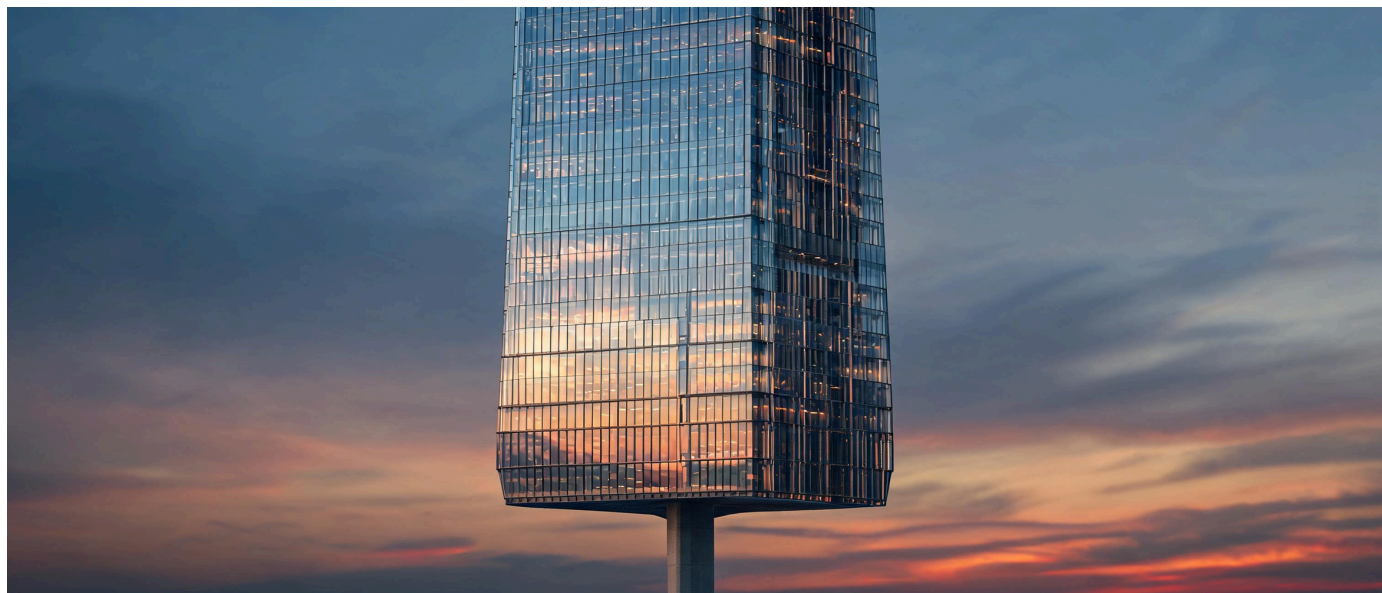




万亿智谱：登顶榜单是技术账，万亿市值是资本账

文 / Opm.AI

营收7.24亿、亏损47.18亿、资不抵债——开源军团的钱从哪来到哪去

同一家公司，六月递上来两张成绩单。

一张写着：GLM-5.2登上人工分析综合智能指数全球第三，中国模型第一次挤进前三，编程第四、智能体第二。富瑞的研报里管这叫“中国AI里程碑”。

另一张写着：2025年营收7.24亿元，亏损47.18亿元，净资产-61.51亿元——资不抵债。

一张是技术账，评委打分，实打实的奖杯。一张是资本账，市场定价，一路涨到一万亿港元。

这篇只想干一件事：把这两张账单摆在一起，看清中间隔着什么。



登顶榜单的技术奖杯与资不抵债的资产负债表，同属一家公司的两本账

资本账烧得比模型还热

先看热的这一头。

北京智谱华章，港股代码02513，2026年1月8日在港交所主板挂牌，号称"AGI大模型第一股"。上市到六月，股价较发行价最高涨了约**24.6倍**——注意口径，这是股价对发行价的倍数，不是市值涨幅。市值一度冲破**1.07万亿港元**。

