

# 达晨的投资方法论：始终“快半步” 敢于“与泡沫共舞”

张天伦

刘昱是达晨创投(以下简称“达晨”)的掌舵者,他给人的第一印象,务实、理性、沉稳。

2000年,刘昱怀揣电广传媒给的1亿元启动资金创立达晨,投身创投赛道。转眼25年,如今的达晨已管理着近660亿元规模的基金。摊开达晨的项目版图,累计投资企业800余家,其中145家企业实现IPO,约17%的IPO退出率,是其亮眼业绩的核心指标。从早期聚焦“规模化、盈利性”等因子的投资逻辑,到当下更看重“研发转化率、战略意义”的科技新生态,达晨似乎都能“先行半步”。

日前,在深圳国际风创投中心37楼的办公室里,证券时报记者专访达晨创始合伙人、董事长刘昱,探讨达晨的投资方法论以及未来的布局。据刘昱透露,达晨正高度聚焦以人工智能(AI)、具身智能、商业航天等前沿技术为核心的新战场,这也是达晨未来投资版图的截面缩影。

## 变革不断演进

刘昱表示,相比创立之初,达晨的显性蜕变清晰可见:

一是团队规模,从最初的几人增长至220余人,其中硕博比例超70%。据刘昱介绍,不管市场行情冷暖,达晨每年都会面向社会招聘,以此形成优胜劣汰的循环机制。

二是激励机制,从最初电广传媒全资控股,逐步演变为“电广传媒+达晨核心团队”共同持股的股权架构,成为国内首批“国有背景、市场化运作”的创投机构。2016年,达晨进一步将激励范围延伸至中层管理骨干,当前共有超40位中层获得股权激励。“我们提拔合伙人的标准也在相应提高,最早是要求净赚3亿元,现在提高至1亿美元,过两年可能提升至1.5亿美元。”刘昱称。

三是投资布局,自2010年前后全面启动“行业+区域”双轮驱动方法论以来,达晨已在23个经济中心城市设立了分支机构,战略赛道也从早期聚焦制造业、泛消费等领域,全面转向前沿科技,包括人工智能、生命科学、航空航天与低空经济等赛道。这一转向的背后,是达晨投资方法论上更加注重研究驱动与赛道式投资,通过系统性调研、布局高价值环节,确保子弹的精准投向。

四是业务版图,从最早期的自有资金投资,拓展至“综合基金+科技基金+定增基金+地方国资合资基金平台+专户基金”的大资管布局,同时设立生态赋能部、投资并购部、达晨上市公司联盟等,打造更为深入与高质的生态服务体系。公司层面的变革不断演进,在刘昱眼中,核心始终围绕两点:一是人才的阶梯式培养,这是决定达晨能否基业长青的根本;二是顺应创投市场环境变化,所搭建起的多元化业务矩阵。

刘昱算过一笔账:一名普通员工要为公司赚到1亿美元,从项目投资、材料申报到最终退出,至少要历经5年周期。这恰恰为达晨的人才梯队培育,留出了充足的时间窗口。

王文荣是这套人才机制的最新代表。作为达晨首位85后合伙人,王文荣在2014年正式踏入创投赛道,2年后通过社会招聘加入达晨,自此深耕半导体投资领域。2022年,入职5年多的王文荣凭借为公司创造超20亿元回报的业绩,成功晋升合伙人,现分管整个华东总部业务。

从“激励机制”和“投资方法论”为始,到“人才培养”和“顺应市场”为终,当前的达晨建制完整,是其核心竞争力。

## 加码前沿技术

扩张的基金版图背后,是一家创投机构快速成长的外在体现之一。2023年以来,达晨陆续完成了多只新基金的募集,管理规模增长了约270亿元,其中既有延续经典的综合基金,也有更关注前沿技术的科技基金、商业航天与低空经济基金等产业基金。

在创投行业面临周期性调整、市场普遍感到“寒意”的背景下,逆势募资并非易事。在刘昱看来,市场低温往往蕴藏着历史性机遇。人工智能等前沿技术正迎来爆发拐点,而此时的优质项目估值相较于市场狂热期更具性价比,正是进行长期战略布局的窗口期。

投资端,达晨最显著的变化是3年前对人工智能赛道的高度聚焦与体系化布局——这源于一场对错过“互联网+”的深刻反思。“在25周年会议上,团队也在讨论,如果在十几年前的‘互联网+’时代投了今日头条、美团、拼多多这样的项目,现在达晨的明星项目效应应该会更突出。”刘昱坦言,正因如此,达晨内部在2022年便达成共识:错过了“互联网+”,绝不能错过“人工智能+”,并且立即行动。

