

MINIMAX-WP (00100)

证券研究报告

2026年01月27日

全球多模态模型旗手，模型应用一体化加速运转

MiniMax 是全球少数自成立之初即前瞻性布局全模态大模型的公司之一，公司围绕文本、生成、应用构建了覆盖文本、语音、图像与视频的完整技术与产品体系，并通过模型+原生 AI 应用双飞轮机制形成可验证的商业闭环。在底层架构上，公司较早采用 MoE 与混合注意力机制，在保障性能领先的同时显著降低推理成本，为规模化商业化奠定基础。

从技术实力看，MiniMax 已跻身全球全模态模型第一梯队，是少数在文本、视频与语音三大模态均达到世界领先水平的公司之一。在理解与 Coding 能力方面，M2/M2.1 系列在多项国际基准中取得 SOTA 表现，工程化与多语言开发能力显著增强；在生成侧，公司视频模型 Hailuo-02、语音模型 Speech-02-HD 分别位列国际权威榜单前列，验证其在高维多模态生成与实时交互场景下的技术壁垒。

商业化层面，公司采取 C 端订阅与应用内付费、B 端开放平台 API 并行推进的模式，模型能力通过 AI 原生应用持续转化为用户数据与收入增长。受益于明确的全球化目标，MiniMax 超过 70% 收入来自海外市场。财务上，公司仍处于投入期但收入高速增长、毛利率快速修复，现金储备充足，具备较强的中长期耐久度。

我们认为多模态大模型正从“能力叠加”走向“原生融合”，理解模型端到端原生多模态与生成模型侧 LLM+MMDiT 架构的结合，正在显著提升跨模态一致性、响应时延与成本效率。海外以 OpenAI GPT-4o、Google Gemini 3.0 为代表的产品已完成初步验证，标志着多模态模型由实验性能力迈向可规模化部署阶段。MiniMax 在该方向上起步早、覆盖全，既在理解端实现统一语义空间建模，又在生成端构建高质量音视频输出能力，有望在下一轮多模态技术迭代中持续受益。

从竞争格局看，全球范围内真正具备“文本 + 视频 + 语音”三模态世界级能力的公司较少，MiniMax 与 OpenAI、Google、字节跳动共同构成第一梯队。尽管当前公司全球市占率仍处于早期阶段，但其技术排名、用户规模与应用落地速度已显著领先于多数国内外同业。结合海外市场更成熟的付费环境与公司持续提升的产品工程化能力，我们判断 MiniMax 有望在全球 AI 应用浪潮中率先实现规模化变现，并逐步向“技术—应用—现金流”正循环演进。

考虑 MiniMax 在全模态技术深度、工程化能力与全球化商业布局上具备稀缺性，是国内少数可直接对标 OpenAI、Google 等国际巨头的大模型公司。随着 IPO 后研发与算力投入进一步加码，我们看好公司技术优势持续向应用与收入端传导，全球化驱动下业绩进入加速放量阶段。预计 2025-2027 年公司收入分别为 0.87、2.00、3.83 亿美元，对应增速 62.22%、130.83%、91.24%。

风险提示：竞争加剧风险、AI 落地不及预期风险、技术迭代不及预期风险、股价波动风险

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	488.2 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	313.64
港股总市值(百万港元)	153,116.76
每股净资产(港元)	
资产负债率(%)	215.04
一年内最高/最低(港元)	499.00/220.00

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

刘鉴 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525040001
liujianb@tfzq.com

王祺深 分析师
SAC 执业证书编号: S1110526010003
wangqishen@tfzq.com

陈萧宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525100003
chenxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. Minimax: 创始人前瞻布局全模态, 全球化应用布局逐步加速.....	4
1.1. 公司发展历程: 全模态为基, 打造 AI 原生应用	4
1.2. 财务数据: 公司正从处于快速变现过程, 全球化目标明确.....	7
1.3. 创始人团队通过双重股权结构保持绝对控制权, 剩余股权以互联网巨头、金融资本为主	8
2. 理解与生成模型的多模态融合产业趋势加速.....	9
2.1. 理解模型: 原生多模态实现模态融合, 海外 Gemini、GPT 已实现初步探索	9
2.2. 生成模型: LLM + MMDiT 路线验证成功, 26 年有望成为主流趋势	10
2.3. Minimax : 全球全模态四强之一, 直接对标谷歌、OpenAI.....	11
3. 出海是大模型商业化的重要道路, 看好 MiniMax 技术驱动收入快速放量	14
3.1. 海外为大模型商业化主要战场, MiniMax 超 73%来自于海外市场	14
4. 盈利预测与收入假设.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1: 创立之初就布局全模态模型, 产品覆盖语言、音视频、开放平台、AI 原生应用等 ..	4
图 2: 公司大模型布局, 覆盖全模态.....	4
图 3: 截至 2025 年 11 月 7 日, 刚发布的 MiniMax M2 与同行业其他同期模型比较, 公司 Artificial Analysis 智能指数位列开源模型第一位	5
图 4: 音视频模型为公司产品关键组成部分, Artificial Analysis 图生视频榜单中位居全球第二	5
图 5: 语音模型为公司王牌产品, Speech-02-HD 全球排名第一	6
图 6: 公司商业模式主要为 C 端订阅+B 端开放 API 商业模式, 已形成模型-应用数据飞轮	6
图 7: 模型-应用互相赋能, 已形成可验证的商业闭环雏形	7
图 8: 公司收入处于快速增长阶段, 2025 年前三季度就已超越去年全年营收	7
图 9: 毛利率处于迅速修复阶段	8
图 10: 公司 IPO 前在手现金储备充足, 可支撑中长期运营	8
图 11: 公司采用同股不同权架构, 闫总及其创始人团队拥有绝对控制权	8
图 12: KOSMOS-2.5 将基于 ViT (Vision Transformer) 的视觉编码器与基于 Transformer 架构的解码器相结合, 并通过一个重采样模块将它们连接起来, 实现了高效的多模态数据处理.	9
图 13: Gemini3.0 通过输入两个示例直接生成高质量核电仿真, 多模态能力实现质的突破	10
图 14: MMDiT 架构融合实现文本、图片、音视频统一交由大模型处理并输出.....	10
图 15: MMDiT 架构在 DiT 的基础上加入文本判断	11
图 16: 截至 1 月 5 日, MiniMax 2.1 Coding 能力位居全球第二、国内大模型第一	12
图 17: 基准测试中, MiniMax M2.1 获得多项第一	12
图 18: 公司全球市占率约 0.3%, 位列全球第十大大模型技术公司.....	13
图 19: 中国大陆市场当前 AI 应用付费能力较弱, 海外尤其是北美仍然是 AI 应用主要付费	

