

千亿市值盛宴开启

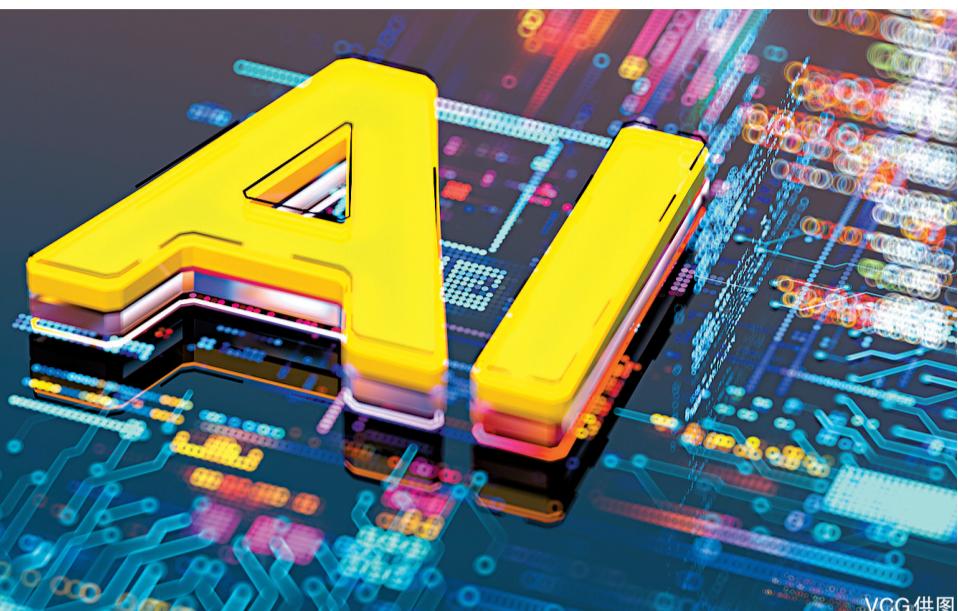
# 智谱与MiniMax画出AI商业化两道彩虹

2026年初的港股市场，被AI大模型赛道的密集上市点燃。

1月8日，国产“大模型新锐”智谱AI在港股上市敲钟，成为“国产AI第一股”。开盘后，智谱股价连涨三天，市值来到917亿港元。次日（1月9日）上市的Mini-Max更加火爆，上市第一天市值即突破1000亿港元，单日涨幅超100%，到1月12日以1231亿市值收盘。

连续两天，一前一后、一南一北的两声上市钟响，宣告着中国大模型商业竞赛进入了新阶段。

■新快报记者 郑志辉



VCG供图

## 商业模式：

### B端基建与C端产品的路径分野

智谱与MiniMax的商业和技术路线并非偶然，而是其“创始基因”的必然投射。

有分析称，智谱的底色是清华系的“正统”与“厚重”。作为MaaS（模型即服务）的践行者，智谱实际上是在做“AI时代的操作系统”。

智谱正在稳固“重业务”（本地化部署）收入基本盘的前提下，持续拉升MaaS平台等“轻业务”的收入占比，并形成了以MaaS为核心的标准产品体系。这一模式使其收入保持了高速增长。招股书显示，2022年至2024年，智谱收入分别为5740万元、1.245亿元、3.124亿元，年复合增长率高达130%。

与智谱的B端路径形成鲜明对比，MiniMax选择了一条截然不同的C端路线。MiniMax的创业故事始于一个充满二次元色彩的产品——专注于AI虚拟社交的应用Glow，这也奠定了公司早期面向C端、探索情感化交互的基因。

“技术+产品”的双核驱动，很快在2023年年中，催生出MiniMax更具代表性的产品Talkie（海外版）/星野（国内版）。情感化、娱乐化产品打开了大众市场，星野/Talkie支撑起了MiniMax的前期收入：2024年Talkie/星野占MiniMax财务收入的63.7%。

MiniMax真正的技术布局在2025年集中爆发。文本模型MiniMax M2、视频模型Hailuo 02与语音模型Speech

02各自发力，形成了“以多模态底层技术支撑多元化C端产品矩阵”的清晰格局，并采用“订阅+内购”的混合模式盈利，2025年前三季度C端收入占比超70%。更重要的是，其超过70%的收入来源于海外市场，通过“中国技术+全球市场”的模式，规避了国内竞争。

## 财务表现：

### 高速增长与持续亏损并存

两家企业的上市数据凸显了大模型赛道的独特性：智谱、MiniMax都在持续亏损。

2022年至2024年各年度，智谱分别录得净亏损1.44亿元、7.88亿元和29.58亿元，2025年上半年净亏损为23.58亿元，亏损额同比扩大91%。从亏损额看，其扩大速度明显快于收入增速（根据招股书，2022年—2024年，智谱收入分别为5740万元、1.245亿元、3.124亿元，年复合增长率高达130%；2025年上半年收入为1.91亿元，同比增长325%）。

MiniMax同期累计亏损约93亿元，2024年净亏损达32.7亿元，且预计2025年每月现金消耗近2亿元，研发投入进一步加剧亏损压力。MiniMax的收入则从2022年的0，增长至2023年的350万美元，并于2024年飙升至3050万美元，同比增速达782.2%。

两家公司虽分别深耕B端与C端赛道，营收保持高速增长，但短期内仍难摆脱“算力烧钱”与商业化变现的失衡困境。智谱的亏损更多来自前期模型训练

的研发与算力投入，盈利改善更依赖规模效应与算力成本优化。而MiniMax在C端扩张阶段承受更高的运营与算力压力，毛利率相对偏低，盈利路径更取决于用户生态成熟后变现效率的提升。

