

解码“国产GPU第一股”资本图谱：超80家机构一路陪伴收获颇丰

张天伦

“国产GPU第一股”摩尔线程今日登陆科创板。这家专注于全功能GPU领域的企业，自2020年成立至今仅用5年时间，便完成了商业化与资本化的双重跨越。而这—成就背后，离不开红杉中国、深创投、国盛资本、腾讯创业投资、和而泰等超80家早期股东，8轮累计94.98亿元资金的鼎力支持，为摩尔线程在创业阶段突破技术瓶颈、实现量产突围提供了坚实保障。

GPU研发是典型的高投入、长周期、高风险赛道，企业发展进程与资金供给深度绑定。作为中国芯片产业面对供应链挑战背景下诞生的硬科技企业，摩尔线程由前英伟达全球副总裁、大中华区总经理张建中于2020年6月创立。5年来，摩尔线程将持续注入的融资转化

为巨额研发投入，成长为国内唯一实现全功能GPU量产的企业：2022年至2025年三季度，摩尔线程累计研发投入46.7亿元，同时累计亏损59.39亿元。不过，其成长态势已逐步显现——2025年前三季度，公司营收同比增长181.99%，达到7.85亿元。据摩尔线程预测，当公司2027年收入达到59.83亿元，同时整体毛利率达到61%，即有望实现合并报表盈利。

摩尔线程此次上市将为早期投资方带来丰厚回报空间。根据招股书，上市后持股4.24%的深圳明皓是公司最大外部股东，以8000万元投资换回发行后约23亿元账面回报，其背后GP（普通合伙人）是累计管理基金规模超400亿元的善达投资。同样位居前十大股东之列的红杉中国、国盛资本等机构，也均将实现超15亿元的投资回报。

1 善达投资收益颇丰 盐城国资隐性受益

摩尔线程的资本故事，始于创始团队的亮眼履历以及善达投资主导的早期布局。

结合公开资料，摩尔线程创始团队成员均源自英伟达核心体系。除张建中拥有近15年的任职履历外，公司联合创始人周苑、张钰勃、王东，亦曾长期服务于英伟达，其间分别深耕渠道生态、技术、销售等领域，形成了优势互补的核心创业团队。

硬核的团队背景叠加国产GPU替代的时代风口，使摩尔线程在成立的第3个月便斩获8190.48万元大额融资，这笔融资由沛县乾曜兴科技合伙企业（有限合伙，简称“沛县乾曜”）、深圳市明皓新科技合伙企业（有限合伙，简称“深圳明皓”）联合完成——沛县乾曜作为摩尔线程最早期的外部投资人，为后者引入深圳明皓，因此在该次增资中，前者以1000万元投前估值的优惠价格投资190.48万元；后者则是以4.2亿元的投前估值，投资8000万元。

沛县乾曜、深圳明皓的GP均来自善达投资——沛县乾曜由杨斌、周启、上海诸神咨询管理有限公司、黄博浩共同出资设立，出资比例分别是32.72%、31.25%、23.53%、12.5%，作为GP的周启，其核心身份是善达投资合伙人；深圳明皓与善达投资的关联更密，其GP扬州聚兴鑫股权投资合伙企业（有限合伙）由包括王生娥、伍长春、韩璐等善达投资高管在内的投资人组成，并由王生娥负责管理，同时深圳明皓的LP（有限合伙人）名单中，由善达投资担任GP管理的盐城市城南新区大数据产业创投基金（有限合伙，简称“盐城大数据基金”）亦名列其中，出资1500万元持有深圳明皓19.38%的基金份额。

凭借早期入局的先发优势，沛县乾曜

与深圳明皓成为摩尔线程上市背后的最大赢家。其中，沛县乾曜在投资后便已实现部分收益落袋——2021年10月，其以50亿元投前估值为基准，向国盛资本转让部分股权，斩获5000万元转让收益；叠加当前所持股权对应的19.4亿元发行市值，该主体累计浮盈已接近20亿元，实现超1000倍的投资回报。

