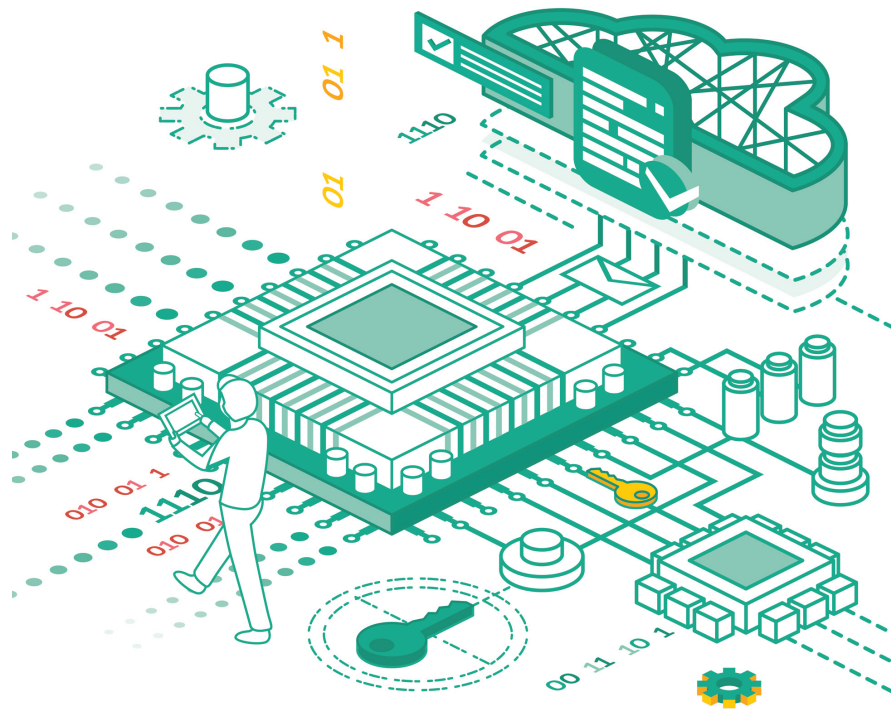


硅基流动递表 Token经济直面盈利考验

大模型技术向产业端深度渗透, AI推理需求伴随多场景落地持续扩容, 词元(Token)作为AI交互的基础生产单元, 经济价值持续凸显, 催生独立的词元供应赛道与全新的产业经济形态。头部玩家乘势而起, 叩响资本市场大门——近日, 国内独立词元供应平台硅基流动正式向港交所递交招股书。据招股书, 2024年至2025年间硅基流动实现了逾6倍的收入增长, 但伴随业务开销增加, 公司的亏损规模也持续扩大, 2025年公司经营亏损约3.23亿元, 经调整净亏损约1.87亿元, 销售成本、研发投入与市场拓展开支均大幅走高。AI热潮催生“Token经济”, 但词元消耗的增长尚未转化为盈利飞轮, 对硅基流动如此, 对整个行业亦然。



转化能力同样重要。因此, 词元生产效率与供应稳定性, 成为支撑AI应用规模化落地的关键变量。

难以覆盖投入的增长

词元需求的爆发, 也直接助推了硅基流动业绩大幅增长。2024年全年实现营收734.6万元, 2025年全年营收升至5533万元, 同比增长逾6倍。

但营收高速增长尚未覆盖快速攀升的成本。2024年公司销售成本为445.2万元, 对应毛利率39.4%; 2025年销售成本大幅攀升至6863.2万元, 规模已超过当期营收, 毛利率转负至-24%, 出现毛损。

亏损规模亦随业务扩张同步放大, 2024年公司年内净亏损为8191.5万元, 2025年净亏损进一步扩大至3.45亿元。公司解释称, 亏损主要源于AI基础设施扩张的前期投入阶段, 算力资源布局、研发投入规模较大, 同时叠加股份支付薪酬、赎回债务利息等开支因素。

与多数置身AI产业的公司类似, 研发是公司投入的主要方向, 也是成本源头, 2024年公司研发开支为6447.5万元, 2025年增至2.09亿元, 占当期营收比例达378.1%。投入主要覆盖新AI模型与芯片架构适配、大规模推理技术迭代、算力资源编排系统开发, 以及词元生成服务的测试验证, 其中包含研发人员股权激励对应的股份支付成本。

按照公司表述, 研发带来的技术优化是提升算力向词元的转化效率、降低单位交付成本、改善毛利率的重要手段, 预计后续研发开支的绝对金额仍将持续增长, 但随着商业化规模逐步扩大, 研发开支占总收入的比例将逐步下降。

