

AI重塑产业投资:CVC新逻辑与新范式

证券时报记者 卓泳

王珺至今对那个机器人项目记忆犹新。“我们现场尽调时,这个机器人搭载的定制化机械手,在新能源汽车的车顶上灵活完成线束插拔、伸展、跨位等动作,由于新能源车车顶布满了电路,人工操作需要长期弯腰、踮脚、攀爬,强度极大,现在虽然机器人速度慢一些,但它毕竟可以不眠不休,长期来看,性价比还是远超人。”

王珺是宏兆基金董事总经理,她所描述的这个机器人项目,正是在获得某头部车企的战略投资后,拿到了车企的落地场景支持,并围绕车企产线需求做了深度定制化开发。“这种带着场景、需求和工程师团队,一起把产品进行落地打磨的,只有企业创业投资(CVC)能做到。”王珺感叹,在AI与机器人赛道,这种能力对财务创业投资(VC)而言,几乎是降维打击。

在上一代制造业、移动互联网,乃至当下仍火热的芯片半导体赛道中,CVC的优势都未曾被放大到如今的程度。随着“十五五”规划将战略重心从高新技术产业转向未来产业,AI成了贯穿所有叙事的那条主线。但在AI与机器人领域,中美几乎站在同一起跑线上,没有现成经验可以“抄作业”,更无法踩着前人的路径快速前行。技术如何落地、场景在哪、产品能否适配产业需求,一切都要从零开始摸索。

相比财务VC,拥有深厚产业经验的CVC,面对这些前沿赛道并不会显得陌生与脱节,在视角切换与技术判断上,也更有章可循——通过战略投资绑定,针对自身产线需求做深度定制化开发,这种紧贴场景、快速迭代的产业投资模式,正成为CVC在AI时代的“杀手锏”。这不是简单的资本更替,而是一场从投资逻辑、估值体系到交易结构的全面重塑。

产业玩家悉数下场

几乎所有有产业能力的“玩家”都下场了。在近期犀牛数据发布的报告中,当前AI大模型、具身智能领域的头部创业公司背后,几乎都站着不同类型的产业资本。此外,市场上主流的CVC也基本是“人手”3家以上头部项目。

整体来看,这些活跃的产业资本主要分为四类:互联网大厂、硬件制造巨头、车企,以及头部机器人企业。不同背景的产业资本有着完全不同的投资诉求,他们看似都在抢项目,实则各有各的算盘。

车企是最积极的一类。宁德时代、比亚迪、北汽、上汽等,这些拥有庞大制造能力的巨头,投资逻辑清晰且务实。王珺接触过多家车企CVC后总结,“车企CVC的投资有两个核心目的:一是生态场景布局,他们是真的需要机器人、需要AI技术来赋能生产线;二是产能外溢,投一个项目,就可以把对方的产线落地到自己工厂里。”在她看来这是双赢,投资方实现了产业协同,创业公司有了订单和技术落地场景。

硬件明星公司则走了另一条路。优必选、大疆纷纷出手,领投具身智能相关企业。“优必选早年从玩具机器人起家,现在迫切需要技术底座卡位。”在王珺看来,硬件类CVC的核心诉求是抢占底层技术,避免在未来硬件生态中被边缘化。而互联网大厂则显得有些焦虑,在AI技术和新产品上的投入不断增加,诉求更多是在抢占生态场景,以弥补自身短板,是防御性投资,也是扩张性布局。

不过,不少财务VC感受到,由于CVC的早早入局,一定程度上抬高了市场估值的水位,几乎每个月都在刷新的项目估值让他们有些手足无措。去年八九月份,王珺接触到一家头部机器人企业,彼时投后估值不过25亿元,在当时的市场里,这已经是行业头部的价格。可仅仅过去大半年,她再次收到消息,有人愿意以110亿元的估值转让老股,问她接不接。“一个项目,大半年时间,估值翻了4倍多。”她也陷入沉思,“这么高的估值放到二级市场还不知道会怎样,资本不买单呢?”

除了不差钱,不太在乎短期估值之外,CVC在这一轮的投资中,也更耐心了。“他们更看重你我之间的协同性。投了你,能不能成为战略伙伴,能不能一起做事,更重要的是,他们愿意等。”王珺说。

为什么有耐心?答案很残酷也很现实——机器人的大规模应用场景远远没有到来。投资人普遍认为,现在的机器人还停留在科研、展示、商演阶段,离走进服务场景、走进千家万户还差得很远。但相比而言,当前挤破脑袋都要投进去的财务投资人,更看重上市的确性和窗口期。

谁能拿到订单和场景?

