

解码宇树科技背后资本局:

# 市场化机构抓住“非共识”机遇 红杉账面回报超25亿元

张天伦

3月20日,宇树科技递交IPO招股书,正式冲刺中国人形机器人第一股。以10%公开募股比例,42.02亿元拟募资金额推算,公司初始发行市值至少达到420亿元,发行后创始人王兴兴持股约30%,身价跻身百亿量级。

公司前十大股东阵容堪称豪华,既有美团、顺为资本等产业资本,也有红杉中国、经纬创投、敦鸿资产等一线机构,更汇集中信证券、北京机器人基金等国有资本,这些机构一共为宇树科技带来超18.9亿元资金,推动公司投后估值从0.13亿元增长至133.6亿元。

但结合招股书来看,不同轮次入场的投资方回报差异悬殊——2019年入场的红杉中国,首笔1500万元投资对应的投后估值仅1.5亿元,经多轮加注后,目前账面回报已超25亿元;2020—2022年期间入场的美团、经纬创投、顺为资本、深创投等机构,彼时投后估值在2.5亿元至11.3亿元区间,收益同样可观;而最后一轮入场的腾讯、中移资本等,在不到一年时间内,也斩获近3倍回报。

当然,在宇树科技的投资历程中,也不乏留下遗憾的案例,大疆便是其中之一。作为王兴兴的老东家,大疆曾计划在2018年通过DJI NewChina PE Fund-1 LP,以1012.86万元参与宇树科技第二次增资,彼时投后估值仅0.6亿元。尽管双方已办理工商变更登记及相关备案,但大疆最终并未实际完成投资。倘若这笔投资顺利落地并伴随至今,如今或将换来近30亿元的账面回报,大疆也将成为宇树科技上市后最大的外部投资方赢家。

这三度登陆央视春晚、目前四足与人形机器人销量位居全球第一的龙头企业如果成功上市,也意味着人形机器人这一巨大蓝海市场正式向二级市场敞开。随着四足与人形机器人加速渗透娱乐交互、电力巡检、应急救援等场景,公司业绩迎来爆发式增长,2025年实现营收17.08亿元,同比大增335.36%,较2021年1.23亿元营收翻了接近14倍,并实现2.88亿元净利润。而种种迹象表明,这一业绩增长远未触及天花板。

招股书发布次日,国泰海通证券分析师肖群雁便发布研报表示,宇树科技作为行业领先企业的催化效应有望持续释放,带动产业链上下游协同发展,行业成长空间广阔。

## 最早期天使投资人收益几何

2015年,王兴兴在上海大学读研期间研发出X Dog电驱四足机器人。2016年毕业后,他入职大疆,但仅工作约两个月,便因X Dog在机器人圈内受到关注,获得投资人意向,于2016年8月离职创立宇树科技。

创业初期,宇树科技并不缺投资人,但彼时机器人赛道尚属冷门,公司估值偏低。经过筛选,王兴兴最终选择曾在联发科、360等企业任职的尹方鸣担任天使投资人。尹方鸣出资200万元,获得15%股份,对应投后估值约0.13亿元。

2018年,尹方鸣以131.05万元的价格,将部分股权转让给深圳安创科技股权投资合伙企业(下称“安创科技”)。2020年8月,他又将剩余1.43万股股权,以1元/注册资本的价格转让给天津君万弘毅企业管理咨询合伙企业(下称“君万弘毅”)。据公告披露,此次转让系尹方鸣持股主体与结构的调整,穿透后其仍持有君万弘毅约16.62%份额,对应股权价值约2.14亿元。

## “非共识”机遇: 市场化机构挑大梁

在2019年以前,机器人赛道正处于从实验室走向商业化的起步阶段。这一时期,机器人

投资并非市场主流,但以红杉中国、安创科技、变量资本(通过极思投资完成投资)、德迅投资为代表的市场化机构抓住“非共识”机遇,为宇树科技提供了早期资本支持。

其中,红杉中国在2019年12月通过宁波红杉科盛股权投资合伙企业(下称“宁波红杉”)以1500万元领投宇树科技,后续相继通过宁波红杉,以及厦门雅恒创业投资基金合伙企业对宇树科技进行跟投,累计投资1.02亿元,发行后合计持股2589.96万股,预计账面回报超25亿元。“在种子轮的时候,我倾向于选择条款更友好的投资者,比如个人投资者的钱。市场上有像红杉这种条款比较友好的机构,也有一些条款要求很高的机构。”王兴兴曾表示。