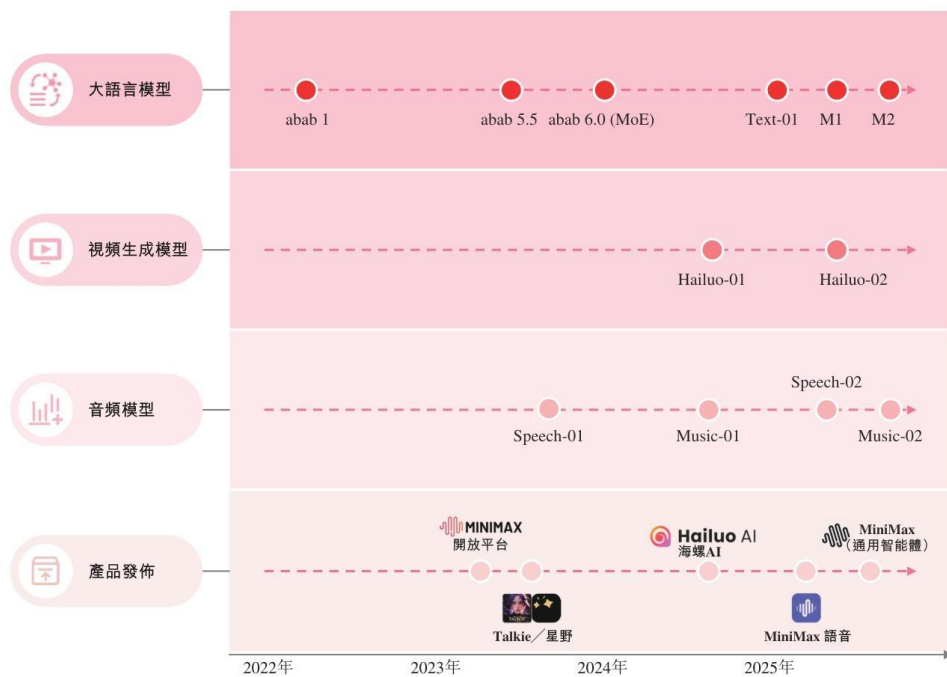
地区.....	14
图 20: 公司付费用户数保持较高增速, 反映出极强的用户粘性和产品认可度.....	15
图 21: 全球化目标明确, 73%收入来源于中国大陆以外的地区.....	15
图 22: 公司收入拆分(百万美元).....	16

1. Minimax: 创始人前瞻布局全模态，全球化应用布局逐步加速

1.1. 公司发展历程：全模态为基，打造 AI 原生应用

公司自成立之初就通过技术研判布局全模态模型，聚焦研发先进的大模型以及打造 AI 原生产品。公司属于少数自创立以来就专注全模态模型研发的大模型公司之一，在早期阶段便采用了混合专家（MoE）架构及混合注意力机制，在保持全球领先性能的同时能够大幅降低计算资源消耗。

图 1：创立之初就布局全模态模型，产品覆盖语言、音视频、开放平台、AI 原生应用等



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的主要模型覆盖文本、视频、音频三大品类，且公司模型服务于多个自研 AI 原生产品，包括 MiniMax、海螺 AI、MiniMax 语音、Talkie/星野和公司的开放平台：

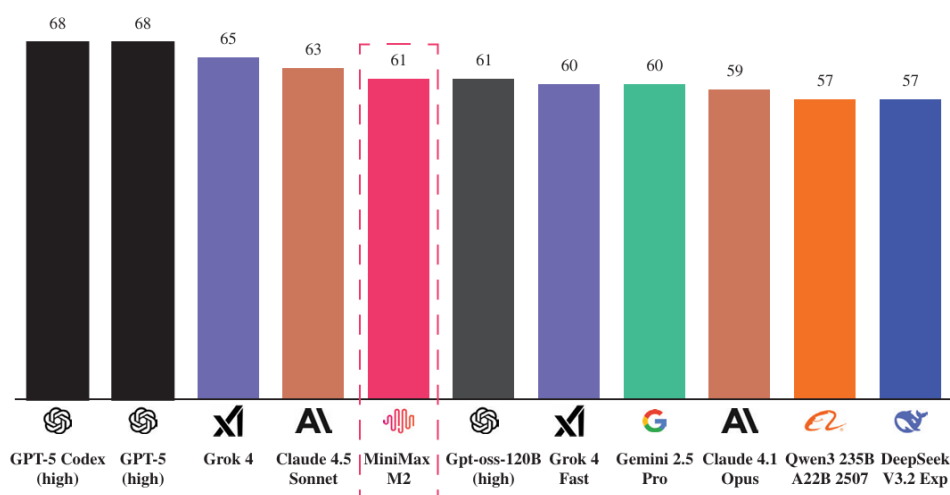
图 2：公司大模型布局，覆盖全模态

类别	最新核心模型	发布日期	与前一版本的开发时间间隔	描述
文本	MiniMax M1	2025年6月	距离 MiniMax-Text-01 5个月	推理模型
	MiniMax M2	2025年10月	距离 MiniMax M1 4个月	推理模型
视频	Hailuo-02	2025年6月	距离 Hailuo-01 8个月	视频生成
音频	Speech-02	2025年4月	距离 Speech-01 16个月	多语言语音生成

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1) 理解&Coding 模型：包含 MiniMaxM2 及 MiniMaxM1，专有大语言模型系列。公司于 2025 年 10 月推出并开源 MiniMaxM2，这是公司专为 Agent 和代码相关应用设计的最新模型。MiniMaxM2 通过利用其进一步优化过的 MoE 架构相比于 MiniMaxM1 显著降低成本以及提升推理速度提供高性能模型能力。MiniMaxM2 一经发布，便在 Artificial Analysis 智能指数的开源模型中位列全球第一。

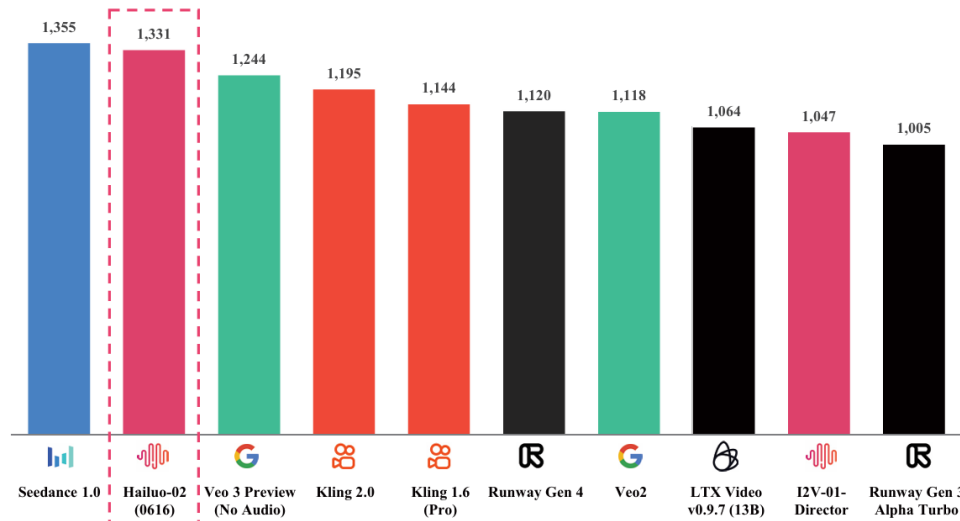
图 3: 截至 2025 年 11 月 7 日, 刚发布的 MiniMax M2 与同行业其他同期模型比较, 公司 Artificial Analysis 智能指数位列开源模型第一位