共性难题

2026年以来, 港股市场成为国内AI企业资本化的核心阵地, 从上游大模型厂商、中游基础设施平台到下游行业应用服务商, 密集完成挂牌或递表。

但营收高速增长、亏损同步扩大也成为行业的共性难题: 已率先登陆港交所的头部大模型厂商智谱2025年实现营收7.24亿元, 同比增长131.9%; 受高额研发投入等因素影响, 年内亏损达47.18亿元, 同比扩大59.5%, 当期研发开支31.8亿元, 规模远超当期营收。另一家AI代表性厂商MiniMax 2025年营收约7903.8万美元, 同比增长158.9%; 年内亏损约18.72亿美元, 同比扩大302.3%; 经调整净亏损约2.51亿美元。

垂直赛道的AI服务商同样延续这一行业共性。通用决策大模型厂商中科闻歌2025年营收4.05亿元, 同比增长约27.5%, 毛利率维持在51.2%的较高水平; 当期研发开支1.88亿元, 占营收比例达46.3%, 年内净亏损1.66亿元。企业级AI服务商数说故事增长节奏更快, 2025年全年营收5.03亿元, 同比增长超七成; 进入2026年增长势头延续, 一季度营收7965万元, 同比增长53.8%, 但亏损规模同步走高, 单季度净亏损达1.44亿元。

新智派新质生产力会客厅联合创始人袁帅向北京商报记者表示, AI企业盈利需要技术迭代与规模效应相互配合, 当前行业迎来集中资本化浪潮, 能够为企业提供资金完成技术积累、规模扩张与场景探索, 待技术迭代边际成本下降、规模效应逐步显现后, 行业盈利拐点将自然到来。

北京商报记者 陶凤 王天逸

Token经济学

据弗若斯特沙利文数据, 按收入计算, 全球AI市场规模已从2021年的约2.2万亿元增长至2025年的约5.9万亿元, 年复合增长率27.6%; 预计2030年将达到约26.3万亿元, 对应年复合增长率36%。

伴随AI应用落地深化, 中国词元市场呈现爆发式增长。数据显示, 2024年中国词元吞吐量约为142.5万亿次, 2025年快速提升至约2426.3万亿次, 2024年至2025年增长率达1602.6%。这一增长主要源于AI模型能力持续

升级后, 使用形态从单次问答、内容生成, 逐步向连续任务执行、复杂目标拆解、多步骤工具调用及多模态交互延伸, 推理调用频次、上下文长度、并发需求和任务复杂度同步抬升。

进入2026年, 中国词元消耗量预计将跃升至约5亿亿次水平; 到2030年, 中国词元消耗量将达到约5320亿亿次, 2025年至2030年复合增长率约为638.3%。

从产业链分工看, AI产业分为应用层与基础设施层, 基础设施层包含算力、AI模型、系统软件三大核心环节。系统软件, 则在前述两层之间承担模型部署、推理执行、异构算力编排、服务分发等功能, 词元供应平台正是系

统软件层演化出的主流商业形态。

硅基流动招股书提到, 当前算力侧芯片架构多元、模型侧产品迭代迅速、客户端部署需求分化, 跨芯片与多模型的适配复杂度持续攀升, 推动产业链专业化分工。词元供应平台一方面完成多芯片、多模型的深度适配调优, 提供稳定推理服务; 另一方面通过推理引擎优化、算力动态编排提升单位算力的词元产出效率, 保障规模化交付。

值得注意的是, 当前词元需求快速释放, 但芯片供给、数据中心建设、电力配套等上游环节仍受物理条件约束。约束之下, 算力规模的比拼不再“大力出奇迹”, 异构资源的高效

太合音乐冲刺港股 音乐内容商上市突围

6月30日, 许嵩2026“安泊猜想”巡回演唱会杭州站双场门票开票即售罄, 其背后公司太合音乐也于近日向港交所递交上市申请书。与传统音乐平台不同, 太合音乐深耕音乐版权曲库运营、艺人演出等业务。招股书显示, 按2025年收入计, 太合音乐在全球华语音乐内容及服务市场中排名第一。

这是一家正在经历蜕变的音乐IP运营龙头, 也是一家被演出周期托举的演出公司。但当前国内在线音乐市场版权变现增长遇瓶颈, 传统唱片经纪模式红利消退, 摆在这家“隐形音乐巨头”面前的, 是依赖头部艺人、版权市场分散、AI冲击等多重难题。