深圳明皓则通过两轮股权转让实现阶段性收益兑现：2021年10月，其以70亿元投前估值向腾讯创业投资转让部分股权，获得2000万元收益；2025年1—2月，再以230亿元投前估值，向同样由善达投资担任GP的嘉兴卓锐善达股权投资合伙企业（有限合伙）、深圳善达宏创新创业投资合伙企业（有限合伙）转让部分股权，斩获1.57亿元收益，善达投资同步完成老LP退出与新LP进场的资本迭代。叠加当前22.8亿元持股市值，深圳明皓账面收益已达23.8亿元。

善达投资在摩尔线程一役名利双收，除基金管理费及超额收益分成本外，其高管团队亦通过直接出资斩获不俗收益。典型如周启，通过59.52万元出资沛县乾曜，实现6.2亿元账面回报。

另外，盐城大数据基金对摩尔线程的间接持股收益也达到4.6亿元。iFind数据显示，该基金的实际控制人盐城政府，通过盐城市都市建设投资集团有限公司、盐城市大数据集团有限公司等盐城国资平台，实际持有该基金84.55%的股权份额。

值得一提的是，盐城国资已是目前善达投资最核心的LP之一，累计出资规模超百亿元，其中投资规模最大的盐城西伏河产业基金有限公司于2021年9月正式设立，总规模达100亿元，进一步夯实了盐城国资在善达投资LP阵营中的核心地位。

2 深创投携手淄博、潍坊国资完成早期布局

除盐城国资的间接投资外，摩尔线程的高速发展亦离不开上海、深圳等地国资机构的支持。

作为深圳市四大国资平台之一的深创投，不仅是最早入局的国资创投机构，更带动潍坊、淄博两地国资协同参与布局——2021年1月，深创投牵手红杉中国、招商局创投等13家机构，以37亿元投前估值参与摩尔线程第三次增资。此次融资中，深创投不仅通过直投主体深圳市创新投资集团有限公司向摩尔线程出资8000万元，其管理的潍坊市创新创业资本投资有限公司（简称“潍坊基金”）、淄博创新资本创业投资有限公司（简称“淄博基金”）也分别跟进投资2000万元，形成了直投与管理基金联动的布局。

2024年12月，深创投及潍坊基金通过股权转让方式再度加码——以284亿元投前估值为基准，分别出资204万元、816万元受让阳光融汇所持有的摩尔线程股权。目前，深创投、潍坊基金、淄博基金分别持有摩尔线程489.9万股、133.3万股、121.8万股股权，三方累计投资1.3亿元，对应持股价值8.5亿元。

潍坊基金是以潍坊国资为主要出资人的创投基金，潍坊政府通过多个国资平

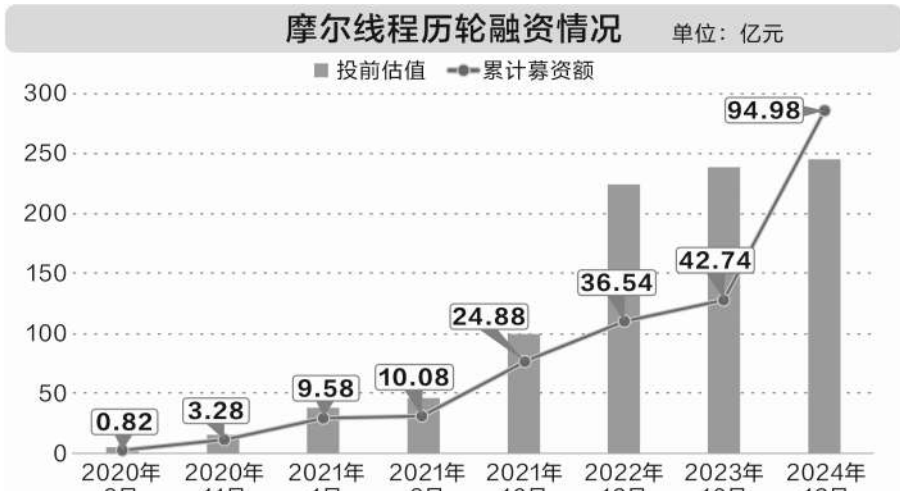
台合计认缴60%出资额，深创投跟投32%。执中数据显示，自2008年成立，潍坊基金仅投资了5个项目，除摩尔线程外，另一被投资项目冠中生态已成功登陆A股市场。

