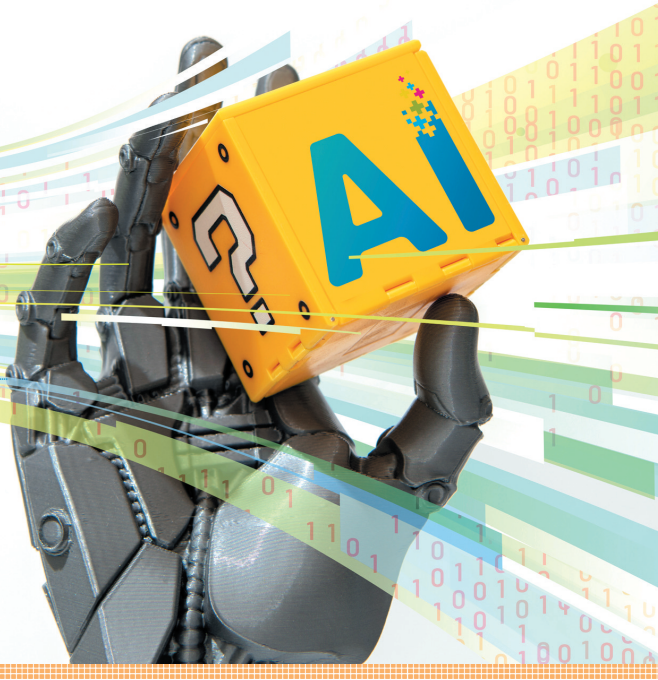
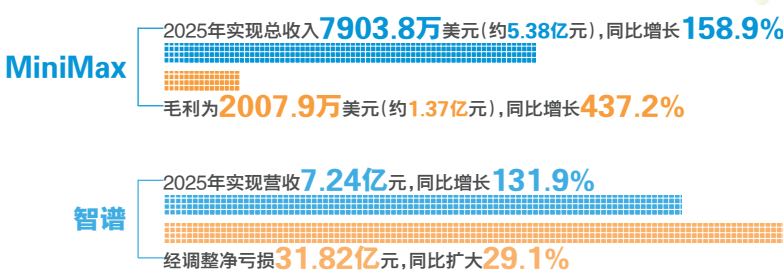


解禁日一涨一跌 大模型双雄剧本不同

与智谱连续两日上涨形成鲜明对比,MiniMax的解禁日遭遇震荡回调。7月9日,国产大模型公司MiniMax迎来上市后首批限售股解禁,以359.8港元低开,一度冲高至397.4港元,但随后持续下探,收盘时股价297.4港元,总市值691.55亿港元。距离其3月创下的1330港元历史高点已跌去约77%。

这是MiniMax上市以来最大规模的一次筹码释放,尽管超80%的Pre-IPO及基石股东表态长期持有,但股价仍剧烈波动。股价波动只是表象,MiniMax和智谱的市值曲线勾勒出国产大模型商业化的不同轨迹,产品能不能换来真金白银,将决定下一阶段的市值水位。



股价过山车

1月9日,MiniMax以165港元发行价登陆港股,上市首日收盘大涨109%,市值一举突破千亿港元,市场对这家国产大模型公司的热情几近沸腾。

半年后的7月9日解禁日,这场始于年初的资本盛宴露出了另一面,早盘,MiniMax以359.8港元低开,随后买盘迅速涌入,股价一度拉升至397.4港元,仿佛要复制前一日智谱低开高走的剧本。但上午十点后风向突变,股价掉头向下,午后跌幅不断扩大,最低触及283.8港元,尾盘虽略有收窄,最终仍收报

297.4港元,全日下跌17.98%,港股市值蒸发至691.55亿港元。截至北京商报记者发稿,MiniMax相关人士暂未就解禁后股票走势表态。

暴跌并非无迹可寻。上市两个月后,MiniMax股价在一轮AI概念狂潮中被推至1330港元的历史巅峰,高点之后便是漫长的回落,到了6月初,股价已较峰值腰斩有余。

6月初,MiniMax发布新一代大模型MiniMax-M3,一周后宣布API永久半价。降价消息出炉后,摩根大通将MiniMax评级下调至“中性”,理由是市场并未认可其产品原定溢价。消息叠加之下,股价再度下了一个台阶。

1月8日上市的智谱与MiniMax前后脚

登陆港股,发行价116.2港元,上市后其股价一路攀升,6月在最新模型GLM-5.2发布后触及2980港元的历史高位。7月9日收盘时,智谱股价2032港元,总市值4497.11亿港元。

