

智谱上市 一场关于AGI商业化的资本测试

总市值近580亿港元

半年前，OpenAI在一份官方报告点名智谱，将其列为在主权AI领域取得显著进展的重要对手之一，当时智谱完成上市辅导备案刚两个月。半年过去，智谱连接推出GLM-4.5、GLM-4.6和GLM-4.7模型，并在2026年1月8日成为港交所上市企业。

发行价116.2港元，开盘价120港元，上市当天智谱股价的整体趋势向上，最后报131.5港元，总市值578.9亿港元。

对于智谱当日股价表现，比达分析师李锦清告诉北京商报记者，“虽然公司没有盈利，但是资本市场还是看好智谱，对智谱来说是好消息，对马上IPO的MiniMax也是个利好”。

当天，智谱董事长刘德兵、智谱总裁王绍兰及CEO张鹏一同见证了敲锣仪式，智谱向北京商报记者分享的致辞中，刘德兵表示：“全球范围内通用大模型企业第一次以这样的方式走向公开市场，非常有幸智谱作为中国大模型代表，站在这个历史性的起点。‘让机器像人一样思考’是智谱从创立第一天起就选择的方向，是智谱人持之以恒奋斗的唯一目标”。

他回忆，“2021年，智谱推出了自己的算法架构GLM。2025年，GLM-4.7的发布让我们的模型跻身世界领先，为我们冲刺AGI(通用人工智能)打下重要根基。智谱的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”。

智谱成立于2019年，由清华大学技术成果转化而来。2022—2024年，公司营收分别是5741.9万元、1.25亿元、3.12亿元，年复合增长率130%。2025年上半年营收1.91亿元，同比增长325%。

2022—2024年，智谱经调整净亏损分别是9741.7万元、6.21亿元、24.66亿元。2025年上半年经调整净亏损17.52亿元。2022—2024



年公司毛利率分别是54.6%、64.6%、56.3%，2025年上半年毛利率50%。

巨额投入换市场

翻开智谱招股书，一组数据格外醒目。2022—2024年，智谱研发开支分别达到8437.7万元、5.3亿元和22亿元，2025年上半年这一开支为15.9亿元。

换两个角度看这组数据，2022—2025年上半年，智谱的研发开支累计达到44亿元。研发开支与营收的占比也一路走高，2022—2024年分别是147%、424.7%和702.7%，2025年上半年，这一占比飙至835.4%。也就是说，2025年上半年智谱每获得1元营收，就需要投入研发超8元。

智谱的研发开支，主要流向两处：算力采购、人才储备。自2023年起，算力服务费成为智谱研发开支的大头，当年占比58.9%，2024年增长到70.7%，2025年上半年以11.5亿元，

占到研发开支的71.8%。回到与营收的比例，意味着智谱每获得1元营收，需要花6元购买算力。

这种策略的背后，是一场不容退让的技术卡位战。

文渊智库创始人王超向北京商报记者表示，“智谱是第一家上市的中国AI大模型公司，必须赔本赚吆喝，因为很难打平。智谱的投入和整体融资额与美国同行比不了，要努力做大自己的营收，把市场扩大，这样公司的潜在收益才能达到最大，行业才能发展起来，智谱、月之暗面、MiniMax不可能独善其身”。

被誉为“AI六小虎”的国产大模型创业阵营，如今则分化明显。智谱率先登陆港交所，MiniMax紧随其后，将于次日挂牌；月之暗面在2025年底完成5亿美元C轮融资，账上现金超百亿。

根据月之暗面创始人、CEO杨植麟在内部信中透露的情况，全球付费用户数月增速170%。11月以来，月之暗面在海外的大模型

1月8日上午9时30分，港交所锣声敲响，智谱正式挂牌上市，开盘价报120港元，较116.2港元的发行价上涨3.3%，截至收盘，智谱股价131.5港元，总市值578.9亿港元。作为“大模型第一股”，以实现AGI(通用人工智能)为目标的智谱引发资本市场高度关注，让投资者得以首次近距离观察国产大模型的商业化路径，也让整个行业被间接推上资本市场的压力测试台。2022—2025年上半年，智谱营收和亏损额齐涨，2025年上半年营收1.91亿元，同比增长325%；经调整净亏损17.52亿元，同比扩大70%。从技术狂欢到资本检阅，智谱和同行们还有不少问题要回答。