淄博基金中，淄博政府通过多个国资平台合计认缴34.4%出资额，深创投跟投28.57%。该基金自2007年成立以来，累计投资7个项目，其中天岳先进、英科再生、冠中生态、大业股份已成功登陆A股。

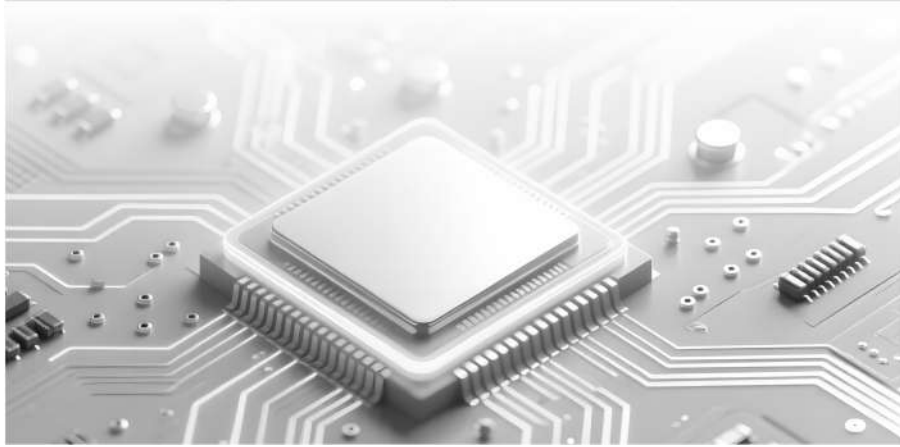
相较于深创投的跨区域国资协同布局，国盛资本作为上海国资的代表，为摩尔线程贡献了超6亿元的大额投资，是公司第二大外部股东。

国盛资本的第一大股东上海国盛集团，是上海早期形成的两大核心国资运营平台之一，国盛资本作为其直属核心企业，肩负着上海国资在创投领域的战略布局使命。

根据招股书，在摩尔线程规模达14.8亿元的第五次增资中，国盛资本以6.35亿元领投，彼时公司投前估值为100亿元，跟投方包括渤海中盛、五源启兴、博时招商等机构。叠加同期以5000万元受让沛县乾曜所持股权的布局，国盛资本合计持有摩尔线程1958.9万股股权，对应账面价值已达22.4亿元。



摩尔线程重要轮次融资信息			
时间	投资机构	投资金额（万元）	投前估值（亿元）
2021年3月	联想长江	5000	45
	国盛资本	63500	
	渤海中盛	15600	
	五源启兴	12000	
	博时招商	10000	
	腾讯创业投资	8000	
2021年10月	域峰投资	8000	100
	前海股权	7000	
	建银资本	5000	
	广州合信	4400	
	中原前海	3000	
	华瑞永恒	1500	
2022年12月	洪泰基金	10000	119
	和谐健康	50000	
	中移基金	40000	
	翊辰投资	26000	225
	红杉中国	600	



数据来源：公司公告 张天伦/制表 图虫创意/供图

3 红杉中国屡次加码 腾讯坚守字节退出

市场化机构与产业CVC（企业风险投资）是摩尔线程资本图谱的另一重要组成部分。

红杉中国作为国内头部市场化机构，经小马智行引荐，于2020年11月以1.12亿元领投摩尔线程第二次增资，同期参与的机构还包括闻名泉丰、和而泰、深圳一创、五源启兴。值得一提的是，小马智行作为主要LP（出资比例61.54%）的盐城白杨科技合伙企业（有限合伙，简称“盐城白杨”），因客观原因未能及时参与本次增资。为实现间接布局，两个月后，红杉中国以16.46亿元投前估值为基准，将其持有的部分摩尔线程股权以2600万元对价转让给盐城白杨，体现了市场化资本运作的灵活适配性。