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2) 文/图生图、视频模型: Hailuo-02, 文本到视频、图片到视频的生成模型。公司视频生成模型是公司全模态产品系列的关键组成部分。有别于主要专注于文本到文本通用大模型的竞争对手, 公司优先开发视频生成模型。公司 Hailuo-02 模型自发布即成为市场上「同类最佳」的视频生成模型, 并有评估视频生成模型性能的独立第三方模型排名佐证。例如, 发布时, Hailuo-02 在 Artificial Analysis 图片生成视频测评榜单中位居全球第二。

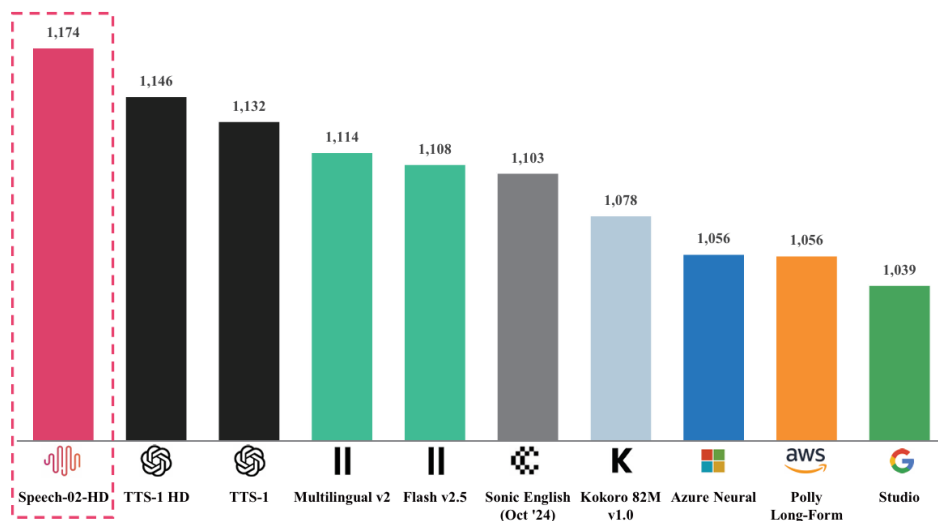
图 4: 音视频模型为公司产品关键组成部分, Artificial Analysis 图生视频榜单中位居全球第二



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3) 语音模型: 公司于 2023 年 11 月推出首个 Speech-01 模型, 随后于 2025 年 4 月发布最新的 Speech-02 模型系列, 后者在人工智能语音合成能力上实现了重大飞跃。Speech-02 模型系列包含 Speech-02-HD 和 Speech-02-Turbo 两个模型, 分别针对高保真度和快速实时处理能力进行了优化。根据 Artificial Analysis Speech Arena(基于 ELO 分数对 TTS 模型进行排名的公共排行榜, 得分基于人类对不同语音模型的偏好评判)榜单, 公司语音发行后截至 25 年 6 月, 公司 Speech-02-HD 模型仍然处于第一。

图 5：语音模型为公司王牌产品，Speech-02-HD 全球排名第一



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：榜单截至 2025 年 6 月 22 日，即 Speech-02 发布后不久，与同行截至最新发布文本语音生成模型进行比较。

MiniMax 已经在“模型-应用双飞轮”上形成可验证的商业闭环雏形。一端依托全模态 M 系列与海螺/语音等基模，另一端通过星野 Talkie、海螺 AI 与开放平台 API 高频吸收用户与开发者流量，实现从能力到数据再到收入的正向循环：

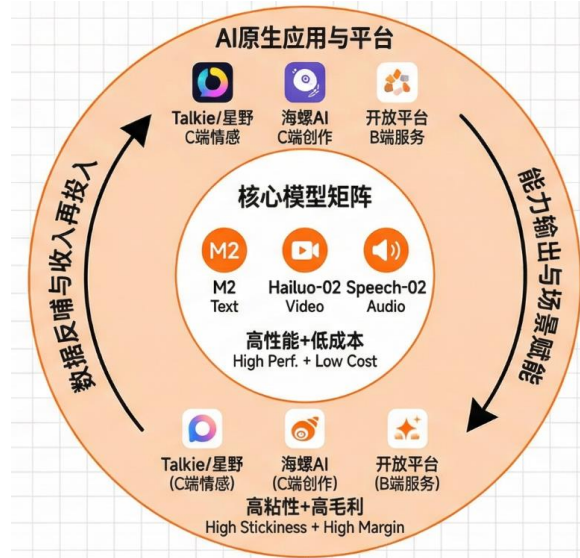
- C 端：订阅 + 应用内充值 + 在线营销为主
- B 端：开放平台 API 收费 + 其他基于 AI 的企业服务

图 6：公司商业模式主要为 C 端订阅+B 端开放 API 商业模式，已形成模型-应用数据飞轮

产品名称	目标用户	核心底层模型	中国发布日期	全球发布日期	主要用例	盈利模式
MiniMax	个人(B2C)	文本、视频、语音和音乐 ¹	MiniMax Chat 应用程序：2025年3月 MiniMax Chat 网站：2025年3月 MiniMax Agent 网站：2025年6月	MiniMax Chat 应用程序：2025年3月 MiniMax Chat 网站：2025年3月 MiniMax Agent 网站：2025年6月	智能Agent 应用程序	免费增值、订阅、基于token的应用内购买
海螺AI	个人(B2C)	视频	网站：2024年8月 应用程序：2025年3月	网站：2024年8月 应用程序：2025年3月	领先的视频生成平台	免费增值、订阅、基于token的应用内购买
MiniMax 语音	个人(B2C)	语音和音乐	网站：2025年5月	网站：2025年3月	音频生成工具	免费增值、订阅、基于token的应用内购买
Talkie/星野	个人(B2C)	文本、视频、语音和音乐	应用程序：2023年9月 (星野)	应用程序：2023年6月 网站：2023年12月 (Talkie)	全模态交互平台	免费增值、订阅、在线营销服务、应用内购买
开放平台	企业(B2B) 及开发者	文本、视频、语音和音乐	2023年5月 (首个中国客户签约)	2024年9月 (首个海外客户签约)	API平台	免费增值、基于token的API计费、订阅(代码方案)、企业许可