值得一提的是,2月28日,中科创投在交易所互动平台表示,公司持有安创科技6.78%的股份,而安创科技持有宇树科技少量股权。不过根据招股书信息,安创科技已在宇树科技IPO前完成全部退出。具体来看,2018年4月,安创科技通过增资及股权转让方式,对宇树科技完成投资;2024年,安创科技以5000万元价格将部分股权转让给光合贰期、光越投资;2025年又以1462.5万元价格将剩余股权转让给天津算力,累计实现收益6462.5万元。倘若持股至今,则安创科技将收获超5亿元的账面回报。

宇树科技IPO前后,实益达、景兴纸业、金发科技、中际旭创等多家上市公司表示通过出资创投基金间接持有宇树科技股权,这一现象也反映出,上市公司正通过布局一级市场基金参与前沿赛道,分享新兴产业成长红利。

## 机器人赛道风起 产业资本、国有资本齐发力

2020年起,四足机器人逐步从科研场景拓展至教育、消费、工业等领域,消费级产品价格快速下探,推动全球市场持续扩容。

标志性事件是2021年春晚,宇树科技24台A1四足机器人完成集群舞蹈表演,实现品牌破圈,也让机器人走进大众视野。2022年,特斯拉Optimus、Figure AI等人形机器人项目加速推进,行业热度持续攀升,宇树科技也成为一众机构争抢的机器人核心标的。

盘点这一时期入局宇树科技的创投机构,国有资本与产业资本的大额投入,成为区别于早期阶段的最显著特征。

产业资本以美团、蚂蚁集团、中移资本、顺为资本、阿里巴巴等为主。其中,美团通过汉海信息技术(上海)有限公司、Galaxy Z Holding Limited(下称“Galaxy Z”),成都龙珠股权投资合伙企业(下称“成都龙珠”),在2024年以增资及股权转让方式累计投资约4亿元,合计持股8.68%,为最大外部股东。

小米旗下顺为资本是最早入局的产业资本之一。2021年1月,顺为资本通过境外投资主体Astrend IV(HongKong) Alpha Limited(下称“Astrend IV”)投资宇树科技3870.11万元,彼时投后估值仅3.8亿元。2022年2月,Astrend IV再度加码跟投2343万元。2024年6月,Astrend IV将部分股权以1000万美元价格转让给成都龙珠、Galaxy Z,另以1500万元价格将部分股权转让给上海科创,目前仍持有宇树科技3.98%股权,位列第五大股东。

腾讯则赶上资本布局“末班车”,2025年6月通过腾讯科技(上海)有限公司,以133.6亿元投后估值出资8000.08万元,持有0.54%股份,按对应发行后市值测算可实现近3倍账面回报。

国有资本层面,深创投是布局最早的国有创投机构之一,通过直接出资+管理基金出资完成投资。2022年2月,深创投通过直投主体深圳市创新投资集团有限公司及江苏惠泉红土智能创业投资基金分别出资500万元、1000万元。2024年1月至2025年6月,又通过深创投中小企业发展基金(新疆)有限合伙企业、深圳

市创新资本投资有限公司多轮跟投,4家投资主体累计投资9181.87万元,如今累计持股2.3%,对应发行后持股市值近10亿元。

此外,中信证券以及机器人基金同样是出资规模靠前的国有资本。中信证券在2024年1月、8月,分别通过金石成长股权投资(杭州)合伙企业以及中信证券投资有限公司出资1.55亿元、0.14亿元,如今累计持股4.04%;机器人基金全称“北京机器人产业发展投资基金”,是北京国资主导的百亿级机器人专项基金,由北京市政府投资引导基金出资99亿元发起设立。2024年8月及2025年6月,机器人基金分别出资1.5亿元、0.36亿元,目前累计持股3.44%。

