、技术突破

预期和资本市场稀缺性又构成了溢价来源。

前海开源基金首席经济学家、基金经理杨德龙也指出，传统财务指标并不完全适合衡量尚处于发展初期的科技企业，但估值过高仍有风险提示作用。“未来这些科技企业能不能通过业绩释放来消化估值是关键。”他认为，投资科技创新板块仍要回归基本面研究。

另一位不愿具名的投资人士将大模型公司市值飙涨归结为上市标的稀缺、市场对政企AI需求的想象以及潜在行业龙头溢价等因素。

从全球市场看，智谱和MiniMax是较早登陆资本市场的通用大模型公司。Anthropic和OpenAI分别于6月1日、8日向美国证券交易委员会秘密提交S-1草案，但两家公司均未确定发行时间和发行价格。以最近一轮融资估值及年化收入运行率粗略计算，Anthropic的市销率约为20倍，OpenAI约为30多倍。柏文喜认为，海外头部公司上市后可能为国内企业提供新的估值参照；如果其定价被市场接受，国内动辄数百倍的估值也将面对更直接

华盛昌并表伽蓝特 MLCC 市场前景几何？

中经记者 黎竹 张靖超 成都报道

7月14日，深圳市华盛昌科技实业股份有限公司(以下简称“华盛昌”，002980.SZ)发布了2026年半年度业绩预告，预计今年上半年归属于上市公司股东的净利润约为7000万元—8000万元，比上年同期增长61.02%—84.02%。

华盛昌提及，报告期内的业绩增长主要系全资子公司深圳市伽蓝特科技有限公司(以下简称“伽蓝特”)并表所致。公开信息显示，华盛昌是一家以从事仪器仪表制造业为主的企业；而伽蓝特的业务涉及光通信测试设备研发、生产和销售。据华盛昌此前公告，其于4月17日与伽蓝特股东签署了《购买资产协议》，拟以4.6亿元现金收购伽蓝特100%股权；5月23日，伽蓝特完成工商变更登记。

中国企业资本联盟副理事长柏文喜认为，这场收购是“电测龙头×光测专精特新”的标准打法。他分析指出，“伽蓝特真正值钱的是资产质量，其业务涉及100G—1.6T全速率光模块测试+硅光晶圆级测试，客户为华为、中兴、Lumentum、Intel，而国内能做1.6T全套测试的就只有联讯仪器(688808.SH)、伽蓝特等寥寥几家。从收购主体来看，华盛昌海外收入占比超60%，具备全球销售渠道；但‘从测电转向测光’的渠道复用度很低，还需要看后续研发整合，即华盛昌电信号与伽蓝特光信号能否拼出光电一体化平台。”

跨界收购

在业内看来，这场收购帮助华盛昌精准卡位高速增长赛道。

根据浙江中联资产评估有限公司出具的评估报告，伽蓝特的资产评估值为4.72亿元，基于上述评估结果，经交易各方协商，确定标的公司100%股权的交易作价为4.6亿元。

据了解，伽蓝特成立于2008年，当下业务聚焦高速光模块与硅光晶圆芯片的研发及量产测试场景，主营有源光器件、无源光器件自动化测试系统，核心产品包括光衰减仪、光功率计、光时钟恢复仪、误码测试仪、光开关、各类光源及自动化测试平台等，全面覆盖100G/400G/800G/1.6T高速光模块、硅光芯片晶圆级性能验证与产线自动化测试。

根据经审计的财务数据，截至

涉MLCC叙事

在业内看来，收购完成后，华盛昌切入光模块测试领域，在光通信、储能、AI传感等多赛道布局，符合国产替代趋势。

江瀚认为，随着AI算力建设深入，光电融合成为必然，测试需求从基础电工向高速光通信延伸是产业升级的必经之路。因此，华盛昌从传统测电拓向测光的转型逻辑顺应技术演进趋势。

7月16日，华盛昌触及涨停，涨停价112.35元/股，总市值212.79亿元。Wind数据显示，今年以来，华盛昌股价累计涨幅超380%。

对此，柏文喜指出，近期127家机构调研，叠加AI算力/CPO板块

2025年12月31日，伽蓝特资产总额约1.5亿元，负债总额为9987.76万元，净资产为5004.36万元。2025年度，实现营业收入1.58亿元，营业利润3666.10万元，净利润3261.58万元。