基于这一判断,达晨2022年组建人工智能投资部(初期为人工智能小组),加码赛道布局。2024年,伴随AI产业投资重心从架构研发、参数竞赛,向垂直场景应用、端侧AI等商业化落地领域转移,达晨提出要求所有组合企业

**编者按:中国风险投资业走过二十余载高速发展征程,已构筑起超14万亿元管理规模的成熟生态,稳居全球第二。2020年—2025年,国内超65%新上市企业获VC/PE支持,其影响力已深度渗透至人工智能、商业航天、半导体、创新药等每一个科技角落。立足国家战略与市场实践,证券时报特推出《问道·浪潮之巅》系列访谈,对话头部创投机构掌舵者,深度剖析构建中国式现代化产业体系的密码。**

如今的达晨已管理着近**660亿元**规模的基金。

摊开达晨的项目版图,累计投资企业**800**余家,

其中**145**家企业实现IPO,约**17%**的IPO退出率。



受访对象/供图

定期评估“含AI量”,精准跟进产业迭代节奏。

2025年是达晨AI布局的加速之年。春节期间,刘昱听完广东省委开年会议后,预判AI应用层项目估值将迎来上涨,当即指令团队加快布局,随即将人工智能升级为独立行业线。

到了2025年第四季度,为应对人工智能项目估值的快速增长,达晨在国庆节后设立AI快速投决会,为优质项目开辟绿色通道。“AI行业线成员基本是清华等高校背景的理工类人才,他们能更快理解技术逻辑,把握投资机会,大幅提升决策效率。”

截至2025年底,达晨通过旗下多只基金主体,加码对人工智能、具身智能、脑机接口等前沿技术领域的投资,累计投资包括智谱AI、云深处、无问芯穹、众擎机器人、千寻智能在内的52家“人工智能+具身智能”领域企业,以及蓝箭航天、星河动力、三瑞智能等一批前沿产业企业。尤为显著的是,近3年来,达晨在人工智能、具身智能的投资金额占比已提升至三成至四成。

创投机构竞争的核心,在于能否先于他人发现优势赛道与企业,并找到胜率与赔率之间的最优解。在投资胜率上,达晨始终秉持“快半步”的投资哲学,既不能太超前,也不能落后。在赔率上,达晨近年来也做出调整,针对重点项目敢于追加投资及多轮投资,强化收益确定性。

达晨在智谱的投资布局,是这一理念的侧面印证。2020年,OpenAI发布GPT-3引发业内对大模型赛道的初步关注。在中国,依托清华科研背景的智谱也从基座大模型的底层架构切入,开展深度自研。2021年,达晨与智谱团队深度接触后,便领投了智谱的A轮融资,成为早期投资人。次年,ChatGPT的发布令大模型赛道投资迎来爆发增长,达晨顺势持续加码,先后参与智谱B2轮、B4轮融资,累计投资额超1亿元。2026年开年,智谱登陆港股,达晨凭借所持股权斩获超50亿港元浮盈。

总结投资方法论,刘昱坦言,做投资有时候需要一点直觉,而直觉则来自社会阅历和行业敏感度。同时,刘昱认为创投机构要学会“与泡沫共舞”,如果投资机构因行业泡沫等不确定性而裹足不前,就难以捕获伟大公司。

“近年来做得最正确的事,应该是坚持对人工智能、具身智能、脑机接口、半导体等重点赛道的重仓投资策略。这是比‘互联网+’更大的万亿级市场,达晨必须牢牢抓住。我们幸运地扎根在中国,这里的机会,比任何时候都更值得下注。”刘昱称。

## 行业“分化时代”已经到来

2024年年中,IPO节奏放缓,创投行业陷入低谷。彼时身处武汉的刘昱,直到半年总结会召开前一天的深夜,才最终敲定了第二天的分享主题“三个相信”——相信公司的力量、相信相信的力量、相信趋势的力量。

在刘昱看来,让员工相信公司,是因为优秀企业自带穿越周期的价值韧性。即便前3年市场低迷,达晨仍坚持上调薪资、足额兑现激励分配,就是要让员工与平台共成长;相信相信,是要求团队树立正心正念的价值观,踏实做事、坚守底线,努力必有回报。同时更要相信国运,因为时间的天平必向中国倾斜;相信趋势,则是因为大趋势一旦确立,就不会被个体或单一事件轻易逆转,如今中国正处在全球科技竞争的关键阶段,科技创新的突破与产业升级的推进,离不开创投机构的资本赋能与生态支撑,更是中国头部创投机构会所。

谈及未来,刘昱判断,创投行业的“分化时代”已经到来,资金和优势项目会进一步向头部专业机构集中,并明确了达晨三大新使命:一是投资科技,支持中国的科技发展,尤其是中美直接竞争的第四次工业革命人工智能领域;二是推动建设现代化产业体系,壮大实体经济根基;三是以产融结合股权财政模式,接力传统土地财政模式,促进区域协调发展。

