具身智能投资走向理性 真实订单成资本最大考量

证券时报记者 卓泳

6.5折、7折、8折——近两个月,这样的折价转让在具身智能赛道频频出现。转让基准是上一轮估值,卖方多为早期股东。挂出的并非差资产,甚至不乏头部企业。

在这之前,具身智能的投融资一直维持“高热”。艾媒咨询统计显示,2026年上半年,中国具身智能主题投融资事件达172起,总额1091.74亿元。而且,智元机器人、银河通用、星海图、千寻智能、自变量、智平方、灵心巧手等多家头部企业的估值还站上了200亿元。

从前两个月的抢额度到如今的“松油门”,资本的脸变得有点快。接受记者采访的业内人士认为,资本走向理性,意味着会更聚焦有真实落地场景和订单的产业链细分领域;此外,资金会往“一早一晚”两个阶段聚集,差异化的技术和产品会愈发凸显价值。



图片来源:AI生成

1 估值在下移,老股转让增多

“冲在前面的投得差不多了,估值偏高的声音多了起来,下半年明显放缓。”庚辛资本创始人张家康说。但实际上,有三件事被业内视为赛道热度急转直下的“催化剂”:一是宇树上市之后的表现备受关注;二是梅卡曼德创始人公开发声,指出行业乱象;三是市场对企业商业化的要求更高。

“整个赛道的投融资量下降了大概有50%。”张家康观察到,现在赛道局部仍有热度,但投资人整体比较挑,“好项目照样抢额度,但机构要跟投委会讲清楚,这个项目为什么非投不可。”就在日前,上海今控科技还宣布完成数千万元天使轮融资,由鼎晖VGC领投。这是一家聚焦太空机器人领域,致力于构建未来太空制造智能作业底座的公司。

在张家康看来,当前的资金只是提高了出资门槛,这体现在三个方面:第一,要么投第一轮,要么临门一脚,中间先放一放;第二,价格区间整体下移1/2到2/3,节奏明显变慢;第三,领投比较稀缺,但跟投者不缺。与此同时,尽调的焦点也更“接地气”,过去路演靠一台机器人流畅地完成一套动作就能换来意向金,现在投资机构问的更多的是:这批货交付了吗?款回来了吗?明年还订吗?

老股转让方面,从受访人士接触的案例来看,转让的报价区间普遍集中在6.5折至8折,转让标的多为头部公司。“卖方通常是早期股东,如今即便6.5折出售,仍有浮盈。”张家康表示,驱动这批股东出售老股的原因,主要是上市预期生变。

卖方急于出手,买方却谨慎观望。“买的人不是很多。”合赢资本合伙人曹多威对记者表示,下手的多是笃信明星企业终会上市的机构;真正熟悉赛道的人反而更偏谨慎,认为一两年内未必能上。更重要的是,他们筛选标的的标准同样明确:口碑好、真实订单多。

2 是否会走向并购整合?

关于退出,上市仍然是大部分企业和机构的首选。不过,记者观察到,部分企业早已开展资本运作,比如,智元机器人收购上纬新材、深朴智能牵头的联合体拟收购*ST美芝,还有多家头部机器人企业频频入股自己的上下游企业,按照“链主”思维进行排兵布阵,这一定程度上为企业日后的退出路径做好了铺垫。

从当前的IPO通道来看,港股方面,IPO排队企业总数已经超380家,按目前发行节奏粗略估算,全部消化完这批企业还需数年时间。而且,18C通道对企业的商业化实质进展、技术真实性的要求明显提高,单靠高估值和股东背书闯关的难度在加大。

在此背景下,并购能否成为具身智能企业另一条资本化路径,成为业内热议的话题。受访者的判断趋于一致:市场不需要这么多玩家。在曹多威看来,具身智能行业的并购会逐步出现。“主要是硬件本体公司并购世界模型类公司,而且大厂不会高价收购机器人本体公司,其估值过高,财务上很难承接。”

张家康则认为,有三类企业容易成为被收购标的:一是在某个核心部件或环节做得很强,但整机规模上不去的企业;二是有真实场景和客户,但融资节奏跟不上的企业;三是技术扎实、团队精干,但缺商业化能力的企业。他认为,收购方更多会出现在产业链上的大公司,以及已经上市或接近上市的头部企业。

不过,并购真正放量还需要外部催化。“行业热情要重新被点燃,恐怕还得等海外龙头拿出更明确的产品进展。”张家康表示。

3 下一步还能投什么?

