

一级市场现繁荣周期 超级回报从何而来

□本报记者 王雪青



视觉中国图片

“一年估值翻七八倍,甚至十倍,已经不算新闻”“热门赛道融资没有时间给你做尽调”“投智谱,百倍回报”……

一级市场的夏天,热浪扑面而来。繁荣周期勾勒出一级市场极具张力的一面:一边是明星项目估值飞涨、超级回报频繁出现;另一边是尽调窗口被压缩、GP(管理人)与国资LP(出资人)的角色关系悄然改变。

有趣的是,“今年很多国资LP的直投业绩已经超过市场化GP了,明年甚至可能出现GP投资国资LP的基金,反向给LP付管理费的现象。”有业内人士透露,因为当少数明星项目成为共识,谁能投进去成为核心变量。

当资金、人才和政策快速涌入AI、具身智能等赛道,一个传统问题值得被再次追问:超级回报究竟来自顺势押注共识,还是来自共识形成前的率先下注?在这轮繁荣周期里,眼光、运气、耐心、资源等,哪些才是收获超级回报的充分必要条件?

超级回报背后的故事

2026年,超级回报成为创投行业的高频词。

在2026母基金年度论坛暨第七届鹭江创投论坛上,华控基金、君联资本、美团龙珠、敦鸿资产等机构分享了他们投资智谱、长鑫科技、理想汽车、月之暗面、宇树科技等明星项目,斩获超级回报的历程。这些故事都有一个共同点:投资发生时,相关技术或商业路径远未成为市场一致看好的答案;等到答案变得清晰,项目往往已经进入机构争抢和高估值阶段。

其中,华控基金创始人张杨把投资智谱百倍回报的过程概括为“认知价值”的变现。他回忆称,2021年投资智谱时,市场上还没有Chat-GPT,大模型更没有成为全民级主题。华控基金

从第二代感知人工智能转向认知人工智能,开始关注知识图谱、Transformer架构的价值,并在市场形成共识前下注,随后连续追加投资。

“我们连续投了5轮之后,大模型市场才火爆起来。”张杨认为,获取超额回报其实就是获取认知价值的过程。

在如何收获百倍回报的问题上,张杨说:技术从0到1,是认知价值形成阶段;从1到100,是产品成熟阶段;100之后,是市场成熟阶段。0到1阶段可能贡献近10倍乃至更高回报,1到100阶段可能贡献5至10倍,进入市场成熟阶段后则可能只有2至3倍回报。

“10乘以5再乘以2,100倍就是这么来

的。”张杨说,如果没有吃到最早的认知价值,后面两个阶段相乘,可能只剩10倍。所谓百倍回报,并不是在热门项目中挑中最后赢家,而是在技术价值尚未被定价时形成判断,并让判断由产品和市场连续兑现。

宇树科技的超级回报同样发生在共识形成之前。敦鸿资产合伙人俞文超在接受中国证券报记者采访时表示:“我们从2019年就开始系统研究机器人,2021年春晚,我看到宇树科技机器狗登台表演;春节后,我就带队到杭州滨江拜访。当时上一轮融资已基本谈妥,敦鸿资产在新一轮开启后迅速跟进,成为那轮融资中最早通过投决会的机构之一,并于2021年底

完成交割。”

真正促使其下注的不是春晚热度,而是尽调中看到的技术纵深。俞文超回忆称,当时不少企业所谓的“自研”只是整机设计和系统组装,核心零部件仍依赖供应商;而宇树科技不同,电机自己研发、线圈自己绕、减速器图纸自己画,运动控制能力也处于全球前列。“这是国内极其少见的、真的能把核心技术完全握在自己手里的公司。”俞文超说。

宇树科技招股材料显示,敦鸿资产旗下的嘉兴骅茂是重要的早期机构股东,这笔投资的关键意义不是后来机器人站上风口,而是热潮到来前已经建立了可验证的技术判断。

寻找共识中的非共识

一级市场的繁荣并不是雨露均沾,不仅在中国市场,全球皆如是。

据国际第三方机构Crunchbase统计,2026年上半年全球初创企业融资总额约为5100亿美元,其中OpenAI和Anthropic合计融资2170亿美元,占比约43%。

“可以看出,资金向少数赛道和企业集中,并非中国市场独有的现象。”一位资深创投人士将其称为AI时代的估值分化,即少数与AI、芯片和先进制造相关的企业估值快速上行,更多行业、领域和企业可能并没有感受到繁荣。

在这种结构性繁荣的环境下,超级回报究竟要靠共识还是非共识?

