

国产大模型步入“大考”

一级市场高烧不退,二级市场泡沫出清

2026年7月,中国人工智能大模型行业的资本叙事迎来前所未有的分化:一级市场融资热度不减,二级市场却遭遇剧烈估值重构,冰火两重天的格局折射出行业正从“概念溢价”转向“业绩验证”。

■新快报记者 郑志辉

DeepSeek 启动新一轮融资,梁文锋成新AI首富

自7月19日起,业内接连传出消息,DeepSeek 已启动 IPO 筹备及新一轮融资,目标投前估值超过 4800 亿元,拟至少再融资 100 亿元。还有消息称,DeepSeek 正与会计师事务所合作,力争 12 月底前完成财务报告,计划年底或 2027 年初正式提交上市申请。

此后,开润股份、九安医疗、汤臣倍健三家 A 股公司几乎同步发布公告,各自通过差异化路径实现了 DeepSeek 的间接布局。然而,按照三家上市公司持股比例和投资金额反向测算,DeepSeek 的估值却并不一致——在 3250 亿元至 3571.43 亿元之间,最高相差 321 亿元。

对于三家上市公司给出三个不同 DeepSeek 估值,有资产管理专家认为,核心源于基金嵌套层级下的持股比例核算精度差异,因持股比例穿透口径、小数位精度以及基金费用计提口径的细微不同,导致倒推估值出现小幅偏差。本轮 DeepSeek 投后估值区与智谱 AI、月之暗面共同处于国产大模型第一估值梯队,其估值支撑主要来自技术壁垒、商业化能力、国产化适配、参数效率四大核心锚点。DeepSeek 官方对相关消息一直保持沉默。

此外,据此前消息,DeepSeek 本轮融资阵容堪称豪华:创始人梁文锋出资约 200 亿元,为本轮最大单一出资方;腾讯出资约 100 亿元,宁德时代体系出资约 50 亿元,网易、京东、IDG 资本分别出资约 30 亿元。梁文锋直接及间接合计控

制 84.29% 股权,掌握近乎 100% 的表决权。所有外部投资附带 5 年锁定期,短期无法退出。

截至 7 月 14 日的彭博亿万富豪指数显示,梁文锋身价达 360 亿美元,超越 Anthropic 与 OpenAI 联合创始人,成为全球 AI 领域新首富。

智谱市值一周蒸发超 8000 亿,MiniMax 同步濒临破发

与一级市场的火热形成鲜明对比,二级市场正经历剧烈估值重构。

7 月 20 日,港股大市强势反弹,恒生指数收涨 580 点,但大模型龙头智谱并未跟随大势,全天收跌 19.56%,报 890.5 港元。至此,智谱已连续三个交易日大幅下挫——7 月 17 日跌 28.49%,7 月 20 日跌 19.56%,三日累计跌幅逼近 50%,股价从历史最高点 2980 港元回撤逾 70%,总市值从最高 1.33 万亿港元缩水至约 4146 亿港元。

智谱于 2026 年 1 月 8 日以 116.2 港元/股在港交所上市,成为“全球大模型第一股”。转折出现在 7 月——7 月 8 日迎来上市后首次大规模限售股解禁,约 2568 万股股份解除限售。紧接着 7 月 9 日,智谱以每股 1588 港元配售最多 1978 万股新 H 股,募资总额约 314 亿港元。然而短短一周后,参与配售的机构浮亏已超过 43%。

知名财税审专家刘志耕指出,智谱的市销率曾超千倍,高估值缺乏盈利支撑。上海财经大学特聘教授胡延平认为,智谱近期股价调整是多重因素共同作用的结果——AI 产业链整体估值回

落,市场此前给予公司的溢价较高,本身存在回调需求。

7 月 21 日,智谱传出已落地 1GW 级国产 AI 算力数据中心建设,并正式完成对国产 AI 异构算力软件公司中科加禾的收购。截至中午 12 时,智谱港股股价涨超 25%。

另一 AI 龙头 MiniMax 走势更为低迷。该股年内创下 1330 港元历史高位后持续阴跌,7 月 13 日一度重挫 18%,低见 220.2 港元。MiniMax 于 7 月 9 日公告配售及可转债合计融资约 160 亿港元,其中 80% 用于 AI 基础设施和模型研发。尽管融资吸引了百余家机构参与,实现 7 倍认购覆盖,但股价颓势未改。

7 月 20 日,MiniMax 收盘下跌 10.6%,报 193.1 港元,盘中最低触及 191 港元,创上市以来新低,最新市值 674.37 亿港元。而就在 4 个月前,MiniMax 股价一度触及 1330 港元,总市值突破 4100 亿港元。从 1330 港元到 191 港元,累计跌幅已超过 85%。机构对其估值判断出现显著分歧,乐观方看到 ARR 高速增长与全球化布局的稀缺性,谨慎方则担忧定价能力下滑与股权稀释压力。