艺人资源稳定性待解

招股书显示, 太合音乐于2014年正式成立, 由海蝶音乐、麦田音乐、大石版权三大华语老牌厂牌整合而成, 业务源头可追溯至1987年创立的海蝶音乐。

据公开报道, 2004年, 取得北大光华EMBA学位的钱实穆依托太合传媒资本全资收购麦田音乐, 合资成立太合麦田并担任董事长。2015年版权新规出台窗口期, 钱实穆推动三家主体合并, 统一为太合音乐集团, 同年百度音乐并入该集团。截至最后实际可行日期, 百度集团通过两家全资子公司合共持有太合音乐37.36%的股权, 为最大股东。

目前, 太合音乐手握太合麦田、海蝶音乐、兵马司等九大知名厂牌, 签约许嵩、徐佳莹、詹雯婷等头部华语歌手, 并拥有知名Livehouse票务平台秀动网, 是国内少有的覆盖版权运营、艺人经纪、现场演出、线下票务全产业链的独立音乐集团。

招股书显示, 2023—2025年, 太合音乐共举办大型演出93场, 观众超200万人次, 票房收入约15亿元, 三年复合增长率达113.5%。其中, 许嵩的“呼吸之野”巡演40场吸引160万人次。

不过太合音乐在招股书中坦言, 艺人经纪管理及现场演出业务取决于公司与经纪管理的艺人及合作艺人之间持续的关系, 运营能力、合同条款及品牌号召力均影响合作。公司无法保证艺人是否长期续约, 以及续约时的主要条款是否还是保持不变。

当下, 头部艺人自建工作室、自主掌握版权和演出权的趋势日益明显, 传统唱片公司的“艺人绑定”模式正面临结构性挑战。2015年, 薛之谦与太合音乐旗下海蝶音乐签约, 在此期间发布《演员》等多首爆款歌曲。然而, 2020年合约期满后, 薛之谦选择自立门户创办了“潮石音乐”。

版权摊销侵蚀利润

根据弗若斯特沙利文的资料, 按2025年收入计, 太合音乐是全球独立华语音乐内容及服务市场的领军者, 市场份额约为2.1%。

招股书显示, 太合音乐2023年至2025年的收入分别为8.61亿元、14.19亿元及13亿元, 年内溢利分别为0.34亿元、0.56亿元及1.2亿元。

具体而言, 太合音乐收入来源主要有三大块: 音乐版权曲库运营、艺人演出以及票务。从收入构成看, 太合音乐赚钱的大头有两个: 卖音乐版权, 收入占比42.6%; 靠艺人经纪管理和艺人演出, 收入占比54.4%。另一方面, 票务及其他服务收入占比仅3%, 但旗下秀动平台在国内Livehouse票务市场占据约75%的份额, 2025年平台交易总额达37亿元。

比起波动性高的艺人演出业务, 音乐版权曲库称得上是太合音乐最核心的资产。截至2025年底, 公司音乐版权曲库包含约86.24万首音乐录音制品、7200件音乐视听作品及1.69万件词曲作品。2025年QQ音乐热歌榜TOP100中, 公司录音版权作品全年平均占比约15%。经典作品如《江南》《同桌的你》等持续贡献收入。

但同时, 稳定也是一把双刃剑。据招股书,

报告期各期末, 公司无形资产分别为4.01亿元、3.93亿元及3.62亿元, 主要由音乐版权及商誉构成。按照现行规定, 音乐版权需在有限使用期内按直线法进行摊销, 这意味着无论版权作品的市场表现如何, 公司每年都必须确认一笔固定的摊销费用, 直接扣减当期利润。

上海市海华永泰律师事务所高级合伙人孙宇昊律师表示, “太合音乐面临的是版权资产经营效率问题。随着行业竞争加剧、版权采购价格长期上涨以及版权摊销持续增加, ‘重资产版权库’模式的边际收益正在下降”。

AI音乐是解药吗

面对艺人流失风险和版权摊销压力, 太合音乐将目光投向了AI音乐。早在2022年末, 钱实穆就曾在昆仑万维AIGC技术发布会上表示, 借助AI对海量版权数据的学习, 搜集成功的音乐作品的共性, 可以快速创作出新的音乐作品, 效率大幅提高、成本大幅降低, 同时使传播更迅速, AI创作会使音乐产业提速以及效率化。2026年, 太合音乐已启动与国内头部大语言模型AI公司的合作。

86万首版权歌曲, 恰好是训练音乐AI最稀缺的喂料。产业时评人张书乐对此分析称, 全球主要AI公司都面临训练数据版权合规压力, 而太合手握全球独立华语音乐最大授权曲库, 这个资产在AI时代的估值, 可能远超财报所呈现的数字。不过, 目前的在线音乐平台和音乐版权库, 确实都处在“低欲望生存”状态。所以, AI音乐或许会是一个突破口, 但也仅限于用户黏性, 如何让音乐版权再增值, 依然是一个难题。毕竟对于注重原创的音乐市场来说, AI只是补充, 不是全部。