值得一提的是,在深圳、北京等地国资大举布局之际,杭州国资并未直接押注本土企业宇树科技,仅通过杭州科创基金、杭州创新基金所投子基金,间接参与宇树科技4轮融资。

从早期技术孵化到产业资本与国有资本竞相入局,宇树科技的融资历程,也折射出国内机器人赛道从小众科研领域走向主流资本市场的完整脉络。

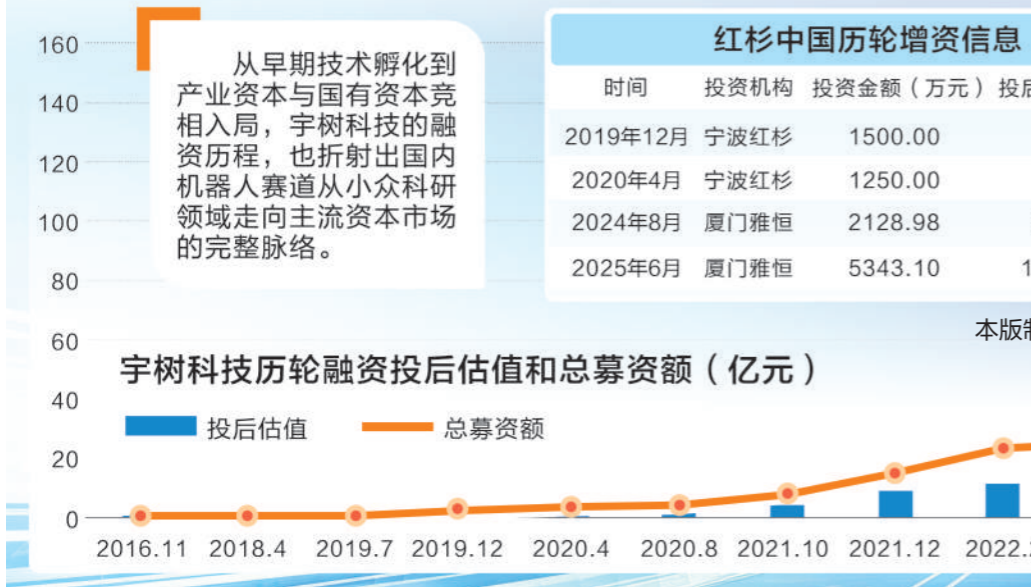
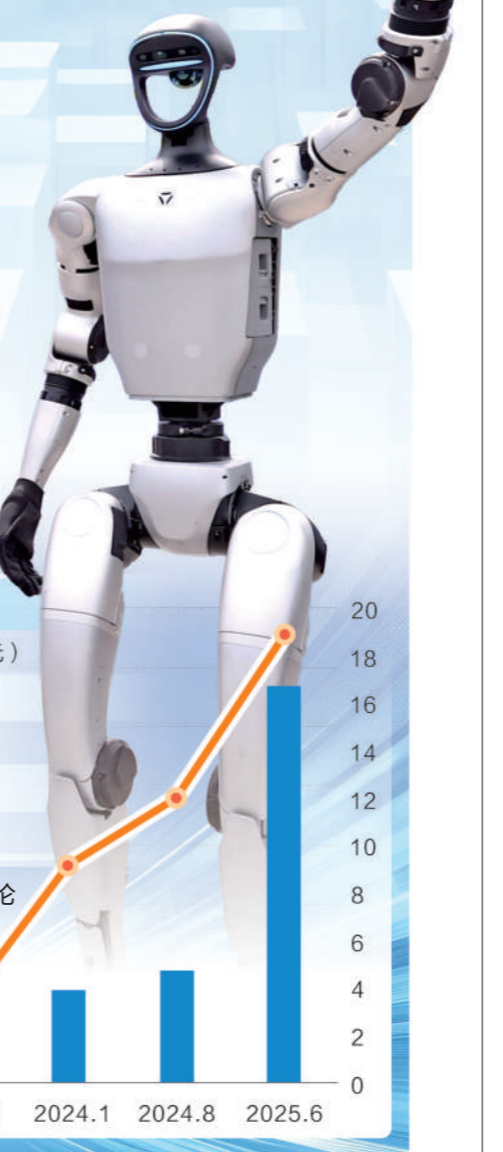
作为国内首个冲刺资本市场的人形机器人企业,宇树科技的上市进程直观印证了行业热度的持续攀升,竞争格局也日趋激烈。当前机器人领域商业化进程不断提速,银河通用、自变量机器人、智平方、逐际动力、千寻智能等一批企业相继完成十亿级融资,在资本密集涌入之下,行业竞争将从技术比拼逐步延伸至产品落地、场景拓展与商业化效率的综合较量,资本与产业的重新加持,也将加速人形机器人行业从概念走向规模化落地。(作者系证券时报·全国创投协会联盟智库中心研究员)