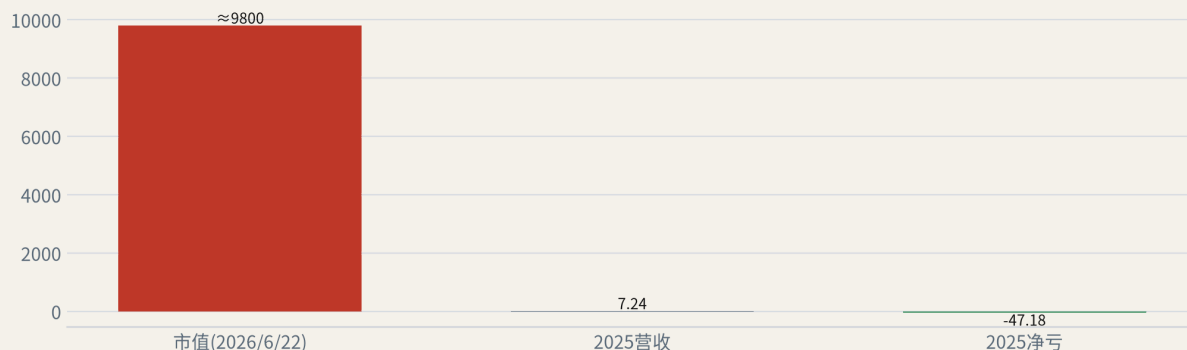
GLM-5.2发布当日，股价再跳涨10.3%，两日累计超35%。

一家去年营收只有7.24亿的公司，凭什么撑起万亿共识？

新浪财经一篇具名分析给出了答案，也给这万亿起了个名字——「资本幻觉」。因为这栋楼的地基，是仅**2.67%**的自由流通盘。

万亿市值压着7.24亿营收：一根柱子看穿'资本幻觉'

单位:亿元人民币·市值由1.07万亿港元约算·营收/净亏为2025年报·来源:年报/港交所行情



数据来源: 港交所/公开行情、智谱2025年报(经主流财经复述)

Opm.AI 出品

市值破万亿港元，会计营收仅7.24亿、亏损47.18亿——同框才看得清落差

九成七的筹码锁着不动，剩下不到三成之一的一成在市场里换手。少量买盘就能把价格顶上天，也能把它砸下来。

榜单上排第三是能力，市值一万亿是共识——共识建在2.67%的筹码上。

一个"ARR"，藏了一个数量级

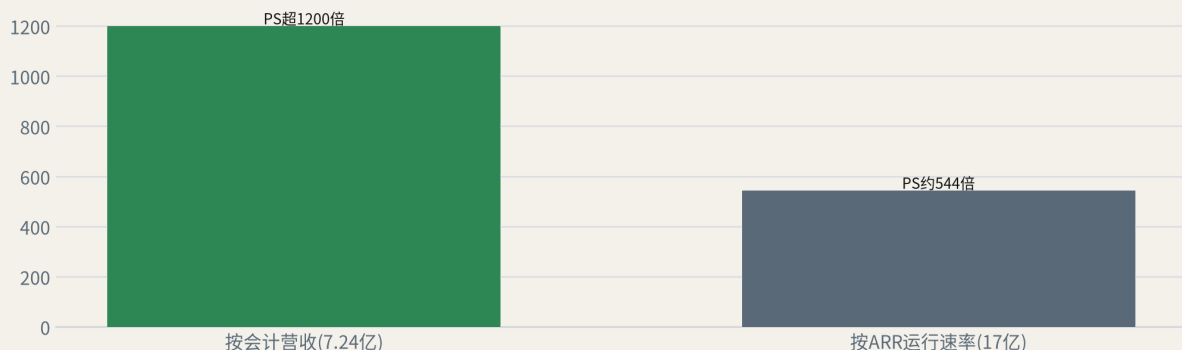
资本账里最容易被含糊过去的，是营收这个词。

媒体常写"智谱ARR约17亿"，听起来离万亿市值没那么离谱。但ARR是年度经常性收入的运行速率，是把某个时点的月度订阅乘出来的口径，不是会计确认的收入。翻2025年报，会计营收就是**7.24亿元**，同比+131.9%，B端占到99%。

两个数一换，市销率差一个数量级。

换个分母,估值缩水一半还多:市销率1200倍 vs 544倍(均为测算)