API(应用程序编程接口)收入增长4倍。杨植麟表示：“相比于二级市场，我们判断还可以从一级市场募集大量资金。”

其余几家或转向细分赛道，或减少公开发声。同一轮技术浪潮下，有人加速冲刺资本市场，有人悄然调整航向，也有人仍在等待属于自己的窗口期。

按照专家访谈和弗若斯特沙利文提供的资料，以2024年营收计，智谱是中国最大的独立大语言模型厂商及第二大的大语言模型厂商。在招股书中列举的同行中，智谱在中国头部大语言模型厂商的市场份额为6.6%，位居第二；排名第一的科大讯飞，市场份额为9.4%。

高强度的研发投入支撑智谱技术快速迭代，GLM系列模型每2—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在模型综合能力榜单Artificial Analysis和权威编码榜单Code Arena中，均登上开源模型与国产模型双料榜首。

“卖铲子”模式

支撑这一高投入策略的，是智谱对MaaS(模型即服务)作为核心变现路径的战略判断。

2021年，智谱推出MaaS产品开发及商业化平台。平台提供访问模型矩阵和一系列智能体工具(包括智能体开发和模型微调平台)的灵活部署选项。智谱的营收均来自通过MaaS平台提供的大模型服务。

该模式主要分为两类：本地化部署主要面向大型企业，基于向客户提供的具体产品、服务定价；云端部署面向软件应用服务商、智能硬件厂商及中小企业，收费模式包括订阅制、按调用量计费、嵌入软件授权、硬件绑定。

目前，本地化部署模式是智谱营收的主力。2025年上半年，该部分贡献了约85%的营收，毛利率为59.1%。云端部署模式呈现出另一番景象，2025年上半年，营收占比15.2%，毛利率为-0.4%。公司在招股书中解释，“主要是由于基于云端部署价格下降符合市场趋势，以及我们以有竞争力的价格快速获得市场份额的策略”。

资本市场衡量一家公司的标准，终究是毛利率、现金流和盈利路径。在价格战愈演愈烈的当下，智谱的MaaS模式仍需跨越从能收钱到能赚钱的鸿沟。

但技术公司从来不只是财务报表的总和。

上市当日，清华大学计算机系教授、智谱首席科学家唐杰的一封内部信在网上流传。他没有谈市值，也没提亏损，而是说起在港科大咖啡厅里的一次对话：“做研究能像喝咖啡一样上瘾，又何愁做不好呢？”信中，他预告GLM-5即将到来，也提到新成立的X-Lab——一个专为前沿探索而设的部门。

在毛利率与现金流之外，智谱人心里还装着另一套账本：关于AGI的想象，关于“让机器像人一样思考”的执念。

北京商报记者 魏蔚

五天两场直播 雷军直面尖锐

2019年1月10日，小米分拆红米后的首场发布会，被手机圈友商怼到红温的雷军在PPT上写下八个大字：“生死看淡，不服就干。”七年转瞬，“不服就干”的小米集团创始人再次站在聚光灯下——2026年1月7日晚，关于新一代SU7的直播镜头前，雷军如约现身。

这场亮相多少有些事发突然：当日早间，他刚在个人微博宣布SU7改款将于4月发布，午间便紧急变更，告知要直播聊新车——择日不如撞日，当晚开播，四天前的雷军才带着集团一众专家、高管完成了YU7的拆车直播。若按这个节奏推算，2026年粉丝们大约能看到雷军直播八九十场，当然这是玩笑，是理论上的可能。

两场直播结构类似，都为上下两部分：上半场聚焦产品，与工程师、设计师深度拆解——上次是YU7，这次是新款SU7；下半场则连同集团新任公关部总经理徐洁云集中回应舆情、辟谣解惑。不同的是，这次的下半场少了些对产品的辩解，多了些为雷军本人的解围。