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：模型-应用互相赋能，已形成可验证的商业闭环雏形

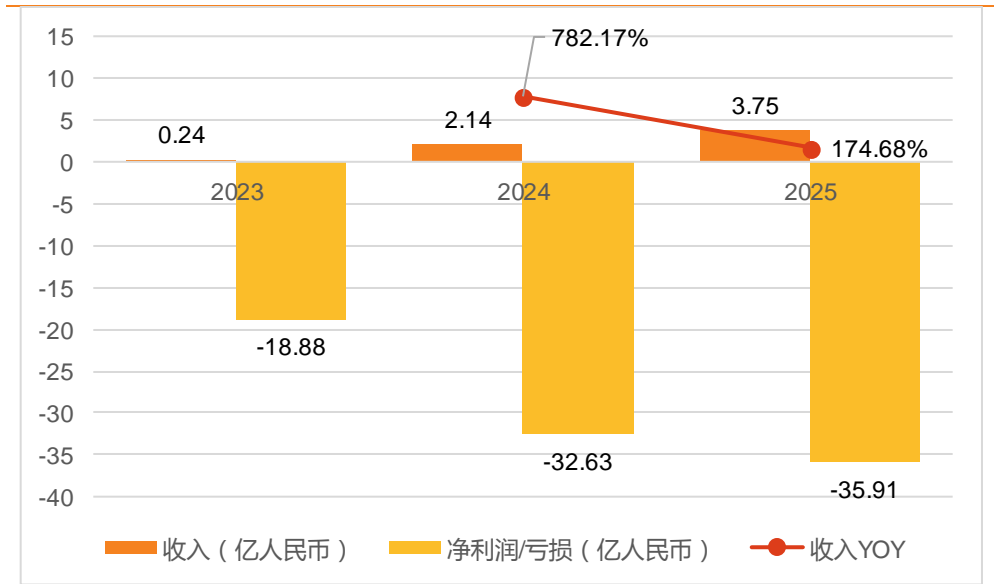


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 财务数据：公司正从处于快速变现过程，全球化目标明确

公司收入处于快速增长阶段，2025 年前三季度就已超越去年全年营收，增至 3.75 亿元人民币。由于公司目前处于快速扩张阶段，目前还处于亏损状态。我们认为，随着后续公司收入增长以及技术推动下成本降低，利润也有望逐步修复。

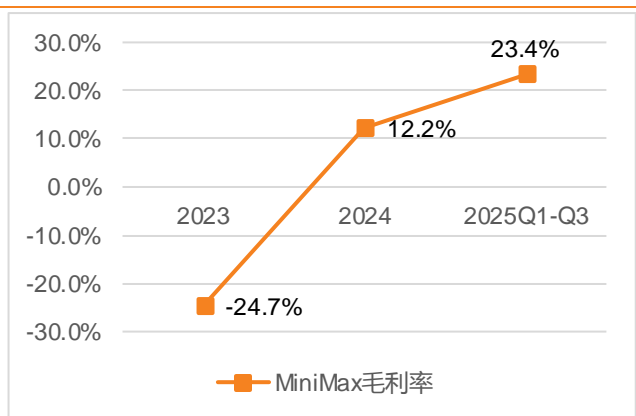
图 8：公司收入处于快速增长阶段，2025 年前三季度就已超越去年全年营收



资料来源：Wind、天风证券研究所

毛利率快速增长，现金储备充足。 MiniMax 毛利率由 2023 年-24.7%快速修复至 2025Q1 - Q3 的 23.4%，反映成本控制与商业化效率显著改善。此外，公司现金安全垫充足，现有资金可支撑 36 个月运营：截至最新披露，MiniMax 现金结余为 70.47 亿元，在假设当前月均现金消耗为 2024 年月均经营性现金流的 1.3 倍，即对应 1.97 亿元情况下，可支撑约 36 个月运营，短中期不存在流动性压力。我们认为，公司上市前现金储备具备较强的耐久度与抗周期能力。

图 9：毛利率处于迅速修复阶段



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司 IPO 前在手现金储备充足，可支撑中长期运营

MiniMax 现金结余（亿元，去除银行授信）	70.47
假设月均消耗现金流（亿元）	1.97
MiniMax 现金流足够支撑运营（月）	36

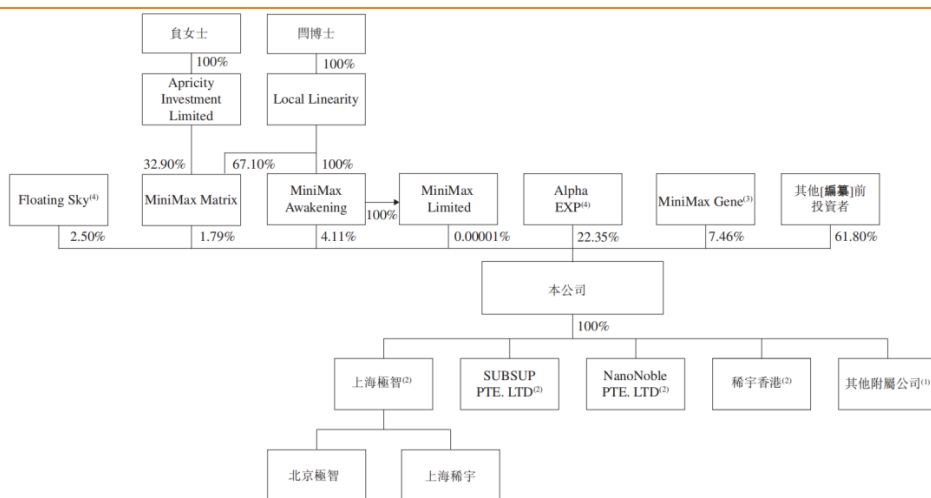
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：汇率采用中国银行 2026 年 1 月 11 日现汇卖出价

1.3. 创始人团队通过双重股权结构保持绝对控制权，剩余股权以互联网巨头、金融资本为主

闫总、联合创始人负总以及创始人团队控制的 Alpha Exp 平台合计持有 28.25% 股份，拥有公司绝对控制权。剩余股权以产业资本为主，其中阿里巴巴持股 13.66% 为第一大外部机构投资者，米哈游持股 6.40%、IDG 资本持股 2.80% 等等。

图 11：公司采用同股不同权架构，闫总及其创始人团队拥有绝对控制权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：截至上市前公司股权结构图

2. 理解与生成模型的多模态融合产业趋势加速

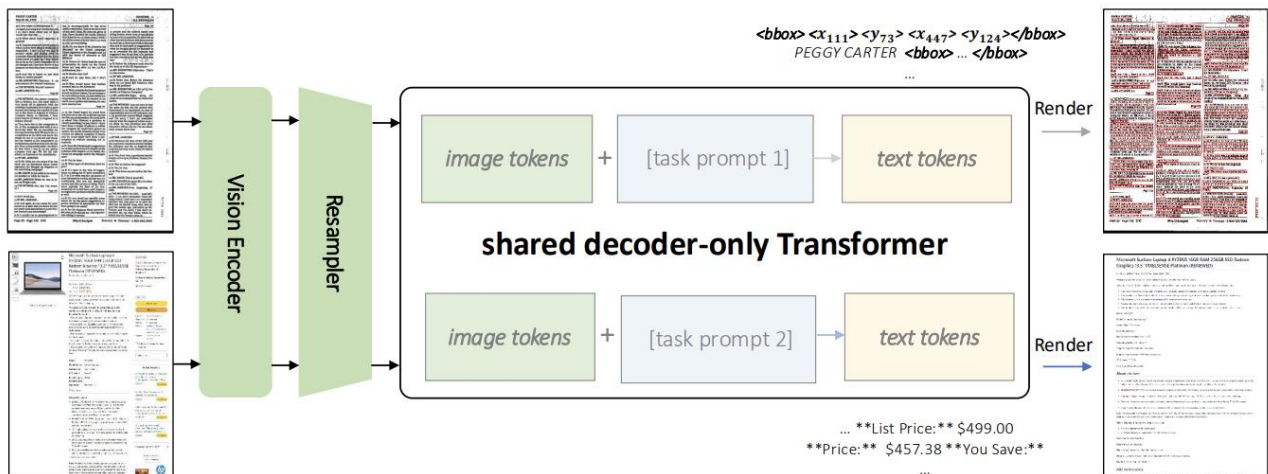
2.1. 理解模型：原生多模态实现模态融合，海外 Gemini、GPT 已实现初步探索