相比财务VC,CVC在投资过程中最大的“王牌”是订单和场景。

“现在所有人都在讲同一个故事:我手里有5000台订单、1万台订单,某大厂给我签了5万台,分3年交付。”张震(化名)是华南一家VC投资机构投资负责人,她的语气里带着一丝无奈,现在,很多创业公司都能拿出大厂的框架协议,A大厂能给1万台订单,B大厂能给5万台,C大厂也能给出大额承诺。“很多公司会拿着这些框架协议去做下一轮的融资,可真正落地的有多少,真的分辨不过来。”张震说,更微妙的是,这些订单大多是框架性、分

“他们更看重协同性,投了你,能不能成为战略伙伴,能不能一起做事,更重要的是,他们愿意等。”

——宏兆基金董事总经理王珺

期兑现的。

一方面,对头部公司来说,订单似乎变得有点“通货膨胀”;另一方面,对更多的初创企业来说,即便被CVC投资了,想拿到所谓的订单和场景,现实也远比故事复杂。

张震讲了一个真实案例,她之前看好一家机器人公司,可最后放弃了。原本以为这家公司能进入某产业集团的核心车间,可后来发现只能在小场景里做简单的训练。与此同时,这家产业集团旗下的投资平台所投资的另一家机器人公司,却可以进入该集团的所有主车间,且数据完全对其开放,“后台数据随便调取,这才是真正的场景壁垒”。

可见,并非所有能拿到CVC投资的企业都能顺利进入产业场景。在汇川产投合伙人王国隆看来,决定性因素在于:CVC投资平台与母公司的决策关系,投资负责人与企业的决策层是否能够力出一孔,这直接决定场景能否开放。

TCL创投董事长袁冰则认为,场景落地的核心,是CVC与创业公司双方诉求能否匹配得上:比如,产业方想要的是能规模化替代人工、符合生产节拍、提升效率、节省成本的实用方案,但具身智能创业公司想要的是能打磨出标准化、可泛化,或有足够细分市场规模的产品。“只有双方能互相提供价值、彼此成就,场景才能真正落地,不然很容易做到一半就停摆。”

以王国隆的产业导入经验来看,能被CVC选中、顺利导入场景的创业公司,有明确的共性:一是技术产品力处于行业第一梯队;二是双方有强需求匹配,CVC能协助链接,提供场景支撑;三是团队懂To B逻辑,有相对的耐心,不追求短期爆发;四是具备持续的跨场景生存能力,不依赖单一客户。

CVC进入2.0时代

在如今AI大模型几个月迭代一次,机器人也一年半载就能实现跨越式突破的今天,许多大厂都按捺不住内心的焦虑,大家对落地速度的要求更高、更急迫,而每家CVC背后的产业集团场景都不尽相同,通过投资实现专属的定制化开发,或许是实现较快追赶的路径。

在这过程中,CVC实际上已经从1.0时代跃升至2.0时代。在王国隆的描述中,1.0时代投资逻辑相对直接:保供、降本、增收。那个时代,CVC投的很多是供应链上下游,如芯片、装备、集成商,要么是为了保障供应链安全,要么是为了增效降本、拓展业务,主要服务于集团当下的发展诉求,集团投资具备一定的行业周期性。

但进入AI时代,CVC要前瞻五到十年,布局那些能和集团未来产生协同的前沿方向。“现在我们投资,不一定是直接供应商,也不一定是下游客户。像AI、具身智能、核聚变、低空经济,这些短期落地慢但未来空间大的领域,都在我们的投资范围内。”王国隆说。

结合TCL集团的产业定位,TCL创投采用的是软硬结合的“打法”。在袁冰看来,纯软的东西迭代太快、太陡峭,今天不错明天就可能被颠覆,所以,TCL创投更偏爱机器人这类软硬结合的赛道,“必须和硬件配合,才能更稳定,更适合长期布局”。

基于更长期主义的视角,CVC在这波AI和机器人投资中,对动辄百亿元的估值,也有不一样的定义。“水动才有泡,水静止自然没泡。市场活跃,适当的泡沫是可以接受的。”袁冰并不排斥高估值,他认为创新科技就无法用传统模型衡量,“不能只用数据计算,更多是横向比较”。他们会对比团队背景、技术水平、行业位置,在细分领域里判断估值是否合理。空心杯电机、灵巧手、关节模组,每一个细分环节都有对标,综合判断后,就能接受合理的溢价。

“前沿科技投入大、风险高,过于计较估值意义不大。”袁冰回忆,早年招商汤时,公司年销售额只有千万级左右,且亏损巨大,估值却超10亿美元,“用传统企业标准看,泡沫巨大,但这是新现象,必须用新视角看待”。

现在,他们内部甚至开玩笑:过去看市销率(PS)、市盈率(PE),现在则按研发投入计算估值。“新药管线的估值有风险调整后的净现值(NPV)和市盈率,硬科技尤其前沿科技为什么不能参考?”袁冰认为,AI时代需要新的估值体系,研发投入、技术壁垒、场景潜力,比当下收入更重要。

AI时代CVC长啥样?