回应“营销大师”标签

最受关注的莫过于KOL合作事件。雷军在直播中态度坚决：“我们之所以严肃处理，不是因为他批评小米，而是他辱骂、诋毁、诅咒小米用户——这是我们的底线，绝对不能容忍。”他直言公关部在过去9个多月高烈度的负面舆情下“动作有些变形”，承认做法有误，但也恳请大家给公关团队一个改过的机会，徐洁云则当场再次致歉。

围绕“营销”的争议也被推到了台前。此前网友拿“雷军曾说不会投放推广”旧事重提，质疑此次公关推广行为

违背初心。徐洁云解释，那是创业初期的沟通逻辑，如今小米规模早已今非昔比，建立公关和市场体系是发展必然。而对于“营销大师”这个标签，雷军更是无奈又坦承：“这源于2013年或是2014年的一档娱乐节目，当时我和刘强东带队PK，对方为了节目效果说‘别和雷军比营销’，没想到后来被竞争对手利用，成了攻击小米‘只有营销没有技术’的武器。”他甚至半开玩笑地说，现在一听到“营销”两个字都有点恶心，“我是技术出身，小米的成功靠的是产品力，不是营销。下次见到东哥，我还得请他帮忙辟个谣”。

面对“一个月掉粉29万”的质疑，雷军没有回避，反而坦然承认：“粉丝总量4300多万，29万其实只占0.6%。过去半年状态不好，没好好拍短视频，也很久没直播，掉粉很正常。”他承诺之后会更频繁地和用户沟通，“直面问题，做错就改，被黑就辟谣——不是为了说服水军，而是要把真相告诉米粉和路人”。

直播中，他还主动解释了此前的种种失误：把身高181cm说成183cm是手机盖时的口误，内部会议把“玄戒01”念成“玄戒01”是因为当时状态太差，而被调侃“开十六次会讨论杯子”，其实是杯子作为众多产品之一，参与了十六次产品开发会议，并非专门为杯子反复开会。

回归与“回不去”

镜头前的雷军，其实向来自带节目效果。早在2016年小米无人机直播时，他自述“做了网红后，腰不酸腿不疼胃口也好了”，并表示“如果觉得小米无人机漂亮，就给我送点花”“短时间不做小米汽车，但

可以聊聊小米火箭筒”……

如今再看直播间里的雷军，熟悉的松弛、网感与“活人感”似乎都随着病愈一道归来，可以在直播里大方调侃小米汽车该出“传奇耐黑”配色，可以在镜头前把玩新SU7车模、被汽车部副总裁李肖爽告知“公司目前仅有一个，不能带走”后决心“发售后自己购买”。

一位从小米4手机入坑的小米17 Ultra徕卡版用户此前告诉北京商报记者，在米粉眼里，雷军的状态从来都和小米的状态紧密相连。

七年过去，市场变了，赛道多了，外界的气氛更是早已不同。乘风而上的时刻，雷军几乎每句话都能收获外界的热烈呼应，近段时间却要面对高烈度舆情的持续围攻，从KOL合作争议到产品细节质疑，舆论撕裂已成常态。

新能源赛道不再是新势力蓝海，各行业竞争烈度持续升级，小米既要守住来自手机、汽车等多个赛道的用户基本盘，又要应对主流市场友商的审视，作为主心骨的雷军，肩上压力可见一斑。

好在，从1月7日晚间的直播来看，“不服就干”的态度似乎并未销蚀太多——坚守用户底线，以产品力为基础做种种回应，这种“不变”大约是小米一路走到现在的底气。

但，2025年的风浪会否在2026年重现，当下恐怕没人能给出定论。分析人士指出，站在流量反噬与品牌再塑的交叉路口，小米集团及雷军个人的IP光环亦成为双刃剑，靠创始人的真诚与坚持能否对冲外界的复杂变化，仍是未知。

毕竟，市场和用户最终要的不是“不服就干”的态度，而是持续兑现的技术与口碑。

北京商报记者 陶凤 王天逸

两部门督促雀巢做好乳粉召回工作

1月8日，雀巢集团再度发布消息称，可能存在有毒污染影响的婴幼儿配方奶粉，在全球召回范围进一步扩大至50国。当天晚间，国家市场监督管理总局官网公告，国务院食安办、市场监管总局对此高度重视，第一时间督促雀巢(中国)有限公司认真落实企业主体责任，召回在中国境内销售的相关批次产品，切实维护消费者合法权益。