### 宇树科技前4次增资信息

时间	投资机构	投资金额 (万元)	投后估值 (亿元)
2016年11月	尹方鸣	200.00	0.13
2018年4月	安创科技 极思投资	89.37 208.53	0.50
2019年7月	德迅投资	400.00	1.00
2019年12月	宁波红杉 德迅投资	1500.00 62.55	1.50

▶▶ 2020年起,四足机器人逐步从科研场景拓展至教育、消费、工业等领域,消费级产品价格快速下探,推动全球市场持续扩容。

这一时期入局宇树科技的创投机构,国有资本与产业资本的大额投入,成为区别于早期阶段的最显著特征。产业资本以美团、蚂蚁集团、中移资本、顺为资本、阿里巴巴等为主。国有资本层面,深创投是布局最早的国有创投机构之一,通过直接出资+管理基金出资完成投资。此外,中信证券以及机器人基金同样是出资规模靠前的国有资本。



“我们今年打算发起两只专项基金,已经有看好的项目了。”方雅一边沏茶,一边颇有底气地说道。方雅是深圳一家专注医疗健康赛道的VC机构IR负责人,她在近期与多位有限合伙人(LP)沟通后明显感受到:相比盲池基金,个人与产业类LP如今更愿意投向单一、确定性强的优质项目。

当下,热门赛道愈发聚焦在人工智能、芯片半导体、机器人等硬科技领域,资本的目光也变得前所未有的集中。加上资本市场为这些赛道创造了更顺畅的退出环境,投资者的确定性持续提升,越来越多投资人相信,在有共识的赛道里同样能获得超额收益。

有同样想法的机构不在少数。记者近期与多家创业投资和私募股权投资(VC/PE)机构交流发现,今年计划设立专项基金的机构明显增多,一股“专项基金热”正在创投圈悄然兴起。

## LP要确定性 机构要“抢项目”

“现在很多高净值的个人,还有产业LP都不太爱投盲池了,你跟他讲半天策略,不如直接甩一个项目给他。”去年以来,方雅明显感觉到,投向单一或者指定项目的专项基金更好募资,决策也更快。

在不少中小民营VC/PE机构看来,专项基金刚好踩中了当下的痛点:一是LP更认“看得见的项目”。经历过此前股权投资亏损、虚拟货币大起大落,高净值人群对“先给钱、后找项目”的盲池心存顾虑,更愿意投“知道钱具体投去哪”的专项基金。

“投盲池基金的关键在于信任,一般来说,高净值LP对顶级的综合性大基金信任度更高,而对更多的中小创投机构来说,要有确定性的好项目才更能获得LP的青睐。”宏兆基金董事总经理王珺告诉记者。

华夏恒天联合创始人温小平在接受记者采访时表示,公司始终坚持先锁定优质项目,再启动专项募资的运作模式。“我们的LP以实业企业家为核心群体,他们深耕产业、眼光精准,对这种‘点对点’的专项基金模式认可度极高。”

二是决策快才能抢到热门项目。王珺介绍,他们作为民营投资机构,投决流程相比国资机构更灵活一些,“我们的核心LP能参与决策,大家一起听项目、合计方案,基本一拍板就能定”。

事实上,当前专项基金之所以受认可,也是出于一个现实逻辑:当前AI大模型、商业航天、机器人等赛道项目极短的窗口期内,传统的盲池基金由于募资、备案时间周期较长,时常出现“钱到位,份额没了”的情况,但专项基金则可以提前锁定份额,精准卡位。

“我们今年要布局商业航天赛道,春节前就跟所有LP做赛道路演,把投资领域、布局逻辑讲清楚,让LP认可赛道价值。同时明确我们只看头部项目,提升LP的接受度,项目没来之前,就会先让LP打款垫底了。”王珺告诉记者。