主流的多模态模型的整体架构是类似的，由视觉编码器（Visual encoder）、输入投影器（Projector）和骨干网络（Backbone）连接而成。视觉编码器把输入的图像编码为一个 token 序列，然后经由输入投影器对齐到骨干网络的输入空间，而语言 token 一起由骨干网络进行计算处理。这里的每个模块都带有各自需要被训练的权重。

多模态模型的训练有两种典型的方式：

- **适应训练：**给定一个已经训练好的大语言模型和经过预训练的视觉编码器，在后训练阶段，通过对视觉编码器和投影器的微调，实现视觉和语言表征的对齐。这是国内多模态大模型常用的方式，它的好处是能够以较低的成本快速获得多模态能力。
- **原生训练：**在预训练阶段就融合多种模态的数据进行训练，因此，模型从“原生”开始就具备了多模态能力，而不是“后补”的。以 Google 和 OpenAI 为代表的顶尖机构采用这种方式。

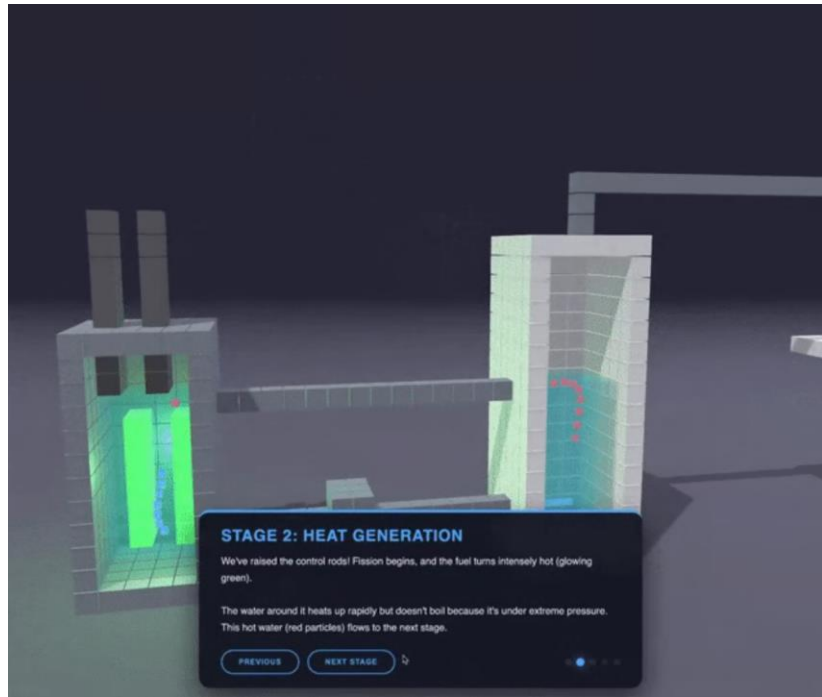
图 12：KOSMOS-2.5 将基于 ViT（Vision Transformer）的视觉编码器与基于 Transformer 架构的解码器相结合，并通过一个重采样模块将它们连接起来，实现了高效的多模态数据处理。



资料来源：微软亚洲研究院、天风证券研究所

得益于原生多模态架构，谷歌于近期新出的 Gemini3.0 从文本到图片等全模态实现性能跨越。Gemini 1.5 作为 Google DeepMind 的旗舰多模态模型，原生支持文本、图像、音频、视频和代码，同时具备百万级 tokens 上下文处理能力，可对长文档、对话记录与研究论文进行统一分析与推理。得益于原生多模态架构，2025 年 11 月发布的 Gemini 3.0 其性能已大幅超越前代，成为最强推理、多模态理解、智能体以及氛围编程最强的模型。

图 13: Gemini3.0 通过输入两个示例直接生成高质量核电仿真，多模态能力实现质的突破



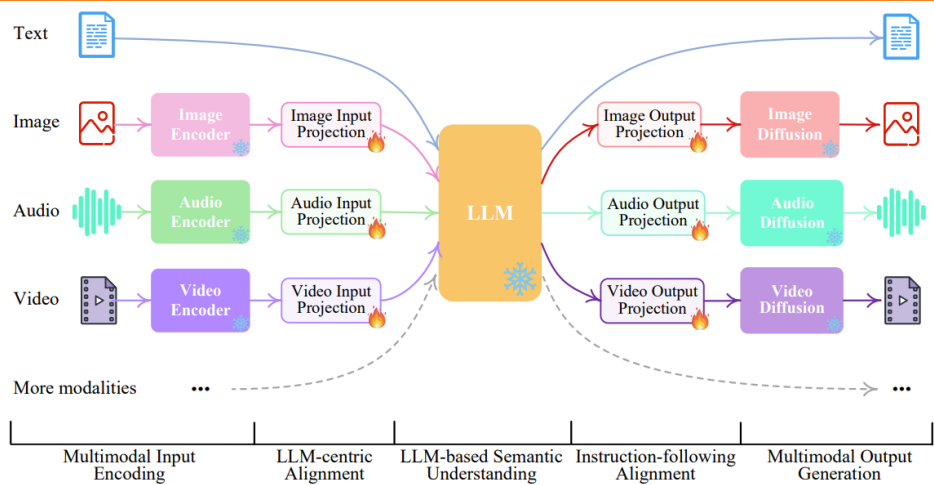
资料来源: 新智元公众号, 天风证券研究所

2.2. 生成模型: LLM + MMDiT 路线验证成功, 26 年有望成为主流趋势

生成模型正从单一的扩散模型转向由 LLM 驱动的 MMDiT 架构。典型流程是: 文本、图像、音频、视频等多模态输入首先分别经过 Encoder 与 Input Projection 投射到统一语义空间; 在核心 LLM 内完成以 LLM 为中心的对齐、语义理解和指令跟随对齐; 输出再经 Output Projection 接到图像/音频/视频扩散模型, 完成多模态生成。