据公开信息，华盛昌2025年经营活动现金流量净额5979.2万元，同比下降73.39%；其以伽蓝特100%股权为质押，使用了3.22亿元的10年长期并购贷款。这意味着，在收购交易完成后，其现金流和利息负担也会增加。

柏文喜告诉记者：“4.6亿元交易价对应PE(市盈率)约14倍，还绑定了三年累计净利润大于等于1.15亿元的对赌，且华盛昌控股股东、实际控制人袁剑敏要向伽蓝特创始人余新文转让5%股份(锁定期为48个月)的利益绑定。”

情绪，把华盛昌从“仪器仪表”重新贴到“光通信测试国产替代”标签上。而华盛昌通过“通用电工仪表→光通信测试→CPO配套→MLCC(多层片式陶瓷电容器)无损检测”的估值坐标连续切换，年内股价从21.07元/股冲到135.95元/股(涨幅超5倍)，近期涨停是业绩预告+光通信叙事的二次点火。

这段时间以来，MLCC成为市场关注特点，以MLCC概念为代表的板块涨幅居前。据了解，MLCC被称为“电子工业大米”，是AI服务器、新能源车的核心基础元件。

高盛在研报中指出，MLCC已成为AI服务器物料清单中仅次于

盘古智库高级研究员江瀚则认为，AI大模型爆发直接拉动了高速光模块的需求，而测试设备作为产业链的“卖水人”，具有确定性高、国产替代空间大的特征；而华盛昌传统主业面临增长瓶颈，伽蓝特在光模块及硅光芯片测试领域的技术积累，有效补齐了公司在高端光电测试领域的短板，能够帮助华盛昌实现业务结构的第二曲线。

此外，在业绩预告中，华盛昌表示今年6月将伽蓝特纳入合并报表范围，而今年6月伽蓝特实现净利润2500万元—2900万元。但对于伽蓝特的业务与华盛昌如何进一步协同联动，截至发稿，华盛昌方面尚未回复记者。

江瀚指出这场跨界交易可能存在风险，他提及，“光通信测试属于技术密集型行业，华盛昌能否在

GPU和存储芯片的第三大成本项，预计2025年至2030年市场规模将增长约4.3倍。

据专业人士赵波介绍，MLCC的核心作用就是防止电流忽高忽低烧坏芯片。其中，低端消费MLCC主要用于手机、PC、家电、普通消费电子等领域；高端MLCC则用于AI服务器、工业电源、高端通信设备等应用，对容量、高温可靠性和寿命的要求更高。

对于在高端MLCC检测方面的具体业务布局，华盛昌未予回复。

多位受访者认为，即便公司具备相关检测仪器，在整体营收结构

大模型的商业变现与技术“摸高”

模型能力决定企业能否留在牌桌上，收入质量、毛利率和经调整利润则决定它能在牌桌上留多久。

截至目前，智谱与MiniMax尚未公布2026年一季度财报。据智谱管理层3月31日在2025年业绩会上披露，公司MaaS云端API的年度经常性收入(ARR)达到17亿元，过去12个月增长约60倍，较2026年1月的ARR提升6.4倍。从2025年营收结构看，云端部署收入占比升至26.3%；该业务毛利率为18.9%，较上年明显提高。智谱认为，随着模型能力提升，API调用量增长有望带来规模效应。

前述投资人士指出，智谱2025年研发投入为31.8亿元。相比7.24亿元的收入和云端业务18.9%的毛利率，大模型显然还不是一门轻松的生意。2025年，智谱超过七成收入仍来自本地化部署；公司经调整净亏损31.82亿元，较上年继续扩大。API收入增长很快，但能否覆盖训练、推理和人才投入，仍需后续财报检验。

尽管AI企业的商业化问题被持续追问，智谱创始人唐杰仍在7月11日发布的《巨浪已来》内部信中宣布启动“Touch High(摸高)计划”：未来两年继续投入基础模型研究，不追求短期应用变现，重点研究长程任务、自治智能体、自我训练和安全治理。这意味着，前沿模型公司仍需要持续投入，也意味着智谱将在技术突破和经营回报之间承受更直接的压力。