记者留意到,早在去年港股火热之时,就已经有投资人预判到专项基金会迎来一波“热浪”。资深投资人李刚强此前就表示,专项基金迎“热浪”的核心逻辑在于四方面:一是港股可为IPO兜底,让投资人和专项基金出资人形成了企业至少能登陆港股的预期;二是港股公司在解禁期内的股价表现尚可,带来了市场错觉的同时也形成了较高的价格对标;三是科创板向未来科技公司开放窗口,让市场看到了新的上市机会;四是GPU、机器人等领域的头部科技公司,让专项基金显现出赚钱效

# 专项基金悄然走热:「LP追求确定性 机构提前「卡位」好项目

证券时报记者 卓泳

应,也让市场产生了强烈的预期赚钱效应。

## 好项目 成专项基金成败关键

看上去逻辑比较简单,但要又快又精准地设立一只专项基金,里面有不少实操门道。

据记者了解,目前行业主流专项基金规模多在1亿元—2亿元,这个区间既好募,又能满足多数项目投资需求。但是,即便是小规模基金,也需要平衡基金备案和抢项目的节奏。受访的多家机构人士均对记者表示,监管对专项基金的备案依然比较严格。

具体来看,首先协议里必须明确只能投一个具体项目,而且资金要全部到位在账户里,并提供缴款证明和流水给协会,才能完成备案,整个流程走下来至少需要三周。然而,优质项目向来是市场争抢的焦点,若没有前置筹备,专项基金很容易错失投资窗口。

对此,行业主流做法是提前谋划、储备资源。多数VC机构每年都会提前规划一至两只专项基金,由核心投资人联合发起,预先完成架构搭建与各项筹备工作,以备项目所需。温小平进一步介绍,华夏恒天在此基础上形成了双库联动体系——项目库与投资库深度协同。在项目端,公司对项目库内优质企业持续加码、长期陪伴;在资金端,一批投资人已成为公司股东,他们既是LP,也是公司发展的共建者,一旦出现优质热门项目,无需从零开始募资,可直接快速出手、精准卡位,从而抢抓机遇。

在当下市场环境,比基金备案更关键的是拿下优质项目份额。当前专项基金普遍聚焦人工智能、半导体、商业航天、人形机器人等热门硬科技赛道,而头部企业的投资份额已是全行业竞争的稀缺资源。“好项目根本没有犹豫时间,尤其是GPU赛道,投资窗口期短到极致。”温小平感慨,时代变化日新月异,投资机制必须同步迭代优化,否则只能与重大机遇擦肩而过。

## 需关注项目分化 与合规风险

专项基金的回暖,不仅让创投机构动作频频,也激活了沉寂已久的高净值人群和产业LP。“个人LP是有回流,我们接触好几个有资金实力的,之前在虚拟货币投资方面失利,现在又回过头来找我做股权投资。”方雅表示,尤其是之前在一二级市场赚过钱的,回流意愿更强,这也跟当前硬科技等赛道的投资热度有关。

但在LP投资情绪高涨的背后,部分专项基金的风险也不容忽视。“现在都在追捧的人形机器人,其实头部效应非常强,中腰部的大部分企业后续资本化不见得非常乐观。”一名AI领域的创业者对记者表示,不仅企业分化大,硬科技领域技术迭代速度快,不少企业刚推出的新技术,可能很快就被市场淘汰。

值得注意的是,并非所有“明星项目”都能顺利走到上市环节。一位资深投资人透露,市面上不少投向明星项目的专项基金,都会对外宣称项目融完这一轮就会报IPO,但实际进展往往充满变数。

除了项目本身的风险,LP还需注意基金的合规风险。记者了解到,部分专项基金采用“有限合伙”形式设立,却在基金业协会完成备案。“如果后续出现投资纠纷,这类未备案的基金很可能让LP的权益受损。”方雅提醒,高净值人群在追捧专项基金、押宝明星项目的同时,也要关注这些隐藏的合规风险,切勿被短期热度冲昏头脑。

### 专项基金踩中当下痛点:

一是LP更认“看得见的项目”。经历过此前股权投资亏损、虚拟货币大起大落,高净值人群对“先给钱、后找项目”的盲池心存顾虑,更愿意投“知道钱具体投去哪”的专项基金。

二是决策快才能抢到热门项目。民营投资机构的投决流程相比国资机构更灵活一些,核心LP能参与决策,大家一起听项目、合计方案,基本一拍板就能定。

本版供图:中新社、图虫创意