資本不再為故事買單
具身智能的大逃殺

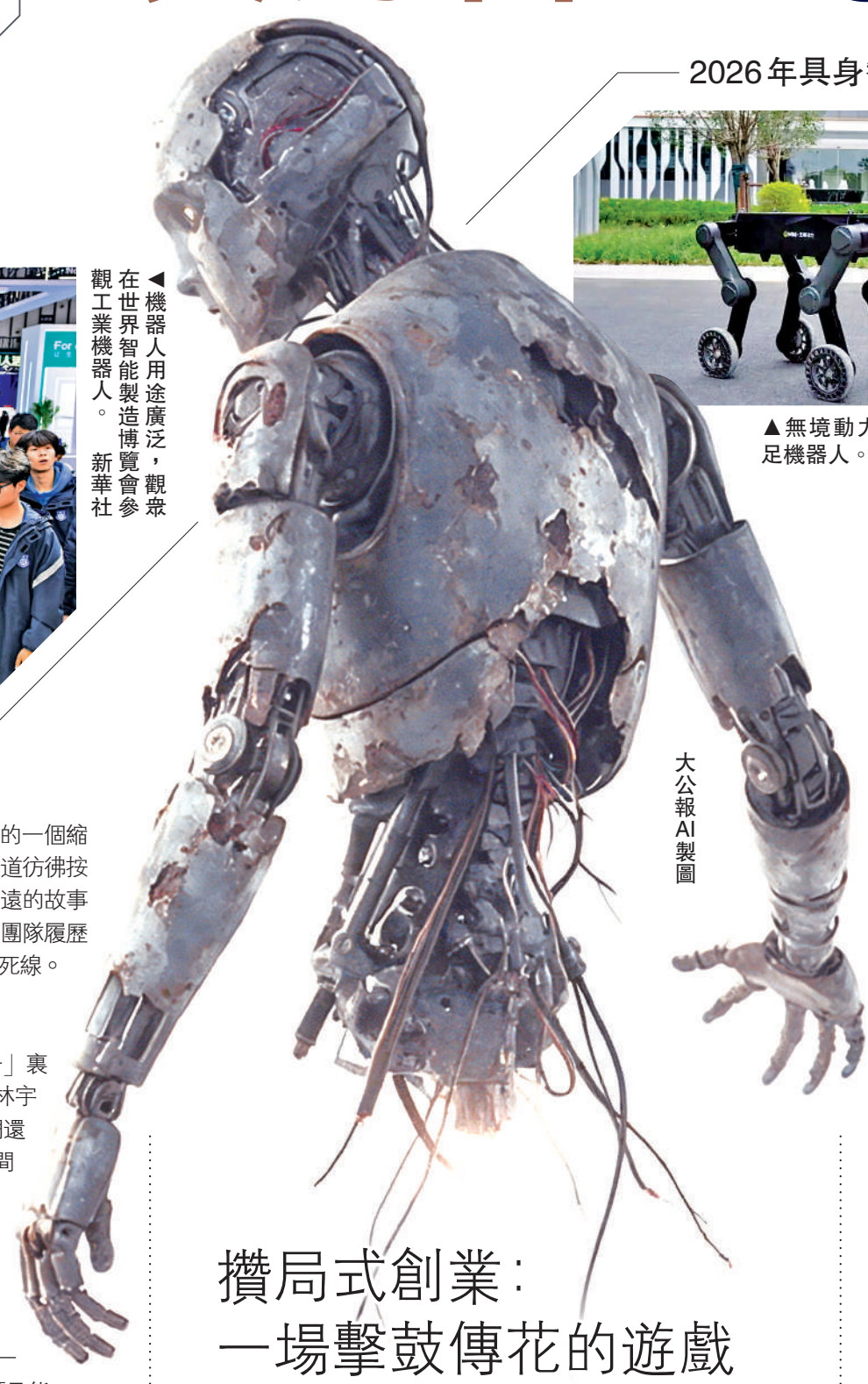
經濟透視

初冬的南京，氣溫驟降。江寧區一間會議室裏，陳賢與三四十位同事焦急地圍坐着，有人掏出手機按下錄音鍵，情緒激動地質問在場高管「誰還能聯繫上小飛？」「小飛」是南京無境未來動力科技有限公司的實際控制人崔小飛。這家成立於2026年2月11日的具身智能企業也曾迎來一億元（人民幣，下同）融資、十億元訂單的高光時刻，然而，僅僅幾個月後，便陷入了工資拖欠、業務停擺的困境。