智谱市销率(市值/营收) · 会计营收 ≠ ARR · 两者均属媒体测算、非精确定量 · 来源:新浪财经/21世纪经济报道



数据来源: 新浪财经/CNBC/36氪等主流财经

Opm.AI 出品

同一家公司,按会计营收算PS超1200倍、按ARR算约544倍——分母换个口径,估值缩水一半还多

按会计营收7.24亿测算,市销率超**1200倍**;按ARR测算,约**544倍**。都是测算,但无论你站哪个口径,这都不是一个能用常规估值框架安放数字。

就算换上对智谱最友好的那把尺子——富瑞在同一份"里程碑"研报里也顺手补了一句:智谱的市值对ARR约**94倍**,而Anthropic约**18倍**。

写奖杯的那份研报,自己在结尾泼了盆冷水。

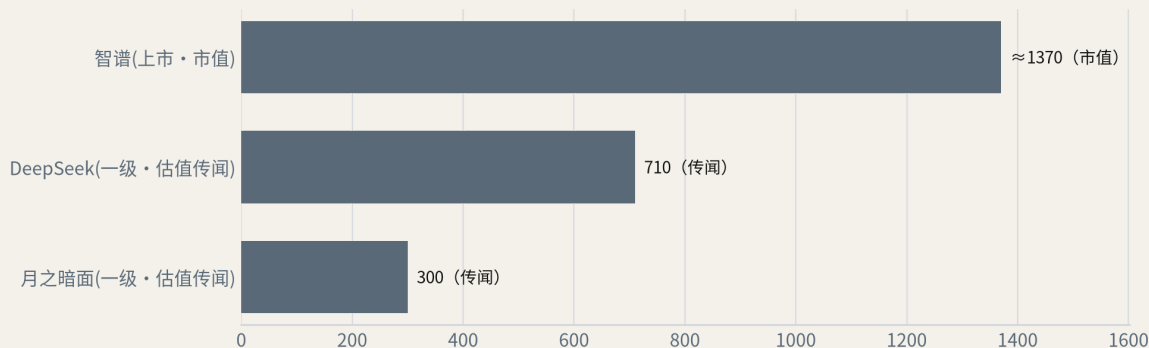
不只是智谱,整支军团都在烧传闻估值

把镜头拉开,登顶榜单的这批国产开源玩家,钱的故事都写在"传闻"两个字上。

DeepSeek,幻方量化的班底,第二轮融资投前估值传闻约**4800亿元人民币**,折合约710亿美元——同一笔、同一个币种换算,不是两轮叠加。月之暗面,Kimi K3的东家,六月新一轮投前估值传闻约**300亿美元**。腾讯混元不单独披露估值,藏在集团报表里。

国产大模型估值/市值一览:全是传闻或市值,一个成交价都没有

单位:亿美元·智谱为上市市值、余为一级市场估值传闻·口径不同不可直接比较·来源:港交所/36氪/媒体



数据来源: 港交所/公开行情、36氪/新浪财经、新浪财经/CNBC/36氪等主流财媒

Opm.AI 出品

各家估值/融资对照——数字全带"传闻/测算", 成交价一个都没有

这些数字有一个共同点: 全是传闻或测算, 没有一个是成交价。轮次、币种、投前投后, 任何一处混用, 量级就差出去了。资本账最热的地方, 恰恰是最模糊的地方。

开源不是慈善, 是最贵的获客

那问题绕回来: 模型免费放权重出去, 钱从哪进来?

路径写在明面上——开源引流, 靠API调用、MaaS订阅、企业私有化部署收费。开源负责铺量, 商业化负责变现。

只是"廉价开源"这套叙事, 最近被自己人戳破了。Kimi K3发布时, 定价定在每百万输入3美元、每百万输出15美元, 和Claude Sonnet 5一个价位, 较上一代提价约四倍。

免费权重不等于免费服务。开源是把用户先圈进来的钩子, 能不能从圈人走到赚钱, 是另一本没有时间表的账。

开源不是慈善, 是最贵的获客。它替你省下市场费, 却没替你解决那47亿的亏损从哪补上。

解禁那天没塌, 塌在配售那天

七月, 资本账已经开始投票了, 而且是往下投的。

7月8日基石解禁日，市场原本捏着一把汗——参照商汤，当年解禁日曾单日暴跌**46.77%**。结果智谱不跌反涨，收1825港元、+13.35%，次日再涨11.34%，两天累计约24.7%。原因是近七成基石投资者表态长期持有，抛压有限。

看起来躲过了商汤那一劫。

可7月13日一纸配售公告——每股1588港元、发行约1978万股新H股——不到一周，7月17日收1107港元、单日跌**28.49%**，市值约5154亿港元，单日蒸发约2053亿港元，配售股东账面浮亏近30%。

这里必须掰清口径：这一跌不是"又一个DeepSeek时刻"的竞争恐慌，而是配售抛压叠加港股大盘普跌（当日恒指-1.78%、恒生科技-4.37%）。技术账那边，GLM-5.2六月那份榜单上的全球第三，成绩还在。

解禁那天没塌，塌在配售那天。两本账的裂缝，就是从这种地方漏风的。

技术能不能一路赢下去，是研发的事。可万亿市值靠的是2.67%的浮筹、一堆传闻估值、一个差着数量级的营收口径，和一张资不抵债的报表。当技术账继续加分、资本账却已经先扣了两千亿的时候，你更愿意相信哪一本会追上哪一本？

风险提示：本文所涉估值倍数、融资额、参数规模等多为传闻或第三方测算，已尽量标注口径，不代表公司披露。全文仅作行业与公司层面的事实梳理与逻辑分析，不构成任何投资建议。高估值标的与新上市股票波动巨大，历史表现不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：本文数据与事实来自新浪财经、证券时报网、21世纪经济报道、36氪、量子位，以及富瑞（Jefferies）研报、智谱2025年报（经上述财媒复述）、Artificial Analysis排行榜等公开信息。

◆ Opm.AI 出品

三周四款开源模型·彭博喊fear·
但'霸榜'至少混了三种口径

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

各家官方发布/技术报告(智谱开放文档/月之暗面/DeepSeek/腾讯混元)、
Artificial Analysis人工分析、Frontend
Code Arena/LMArena、Bloomberg彭
博、Tom's
Hardware/VentureBeat/CNBC、智谱
华章招股书/港交所/年报、新浪财经/
财联社/36氪/量子位、斯坦福AI指
数/CAISI(美方口径)

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，
据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。

© 2026 Opm.AI