另一方面, 前期AI训练必定要投入大量资源和资金, 但太合音乐在报告期内持续处于净负债和流动负债净额的状态。截至报告期内各年末, 太合音乐的负债净额分别为3.96亿元、3.56亿元和2.09亿元; 流动负债净额分别为9.08亿元、8.13亿元和6.2亿元。

对于此次上市进展以及公司业务情况, 北京商报记者向太合音乐发去采访函, 截至发稿未收到回复。

北京商报记者 赵天舒

“不降价”的维他奶

近日, 维他奶国际集团交出了一份“增利不增收”的财报答卷。与此同时, 可能不少人注意到, 货架上蓝白方盒的维他奶豆奶如今越来越难见到。2025/2026财年, 维他奶明确提出“未来在内地市场不再降价”, 这一转变虽具前瞻性, 但能否在消费者认知疲软与竞品围剿中赢得回旋空间, 仍待市场验证。

维他奶国际集团披露的最新财报显示, 2025/2026财年实现总收入约60.61亿港元, 同比下滑3%; 实现股东应占溢利约2.74亿港元, 同比增长17%。这是维他奶收入连续第五年下滑, 较2021财年的巅峰时期累计缩水36.32%。

在本财年, 对于收入下滑3%的情况, 维他奶国际集团解释称: “主要由于中国内地业务受到传统零售渠道疲弱表现影响, 全渠道的增长令人鼓舞并抵消部分有关影响。”报告期内, 中国内地市场收入31.89亿港元, 同比下降5%。

维他奶国际集团这份“增利不增收”的财报, 恰逢其官宣“中国内地市场不再降价”后, 主动迈入转型深水区的关键时刻。在2025/2026财年业绩说明会上, 维他奶国际集团执行主席罗友礼坦言, “对维他奶国际集团而言, 2025/2026财年是充满变化的一年, 市场竞争环境激烈。面对充满挑战的环境, 集团将专注于推进运营模式演变及提升组织架构能力, 为未来实现持续增长做好准备”。

此前2025财年下半年, 维他柠檬茶还尝试在中国内地降价约10%—15%, 以应对行业“价格战”。此次降价在短期内使维他奶国际集团取得市场份额的增长。但显然, “以价换量”策略不再奏效, 原因是中国内地市场的新兴全渠道增长不足以抵消传统零售渠道的下跌。

维他奶国际集团所说的“新兴全

渠道”, 指的是包括鸣鸣很忙集团、万辰集团等专业量贩零食连锁, 以及会员制商店、即时零售平台、社区团购和部分特通渠道在内的新兴渠道。虽然这些渠道给品牌带来了销售增量, 但未能补上其在传统零售渠道的销售下滑, 还拖累其整体毛利率从上一财年的51.3%下降至51%。

作为曾经在植物蛋白饮料赛道占据优势地位的品牌, 维他奶国际集团面临的挑战, 已从“如何将产品卖出去”, 转向市场策略、增长质量和未来布局等多个方面。

中国食品产业分析师朱丹蓬向北京商报记者表示, “维他奶这两年通过降本增效的举措, 如增加有效网点、削减不必要的促销, 达到控制成本的目的”。

朱丹蓬进一步表示, “失去了全国化的红利, 维他奶如果能精耕长江以南市场, 包括中国粤港澳以及东南亚等国家和地区, 应该还是有成长空间的。但由于植物蛋白品类老化, 当下维他奶在消费者的心目中, 逐渐失去了原有的品牌调性”。

从产品业务来看, 豆奶和柠檬茶是维他奶国际集团的主要收入来源。在中国内地市场, 这两个品类所在的细分市场已然发生巨变, 前者正处于热度下降、增速放缓的发展瓶颈期, 后者则不仅要直面跨界“打劫者”, 还要面对无糖茶饮以及即饮茶的市场挤压。

维他奶国际集团明确表示, 要在2030/2031财年将低糖或无添加糖产品占比提升至80%, 并积极推新, 近期已推出鸭屎香单丛乌龙和金牡丹红茶、蜜桃乌龙和手指柠檬茶等新品。

对于传统渠道下滑、新兴渠道增长策略等问题, 北京商报记者通过邮件向维他奶国际集团发去采访函, 但截至发稿未收到回复。

北京商报记者 孔文雯