大公報記者　俞晝



◀機器人用途廣泛，觀眾在世界智能製造博覽會參觀工業機器人。　新華社



大公報AI製圖

這場會議室裏的對峙，只是2026下半年具身智能行業大逃殺的一個縮影。伴隨着頭部企業宇樹科技股價的大跌，通過上市融資變現的渠道彷彿按下了暫停鍵，而原本趨之若鶩的投資人也紛紛捂緊口袋，不再為遙遠的故事買單。有沒有真實訂單、訂單會不會變成真實收入，正在取代創始團隊履歷和漂亮的框架協議，成為決定一家具身智能企業能不能活下去的生死線。

熱錢湧動時投不進

崔小飛失聯的消息，最先在長三角具身智能創業者「小圈子」裏傳開的時候，很多創始人的第一反應不是詫異，而是兔死狐悲。林宇的公司位於江蘇常州，主要做的是具身智能的靈巧手。「7月我們還在正常推進融資，投資顧問為了敲定投資額，差點在公司旁邊租間辦公室『盯梢』。到了9月初再去問後續，只剩下『等消息』了。」

靈巧手曾是具身智能產業最難的攻堅環節之一，它要求在極小的空間裏塞進大量零部件——電機、絲槓、減速器、傳感器、驅動器和線路，都需要集中在接近人手尺寸的結構裏。這意味着零部件既要小，又要輸出足夠大的力量；既要精準，還要耐用。「抓一顆雞蛋不碎、抓一塊豆腐不爛、連續彎折幾十萬次不鬆，這些指標只能一家家客戶去跑、一台台機器去調。」

熱錢湧動時，一切都不是問題。「我們的訂單主要來自高校實驗室和數據採集中心，可以說是定製化服務，遠未實現量產。」林宇坦言，這些情況投資顧問都知道，但在彼時，投資人願意把量產的難題後置，優先為「靈巧手是具身智能的落地剛需」這個故事買單。「那時候行業的共識是，只要手能做出來、Demo視頻（示範或展示影片）足夠流暢，估值就有向上的空間，商業化可以慢慢等。」

如今最擔心退不出

宇樹上市後，風向一夜翻轉。「投資人婉拒的理由寫得很官方：我們需要重新評估賽道風險。」林宇後來才從投資顧問口中得知，最後一輪投資決策會上，董事會以宇樹的二級市場估值為核心參照，「財務直接提出，如果連頭部企業上市後都無法兌現盈利預期，一家只做靈巧手、還停留在小批量定製階段的企業，它的退出邏輯在哪裏？」

「我也不知道在哪裏。」林宇苦笑道：「以前我們都堅信，只要具身智能的總體產量跑起來，靈巧手自然會跟着放量，但現在沒人敢賭這個遠期命題了。」

「因為你永遠不知道，明天和意外，哪個先來？」南京無境動力的員工陳賢感慨道：「我是2026年8月中旬入職的，當時公司差不多有五六十人。」後來發生的一切快得像一場夢：8月底，當時招聘他的HR（人力資源）離職，HR主管也走了。9月，公司賬上沒錢的消息在同事間悄悄傳開。10月，工資停發、社保停繳。「對峙會議上，高管承認，此前簽訂的十億元訂單並未落地，事實上公司真正賣出的工業級四足機器人只有個位數，回款不到百萬。」

陳賢的境遇並非孤例。據法院公告和公開消息統計，2026年以來，至少已有十餘家具身智能相關企業進入清算、破產或停擺狀態。

為了活下去，林宇只能主動壓縮預期，原本計劃開發的三自由度輕量化版本被擱置，核心技術團隊也從36人精簡到17人。「說實話，這個行業之前發展那麼快是因為熱錢多，彈藥充足。但現在，彈藥庫的閘門關上了。」

潛心專注硬科技投資的張愷，手裏還握着三家具身智能企業的「船票」。在他看來，具身智能的投資邏輯已經從「成長溢價」切換到「風險折價」：只要沒有真實穩定的商業化收入，且高度依賴下一輪融資的企業，都會被貼上高風險標籤。「以前是幾家機構同時盡調、互相抬價，現在是同一批人坐在一起，先算退出路徑。」