雀巢集团表示，“受可能存在有毒污染影响的产品已在至少50个国家启动召回。拉美、亚洲、非洲和中东多个主要市场受影响，包括巴西、智利、中国、埃及、卡塔尔、沙特和阿联酋，澳大利亚和新西兰亦被纳入。欧洲已有至少27个国家实施召回”。

此前1月6日，雀巢中国自愿回收所有此次涉事的进口自欧洲、在中国大陆跨境电商渠道销售的婴幼儿配方奶粉。雀巢表示，在调查中发现，其供应商生产的某种原料存在质量问题，这些原料中可能含有蜡样芽孢杆菌毒素(cereulide)，这是一种源自蜡样芽孢杆菌的细菌性物质，可能导致腹泻、呕吐等消化问题。经供应商确认，该物质来源于一种富含花生四烯酸(ARA)的油脂，而这种油脂被用于某些婴幼儿配方奶粉中。

ARA是花生四烯酸(Arachidonic Acid, ARA)的简称，又称二十碳四烯酸，是一种多不饱和脂肪酸，是人体生长和发育所必需的脂肪酸之一。ARA对于婴幼儿大脑和神经系统的发育至关重要，因此也是婴幼儿配方奶粉中的关键成分。

雀巢在公告中未公开供应商的具体名称，而称其为“一家全球领先的供应商”。北京商报记者了解到，当前全球ARA市场的主要生产商包括帝斯曼、嘉必优、润科生物等。

1月7日，帝斯曼-芬美意发布声明称，“涉事问题ARA原料并非由帝斯曼-芬美意供应”，并称“因以上事件影响，帝斯曼-芬美意ARA原料需求激增，我们将全力协调产能，满足市场需求”。

同一天，润科生物公众号发布声明称，“公司关注到某国际品牌婴幼儿配方奶粉因其供应商原料花生四烯酸(ARA)查出蜡样芽孢杆菌污染启动产品召回，上述事件与润科公司无关，润科公司所有产品从原材料管控开始均通过独立、可追溯的供应链体系严格管控，无蜡样芽孢杆菌污染，高品质供给广大客户”。

嘉必优暂未公开回应。据媒体此前公开报道，嘉必优表示，相关原料检测中，尚未出结果。“我们正联系相关的检测机构，包括监管部门，来做产品检测，现在尚未出结果，所以暂时并未公告。结果出来以后我们会及时进行公告。”

嘉必优是A股科创板上市公司，1月8日，收盘大跌11.91%，创下近9个月新低。

此外，多家乳企针对此次事件进行了回应。非仕兰在1月7日发布一则“关于美素佳儿相关原料的声明”称，“荷兰皇家非仕兰旗下美素佳儿系列所有产品的生产和包装全部在荷兰完成，有严格的监管体系，经过荷兰和中国政府的双重检验。美素佳儿系列所有产品添加的金枪鱼油(DHA)和花生四烯酸油脂(ARA)由荷兰皇家非仕兰旗下的食品配料公司生产，未从事涉事供应商采购原料，未使用涉事问题ARA，产品安全可靠，可放心使用”。

1月8日，达能方面向北京商报记者表示，“所有婴幼儿配方奶粉均严格按照高标准生产，出厂前经过300多项严苛检测，确保产品安全、品质可靠。纽迪希亚生命早期营养品管理(上海)有限公司所有官方进口的婴幼儿配方奶粉均未使用雀巢涉事供应商的ARA原料”。

伊利方面向北京商报记者表示，“关于消费者关注的问题，公司也在密切关注和监测中，目前网络上的信息主要是针对前外资公司特定批次产品的预防性自愿召回。我公司在售的产品均采用ARA粉作为原料，与外资公司自愿召回产品所用非同一种原料。已经确认所用的ARA原料无蜡样芽孢杆菌相关问题，产品100%安全”。

北京商报记者 孔文雯