

大模型双雄再聚A股 融资竞速无人敢停



这是一台融资跑步机,上了大模型跑道,就很难停下来。

5月31日,MiniMax在港交所发布公告称,已聘请专业顾问就公司符合在科创板上市的条件提供咨询,并已签订辅导协议。此前,智谱已增聘国泰海通、中金公司为其A股上市护航。这距离两家2026年1月在港股上市不到半年。前后脚赴港IPO,如今再冲击A股,智谱和MiniMax向资本市场奔跑的模样如同复制粘贴。去年,两家公司的营收均同比增长,净亏损均同比扩大。

追赶者的脚步声更加清晰。Kimi即将完成20亿美元新融资,阶跃星辰25亿美元Pre-IPO融资即将落地的传闻沸沸扬扬,DeepSeek开放融资的消息则震动投资圈。一个清晰的信号不断重复,前期的融资、烧钱、亏损循环尚未结束,新一轮的资本加注已迫不及待,竞赛已升级为上市冲刺,大模型赛道没有人想被落下。

MiniMax回A,智谱先行

“在中国香港联交所成功上市后,本公司持续评估资本市场,包括对在科创板上市进行评估。截至本公告日期,本公司已聘请专业顾问就本公司符合在科创板上市的条件提供咨询,并已签订辅导协议。”5月31日,MiniMax在最新公告中表示。

《关于MiniMaxGroup Inc.首次公开发行股票并上市辅导备案报告》在这之前就出现在中国证监会官网。根据报告,5月29日,MiniMax已和中信证券股份有限公司(以下简称“中信证券”)签署上市辅导协议。2026年1月9日,MiniMax在港交所上市,这是不到半年内这家大模型公司第二次重大资本决策。

从港股到A股,MiniMax回A的速度不及智谱。

4月中旬,国泰海通证券股份有限公司和中国国际金融股份有限公司向证监会公布智谱上市辅导工作进展情况。根据公告,智谱A股上市辅导工作已经完成第四期。下一阶段,辅导机构拟继续委派辅导工作小组成员执行

后续辅导工作。

值得一提的是两家公司的上市路径。智谱先备案A股,再转港股,港股上市后又回头继续推进A股;MiniMax则先港股上市,再掉头回A股。无论顺序如何,现阶段目标一致:A+H双平台。

2026年1月8日,智谱率先在港交所挂牌,拿下“全球大模型第一股”称号;次日MiniMax登陆香港资本市场,刷新从成立到IPO历时最短的AI公司纪录。

1月至今,智谱股价从上市当天的120港元上涨十几倍,截至5月29日收盘,智谱股价1595港元,其间盘中一度触及1993港元,按收盘价计算总市值7111亿港元。MiniMax上市当天开盘价235.4港元,盘中最高触及1330港元后回调,截至5月29日收盘,股价840港元,总市值2635亿港元。

营收翻倍但亏损扩大

股价是外部评价,财务数据是两家公司交出的答卷。

2025年,智谱营收7.24亿元,同比增长

132%,MaaS(模型即服务)API平台实现ARR(会计收益率)17亿元(约2.5亿美元),同比提升60倍。MiniMax营收7903.8万美元,同比增长158.9%,超过70%收入来自国际市场。

两家公司均展示出大模型公司的订单吸引力,也证明了大模型公司还没有盈利,智谱2025年经调整净亏损31.82亿元,较2024年扩大29.1%,MiniMax经调整净亏损2.51亿美元,较上年扩大2.7%。

毛利率解释了两条不同的发展路径。智谱综合毛利率从2024年的56.3%降至2025年的41%,规模化扩张拉低了整体毛利,但MaaS平台毛利率同比提升近5倍至18.9%。公司一季度API涨价83%后,调用量反增400%。

对此,苏商银行特约研究员付一夫表示:“这是智谱‘量价齐升’的信号。智谱的定位可视为在性能与价格间取得平衡的性价比选择。”