如今头部CVC早已悉数入场,还有更多中小上市公司与产业集团在小试牛刀或者跃跃欲试。在AI时

如今头部CVC早已悉数入场,还有更多中小上市公司与产业集团在小试牛刀或者跃跃欲试。在AI时代,他们需要大胆跳出既有的思维框架,避免陷入“看得太懂反而不敢出手”的困境。

代,他们需要大胆跳出既有的思维框架,避免陷入“看得太懂反而不敢出手”的困境。王珺观察到,大厂毕竟人才密集、视野开阔,不容易被旧有的认知束缚,但不少中小产业方却容易陷入经验主义,越是谨慎,反而越容易错过机会。

去年,王珺带着一家做了16年、市值近百亿元的上市公司老板看机器人项目。这个项目成立3年,估值50亿元,在行业里算是性价比比较高的,可尽调完之后,那位老板始终下不去手,原因是不理解估值为何如此高。

不过王珺也十分理解,实业起家的企业家,习惯一步一个脚印,确实不容易快速扭转心态,接受前沿科技的估值逻辑。但有意思的是,这位企业家的二代却给这个项目投下了赞成票。这种源于代际观念、视野与格局的认知差异,恰恰点明了AI时代的关键——传统产业的决策者,必须勇敢地解放思想、拥抱变化。

王国隆认为,过去的投资逻辑相对确定:更多的是国产替代、对标竞品、计算市场份额与业绩增速。但如今AI等技术已进入无人区,创业公司靠的是底层原生技术创新,需要创造需求,构建过去从未有过的新市场。因此,CVC必须跳出保供与国产替代的旧框架,从“追赶对标”转向“中国创新走向世界”,用全新逻辑做投资。

而为了适应AI投资时代更精准的布局,TCL集团也对内部投资做了更精细化的分工。比如,战略投资和创业投资彻底分开,战略投资基金由集团直管,纵向深耕现有产业,把护城河挖得更深更宽,布局产业链上下游和前沿技术,保障核心业务安全与增长;而创投团队则横向探索新方向,充当集团的排头兵、桥头堡,关注AI、具身智能等全新赛道,提前布局未来可能爆发的机会。“纵向和横向在合适的节点交叉协同,既能守住基本盘,又能抓住新机遇,整个体系也变得更完整、更灵活。”袁冰说。

AI时代,协同、落地、共生成为CVC投资的叙事主线,一级市场投资的新格局也正在形成。



部分CVC投资一览

类别	机构名称	投资项目数	典型案例
互联网/TMT/大模型	顺为资本	34个	速腾聚创、梦博派对、宇树科技等
	百度风投	18个	星海图、智元机器人、有鹿机器人等
	国香资本	16个	梦博派对、银河通用机器人、帕西尼感知科技等
	蚂蚁集团	13个	钛虎机器人、灵心巧手、星海图、宇树科技等
	京东科技	12个	帕西尼感知科技、智元机器人、云深处科技等
	美团龙珠	12个	星海图、银河通用机器人、宇树科技等
	阿里巴巴	11个	宇树科技、逐际动力、原力灵机等
	腾讯投资	7个	智元机器人、宇树科技、云鲸智能等
	滴滴出行	6个	地瓜机器人、小雨智造等
	中移和创投资	6个	银河通用机器人、新石器无人车、钛虎机器人等
机器人	智元机器人	39个	灵初智能、干宽机器人、德塔智能等
	乐聚机器人	9个	星源智、德塔智能、灵心巧手等
	银河通用机器人	5个	灵猴机器人、梦博派对、揽月动力等
	联想创投	22个	原力灵机、星海图、星动纪元、它石智航等
	天空工场创投基金	14个	千决科技、顶配机器人、魔法原子等
制造/硬件	讯飞创投	12个	灵猴机器人、银河通用机器人等
	TCL创投	7个	灵猴机器人、帕西尼感知科技、智元机器人等
	蓝思科技	6个	智鼎机器人、智启未来、星海图等
	东方精工	5个	灵心巧手、乐聚机器人、具脑磐石等
	同歌创投	4个	无界动力、星海图、穹御智能等
车企/新能源	哈勃投资	3个	干寻智能、极佳视界、星海图
	龙旗科技	3个	智元机器人、智鼎机器人、临界点
	北汽产业投资	8个	帕西尼感知科技、银河通用机器人、智元机器人等
	尚顾资本	6个	诺仕机器人、帕西尼感知科技、智元机器人等
	中国中车	6个	灵猴机器人、智同科技、智平方等
比亚迪	4个	智元机器人、智同科技、帕西尼感知科技	
溥泉资本	4个	曦诺未来、众擎机器人、银河通用机器人等	

数据来源:犀牛数据

创业公司拿到订单和场景有何共性?