此后，红杉中国继续加码摩尔线程，在第三次及第六次增资中，相继以1.2亿元、600万元价格参与。经过3次出资，红杉中国合计持有摩尔线程1915.4万股股权，账面价值达到21.9亿元。

在芯片领域投资活跃的产业CVC，同样深度参与了摩尔线程的早期布局。其中，和而泰作为最早入局的CVC，以3000万元价格拿到410.5万股股权，对应4.4亿元的账面收益，已超过公司2024年3.34亿元的净利润规模。

字节跳动旗下投资主体北京量子跃动科技有限公司（简称“量子跃动”）与腾讯旗下股权投资平台之一的腾讯创业投资，均于2021年完成对摩尔线程的布局，但二者

最终选择了不同的资本路径——前者在IPO前实现全身而退，后者则持股至今。

具体来看，量子跃动于摩尔线程第三次增资中以5000万元资金入局，随后于2025年1月将所持全部股权以2.27亿元价格转让给温州典帆创业投资合伙企业，最终斩获1.77亿元投资回报。腾讯创业投资的投资则分为两方面：一方面出资8000万元参与摩尔线程第五次增资；另一方面以70亿元投前估值为基准，耗资2000万元受让深圳明皓所持部分股权，如今其1亿元早期投资所对应的股权价值已达3.3亿元。

回到故事起点，辞掉英伟达高职毅然投身中国芯片国产化攻坚战的张建中也必将收获丰厚回报。IPO后，他合计持有摩尔线程10.83%的股份，对应的股权价值约为58亿元。

摩尔线程的崛起，堪称国产芯片产业发展的时代注脚。IPO前，在94.98亿元创投资本的加持下，企业实现了快速增长；IPO后，公司将在二级市场获得80亿元增量资金，专项用于新一代人工智能（AI）训推芯片、图形芯片、AI SoC芯片等核心产品的研发迭代与技术攻关。这场集结了国资机构、市场化创投、产业CVC的资本盛宴，不仅成就了“国产GPU第一股”的崛起，更为深耕半导体赛道的创投机构们提供极具价值的投资参考。

（作者系证券时报·全国创投协会联盟智库中心研究员）

多位投资人均表示，期待未来二级市场能保持平稳状态，为一级市场提供良好的退出环境。

2025年，中国创投行业回暖已成为不争的事实。无论是行业数据的直观呈现，还是一线投资人的亲身感受，都印证了市场正在发生的积极变化。在日前举办的第二十五届中国股权投资年度大会上，红杉中国、经纬创投、君联资本、达晨财智等近十家国内顶级创投机构的掌舵人齐聚一堂，围绕业内当前最关切的话题各抒己见，这其中既有实打实的数据印证行业回暖态势，也有极具洞察力的视角拆解产业投资机遇，更有针对当前人工智能（AI）投资是否存在泡沫的深度思辨。

“我们在2024年的基础上，投资速度进一步提升了20%—30%。”红杉中国合伙人周逵表示，按照当前的节奏，红杉中国今年的投资企业数量将超过100家。无独有偶，同台交流的头部机构负责人几乎都表示自己所在的机构投资节奏、数量和金额今年都有不同程度的提升。

这是行业回暖最直接的“风向标”，在周逵看来，这一变化与AI的爆发密切相关，技术突破打开了全新的市场局面。此外，这背后还有退出环境的改善，给投资人吃下了“定心丸”。“我们在港股上市的生物医药企业今年股价普遍上涨5至10倍。”同创伟业创始合伙人、董事长郑伟鹤更是大胆预判，2026年至2028年可能成为创投行业的“黄金三年”，一个新的发展周期正在开启。