路线已经得到验证, 2026 年有望成为主流趋势。我们认为, 未来架构有望成为 LLM 负责长上下文理解、复杂任务分解和指令对齐, MMDiT 等多模态扩散模块负责图像、视频、音频等高维信号的物理一致性和细节质量, 两者耦合程度不断加深。

图 14: MMDiT 架构融合实现文本、图片、音视频统一交由大模型处理并输出

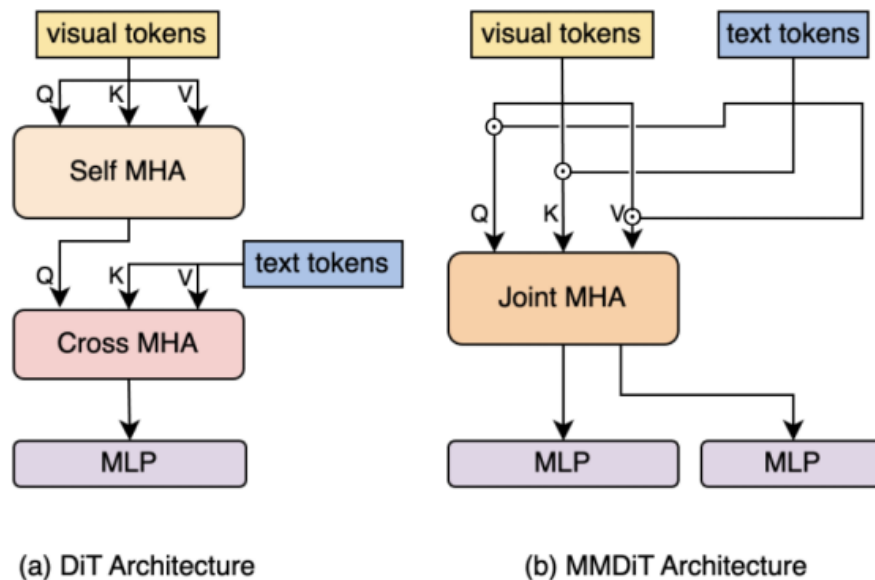


资料来源: 《NEX-T-GPT: Any-to-Any Multimodal LLM》Shengqiong Wu 等, 天风证券研究所

早期多模态领域 DiT 为主导，以 Sora 为代表的模型验证了 Transformer 在视觉生成的扩展性；但随着模型的迭代，行业验证了 LLM 作为大脑 + MMDiT 作为执行器的有效性。LLM 负责理解物理世界规律 (World Models)，MMDiT 负责精准去噪。

与早期单模态 DiT 相比，MMDiT 在统一建模和跨模态对齐上做了深度强化，模型生成的一致性、编辑能力均大幅提升。

图 15：MMDiT 架构在 DiT 的基础上加入文本判断



资料来源：《DiTFastAttnV2: Head-wise Attention Compression for Multi-Modality Diffusion Transformers》Hanling Zhang 等，天风证券研究所

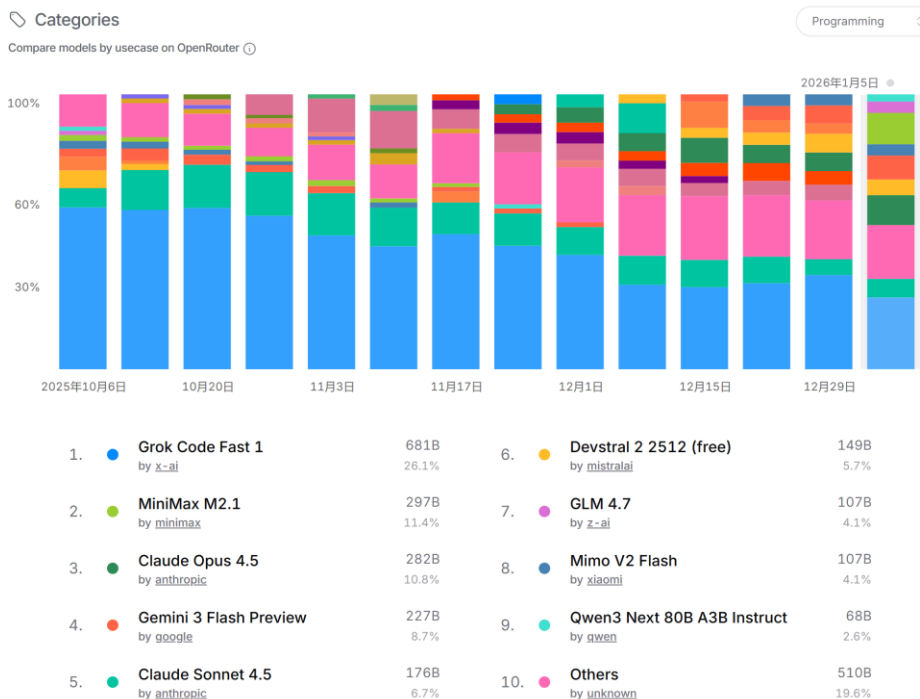
2.3. Minimax：全球全模态四强之一，直接对标谷歌、OpenAI

MiniMax 是极少数在底层技术布局上能够与硅谷顶尖巨头对标的中国公司，是全球仅有的四家在文本、视频、声音三个模态均达到世界领先水平的公司之一（另外三家为 OpenAI、Google 和 ByteDance）：

- 在文本模态，公司通过 M1 长上下文和 M2 高效 MoE，在 Artificial Analysis 智能指数和多项推理、代码能力进入全球前列，开源模型中排名第一；
- 在视频模态，Hailuo-02 在 Artificial Analysis Video Arena 上全球第二，在指令遵循、物理一致性和复杂动作方面具备突出优势；
- 在语音模态，Speech-02-HD 在 Artificial Analysis Speech Arena 全球第一，ELO 评分 1174，领先 OpenAI、ElevenLabs 等国际头部。

2025 年 12 月，MiniMax 发布旗下新一代多模态智能体模型 MiniMax M2.1，显著强化多语言编程与全栈开发的工程可用性，在真实生产环境能力、工具链适配与成本效率上形成系统优势。M2.1 系统性提升了对 Rust、Java、Golang、C++ 等后端与系统级语言的支持，同时补齐原生 Android/iOS 开发短板，在 Web 与 App 场景的设计理解与美学表达上显著进步。根据 OpenRouter 榜单，截至 2026 年 1 月 5 日 MiniMax M2.1 Coding 能力位居全球第二、国内大模型第一名。