退出路徑主要有兩條：上市，或者被併購。然而，自9月開始，有消息稱，中國證監會已通過非正式「窗口指導」，提高具身智能初創企業IPO的審批門檻、嚴查收入的真實性和可持續性。港股的上市通道也在變窄。Wind數據顯示，截至8月23日，超過50家具身智能賽道相關企業正在港交所排隊，期盼趕上港股18C（為特專科技公司設立的上市通道）修訂的末班車。「以前最怕投不進，現在擔心退不出。」

生死局正步步緊逼

「我覺得明年肯定會死一大批企業。」張愷坦言，大模型可以在雲端快速迭代，而具身智能向前邁出的每一步，都要付出零部件採購、加工、裝配、整機測試等各項成本。「就算企業現在賬上還有錢，但再過三個月、半年……如果沒有新的錢進來，賬面清零會非常快。更麻煩的是那些簽下對賭協議的企業，一旦IPO失敗，壓力將全部落在創始人身上。」

「當然，我不是說具身智能沒有未來，恰恰相反，長期方向沒問題。」張愷的語氣裏夾雜着些許無奈，「只是資本的周期，等不起技術成熟的周期。市場不再願意為十年以後的故事買單，大家只看眼前十二個月能不能拿到回款。」在張愷看來，這也是這場大逃殺最殘酷的地方——淘汰的標尺，不完全由技術高低決定，更多取決於融資節點、現金儲備、客戶結構，還有運氣。

攢局式創業：一場擊鼓傳花的遊戲

鑽營取巧

具身智能行業的喧囂，本就帶着濃郁的投機氣息。在9月10日，「具身智能眼腦手第一股」梅卡曼德創始人兼CEO邵天蘭的微信朋友圈截圖，在行業內廣泛傳播。邵天蘭稱，當前盛行的「攢局型」具身智能創業，套路就是靠各種關聯交易製造虛假的、不可持續的收入，沒有產品市場匹配，只會發布各種「大新聞」炒作，成立兩三年就要上市。

包裝造勢 推高估值

「『攢局式創業』在具身智能投資圈裏幾乎是公開的秘密。」張愷告訴記者，攢局者首先瞄準特定畫像的人物，比如技術天才科學家、有豐富行業經驗的大廠高管等，再鼓動他們下海當創始人。「整套流程都由攢局者操盤，包括為對方包裝造勢、發布流暢的產品Demo、與地方政府簽訂框架協議、引入基金並推動融資等等。目的只有一個：推高估值，擊鼓傳花。」

以邵天蘭抨擊的「數採中心關聯交易」為例，目前市場上慣用的方法是：具身智能企業與地方政府合資成立數據採集公司，再由數據採集公司向該企業採購機器人本體。資金主要由地方政府承擔，具身企業不出資或只承擔一小部分。數據採集中心產生的數據，隨後再由具身企業回購。循環完成後，賬面訂單、產業落地指標、融資故事全部齊備，唯獨缺少真實客戶的付費需求。

「在很長的一段時間裏，這種模式非常奏效。」張愷坦言，地方政府需要科創標杆，基金需要硬科技項目，投資機構獲得賬面收益，創始人則名利雙收，各方各取所需。不過，「攢局式創業」能持續運轉有一個重要前提：公司成功上市，賬面收益轉為實際財富。因此，當上市路徑收窄，新增資金不再積極入場，原本不斷上漲的估值鏈條，也就從底層開始鬆動。

2026年具身智能清算、破產、停擺企業名單（部分）

時間	企業名稱	主要產品
1月	龍慧	醫療機器人
3月	創澤智能	商用服務機器人
4月	科衛	商用服務機器人
5月	深蘭	商用服務機器人
8月	盈合	工業機器人
9月	智橙動力	家用泳池清潔機器人
9月	數字吉影	工業機器人
10月	無境動力	工業級四足機器人
10月	樂生智能	家用服務機器人

▲無境動力主打工業級四足機器人。　網上圖片

扛過寒冬 力爭活下去

負重前行

如果把2026年的中國具身智能寫成一張資產負債表，左邊是錢：IT桔子數據顯示，上半年具身智能賽道融資322筆、總額935億元（人民幣，下同），較2025年同期暴漲5倍，百億估值公司從3家增至26家；右邊是貨：Counterpoint統計，上半年全球人形機器人六成以上賣給舞台和實驗室，真正進廠進倉創造直接經濟價值的不足兩成；中間那欄叫「預期」，曾經很厚，現在正在被逐筆核銷。