与智谱主要面向企业客户不同，MiniMax更多走C端应用和海外市场路线。MiniMax在2025年实现收入7903.8万美元，同比增长158.9%；经调整净亏损由2.44亿美元小幅增至2.51亿美元，亏损率则由约800%收窄至约317%。两家公司均出现一定规模效应，但经调整亏损额尚未迎来持续下降的拐点。北京第四波科技智库与中关村天成创新研究中心发布的《中国AI大模型商业化报告(2026年上)》(以下简称《报告》)认为，国内大模型商业化仍处于成长期。市场已出现多种商业模式，其中较为主流的包括MaaS/API服务、本地化部署、行业解决方案和C端订阅。C端订阅最直接，但受付费率

和每用户平均收入限制，单靠订阅难以覆盖高额研发成本。《报告》称，算力支出占成本的57%至70%，仍是盈利的重要制约。

海外头部公司的收入结构提供了另一种参照。OpenAI披露，其ARR从2023年的20亿美元增至2025年的200亿美元以上，2026年年初进一步超过250亿美元；收入主要来自ChatGPT个人订阅、企业版席位和按调用量收费的API，其中企业业务占总收入的比例已在四成以上。Anthropic的收入则更偏企业和开发者，来源包括Claude API、企业订阅、Claude Code以及通过亚马逊Bedrock、谷歌Vertex AI等云平台销售模型服务。2026年5月，Anthropic披露年化收入运行率达到470亿美元，编程和企业客户成为主要增长来源。需要注意的是，ARR是近期收入的年化结果，并不等于全年审计收入。

国内竞争也在加快，DeepSeek被曝寻求新一轮融资，开始筹备IPO事宜，但相关时间表尚未得到公司确认；月之暗面披露的数据显示，Kimi在6月中旬的ARR超过3亿美元，增长主要来自模型迭代后API使用量提升；阶跃星辰则继续推进大额融资，以“基础模型+应用”寻找落地场景。再加上阿里、字节、百度、腾讯等大型平台持续投入，国内市场已经不只是几家创业公司的模型竞赛，而是资金、算力、和客户人口的综合竞争。

大模型公司仍要继续向技术高处走，但“摸高”不能替代商业化。模型能力决定企业能否留在牌桌上，收入质量、毛利率和经调整利润则决定它能在牌桌上留多久。接下来，智谱与MiniMax以及DeepSeek、Kimi、阶跃星辰都需要回答同一个问题：调用量增长之后，谁能率先形成稳定付费，谁能让推理成本下降得比价格更快，谁又能把技术优势转化为持续收入和更少的亏损。市场可以为未来先付钱，但这笔钱最终是提前支付还是提前透支，仍要由今后几年的经营结果来回答。



在完成对伽蓝特的并表后，华盛昌预计今年上半年归属于上市公司股东的净利润将同比增长61.02%—84.02%。

视觉中国/图

企业文化、研发体系及供应链管理上实现深度融合，避免‘连而不锁’，是其能否真正完成高端化转型的关键考验”。

在柏文喜看来，短期来看，并表利润已验证华盛昌的“双主业并存”的叙事；但长期来看，华盛昌走

得是海外商超、电工通用渠道等，客群是电工、维修工等；伽蓝特的渠道则是光模块厂直销与科研院所，客群是中际旭创、新易盛、华为光产品线。他告诉记者：“这是两套销售逻辑，因此双方协同在供应链、资本和海外渠道，而不在前端获客。”

中占比也微乎其微，难以对整体业绩形成实质性拉动。当前市场对MLCC的关注更多源于产业链情绪传导，投资者应更多聚焦公司在光通信测试这一核心增长极上的订单落地与产能释放情况，避免被边缘概念干扰判断。

柏文喜强调，华盛昌主业体量里，专业测试仪器在2025年上半年的收入为4071万元，占总营收的比例为11.6%，MLCC检测在短期内的占比更低。

江瀚也认为，华盛昌目前的优势在于通用测量仪器及光通信测试，但MLCC检测更多属于电子元器件制程中的特定环节，并非公司

当前主攻的战略方向，市场炒作需回归理性。

记者从华强北商家处了解到，随着大模型训练服务器、智算集群、高端算力机柜需求持续放量，MLCC的现货价格从今年5月开始呈现明显的上涨趋势。

然而，当前市场呈现的是“K型分化”：即消费电子规格对应的MLCC产品存在“去库存”和“价格压力”，高端AI服务器、数据中心、汽车电子、高可靠工业规格出现结构性紧张。中信证券、国信证券等多家券商研报则显示，此轮MLCC涨价由“需求端、供给端、成本端”三端共振驱动。