同类企业的分岔线

MiniMax的解禁日,恰好踩在智谱的脚印上。

7月8日,智谱解禁首日大涨13.35%,次日继续这一走势。一天后轮到MiniMax,同样低开开盘,却没能走出一样的剧本。

文渊智库创始人王超告诉北京商报记者,“从整体流动性来讲,两者的压力完全不

一样。智谱解禁的比例远低于MiniMax,对股价的压力肯定非常大”。公开信息显示,MiniMax此次约44.85%的股份集中解禁,智谱解禁的股份比例约在5.76%。

在王超看来,股东的基因差异,也决定了市场对待“锁仓承诺”的态度。智谱此轮解禁的主要对象是基石投资者,其中不乏国资背景机构。王超向北京商报记者表示,“这类投资人‘投小、投早、有耐心’,天然扮演压舱石角色。MiniMax的股东结构则更像一家典型的互联网公司。其Pre-IPO及基石投资者名单中,纯财务型PE/VC占比较高”。

王超指出,这些机构的人股成本极低,账面回报已翻几十倍甚至上百倍,面对解禁窗口“非常愿意退出”。背后有现实逻辑:这类机构通常有七年左右的回报期限,后面还有更好的项目,现金流对它们至关重要。

在与北京商报记者交流时,工信部信息通信经济专家委员会委员盘和林则表示,“MiniMax的早期股东有人开始抢跑。普通投资者和基石投资者、原始股东的卖出立场没有什么不同,不同的是成本,普通投资者的买入成本高,卖出时比较犹豫。而基石和Pre-IPO股东的盈利空间大,卖出并无任何心理负担”。

不过,王超认为这不一定意味着两家公司进入分化阶段,“两家公司股票全部解禁后,才是真正做对比的时候”。

大模型走出“信仰交易”

更多从业者认为,大模型赛道正在经历一场估值切换。之前资本市场愿意为“AI原生”的标签支付高昂溢价,现在,同样的资金开始关注合同金额、毛利率和客户续约率。

MiniMax在2025年实现总收入7903.8万美元,同比增长158.9%,超过70%的收入来

自国际市场;毛利为2007.9万美元,较去年同期增长437.2%,毛利率提升至25.4%,业绩超预期。具体而言,MiniMax面向C端的AI原生产品收入为5307.5万美元,同比增长143.4%,占总营收比重为67.2%;面向B端的开放平台及其他企业服务收入为2596.3万美元,同比增长197.8%,占比32.8%。

2025年智谱实现营收7.24亿元,较2024年增长131.9%,经调整净亏损31.82亿元,较2024年扩大29.1%。根据不同的部署方式,2025年智谱云端部署类营收19.04亿元,占总营收的26.3%,本地化部署类营收53.4亿元,占总营收的73.7%。

在分析师看来,解禁当天的股价波动只是短期供需博弈,真正决定长期市值的仍是产品基本面。王超认为,决定解禁后股价走势的更重要原因在技术层面,“大模型到底能不能打才是更重要的,也是一个长期的投资逻辑。核心看两个指标:模型调用量以及有没有市场定价能力和提价能力”。

站在模型调用量的角度,在全球最大的API聚合平台OpenRouter上,本周MiniMax M3和智谱的GML5.2调用量分别排在第二位和第三位,本月两款模型的全球排名分别是第二和第九。

解禁前夕,国际投行给出的评级也耐人寻味。7月第一周,高盛、美银、花旗三家机构同步给予MiniMax“买入”评级,目标价分别为860港元、500港元和533港元。6月下旬,MiniMax两个最大投资人及战略股东——阿里巴巴和米哈游明确表示长期看好MiniMax发展前景,将持续陪伴公司成长。此外,MiniMax创始团队设定了12个月的自愿禁售期,远超行业通行的6个月安排,首次解禁不涉及创始团队和员工持股。

北京商报记者 魏蔚

从排队王到闭店潮 网红烘焙品牌遇冷

提起过去几年的网红烘焙品牌,一定绕不过KUMO KUMO、theRoll'ING手作瑞士卷这两个品牌。而如今,这两个同属上海文道集团的兄弟品牌却同步走上下坡路,大规模撤店、门店冷清的消息接踵而至,标志性的橙色与蓝色门店设计和包装正逐渐淡出各大热门商圈。近日,“KUMO KUMO一年关店180家”的话题登上社交平台热搜,引发行业热议。

聚焦北京市场,目前KUMO KUMO仅剩2家门店,其中一家直营店、一家加盟店,而据加盟店店员透露,合约到期后也将关闭。KUMO KUMO所属的餐饮公司,手握多个网红品牌,旗下品牌几乎共享同一套运营逻辑:主打单一核心单品、品牌营销制造热度、用高辨识度视觉设计打造品牌记忆点。当流量红利消退,这套打法是否还能支撑品牌走得更远?网红餐饮的瓶颈又该如何突破?