MiniMax毛利率从2024年的12.2%提升至2025年的25.4%,研发费用同比增长33.8%,营销费用同比下降40.3%。规模效应与费用结构优化开始在报表端体现。

产品层面,MiniMax在2月发布大模型

M2.5,4月开源M2.7。OpenRouter最新数据显示,上周MiniMax M2.7调用量排名第16位,是MiniMax上周排名最高的一款模型。上月,MiniMax调用量最大的模型也是MiniMax M2.7,排名第11位。

智谱迄今最智能的旗舰模型GLM-5.1于4月初开源,能在一次任务中独立、持续工作超过8小时,其间自主规划、执行、自我进化,最终交付完整的工程级成果。根据OpenRouter最新统计,GLM-5.1在上个月度调用量排名中位列第20位。

5月下旬,恒生指数宣布将于6月5日收市后进行新一轮变动,首次纳入智谱、MiniMax,权重占比分别为0.53%、0.36%。摩根士丹利对ARR给出基础—乐观区间:头部模型单家ARR有望在2026年底达到10亿至15亿美元,2027年底进一步攀升至25亿—50亿美元,对应3—5倍的年化增速。

考验在前,追兵已至

资本市场对先行者的诸多奖励正在兑现,追赶者试图重新定义游戏规则。

Kimi的速度比想象中更快。据媒体报道,2026年前5个月,月之暗面密集完成多轮融资,累计超376亿元,最新一轮20亿美元由美团龙珠领投,投后估值突破200亿美元。不过,Kimi创始人杨植霖曾直言:“短期不着急上市。当然,未来我们计划将上市作为手段来加速AGI(通用人工智能),择时而动,主动权掌握在我们手中。”此番表态发生在2025年底。

阶跃星辰的融资节奏也不慢。5月8日,阶跃星辰被曝将完成近25亿美元Pre-IPO融资,并已拆除红筹架构。上市计划也在坊间风传,有人说阶跃星辰计划在6月30日前在港股交表,预期基石定价在100亿美元左右,预计2026年底完成上市。另有知情人士向媒体透露,阶跃星辰目标递表时间最快在上半年,不过进程相对紧凑,下半年递表会是一个更从容的安排。

“DeepSeek和月之暗面在伯仲之间,谁先更新模型谁就更胜一筹。阶跃星辰、MiniMax和智谱相互差距不大。”文渊智库创始人王超向北京商报记者表示,“即便现在MiniMax和智谱已经上市,抢得了先机,但资本市场对大模型还有热情,如果成功上市的话也会获得不错的市值。”

从另一个角度看,三重考验在吞噬大模型企业的资金:算力是物理消耗,模型迭代是沉没成本,人才争夺是军备竞赛。

昆仑万维董事长方汉有一个关于AI落地的判断:“我给企业家朋友的建议是,绝大多数行业的企业在AI落地上都要做第二名,不要做第一名,第一名的探索成本实在是太高了。你也不要做第三名,到第三名的时候你是一点红利也没吃上,还要被同行抛弃。”

站在资本角度,这条法则是否同样成立?

北京商报记者 魏蔚
图片来源:MiniMax 稀宇科技

连续四季度盈利 斗鱼“内容+商业”双轮驱动验证盈利韧性

斗鱼正在验证一条更注重盈利质量与长期价值的经营路线。

5月28日,斗鱼发布2026年一季度财报。在直播行业传统的结构性淡季,斗鱼延续了连续四个季度盈利的趋势:总收入8.22亿元,毛利润1.29亿元,同比增长14%,调整后净利润3080万元,同比实现扭亏为盈。

当内容平台经历估值回归,直播行业从“烧钱换规模”的旧逻辑中退出,斗鱼选择以“内容驱动+商业协同”的双轮模式重构增长路径。内容侧,斗鱼在一季度推出60余场电竞赛事及直播活动,覆盖KPL春季赛、CFPL春季赛等头部版权赛事,并以穿越火线枪王杯S2、DOTA2宝可梦S6等自制IP持续激活核心用户社区。商业端,斗鱼创新业务、广告及其他收入达3.62亿元,占总收入的44%,连续五个季度占比超四成;语音社交业务收入约2.56亿元,在优化资源配置的同时持续贡献稳定现金流。