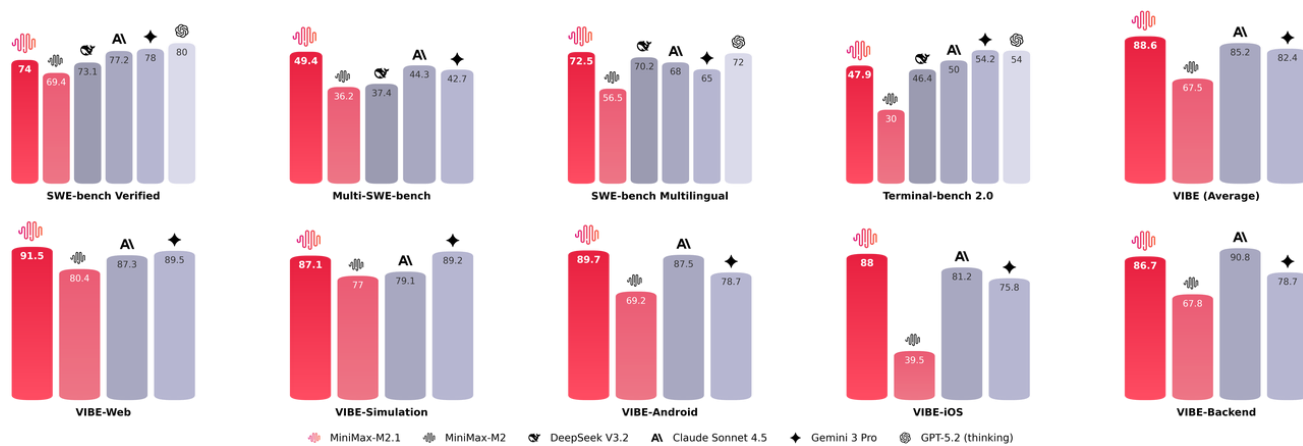
图 16: 截至 1 月 5 日, MiniMax 2.1 Coding 能力位居全球第二、国内大模型第一



资料来源: OpenRouter、天风证券研究所

在基准中, M2.1 的代码与全栈能力取得多项第一: 在 SWE-bench Multilingual 以 72.5 分成绩斩获当前 SOTA; 在 Multi-SWE-bench 以 49.4 分取得 SOTA; 在 SWE-bench Verified 达到 74 分; 同时在自建全栈 VIBE 基准的五大子域 (Web/ 仿真/Android/iOS/后端) 取得平均 88.6 分, 验证其跨端到后端的工程化落地能力与稳定性。

图 17: 基准测试中, MiniMax M2.1 获得多项第一



资料来源: MiniMax 官网、天风证券研究所

灼识咨询数据显示, 以 2024 年基于模型的收入计算, MiniMax 全球市占率约 0.3%, 位列全球第十大大模型技术公司。我们认为, IPO 后大额研发资金注入, 有望进一步加速研发-技术优势-应用-收入的进程, 看好公司收入快速增长。

图 18：公司全球市占率约 0.3%，位列全球第十大大模型技术公司

全球大模型技术公司排名，按基于模型的收入计，2024

排名	公司	市占率， %
1	公司A	30.1%
2	公司B	16.9%
3	公司C	8.2%
4	公司D	4.7%
5	公司E	2.8%
6	公司F	1.8%
7	公司G	0.7%
8	公司H	0.5%
9	公司I	0.3%
10	MiniMax	0.3%
11	公司J	0.3%
12	公司K	0.3%
13	公司L	0.3%
14	公司M	0.2%
15	公司N	0.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

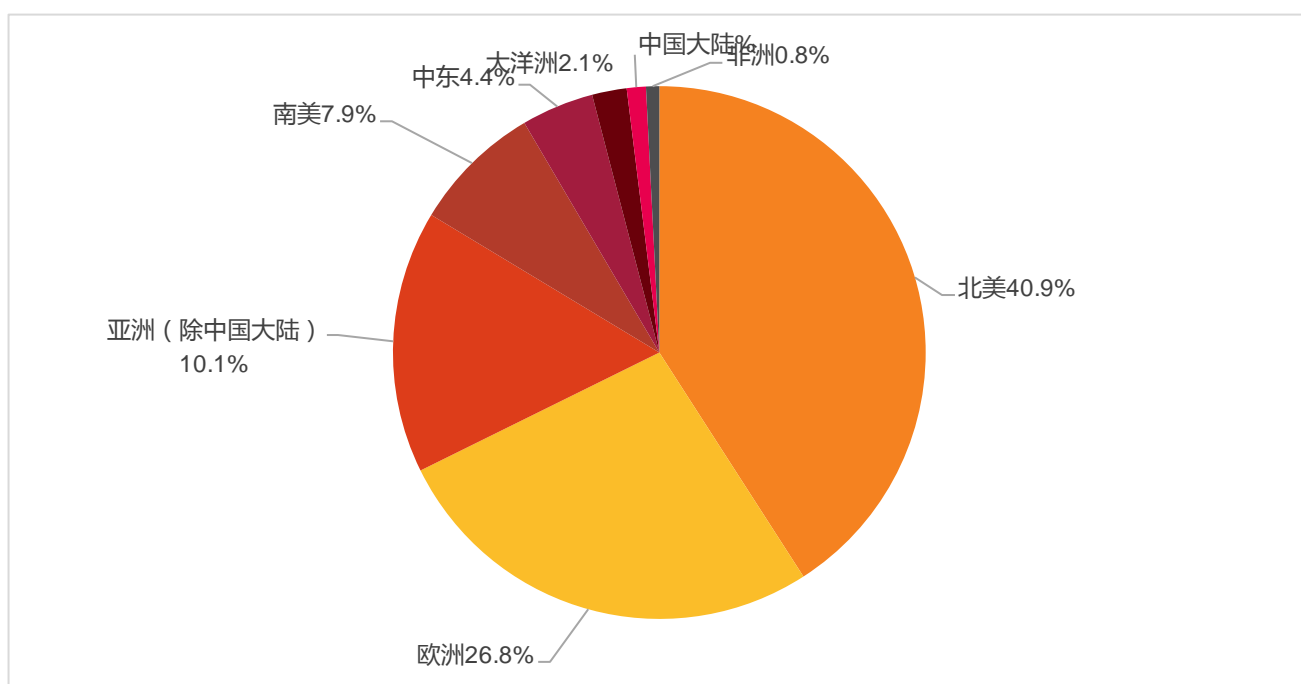
3. 出海是大模型商业化的重要道路，看好 MiniMax 技术驱动收入快速放量

3.1. 海外为大模型商业化主要战场，MiniMax 超 73%来自于海外市场

海外大模型应用中存在较多中国创业公司，如 MiniMax、DeepSeek、智谱等，它们均自研通用或多模态大模型，并在 C 端应用（聊天助手、情感陪伴、视频生成等）和 B 端开放平台上同步发力。

我们认为，国内厂商努力出海原因在于中国大陆市场当前 AI 应用付费能力较弱，在全球 AIP 收入中仅占 1.2%，北美仍然是 AI 应用主要战场。根据 Sensor Tower 统计数据，2025 年 H1 全球 AI 应用的应用内购收入均实现快速增长，其中北美市场以 7.62 亿美元的收入领跑，贡献了约 40.9%收入，欧洲贡献 26.8%，而中国大陆市场仅占约 1.2%。