时间拉回20年前,彼时达晨因所投资项目迟迟无法退出,又被母公司要求撤回长沙,人在北京香山的刘昱执笔写下“三个坚信”——坚信中国经济会向好、坚信中国资本市场会向好、坚信中国本土创投会做好。正是这份信念,带领达晨跨越了“生死线”。

“三个坚信”与“三个相信”,既是一脉相承,又是迭代升级。”刘昱直言,二者的精神内核高度一致,都是公司对国家发展、民族复兴的笃定信心,说到底就是相信国运。

未来,当新一轮科技革命的浪潮奔涌而至,达晨这份源于历史的笃定,或将成为穿越未来不确定性的最宝贵航标。

(作者系证券时报·全国创投协会联盟智库中心研究员)



# 海内外资本纷纷押注一个「人造太阳」 可控核聚变再迎融资热潮

证券时报记者 卓殊

人工智能(AI)的尽头是算力,算力的尽头是能源。人工智能的发展浪潮越汹涌,产业界对电力供给的焦虑就越大。于是,那个被称为“人造太阳”的可控核聚变重新进入聚光灯下,并被视作有望从根本上解决人类能源问题的“终极方案”。

眼下,这条战略级科技赛道正迎来政策与资本的双重加持。据记者不完全统计,2026年以来,星环聚能、中科清能、东昇聚变、束研聚创等可控核聚变项目陆续更新了融资进展。与此同时,押注这一方向的投资机构也从几年前少数机构的“孤注一掷”,到如今国资、产业资本与市场化基金纷纷入场、加速布局。

可控核聚变不再只是宏大叙事,而正在成为资本继人工智能、商业航天、量子计算之后,又一个更具确定性的硬科技赛道。“作为硬科技投资人,如果不布局可控核聚变,很可能错过下一代科技革命中最关键的能源变革机遇。”中科创星创始合伙人米磊表示。

## 海内外资本押注一个“人造太阳”

所谓可控核聚变,是一种可控的、能持续进行的核聚变反应。与核裂变相比,可控核聚变释放能量大,原料来源丰富,产生的放射性废物少,且具有更高的安全性。因此,在地球上建造一个可控核反应装置,就像做一个“人造太阳”,能实现安全、持续、平稳的能量输出。

实际上,资本市场对可控核聚变并不陌生。2023年3月,美国罗彻斯特大学物理学家 Ranga Dias 宣布在近环境压强下实现室温超导,曾引发全球关注。但由于这一成果遭到了学术界的质疑,未能成为真正意义上的技术突破,资本对此进入了较长时间的观望期。

对大多数资本而言,从观望转向出手,转折点出现在2025年下半年,可控核聚变开始以更明确的战略定位强势回归:“十五五”规划明确将核聚变能纳入未来产业,今年1月《中华人民共和国原子能法》正式施行,明确“鼓励和支持受控热核聚变”。

2026年开年至今,国内可控核聚变领域的融资消息接连不断,单笔融资规模屡创新高。1月12日,民营聚变企业上海星环聚能完成10亿元A轮融资,一举刷新国内同类企业单笔融资纪录;紧随其后,东昇聚变、束研聚创等项目纷纷更新融资动态;2月,河南中科清能也完成了近5亿元Pre-A++轮融资。而更早前,诺瓦聚变就已获得阿里巴巴、社保基金中关村自主创新专项基金等头部资方5亿元的天使轮融资。

海外市场同样热闹,美国核聚变能源初创企业 Inertia Enterprises 近日完成4.5亿美元A轮融资,资金将用于开发激光聚变发电厂,该公司计划2030年启动商业化核电站建设。据美国核聚变产业协会数据,截至2025年年中,全球核聚变行业累计吸引投资已超97亿美元。

## 要满足AI时代指数级增长的能源需求,突破方向必然指向原子核层面(核能)的能量释放,因此,可控核聚变是人类能源的终极解决方案。

千乘资本投资副总裁钱亚声观察到,近一年的融资潮中,行业出现了三大变化:一是政策环境从鼓励发展走向产业扶持;二是项目数量从屈指可数走向全产业链涌现;三是项目估值从普遍极具性价比走向头部项目获得溢价。

此轮融资潮背后,是AI“吃电”的速度,正在挑战传统电网的极限。华西证券最新研报指出,当前全球数据中心年用电量约为415太瓦时,预计到2030年这一数字将飙升至945太瓦时。