「簽署框架協議與實際採購、交付之間，隔着很長的距離。」陳賢告訴記者，無境動力成立僅4個月，便與多家央企簽訂了近5億元的框架訂單，內容包括交付一款變電站巡檢機器人。「在模擬試驗區，機器狗能沿着設定路線巡檢，發現儀表異常後伸出機械臂操作開關。然而真正應用時，它的故障率遠超預期，不是巡檢路線被纜線打亂，就是機械臂在高溫環境下定位漂移。」

「這輪降溫影響的是全行業」

「這輪降溫影響的是全行業，無論是頭部還是尾部，無論是做數據的，做模型的，還是做本體的，都會被影響。因此我們必須要搶時間，存糧過冬。」林宇坦言，過去為了推高估值，他的公司只傾向於接受頭部機構的投資，現在「只要有機構肯投，一切都可以談」。

「短期看，具身智能賽道的流動性的確在收緊，但投硬科技的大方向不會變，只是我們需要找到鏈條上能夠形成商業閉環的公司。」張愷觀察到，當下賽道裏的倖存企業主要分為兩類：一類背靠產業集團，自有場景承接測試訂單，輸血通道穩定；另一類是極度克制的小團隊，不追逐估值，只做客戶願意付費的單點零部件和解決方案。

泡沫出清未必是壞事。對於剩下的創業者來說，「扛過寒冬活下去」不是一句口號，而是一場漫長、克制、沒有捷徑的工程長跑。潮水退去之後，能留下來的，才有可能成為具身智能真正扎根產業的種子。



▲在9月舉行的2026世界製造業大會上，觀眾參觀一款人形機器人。　新華社

10億訂單成空 轉行者困於潮落

無可奈何

「我是從土木工程轉行進入具身智能行業的。」陳賢的聲音有些落寞。此前，他曾在一家中字頭的建築企業裏工作多年，眼看着房地產行業起高樓、宴賓客、樓塌了。「2024年，我所在的單位連工資發放都成了問題，於是我決定轉行，一邊準備考公考編，一邊在網站自學具身智能相關的內容。」

為何選擇具身智能賽道？面對這個問題，陳賢坦言：「一方面是因為土木工程裏的理論力學、材料力學和結構力學與具身智能的本體製造相關聯，轉起來比較容易；更為重要的另一方面是，在我看來，選擇比努力更重要——既然建築行業已夕陽西下，那我為什麼不選一個朝陽行業來拚搏呢？」

眞正的問題：產品賣不賣得出

「坦率地說，具身智能行業剛起來的時候，找工作真的很容易。」陳賢回憶道，彼時僅僅自學編程三個月，便收到一家具身智能初創企業的offer。「那家公司是2024年初成立的，主要做四足機器人，我負責大腿、小腿的研發和組裝，年薪差不多有25萬元（人民幣，下同）。」陳賢告訴記者，他們所做的四足機器人除了電機外購，其他都是自研的，「跑起來不輸頭部品牌」。

四足機器人售價30萬元一台，配一名研發人員全程跟隨維護，幾乎沒有利潤空間。「公司停擺時我才知道，整整兩年間，我們只賣出21台機器人，虧掉了上千萬元的融資。」陳賢後來復盤總結道，「在具身智能賽道裏，真正的問題不是產品做得好不好，而是東西賣不賣得出——這也是我最終選擇進入南京無境未來動力科技有限公司的原因。」

彼時，無境動力由南京江寧區基金招商引進，被宣傳成「具身智能標杆企業」，主打工業級四足機器人，產品面向電力巡檢、石油化工、能源工礦等高危作業場景。在2026年6月，無境動力對外宣布完成1.1億元天使輪融資，天使輪估值高達10億元，同時，公司宣稱與多家央企簽訂了近5億元框架訂單，地方市場有近5億元儲備訂單，合計「手握10億元訂單」。

誰能料到，10億元訂單最後並未能落地。陳賢投入的這個所謂朝陽行業，短短兩年間，就復刻了他曾經逃離的輪迴。

責任編輯：陳少文　美術編輯：劉子康