淡季延续盈利 毛利率升至15.7%

一季度历来是直播行业的传统淡季,用户活跃度与付费意愿受节假日后回落影响,行业整体承压。斗鱼在本季度延续了自2025年下半年恢复盈利以来的正向利润走势,经调整净利润3080万元,成功扭转上年同期的亏损局面。

从盈利质量来看,斗鱼该季度毛利润达到1.29亿元,增幅为14%;毛利率站上15.7%,较去年同期的12%增加了3.7个百分点,同比、环比均实现增长。盈利能力的改善并非来自规模扩张,而是源于成本结构的持续优化与资源配置效率的提升。

在收入端,平台通过优化语音业务的流量分发逻辑,将更多资源导向高变现效率的板块,使语音社交业务在平均月活31.56万、月均付费用户6.15万的规模下,实现了约2.56亿元的收入贡献。与此同时,广告业务整体回暖,品牌广告及游戏投放需求增多,游戏会员业务亦保持稳健。多元的收入结构,降低了对单一打赏模式的依赖,为利润空间的释放提供了基础。

版权覆盖头部IP 自制内容延长用户生命周期

在直播行业,赛事内容既是流量入口,也是用户留存的锚点。一季度,斗鱼围绕电竞赛事推出了60余场赛事及直播活动,通过头部版权覆盖稳定核心观赛盘,同时以头部主播矩阵激活社区互动氛围。

版权赛事方面,平台在一季度引入了2026KPL春季赛、2026CFPL春季赛及IEM克拉科夫站等高关注度电竞赛事版权,形成了较为完整的季度内容供给。除赛事直播外,Gemini、拖米、花海、白鲨、年鹏、玩机器、QUQU等各分区主播实时解说评论,将“赛事版权→主播解说→网

友互动”串联为闭环,打造差异化的观赛体验。

自制内容层面,斗鱼正以“经典游戏玩法+平台IP+主播共创”的模式延长用户生命周期。穿越火线枪王杯S2集结10支CFPL新阵容,以TLG首秀及双败赛制打造为期8天的开年高热度职业赛事;DOTA2宝可梦S6引入DO-TA2、英雄联盟等多品类头部主播同台竞技,通过持续优化赛制与升级成长体系,推动赛事累计观赛时长创下系列历史新高。

此外,斗地主宝可梦粹菜杯S1、鱼跃杯武神挑战赛等赛事则承担着在新兴品类中发掘主播新星、强化内容供给能力的职能。从看比赛到参与社区,自制IP正在成为斗鱼延长用户生命周期的核心抓手。

创新业务、广告及其他收入占比44% 连续五季超四成

收入结构是否健康,是衡量直播平台从规模故事转向盈利质量的关键标尺。

在打赏模式面临天花板的行业背景下,创新业务、广告及其他多元化收入正在成为平台新的增长支点。品牌广告需求回暖叠加游戏投放增多,推动广告业务整体改善;游戏会员业务延续稳健走势,为平台提供了与直播打赏弱相关的经常性收入来源。

与此同时,语音社交业务在一季度贡献收入约2.56亿元,平台通过优化流量分发与资源配置效率,使该业务在维护社区生态的同时持续输出稳定现金流。

一季度,斗鱼创新业务、广告及其他收入合计3.62亿元,占总收入44%,该版本已连续第五个季度营收占比保持在四成以上。

这意味着斗鱼的收入基本盘已经完成了结构性切换。非打赏收入不再是直播主业的补充项,而是与赛事内容、社区运营深度绑定的核心增长引擎。当行业告别烧钱换规模的旧逻辑,这种不依赖单一变现路径的收入结构,正是斗鱼强调长期价值的底气所在。