如今所有入局的资本都面临一个问题:接下来该投什么?首先,资金正在往“一早一晚”两头走,这成了大部分投资人的共识。与记者交流的投资人普遍认为,好资产不怕没市场,只要一个赛道有足够好的前景,同时在早期就抢抓布局,哪怕短期内不能上市,也能在中途转让获利。

例如,近日北京中科慧灵机器人技术有限公司完成数亿元人民币A++轮融资,值得注意的是,其A轮融资由蓝思科技领投。

但有一个细节颇值得玩味:企业的轮次叫法被拉长——第一轮叫种子轮,第二轮种子+,第三轮天使轮,第四轮天使+,有的公司融了四五轮,也不到A轮,更不到B轮。这一方面是由于企业仍未取得里程碑式的发展,另一方面,名义上留在早期,才更容易吸引资本入局,也为后期的估值上涨争取更大空间。

其次,资金还在往产业链的两头走——一头是上游核心零部件和关键环节,尤其是那些已经拿到海外高价值订单的供应商;另一头是扎根具体场景、能先赚到钱的应用。具体来看,澳银资本副董事长胡艳认为,具身智能赛道接下来仍有三个底层方向值得出手:一是经过真实场景验证的数据,核心不在于数据体量大小,而在于数据切片良率;二是具备强泛化能力的具身大脑;三是人无法进入的高难度特殊场景。

“我们已经放慢了具身智能赛道的投资节奏,对于中小机构来说,我们更偏好投向具备商业化能力、能跑通市场的项目,当前重点布局数据库这类‘卖铲子’基础设施以及具身大脑。”大米创投董事长艾民表示。

不难发现,“真实订单”成为当前具身智能企业需要直面的一个“考题”,怎样才算真实订单?当前行业里究竟有多少真实订单?多位受访者向记者展示了当前具身智能企业的订单类型:一是央国企和军工单位的采购;二是科研院所采购用于做研究;三是进入生产线。但目前以前两者为主,能真正进入产线且能稳定运作的机器人还不多。

“这些加起来,一年大概是几十亿元的规模。”曹多威粗略估计。但是,难点显然不在于当前的这些规模,而是可持续性。目前来看,无论是军工单位还是科研院所,采购机器人某种程度上仍停留在研究新技术阶段,能否每年持续采购仍是未知数。而真正愿意长期复购的只有产业场景,但前提是技术和性价比都能真正跑通。

财经透视镜

向电商场景要收入 大模型『双11』试水变现

证券时报记者 郭博昊

问穿搭攻略、比产品参数、算满减规则……今年“双11”,不少用户习惯先打开大模型对话框做购物功课。记者实测发现,原本只输出文字答案的对话框里,正悄悄挂上交易价签:直播间入口直接内嵌,优惠券一键领取,甚至比价、支付都能在对话内完成。

看似是产品功能的迭代升级,背后却是全行业共同的变现课题。受访专家指出,推理成本随用户调用量实时攀升,C端(面向个人消费者的业务)订阅与API(编程接口)业务收入的增长始终未能覆盖投入规模。绑定电商、让回答换算成可结算的佣金,正成为大模型厂商不约而同的选择。

“双11”浮现差异化变现路径

这条以对话为入口的电商生意链,并无统一打法,不同大模型厂商依据自身的生态禀赋,在今年“双11”走出了截然不同的路径。

豆包在抖音电商跨端引流链路中,承担着“需求承接”的角色。记者注意到,“双11”期间其输入框上方设置了“双11问豆包”标签,页面内有按预算挑选、商品参数对比、成分拆解、送礼攻略等功能按钮,把用户购物前的决策犹豫做成了可一键触发的服务;页面底部的滚动提示词也高度贴合场景,例如“300元内兼顾跑步与通勤的运动夹克”,呈现的不是具体商品名,而是模糊的消费诉求。