总结多位一级市场投资人的采访观点:“AI改变世界”正在成为社会共识,真正的分歧不是投不投AI,而是投哪一层、哪条技术路线、何时投、以什么价格投、未来会多快到来。方向共识越强,项目层面的非共识空间越小,投资机

构的认知差异就越需要落到细节。

“成功的非共识最终一定要走向共识。”创世伙伴创投合伙人刘一昂对中国证券报记者表示,投资首先要尊重大的产业共识,但超额回报往往来自共识内部尚未被充分认识的局部变化。机构真正要寻找的,是“即将成为共识的非共识”:可能是某项技术的发展速度快于市场预期,也可能是某个团队尚未被发现的独特能力,或是主流产业趋势下被忽视的细分环节。

“这种超前不能脱离事实和产业规律,而且需要在基金存续期内获得验证;如果一个判断十年以后才能被证明,即使方向正确,也未必是一笔适合基金的投资。”刘一昂说。

刘一昂以他在百度任职期间参与投资极米科技为例:当时电视占据家庭“第一块屏”,团队却看到了投影成为“第二块屏”的潜力。这一尚未形成共识的需求后来快速增长,极米科技也凭借持续创新抓住登陆科创板窗口,实现了

价值兑现。

“所谓非共识并不是否定主流趋势,而是在大的产业共识之下,比市场提前半步看见需求、产品形态和企业能力的变化。”刘一昂总结。

“我们不怕错过,而怕错配。”朝希资本董事长刘杰认为,在强共识阶段,后进入者可能成为前期投资人的退出接盘方,因此最根本的还是判断产业发展规律。如果一直跟随别人的认知轨迹,最多可能挣到后半段的钱;要吃到长期红利,必须扎根长期深耕的赛道,提前形成认知。

与共识相伴而生的,往往是泡沫。AI、具身智能等热门产业当前是否有泡沫?有泡沫了还投不投?

刘一昂并不回避泡沫的存在。在他看来,适度的泡沫可以汇聚资金、人才和社会关注,加快产业成熟,但如果估值过高、企业获得的资金超过自身消化能力,也会带来资源错配。“资本可

以加速产业发展,但不能改变产业规律。”因此,创世伙伴仍将AI和机器人作为主要投资方向,但会更关注能够率先落地的小场景、关键零部件和专业机器人项目。

“2021年投身具智能的时候节奏很舒服,有大量的时间可以做产业调研和深入分析。但现在节奏明显快了很多,企业估值也涨得很快,我们现在出手已经相对谨慎了。”俞文超表示,当前具身智能一级市场存在一定泡沫,但不能由此否定整个产业。

在他看来,具身智能的本体硬件已经快速进步,模型和“大脑”仍在迭代,真正的挑战是与产业方共同打磨应用。“敦鸿资产不会因为有点泡沫就停止投资,其节奏仍是尽量在优质赛道早期布局,随着技术、产品和客户验证逐步加码;越到市场火热阶段,越要区分企业的估值上涨究竟来自能力兑现,还是仅仅来自风口抬升。”

认知重仓与耐心陪伴

投中明星项目,并不等于基金一定能获得超级回报。君联资本联席首席投资官葛新宇说,对基金管理人而言,超级回报必须是回报倍数和仓位相乘,才能体现为对基金DPI(投入资本分红率)的贡献。早期投资赔率虽高,如果只拿到很小额度,即使项目估值上涨百倍,也未必能改变基金的总体回报;相反,真正高确信度时能否下重注,决定了认知能否变成结果。

美团龙珠创始合伙人朱拥华把打法归纳为“头部、重仓、深度”。他回忆,2019年投资理想汽车时,公司尚未卖出一辆车,工厂濒临停摆,美团、王兴个人和龙珠共同下注,其中龙珠投入2亿元,是当时基金剩下的全部现金,后来为那期基金贡献超额回报。投资月之暗面时,其创始

人杨植麟只有30岁左右,公司估值约6亿美元,龙珠投入3000万美元,并持续追加多轮;布局机器人时,美团和龙珠又在整个赛道集中出手。“我们在看中一个赛道后,投资执行力是很强的。”朱拥华表示。

君联资本投资长鑫科技则展示了超级回报的另一面:漫长亏损。葛新宇表示,长鑫科技在产能建设和技术爬坡期,一年亏损一度接近200亿元,曾创下君联资本被投企业的亏损纪录。若以三至五年衡量,它像一个“问题项目”;若以十年衡量,持续资本投入最终换来了技术突破、规模量产和价值兑现。

“看待什么是贵、什么是慢,需要时间来检验。”葛新宇说,真正的耐心和长期主义,在超

级回报项目上的作用尤其突出。

值得一提的是,在繁荣周期内,市场激情快速推升估值,更考验投资人的纪律。一位国资投资人表示,其直投已更多前移至A轮、B轮,个别参与C轮,“C轮往后的项目基本上就不太考虑了”;在估值快速抬升时,与其等待充满不确定性的IPO,具备5至10倍回报的项目也可把握老股转让、并购等退出窗口。

还有多位投资人表示,在配置端,不必只盯着明星项目。母基金、直投、S基金和并购可以分别承接早期发现、产业培育与流动性管理;AI主线的电力和存储产业链等细分赛道,也可能孕育着未被聚光灯照到的机会。机构能做的,是依靠专注提高成功概率。

总体来看,超级回报并不是一道共识或非共识的单选题。底层趋势需要政策、资本和产业合力的共识,具体投资则需要非共识赚取超额收益。认知,决定能否投得早;信心,决定能否重仓投入;耐心,决定能否拿得住,退出纪律则决定账面收益能否真正回到LP手中。

正如张杨所说:“超级回报肯定是大家追求的,但不能作为唯一目标,如果作为唯一目标,风险跟收益是对等的,有多大收益对应多大风险。作为基金来讲,还是要做出平衡,收益、风险和流动性三者之间的平衡。既要在认知价值当中寻找超级收益,也要在共识当中寻找稳定性和稳定收益,才能把一只基金从整体上做得更好。”