尽管如此，两颗中国AI超新星依然吸引了海外资本在2024年后汹涌而至。

MiniMax的港股IPO创下了近年来港股机构认购的历史纪录：超过460家机构参与，国际配售超额认购倍数高达79倍，认购名单囊括了多家全球主权财富基金和长线资本：阿布扎比基金、韩国未来资产等14家顶级机构作为基石投资者现身，新加坡、南非、中东及加拿大等多家主权基金的认购订单总额超过60亿美元。

而智谱AI在上市前的融资中也收获了来自国际产业资本的巨额背书。2024年5月，沙特阿美旗下风险投资基金Prosperity7 Ventures参与了对智谱AI约4亿美元的一轮投资。

## AI公司价值展望：

### 从技术竞赛到差异化竞争

两家公司的上市适逢AI行业正从“技术竞赛”转向“效率竞争”，市值表现取决于研发投入与商业化收益的动态平衡。

对于两家公司今后可能的市值表现，专家认为，市值表现取决于商业化前景。“谁能较快变现，并可以覆盖算力和研发成本，谁就有更好前景。”

有大模型业内人士表示，大模型企

业的估值应锚定“技术资产”与“生态潜力”双核心，而非短期财务表现。从生产要素看，Tokens作为AI服务的底层计价单位，串联起算力成本、API调用收入与用户需求，成为衡量价值的关键标尺，其调用规模与增长速率直接反映企业的核心竞争力。

数据显示，截至2025年9月，MiniMax的产品已拥有来自超过200个国家及地区的2.12亿名个人用户。而智谱也已完成其技术基建的初步全球布局，已赋能1.2万家企业客户、超4500万名开发者；中国前10大互联网公司中有9家采用其GLM模型。

中信证券的研报称，智谱是国内通用大模型领军企业，随着未来6年国内大语言模型市场规模有望实现20倍增长，看好其依托优异模型能力持续打开企业端市场，带动收入保持高速增长，给予公司2026年30倍PS，对应目标市值539亿港元。

东吴证券称，MiniMax全球化布局领先，ToC与ToB双轮驱动形成增长飞轮，预测2025年—2027年收入CAGR超130%，毛利率快速提升至50%。

艾媒咨询CEO张毅日前表示，从行业格局来看，这两家公司的上市一定会加速资本的头部集中，当然也会为大模型以及相关AI企业的估值提供一个非常好的参考，中小厂商更多聚焦于垂直领域或者边缘部署以实现差异化竞争。他还预测，今年到明年，行业内的并购会处在提速阶段。

## 划定红线、责任到人 直播电商监管新规下月起施行

**新快报讯 记者郑志辉报道** 近日，市场监管总局、国家网信办联合印发的《直播电商监督管理办法》（简称《办法》）正式落地，聚焦直播电商平台经营者、直播间运营者、直播营销人员、直播营销服务机构四类主体，划定行为红线，完善监管机制。《办法》将于2026年2月1日起正式施行，标志着中国直播电商监管进入全新阶段。

据不完全统计，近年来，罗永浩、刘媛媛、疯狂小杨哥、东方甄选、骆王宇、东北雨姐等MCN机构及主播均陷入虚假宣传风波。如抖音“美妆一哥”骆王宇因“油橄榄”事件被“打假”后宣布退网，表示将为消费者退款1.5亿元；东方甄选售卖的西梅汁遭禁；“三只羊”带货“香港美诚月饼”“澳洲谷饲牛肉卷”虚假宣传被罚6894.91万元，等等。

知名天使投资人郭涛表示，《办法》的核心创新在于打破以往“责任模糊、推诿扯皮”的监管困境，构建“主体明确、权责对等、闭环追溯”的治理框架。责任颗粒化层面，首次清晰界定平台、直播间运营者、MCN机构、主播四类主体的专属权责，平台负责资质核验与流量管控，MCN机构承担主播培训与选品核验，主播需对宣传内容真实性负责，避免“法不责众”。

从行业发展看，郭涛认为，《办法》推动行业从“粗放生长”向“规范提质”转型，《办法》通过划定红线倒逼乱象整治，加速中小违规主体出清，头部合规企业获得更公平的竞争环境。从主体行为看，平台需强化风控与信息保存，直播回放等留存不少于三年，MCN机构需建立选品核验机制，主播需规范营销用语，

合规成本短期上升但长期利于行业信任重建。

泽大律师事务所律师马恺浓认为，《办法》让普通消费者更加明晰在直播电商领域哪些是合法的，哪些行为是违法违规的，提高了社会大众对直播电商的认知，不仅有利于社会监督，更在消费者消费选择方面提供了有利的参考。

浙江垦丁（北京）律师事务所律师程念指出，《办法》还针对AI技术在直播电商中的应用专门作出规范，要求使用人工智能生成人物图像、视频从事直播电商的，需持续向消费者提示，并明确由管理或使用该内容的直播间运营者承担责任。这一规定解决了数字人主播等新兴业态的监管难题，防止人工智能成为传播虚假信息的“挡

箭牌”。

中国社会科学院大学文学院副院长意娜表示，这个新规如能顺利实施，可期待让消费者和市场更放心，有助于重建信任机制。通过信息公示、交易留痕、责任可追溯和跨部门协同监管，消费者维权路径将更加清晰，劣币驱逐良币的空间被压缩。这不仅有利于保护消费者权益，也有助于稳定市场预期，提升直播电商作为一种新型零售基础设施的社会信任度。



更多优质数智资讯  
请关注新快数智视频号及新快网数智频道