- 技术产品力处于行业第一梯队
- 双方有强需求匹配,CVC能协助链接,提供场景支撑
- 团队懂To B逻辑,有相对的耐心,不追求短期爆发
- 具备持续的跨场景生存能力,不依赖单一客户

被视为私募股权市场退出缓冲带的我国S交易(私募股权二手份额交易)市场,正迎来结构变化,普通合伙人(GP)主导型的交易逐步崭露头角。不过,证券时报记者采访获悉,估值定价仍是制约S交易发展的主要因素。

探索建立一套被各方认可的S交易定价机制,成为推动市场发展关键。记者获悉,上海目前正通过搭建基金份额估值系统、定期发布S基金交易数据等措施,试图构建S交易的公开、透明定价基准。

多年来,中国S交易多以有限合伙人(LP)主导型交易为主,这导致市场规模与深度均受限。近年来,S交易的结构逐步优化,GP主导型交易持续获得突破。

2025年12月,上海私募股权和创业投资份额转让平台落地国内首单进场交易的GP主导型S交易。该交易由方广资本发起,通过设立连续基金承接原基金中仍具备增值潜力的特定资产。

在该单交易中,原LP获得流动性退出选择,GP得以延续对核心资产的管理,S基金投资者获得了以公允方式投资成熟资产组合的机会,底层被投企业则获得了原有熟悉且信任的GP的长期陪伴。

鉴于GP主导型S交易可实现多方共赢,此类交易近年来持续获得机构的青睐。元禾辰坤合伙人曾纯近日在上海S基金联盟2026年度大会上透露,其所在机构去年达成了6单连续交易。孚腾资本S基金投资部总经理徐炳晖也透露,其机构2024年左右开始尝试连续基金。

“2025年我国S交易市场最大的突破即是连续基金达到50亿元,这意味着买方的定价能力越来越强,愿意寻找更加早期的项目。”赋航资本创始合伙人廖一帆说,而从卖方来看,2025年首次出现金融机构与国资的卖方超越民营资

GP主导型S交易崭露头角 估值定价机制仍待解

证券时报记者 张淑波

本,这也是市场成熟的表现。

欧美成熟市场中,GP主导型交易已占据半壁江山。科勒资本投资合伙人杨战透露,全球S交易2025年约为2300亿美元,其中,GP交易规模首次超过1000亿美元。在GP交易中,90%由GP主导,超过50%是单一资产的接续基金,这说明接续基金已成为GP管理退出流动性的重要工具之一。

上海落地国内首单进场交易的GP主导型S交易,被认为是国内S交易市场基础设施与生态建设逐步成熟的重要标志。它为解决行业长期存在的“基金到期与资产流动性不足”矛盾提供了标准化路径,有望推动S交易市场从单一份额转让迈向资产优化、存量重组等深度发展阶段。

尽管我国S交易已呈现结构优化态势,但估值定价分歧仍是制约交易达成的核心堵点。中保投资副总裁林谦表示:“实际操作中,一级市场项目账面估值与可交易价格之间存在明显差异。”在他看来,复杂的估值情况包括基金中已上市资产的折扣比例、多年未融项目的重估、亏损但具有高增长潜力的项目估值等。

与此同时,S交易窗口期往往很短,堪称“百米冲刺”。买方需要在极短时间内,对标的基金旗下的几十个甚至上百个底层项目进行快速价值判断,包括项目的合规性、财务状况、经营风险等,由此带来“尽职调查难”的问题。

而在国有资本退出的场景下,各方分歧更为尖锐,需兼顾“防止国有资产流失”与“市场化退出效率”的难题。盛世投资管理合伙人杨志军观察到,国资作为买方时很谨慎,七八折买入仍会被质疑为何不是五折。

“站在GP的视角,我们积极帮助长三角区域的国资机构进行份额转让,然而接触了不下100家,最终能够成交的只有两三单,核心问题就是定价。”一位S基金相关人士说。

“一个高效的S交易市场不仅不会造成国资流失,反而能通过引入市场竞争,实现国有资产的保值增值。”林谦说。