“从能源发展的物理路径来看,基于电子层面的能量利用在能量密度上正逐渐接近理论极限,突破方向必然指向原子核层面的能量释放。”米磊直言,要满足AI时代指数级增长的能源需求,突破方向必然指向原子核层面(核能)的能量释放,因此,可控核聚变是人类能源的终极解决方案。

## 不能错过下一代 科技革命关键“命门”

在2025年之前,不少机构对可控核聚变仍然将信将疑,出手的资本少之又少,更别说坚定看好。但也有机构潜伏其中,提前卡位。

比如,中科创星很早就将其列入重点关注的战略方向之一。截至目前,中科创星已投资了星环聚能、星能玄光、东昇聚变、翌曦科技、超磁新能、基磁科技、曦合超导、曦融兆波、锂炬炬薪等产业链相关企业。在米磊看来,高温超导材料的突破使可控核聚变装置的小型化成为可能,AI对算力与能源的巨大需求也为该领域带来了新的投资机遇。“作为硬科技投资人,如果不布局可控核聚变,很可能错过下一代科技革命中最关键的能源变革机遇。”米磊表示。

而在2023年就将AI产业链纳入重要的投资方向的千乘资本,基于当时AI产业的现实需求,也将其未来发展的痛点锁定在能耗问题上。“产业的发展需要稳定供电、清洁零碳、资源丰富的新型电能来源。为了满足这样严苛的潜在需要,核聚变几乎是唯一的选择。”钱亚声接受证券时报记者采访时表示,国内外聚变实验装置正在不断达成新的技术指标,上游超导材料、射频系统、控制方式都在持续进步,核聚变技术正在走向工程化实现,存在未来商业化的可能性。

随着技术的突破,政策的扶持和AI对能源需求的与日俱增,投资人的态度、参与的“玩家”都悄然发生变化。昔日仅有少数机构孤注一掷的赛道,到如今国资、产业资本与市场化基金同台布局、加速抢滩。尤其是当前在AI赛道上打得火热的几家科技巨头,都不惜重金押注这场能源革命。

今年开年,阿里巴巴领投了国内核聚变初创企业诺瓦聚变的的天使轮融资,目标直指为AI数据中心供给能源。就在前几个月,英伟达、谷歌和比尔·盖茨共同主导的一轮融资,为核聚变公司CFS注入了8.63亿美元。

而以能源央企、地方引导基金为代表的国资是行业发展的主力军,资金规模最大、参与最深。比如,国家能源局设立200亿元“聚变产业基金”,上海国投公司旗下上海未来产业基金宣布规模由100亿元增至150亿元,首个直投项目便是中国聚变能源有限公司。

值得注意的是,资本的布局也呈现出“核心装置集中资源,上下游产业百花齐放”的特点。钱亚声表示,从单项目融资额、资本集中度来看,核心装置仍是最主要的资金投向;而上下游赛道因投资门槛更低、项目更充足,且在聚变技术路线尚未完全确定的背景下,有着“卖铲子”的相对确定性,吸引了更多资本和机构关注。

## 业内预计2040年之前 能实现并网发电

不可否认,核聚变发电实现后的长远价值重大,但曾经却不被资本市场认可,很重要的原因在于技术进步的节奏缓慢,预期兑现时间过长。即便当下,业内人士也都清醒地认识到,可控核聚变目前仍处于产业发展的非常早期阶段,距离真正的商业化落地还有很长的路要走。

在核聚变行业,有一个距离实现聚变发电还差“永远的50年”的说法,而缩短这个时间预期的关键在于技术突破的节奏,这将产生资本集聚和产业发展的重要拐点。钱亚声表示,当前多个技术路线的头部企业都完成了等离子放电等关键技术节点,正在冲击更高的技术指标,争取早日实现聚变发电。随着下游需求的带动和上游技术的进步,诸多的聚变实验和建设项目取得了积极进展,那个关于核聚变“永远的50年”的预期时间正不断被缩短。

技术突破乃至商业化的具体时间难以预测,但聚变工业协会(FIA)在调查了45家受访公司后,给出的答案是,在2040年之前实现并网发电,已成为绝大多数商业聚变公司的共识,其中28家公司预计将在2030年—2035年实现并网,届时也会伴随着标志性的技术突破和项目落地带来资本集聚的爆发。

在钱亚声看来,核聚变行业的发展并非线性,未来十年将分为三个关键阶段:2028年—2030年,多个头部项目将冲击聚变发电的关键节点,行业从科学研究走向工程实现;2030年—2035年,头部企业将启动示范电站建设,行业从工程实现走向商业化应用;2035年后,若示范阶段验证了商业化推广的可行性,可控核聚变将真正迈向规模化推广,甚至有望重构全球能源体系。

对人类来说,“人造太阳”正渐行渐近。