一季度由盈转亏 小鹏集团业绩“过山车”



2026年一季度 小鹏集团财报一览

营收**130.3亿元**

同比▼17.6%

净亏损**17.8亿元**

同比▲168.7%

交付新车**62682辆**

同比▼33.3%

研发投入**29.1亿元**

同比▲46.8%

小鹏的盈利故事,只维持了一个季度。小鹏集团近日公布2026年一季度财报。数据显示,一季度营收130.3亿元,同比下降17.6%;净亏损17.8亿元,较2025年同期亏损进一步拉大。此前,在2025年四季度,小鹏刚刚实现首次季度盈利,净利润达3.8亿元。

利润由盈转亏,销量下滑是直接影响因素。小鹏一季度交付新车62682辆,同比下降33.3%,环比下降46.1%,导致作为集团核心收入来源的汽车销售收入同比减少23.5%。

销量大幅收缩,既有市场环境的影响,也有自身节奏的错位。中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会数据显示,一季度国内乘用车销量422.2万辆,同比下滑17.5%。同时,一季度受春节假期影响,历来是车市淡季。但与同期新势力相比,小鹏受淡季冲击更为明显,降幅尤为突出。

研发投入的增加也进一步压缩了利润空间。小鹏一季度研发投入29.1亿元,同比增长46.8%,环比增长1.1%,在同期新势力中居于首位。财报解释,研发投入增长主要由于公司扩充产品组合以支持未来增长,与车型及AI相关技术开发相关的开支增加。

高研发是小鹏长期以来的标签。2026年4月,小鹏汽车正式更名为小鹏集团,业务版图从整车制造扩展至飞行汽车、人形机器人、Robotaxi等多个赛道。在新业务尚未实现自我造血之前,集团都将承受其带来的成本压力。

展望二季度,小鹏给出了更为积极的指引。集团预计汽车交付量达到10万—10.6万辆,同比变动约-3.08%至2.73%;总营收预计达到196亿—208亿元,同比增长7.25%—13.82%。

这一信心的核心支撑来自小鹏GX。5月20日,小鹏重

磅车型GX正式上市,售价27.98万元起,这一价格远超市场预期,上市12小时大定突破2.4万辆,迅速成为行业焦点。小鹏集团董事长、CEO何小鹏透露,从GX开始,小鹏今年还将有4款新车型陆续上市交付。

除汽车业务外,小鹏在其他赛道也加速推进。何小鹏在业绩电话会上表示,Robotaxi方面,GX车队已经开启小范围L4测试,目标是今年三季度在广州启动Robotaxi示范运营服务;人形机器人方面,新一代IRON计划于三季度亮相,目标是在今年底实现高阶人形机器人量产,明年起面向中国及海外商业客户交付。

对于小鹏在Robotaxi和人形机器人的布局,苏商银行特约研究员付一夫认为,这体现了其押注未来出行和智能科技的战略目标,能够帮助小鹏在出行服务领域和AI技术应用领域抢占先机。但这两项业务均需巨额长期投入且商业化周期较长,可能带来现金流风险,关键在于平衡短期财务健康与长期战略投入,确保核心主营业务稳定。

小鹏处在“旺季赚、淡季亏”的困局中。国际注册创新管理师、鹿客岛科技创始人兼CEO卢克林表示,这表面看是季节性波动,实则是规模效应不足与成本结构刚性叠加的结果,在供应链成本管控、产品迭代节奏、费用弹性管理上仍存在短板。

付一夫进一步表示,小鹏要突破困局,需要优化产品矩阵,推出覆盖更价格带的车型,降低对新品周期的依赖。同时,提升运营效率,加快海外市场拓展,探索其他持续性收入,增加非汽车销售利润来源。此外,要平衡研发投入节奏,避免短期过度激进。

北京商报记者 方彬楠 实习生 苏洋
图片来源:小鹏汽车