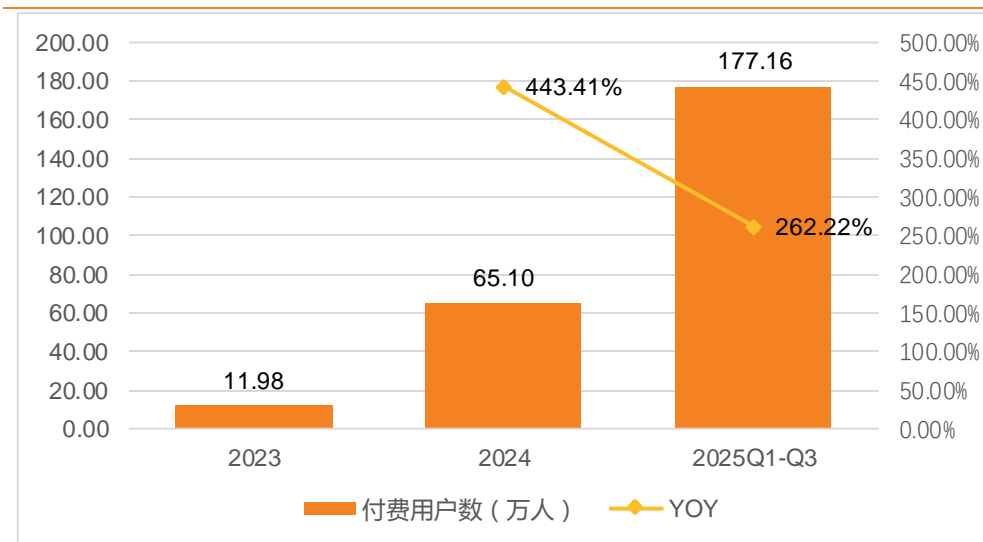
图 19：中国大陆市场当前 AI 应用付费能力较弱，海外尤其是北美仍然是 AI 应用主要付费地区



资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

整体看，MiniMax 定位全球化，公司用户付费率正在快速提升，2025 年前三季度已达到 0.83%（付费意愿最高的 OpenAI 付费率约 5%），展现出公司用户粘性以及认可度在快速提升。从用户数据来看，2025 前三季度付费用户数达到 177.2 万人，同比增长 262.2%，反映出极强的用户粘性和产品认可度。随着公司通过自身技术优势迅速转化为 AI 原生应用能力，付费率有望持续上行。

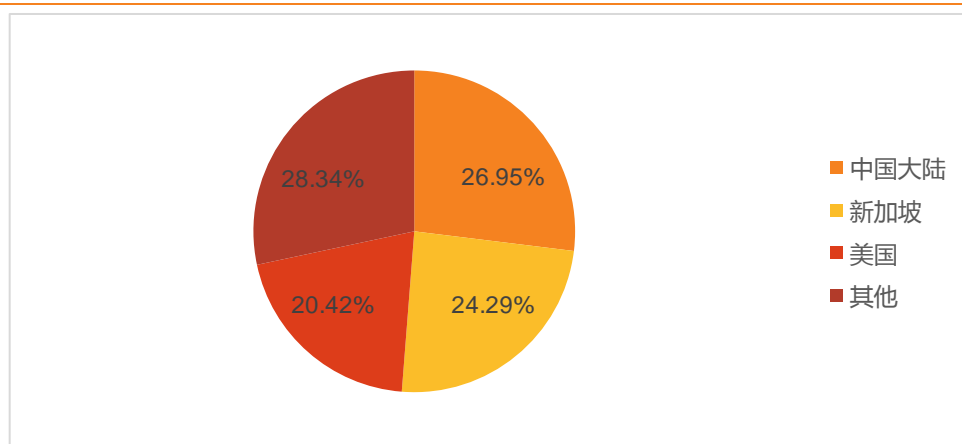
图 20：公司付费用户数保持较高增速，反映出极强的用户粘性和产品认可度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司超 73%收入来自于中国大陆以外的地区，对比其余国内厂商全球化优势凸显。根据 MiniMax 聆讯后资料分地区来看，公司收入主要来源于海外市场，2025 年前三季度收入中国大陆占比 26.95%，剩余 73.1%的收入来自于新加坡、美国及其他海外国家或地区。结合海外市场目前付费率较高，且公司目前处于快速成长期，未来或全面受益全球化目标，收入有望进入快速放量期。

图 21：全球化目标明确，73%收入来源于中国大陆以外的地区



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与收入假设

关键假设：

- 1) MiniMax、MiniMax 语音等部分产品由于不存在历史数据，通过 2025 年前三季度该产品收入年化得出 2025 年度预测值；
- 2) 由于公司 B 端业务收入增速较快，且公司发布的 MiniMax M2.1 Coding 能力得到大幅提升，我们预计后续 B 端业务有望保持高增速；
- 3) 考虑公司 C 端业务当前基数较小，还处于变现初期，我们预计未来将保持较高增速。

图 22：公司收入拆分（百万美元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入		3.46	30.52	86.69	200.10	382.68
	YOY		782.20%	62.22%	130.83%	91.24%
	毛利率		12.20%	23.40%	35.91%	36.24%
分业务						
AI原生产品（C端）		0.76	21.81	60.53	95.48	152.52
	YOY		2776.65%	59.21%	57.74%	59.73%
	毛利率			5%	15%	20%
开放平台及其他服务（B端）		2.70	8.72	26.15	104.62	230.16
	YOY		222.65%	200.00%	300.00%	120.00%
	毛利率	75.06%	63.25%	66%	55%	47%
分产品						
MiniMax				1.01	1.66	2.66
	YOY				65%	60%
海螺AI			2.35	26.99	43.18	71.25
	YOY			1050%	60%	65%
MiniMax语音				1.40	2.38	3.81
	YOY				70%	60%
Talkie/星野		0.76	19.46	31.13	48.26	74.80
	YOY		2467.02%	60%	55%	55%
开放平台及其他服务（B端）		2.70	8.72	26.15	104.62	230.16
	YOY		222.65%	200%	300%	120%
分地区						
中国大陆		2.80	9.22	26.01	54.03	95.67
	YOY		229.29%	182.06%	107.75%	77.08%
美国、新加坡以及其他地区		0.66	21.30	60.68	146.07	287.01
	YOY		3127.73%	184.84%	140.73%	96.48%

资料来源：公司公告、Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险：**大模型及 AI 应用赛道参与者众多，行业竞争日趋白热化。若公司未能持续巩固技术壁垒与用户粘性，可能面临获客成本上升及市场份额缩减的风险。
- 2) **AI 落地不及预期风险：**大模型商业化闭环仍存在不确定性。受宏观环境、下游企业 IT 预算及 C 端用户付费意愿影响，若应用场景拓展受阻，可能导致变现能力与业绩增长不及预期。
- 3) **技术迭代不及预期风险：**AI 底层技术研发具备高资金壁垒与不确定性。若在算力、算法或数据层面遭遇瓶颈，技术迭代速度落后于行业前沿水平，将削弱公司的核心竞争力。
- 4) **股价波动风险：**受宏观环境及市场情绪影响，公司股价可能出现较大波动，敬请投资者理性投资，注意二级市场交易风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com