用户发起提问后,回答中除了需求匹配分析与性能参数解读,还会内嵌正在直播的店铺入口,点击即可直接跳转抖音直播间下单。为拉升转化率,豆包还设置了渠道专属权益,在优惠券领取页面,用户既能领到与抖音商城一致的平台满减券,还能领取单独的豆包渠道补贴。以某款桌面加湿器为例,记者实测通过豆包渠道下单,叠加“豆包补贴7折”优惠后到手价为59元,同一店铺同款商品在抖音商城直接购买则为79元,促成交的意图显而易见。

大促场景下,千问App的“双11抢优惠”页面与豆包采用了类似的功能布局,差异在于其滚动提示词中混入了“双11秋装加补券怎么领”这类强交易属性的引导内容,以用户省钱需求为钩子,拉升大促场景下的用户停留时长与商业转化效率。

商务部研究院副研究员洪勇分析,从业务布局看,豆包与千问在电商场景中的探索各有侧重。豆包侧重通过AI对话连接潜在消费需求,为抖音商城等交易场景提供流量入口,其商业价值主要体现在拓展消费触点和促进交易转化。千问则依托阿里电商生态,探索将商品信息、交易服务与履约能力接入AI交互,覆盖选品、购买及售后等消费环节,其商业价值主要体现在提升服务效率、用户黏性和持续消费能力。两类路径能否形成稳定收益,仍取决于用户接受程度、业务协同效果及服务成本。

没有自有电商货架的厂商,则借用他人货架,腾讯元宝与京东打通生态,用户提问涉及商品时自动嵌入商品卡片,履约与售后均由平台方承担。

不是抢入口,是抢“结算单位”

行业普遍将这一轮动向解读为大模型争抢购物决策流量入口,但表象之下,是两笔更现实的商业账目,推着行业加速向电商靠拢。

第一笔是成本账,越用越亏的规模悖论。大模型的训练投入属于一次性前置成本,推理成本却随用户调用量实时发生,用户规模越大,算力消耗与成本支出越高,呈现出与传统互联网产品“边际成本递减”完全相反的特征。

据火山引擎披露,截至2026年6月,豆包大模型日均词元(Token)调用量突破180万亿,相比过去一年增长超10倍。阿里最新一季度财报则显示,其“AI实验室与应用”分部收入33.38亿元,经调整EBITA(息税摊销前利润)亏损138.61亿元,财报明确将亏损扩大归因于千问App相关的推理成本。

第二笔是收入账,旧模式的增长天花板。C端订阅模式看似门槛清晰,实际转化空间十分有限。今年3月,OpenAI发布公告称,ChatGPT周活用户突破9亿,订阅用户数超过5000万,付费转化率仅有5%;国内市场同样面临增长瓶颈,豆包推出订阅模式后,纯工具属性的用户黏性正在触顶,QuestMobile数据显示,豆包月人均使用时长已从6月的144分钟降至9月的133分钟。

国研新经济研究院创始院长、智能经济首席专家朱克力认为,电商之所以成为大模型最短变现路径,核心在于流量与交易闭环天然打通,背靠成熟电商货架无需自建履约体系,从问答到下单链路最短、转化最快。佣金由商家承担、无需用户为回答直接付费的模式,更适配大模型高频调用特性。

平台愿意开放交易链路,同样有双向考量。北京社会科学院副研究员王鹏表示,进攻层面,平台自身正经历从“卖曝光”向“卖成交”的商业模式转型。防御层面,AI导购天然具备决策入口属性,若第三方大模型掌握用户消费决策环节,将直接分流平台流量与佣金收入,主动深度绑定也是守住交易闭环的必然选择。

变现天花板有多高

向电商场景要收入,看似为大模型的变现焦虑找到了现实出口,但这条路径的规模上限也有边界。

第一个约束是佣金空间。洪勇指出,AI购物业务的短期收入潜力,主要取决于购物用户规模、成交转化率、佣金及服务费水平;盈利能力还需结合单笔交易的服务成本综合判断。佣金与费率的调整空间,受商家利润空间、平台竞争和渠道议价能力共同约束。费率上调会增加商家经营成本,而对商品价格与渠道竞争力的影响,则取决于成本分担方式,以及平台能否带来相应的交易增量与效率提升。

第二个约束是推荐公信力。上海市消保委发布的《2026年618网购体验消费者调查报告》显示,84.56%的消费者尝试过AI选购,但仅16.06%认为能精准匹配需求,38.79%的消费者反馈AI优先推送高价商品。