海外资本对中国市场的关注度也在持续升温。经纬创投创始管理合伙人徐传陞透露，今年与欧美投资方频繁交流发现，从9月份开始，国际资本对中国市场的兴趣日益浓厚，“像高盛、摩根士丹利、瑞银等国际金融机构都陆续发布报告，认为中国科技领域蕴含着丰富的投资机会”。

这种关注度的提升，既源于中国创新能力的持续增强，也得益于产业全球化带来的新空间。纪源资本管理合伙人符绩勋分享了他的海外考察见闻，“今年我走访了欧美多个机器人中心发现，他们用于研究的很多都是宇树科技的机器人，科研团队以中国籍及华裔研究人员为主，这一现象从侧面反映出中国创新能力的外延优势。”符绩勋认为，尽管部分供应链下游组装环节正向东南亚、墨西哥等地迁移，但核心上游环节仍留在国内，中国是整个供应链中不可分割的一部分。

在行业回暖的大背景下，顶级机构普遍看好重点赛道的投资机会。启明创投主管合伙人胡旭波表示，机构将重点布局科技与医疗创新两大领域，其中科技领域的核心机会集中在人工智能应用层面，医疗创新领域则聚焦中国医药创新能力的全球化、支持投资企业在创新药、医疗器械等赛道的研发创新与商业化体系搭建，助力其融入全球医疗产业链。

联想创投管理合伙人王光照则指出，地缘政治变化背景下，硅基智能相关领域蕴藏着重要价值机会，美国在模型领域仍保持领先，中国正稳步追赶且形成独特竞争优势，同时具身智能赛道中，物理硬件的快速迭代与批量制造能力愈发关键，中国改革开放40余年积累的规模制造优势，将为企业绑定智能技术后拓展全球市场提供有力支撑，这也是硅基智能大主题下值得长线布局的核心主线。

机遇与风险总是相伴相生，在探讨机会的同时，投资人也对市场潜在风险保持着清醒认知。其中，二级市场的不确定性成为机构普遍担忧的焦点。北极光创投创始管理合伙人邓锋表示，对于早期投资而言，创新机会的出现并不受投资环境好坏的影响，稳定的市场环境才能让投资机构保持理性节奏，避免因短期波动而打乱长期布局。多位投资人均表示，期待未来二级市场能保持平稳状态，为一级市场提供良好的退出环境。

此外，也有投资人指出，受港股发行制度的差异影响，部分股票的定价未必完全市场化，这种非市场化的定价容易给一级市场造成估值幻觉，让一些企业产生能与同类企业获得水平相当的估值的误判，对此，一级市场必须保持高度谨慎。

今年以来，无论是创业者还是投资人，对AI赛道的情愫都非常高涨，与此同时，市场关于AI领域是否存在泡沫的争议也不绝于耳。对此，顶级投资人也展开了一场激烈的思辨。邓锋认为，无论是AI、生命科学还是中国企业出海，长期来看都是明确的大机会，但短期内每个领域都存在一定泡沫。松丕资本创始合伙人厉伟则认为，工业化领域的泡沫较小，而日常的概念性领域的泡沫相对较大。

君联资本总裁李家庆认为，一级市场和创业领域的整体泡沫并不大，因为当前布局的多是需要10年—15年投入的长周期项目，共识的形成是行业发展的必要前提。但他同时提出，资金供应端与一级市场“投早、投硬、投大难长”的逻辑能否形成共识，如果资金方追求短线收益，急于在两三年内见分晓，将与长周期投资的本质产生矛盾。

厉伟补充道，人工智能带来的技术自加速效应非常显著，新模型的迭代速度远超预期，这一过程需要科技界持续反思。他强调，中国的核心机会在于提升工业界效率，在关税壁垒、供应链重构的大背景下，通过技术创新将有限资源转化为更高效率的产出，才能在全球竞争中占据优势。



创业资本汇
ID: chuanyzqbh

证券时报记者 卓泳

创投行业回暖信号明确 顶级机构共话机遇与风险