门店大规模收缩

“这个店马上合约到期也将关了。”KUMO KUMO北京最后一家加盟店的店员向北京商报记者透露。这正是当下KUMO KUMO品牌处境的真实缩影。曾经排队数小时也买不到的网红芝士蛋糕,如今门店前早已没了长龙,全国范围内更上演着一场闭店潮。

窄门餐眼数据显示,截至2026年6月16日,KUMO KUMO全国在营门店仅剩56家,覆盖15个省份。根据上述热搜话题,过去一年间,品牌关闭了约180家门店,彻底撤出了甘肃、四川、山西、天津、安徽等多个省市。从巅峰时期超200家门店的规模缩水至不足60家,缩减幅度超过七成。

聚焦北京市场,曾在各大热门商圈开店的KUMO KUMO,目前在北京仅存两家门店,一家直营店与一家加盟店。据加盟店工作人员透露,该店合约到期后不再续约,届时北京市场或将仅剩一家直营店。不仅是北京,在杭州这个曾经布局核心商圈的城市,如今也只剩下奥体印象城一家店在支撑;广州、天津、成都等多地门店也已陆续关停。

线上运营层面,KUMO KUMO官方公众号的最后一篇推文发布于2025年底,2026年以来再未更新。加盟业务也基本处于停滞状态,曾经

高调宣传的“事业合伙人”计划悄然降温,北京商报记者拨打加盟热线未有人接听。回望2024年2月,KUMO KUMO正式开启事业合伙人业务时曾风光无限,不含租金及装修费用,单店投资预算约34.8万元,在未正式官宣的前提下KUMO KUMO后台就已收到超2万份合作申请。

对于KUMO KUMO品牌门店的收缩原因以及后续品牌发展规划,北京商报记者联系到KUMO KUMO品牌隶属的上海文道品牌发展(集团)有限公司(以下简称“文道集团”),但截至发稿未得到回复。据了解,该公司由创始人姜浩文于2020年创立,凭借一款原味芝士蛋糕、高饱和度橙色视觉系统、出炉摇铃的仪式感,品牌迅速走红,被消费者称之为“芝士蛋糕界的爱马仕”。

旗下品牌集体“失灵”

KUMO KUMO的收缩并非孤例。在文道集团的品牌矩阵中,几乎所有品牌都在经历相似的命运,从烘焙到火锅,全线陷入收缩困境。

同属姜浩文旗下品牌的手作瑞士卷品牌theRoll'ING,被称为“瑞士卷中的劳斯莱斯”,其发展路径与KUMO KUMO如出一辙。窄门餐眼数据显示,截至2026年6月16日,theRoll'ING全国仅剩31家店,而一年前门店数量约为70家,短短一年时间关闭近半数门店。北京市场同样仅

剩两家门店,曾经的朝阳大悦城首店、西单大悦城店等热门商圈点位均已撤店。

集团旗下更早的餐饮品牌“23度不太冷椰子鸡”,目前全国仅剩上海一家直营门店。从椰子鸡到芝士蛋糕,再到瑞士卷,姜浩文不断复制着相同的商业路径,却反复遭遇同样的增长瓶颈。

批量闭店的重灾区集中在加盟店。多位加盟商坦言,赚不到钱是选择结束合作的核心原因。“消费者新鲜感过后,公司后续不在营销上支持,生意就越来越难做,再加上现在烘焙新品牌越来越多,竞争太激烈,复购上不去就赔钱。”一位曾经加盟过KUMO KUMO的加盟商直言。

姜浩文曾公开介绍,KUMO KUMO围绕效率打造了一套门店模型。通过大展示面和高饱和度橙色吸引消费者,砍掉堂食空间以大幅降低租金成本,同时规避堂食运营的潜在风险,将节省的成本投入食材,以此实现小面积、高标准化、高复购,最终达成高坪效、高业绩。但问题在于,这套模型似乎高度依赖流量热度。当品牌新鲜感消退、品牌声量下降,单店客流断崖式下滑后,单一品类难以支撑持续复购。

在中国商业联合会专家委员会委员赖阳看来,近年来,不少品牌借消费热点与加盟热潮快速跑马圈地,但真正经得住市场检验、实现持续盈利的门店占比并不高,经营风险最终大多转嫁到加盟商身上。仅凭标准化装修、营销造势与短期流量加持,根本无法支撑门店的长期稳健运营。对于品牌方而言,仅停留在概念包装和流量营销,企业很难长久支撑下去,需要具备持续创造消费价值的能力。