王鹏认为,平台和大模型厂商的商业利益天然倾向于优先推送高佣金、高溢价的商品,而非完全贴合用户低价筛选、精准匹配的真实需求,这直接导致了大量用户体验负面反馈的出现。

补贴换来的价差,能买到用户的第一次尝试。但一次AI回答,能否稳定转化为一笔可结算的收入,又能走多远,目前行业尚未给出统一的答案。

前三季度 我国海洋生产总值8.5万亿元

今年以来,我国海洋经济实现平稳增长,结构不断优化,韧性继续显现,向新向优发展势头不断巩固。经自然资源部初步核算,前三季度海洋生产总值8.5万亿元,同比增长4.9%。

自然资源部10月28日发布数据显示,前三季度,全国海洋资源配置扎实推进。海洋原油产量同比增长3.5%,我国首个百米水深油气原位扩容平台正式投用;海洋水产品保持稳定供给,国内海水产品产量同比增长4.6%,其中海水养殖产量同比增长5.8%;海域海岛要素保障效能提升,全国新增批准用海用岛面积21.9万公顷,涉及投资额超6700亿元。

海洋传统产业基础夯实。以修正总吨计,海洋船舶新承接订单量、完工量和手持订单量同比分别增长98.5%、35.0%、41.9%,国际市场份额持续保持全球领先;海洋交通运输业稳步发展,沿海港口货物吞吐量、集装箱吞吐量同比分别增长1.6%、4.7%;海洋旅游业发展平稳,渤海湾黄金水道旅游联盟正式启动,全国首个“周末海上微度假”邮轮产品推出。

海洋新兴产业质效提升。海洋工程装备制造业增势明显,海洋工程装备新接订单金额同比增长123.3%,占全球市场份额超八成;海洋能加快规模化开发,10千瓦振荡水柱式波浪能发电装置“东波一号”成功获得首个市场订单;海水淡化与综合利用业取得新进展,今年新开工的海水淡化工程规模超52万吨/日,我国首台(套)热耦合海水制氢联产战略元素系统装置连续稳定运行超过1000小时;海洋信息服务业加速发展,全国首个面向海洋产业的专属智能要素供给平台——“海洋Token(词元)工厂”正式发布。(据新华社电)

“每当金价下跌,客流就会明显增多”

证券时报记者 吴家明

近日,国际现货黄金价格一度跌破每盎司4000美元关口,随后在4000美元关口多空博弈。价格震荡之际,黄金消费市场出现了哪些变化?

10月28日,记者来到深圳水贝黄金珠宝市场。尽管是工作日,市场的人气依旧高涨,许多柜台前围满了试戴、询价的消费者。价格方面,水贝市场的首饰金克价普遍在1033元左右,金条克价普遍在910元左右,较国庆期间的价格每克下跌40元左右。

“前几天的价格更低,特别是到周末,整个市场就会人山人海。”在水贝从事黄金饰品生意的吕经理告诉记者,“10月的销售量较上月增加30%左右。其实,最近一两个月金价涨跌幅度变大,每当金价下跌,客流就会明显增多。”

吕经理还表示,婚庆刚需依旧是市场消费主力,年轻消费群体偏爱轻量化、设计简约的硬足金首饰。

终端消费的热度回升,并没有完全打消中游批发环节的谨慎情绪。有水贝黄金批发商户对记者表示,这段时间客户拿货基本都是“随单补货”,即卖多少金饰补多少金料,可能还是担心行情会突然大幅波动。

世界黄金协会近日发布《2026年中国金饰零售市场洞察》报告显示,2026年上半年中国金饰需求吨数同比下降30%,消费金额同比增长5%至1440亿元,创下史上第二高的上半年金饰消费规模。与此同时,45%的受访零售商计划后续削减黄金产品库存,但超四成零售商选择保持黄金库存不变。

对于金价走势,有业内人士表示,美联储利率决议将是打破当前黄金价格“僵局”的关键变量,其措辞与点阵图的任何变化,都可能成为黄金突破或跌破关键价位的催化剂。

市场公开信息显示,渣打银行全球大宗商品研究主管Suki Cooper认为,4000美元是“关键节点”,若金价无法在每盎司3886美元左右获得技术支撑,下行空间将迅速打开。瑞银的报告显示,技术面已出现底部信号,但交易员普遍选择观望。