Kimi K3 发布引爆市场,月之暗面冲刺港股 IPO

7 月 17 日,月之暗面正式发布新一代开源旗舰模型 Kimi K3,总参数规模达 2.8 万亿,是首个进入近 3 万亿参数级别的开源模型。Kimi K3 在复杂推理、代码生成、长上下文处理及 Agent 任务执行等核心能力上实现明显跃升。据 Artificial Analysis

智能指数评分,K3 综合得分 57 分,仅次于 Claude Fable 5 和 GPT-5.6 Sol。

中信建投最新研报称,Kimi K3 反映国产大模型正加速缩小与海外前沿模型的差距,并由单纯参数扩张转向模型能力、推理效率和应用落地的全面突破,更将 K3 发布定义为“另一个 DeepSeek 时刻”,称中国大模型第一次以“竞争威胁”身份进入全球叙事。

在资本端,市场消息指月之暗面已启动港股 IPO 筹备,目标估值 300 亿美元。公司年度经常性收入从 4 月的 2 亿美元增长至 6 月的 3 亿美元。月之暗面正寻求 20 亿美元融资,对应估值约 300 亿美元。从 2025 年底投后估值 43 亿美元到如今目标估值 300 亿美元,半年之内估值涨幅近 6 倍。

知情人士表示,月之暗面认为上市时机已经成熟,公司已向投资人发送上市议案,最快可能在 6 个月内完成港股上市,此前已与中金和高盛讨论潜在港股上市。

机构激辩 AI 后市,市场加速转向“算收益”

券商机构对本轮调整持分化观点。

高盛在一份题为《谁将成为中国 AI 大模型行业的长期赢家?》的最新研报中预测,中国 AI 模型的 API 及订阅收入将从 2026 年估算的 350 亿元人民币增长至 2030 年的 8790 亿元人民币,对应每日 token 消耗量从 350 万亿增至 4600 万亿,增幅约 24 倍。

中信证券的最新研报则称,伴随模型能力的持续跃升与商业化路径的逐步清晰,全球科技行情定价重心正由“投入侧”向“产出侧”迁移,中国 AI 资产的重估窗口正在打开。模型是智能供给的核心,中国模型智能上限的提升与下游商业化的高确定性,将推动海外投资人重新审视中国模型公司的竞争优势与估值潜力,重估有望由一级市场向二级市场的云与模型相关资产传导。

但短期风险不可忽视。经济学家宋清辉近日撰文指出,从全球市场来看,AI 投资逻辑正在发生明显变化,正从“讲故事”逐步转向“算收益”,资本更加重视 AI 是否真正能够创造持续利润,而不仅仅是持续烧钱扩张。这意味着未来 AI 资产将进一步分化,真正拥有核心技术、商业模式成熟、盈利能力持续改善的企业,有望继续获得估值支持,而缺乏盈利支撑、仅依赖概念炒作的公司,则可能面临估值回落。

网传三大运营商 7 月 31 日前全面取消网络代理渠道

新快报讯 记者郑志辉报道 距离 7 月 31 日不到十天,一场关乎通信行业渠道格局的变革已进入倒计时。根据通信业内人士消息,中国移动、中国电信、中国联通正计划于 2026 年 7 月 31 日前,协同推进全面取消网络代理渠道售卡业务。

所谓“网络代理渠道售卡业务”,是指运营商通过非自有线上触点销售手机 SIM 卡的合作模式,主要包括第三方销售代理、互联网平台自营店铺以及垂类合作等。

据网上流传的一份中国电信内部文件显示,此次取消范围覆盖全面清理线上触点号卡代理,收回代理新增号卡业

务授权。文件同时明确了五个“禁止”:严禁在第三方页面、小程序、直播、短视频、电商店铺、私域分销等场景收集客户信息或直接售卡;严禁搭建多层级网络分销体系或利用裂变推广方式售卡;严禁在各电商平台开设官方旗舰店或通过商品订单捆绑销售号卡;严禁垂类细分市场通过外部渠道销售号卡;严禁线下渠道采用快速寄卡或物流人员上门送卡等线上方式办理号卡业务。

此次统一行动的直接动因,源于监管部门整治通信行业长期存在的“内卷式”竞争的工作部署。据国资委财务监管及运行评价局指导、三大运营商共同

磋商的《关于全面取消线上代理渠道实施方案的汇报》显示,2023 至 2025 年全行业累计线上发售大流量卡约 1.3 亿张,对应渠道费用估算超 200 亿元。

有专家分析指出,低价大流量卡通过电商平台和直播渠道大规模铺货,本质上是“以价换量”的用户获取策略。用户被低价吸引办理号卡后,附着在号卡上的增值业务订购入口同步被激活,形成“号卡拉新→增值变现→沉默利润”的商业闭环,但代价是行业陷入了“增量不增收”的怪圈,换来的用户 ARPU 极低、流失率极高、投诉率居高不下。

值得注意的是,此次取消线上代理

的范围聚焦号卡业务,暂未覆盖宽带、叠加包、视频彩铃、云盘等其他线上代理业务。但有分析认为,聚焦号卡只是第一步,后续大概率会向其他线上代理业务扩展。运营商的全面渠道费用治理,不会只停留在号卡。