在餐饮市场,依托流量打法快速孵化新品牌的“造牌”模式仍在上演。当下备受年轻消费群体青睐的网红品牌“漂亮饭”,其背后关联着同一批餐饮操盘主体,这类团队正通过持续推出新品牌、复制起盘逻辑,搭建自身的品牌矩阵。同样,去年姜浩文又成立了冰淇淋新品牌Gelo既乐,主打可以喝的Gelato。现作Gelato,可以看到,“造牌”并未停止,但餐饮终究是一门长周期生意,要突破增长瓶颈,网红品牌不能只依赖流量。

北京商报记者 郭缤璐

配料表风波未了 柚香谷跨界自救

经历配料表风波后,宋柚宣布与玛氏旗下M&M's推出“香柚味雪泥”新品。但跨界冰淇淋赛道背后,仍有公众质疑未解。今年4月,宋柚汁因配料表中香柚与胡柚合计占比仅2.7%,其余成分以苹果浓缩汁补足,被揭露为“伪果汁”。

这是柚香谷首次试水冰淇淋赛道,但此前其不乏跨界拓新的举动。官网显示,柚香谷主打的“宋柚”品牌已投入生产的产品系列,包括宋柚复合果汁饮料、宋柚乳酸菌饮料、宋柚果酒、宋柚气泡鸡尾酒、宋柚拉格啤酒、宋柚汽水,以及个护香氛系列产品等。2022年,柚香谷销售额达到3.95亿元,2023年销售额达6亿元,2024年销售额达10亿元。

对于选择与M&M's联名的原因、是否为限量试销等问题,柚香谷内部人士向北京商报记者回复称,“选择与M&M's联名,是基于双方对‘愉悦消费’理念的共识。M&M's作为全球知名品牌,其核心客群是追求快乐、年轻时尚的消费者;而柚香谷的YUZU香柚自带清新、高品质的风味,相信此次合作能为消费者带来好味道的全新体验”。

中国食品产业分析师朱丹蓬向北京商报记者表示,“以目前柚香谷的体量,去做跨界太超前,营收10亿元的饮料企业在全国还泛不起浪花。柚香谷本身没有品牌效应,规模效应和粉丝效应,容易陷入主业不强、副业太多、战线太长的处境”。

今年4月,柚香谷旗下主打品牌“宋柚汁”因配料表中香柚与胡柚合计占比仅2.7%,其中香柚21g/kg、胡柚6g/kg,其余成分以苹果浓缩汁与果葡糖浆填充,被消费者质疑为“伪果汁”,引发产品争议。4月14日,柚香谷援引GB/T 31121-2014《果蔬汁类及其饮料》国家标准,坚

称“果汁总含量≥10%”符合国标,仍未平息质疑声。

针对公众的质疑,柚香谷创始人、董事长宋伟在4月接受媒体采访时表示,“无论是2.7%配比,还是选择加入苹果汁,都是为了达到最佳口感。香柚酸度高、胡柚皮苦涩,而苹果汁可以做到淡色淡味又好喝,又不会盖住香柚独特的风味。一直标注了‘复合果汁饮料’,产品是佐餐,追求的是口感而不是补充柚子汁”。

消费者质疑的另一个焦点在于“宋柚”商标的“文字游戏”。公开信息显示,柚香谷已将“宋柚”注册为商标,相关申请67条,其中60条已注册。据了解,2021年,柚香谷以“双柚汁”推向市场,产品走红引发市场跟风模仿,为了和竞品进行区分,柚香谷在2023年将品牌升级为“宋柚汁”。

新智派新质生产力会客厅联合创始人袁帅表示,“柚香谷此次选择和M&M's冰淇淋合作,表面上看是跨界尝试,实际更像是针对此前配料表争议的针对性回应,营销属性远大于实际的赛道布局意图”。

知名危机公关专家、福州公孙策公关合伙人詹军豪也表示,“柚香谷想靠联名绑定‘香柚原产地’的正向心智,试图用跨界新品冲淡此前2.7%柚汁含量的负面记忆,并非真的要全力深耕冰淇淋赛道”。

值得一提的是,柚香谷显露出登陆资本市场的野心。官网显示,柚香谷已启动沪交所IPO上市计划。2024年,柚香谷曾对外宣称资本蓝图,即2026年底IPO、2027年规模达到百亿。2026年7月,北京商报记者注意到,其官网的资料已改为“目标2028年完成主板上市”。

北京商报记者 孔文雯