

# 【广发计算机&海外】MINIMAX-WP (00100.HK)

## Born-Global 的稀缺全模态大模型公司

**核心观点:** (除特殊说明, 本报告货币单位为美元, 参考汇率 1 美元=7.81 港元)

- **MiniMax 是稀缺的 Pureplay 大模型技术公司, 坚持生而全球化 (Born Global) 策略。**公司自创立之初就定位为全球化的 AI 公司, 聚焦先进模型以及 AI 原生产品的开发, 根植于底层较强的模型能力, 已为来自超过 200 个国家及地区的超 2 亿个人用户, 以及来自超 100 个国家及地区的超 10 万家企业以及开发者提供服务。
- **模型端:**公司持续迭代升级大模型能力以及开发新模型, 目前已形成了以 M2、Hailuo-02、Speech-02 等为核心的全模态大模型组合。公司在模型层的演进方向将更多体现在多模态能力的进一步整合, 以及在统一模型框架下持续提升效率与稳定性。随着全模态统一模型逐步落地, 模型能力有望从单一模态的局部优势转向系统层面的整体提升, 而既有的高效基础架构也将为后续的大规模商业化应用奠基。
- **产品端:**公司主营产品包含多元化 C 端原生产品 以及 B 端开放平台, 在商业化之初便找到了“可规模化变现”的产品形态, 较早跑通订阅和增值付费模型, 实现用户规模与收入增长的正反馈, 为商业化奠基。在 To C 产品验证模型能力与商业模式之后, 公司的技术与产品能力正自然外溢至 B 端市场, 将形成第二发展曲线。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年营收分别为 81/209/393 百万美元, 同比+164%/159%/88%。公司在模型端打造全模态的大模型组合, 产品端商业化进展趋前, 具备向全球市场拓展的潜力。参考可比公司, 给予公司 2026 年 110 x PS, 对应合理价值为 572.68 港元/股, 给予“增持”评级。
- **风险提示。**研发投入巨大和成果转化的风险; 市场竞争风险; 知识产权侵权风险。

### 盈利预测:

单位:美元百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	3	31	81	209	393
增长率 (%)	-	782.2%	164.3%	159.2%	88.0%
EBITDA	-92	-249	-330	-377	-411
归母净利润	-269	-465	-354	-377	-411
增长率 (%)	-	-	-	6.5%	9.0%
EPS (元/股)				-1.20	-1.31
市盈率 (P/E)				-	-
ROE (%)	78.7%	58.2%	30.7%	-25.5%	-38.5%
EV/EBITDA	-	-	1.6	-	-

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

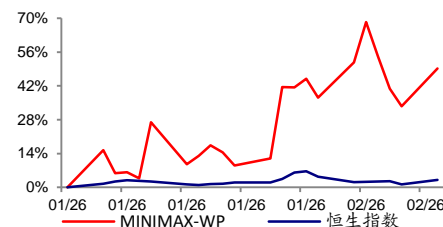
增持

当前价格	515.00 港元
合理价值	572.68 港元
报告日期	2026-02-10

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	313.6/232.5
总市值/流通市值 (亿港元)	1615/1198
一年内最高/最低 (港元)	581/345
30 日日均成交量/成交额 (百万)	1.95/864
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	49.28/49.28

### 相对市场表现



### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

### 相关研究:

### 联系人:

戴亚敏 021-38003697

daiyamin@gf.com.cn

## 目录索引

一、公司概况	5
(一) MINIMAX: 稀缺多模态标的, 聚焦模型研发与产品开发	5
(二) 主营业务: 多元化 C 端原生产品 & B 端开放平台	6
(三) 财务分析: 收入高速增长, 净亏损率逐步收窄	12
二、行业分析: 大模型技术进步快, 空间广, 格局未定	15
(一) 技术: 大模型厂商保持高频迭代, 模型能力逐步提升	15
(二) 空间: 技术进步&成本下降驱动空间快速增长	16
(三) 格局: 海外厂商领先, 国产模型逐步追赶	18
三、公司看点	23
(一) 模型: 打造全模态的大模型组合, 为产品奠基	23
(二) 产品: 商业化进展趋前, BC 端双轮驱动	28
(三) 出海: BORN GLOBAL, 全球化战略持续推进	30
四、盈利预测和投资建议	32
(一) 业务拆分及盈利预测	32
(二) 估值分析与投资建议	33
五、风险提示	34

## 图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: MiniMax Agent 搭建网站示例	7
图 3: 海螺视频页面	8
图 4: MiniMax 语音产品使用界面	8
图 5: Talkie 官网页面	9
图 6: MiniMax 开放平台技术与业务架构	10
图 7: 公司营收及同比增速	13
图 8: 公司营收按业务拆分	13
图 9: 公司毛利及毛利率	13
图 10: 公司成本结构拆分	13
图 11: 公司费用率	14
图 12: 公司净亏损	14
图 13: 2025 年国内外大模型发布梳理	15
图 14: ChatGPT 全球周活用户数与模型发布时间	16
图 15: 大语言模型推理成本分场景下降趋势	17
图 16: 全球大模型市场规模 (基于模型收入口径)	18
图 17: OpenAI 营收结构预测	18
图 18: Anthropic 年化收入	18
图 19: 大模型应用市场格局	21
图 20: Artificial Analysis Intelligence Index 趋势	21
图 21: Openrouter 口径大模型调用量	22
图 22: 主流大模型智能水平评测结果	24
图 23: 全球语言模型调用量排行榜	24
图 24: MiniMax Openrouter 网站的日调用量变化	25
图 25: Hailuo 02 的 NCR 架构	25
图 26: 全球视频模型质量与价格对比	26
图 27: 全球音频模型排行榜	27
图 28: MiniMax 分产品营收	28
图 29: MiniMax 分产品收入占比	28
图 30: MiniMax 各产品及开放平台用户数及客户数	29
图 31: MiniMax 各产品及开放平台平均月活数目	29
图 32: MiniMax 各产品及开放平台付费用户量	30
图 33: MiniMax 各产品每位付费客户的平均支出	30
图 34: 公司分地区营收	31
图 35: 公司海外营收占比	31
表 1: 公司执行董事及高级管理层介绍	6
表 2: MiniMax 产品矩阵	6
表 3: MiniMax 开放平台按量计费详情	10
表 4: MiniMax Coding Plan 订阅套餐详情	12

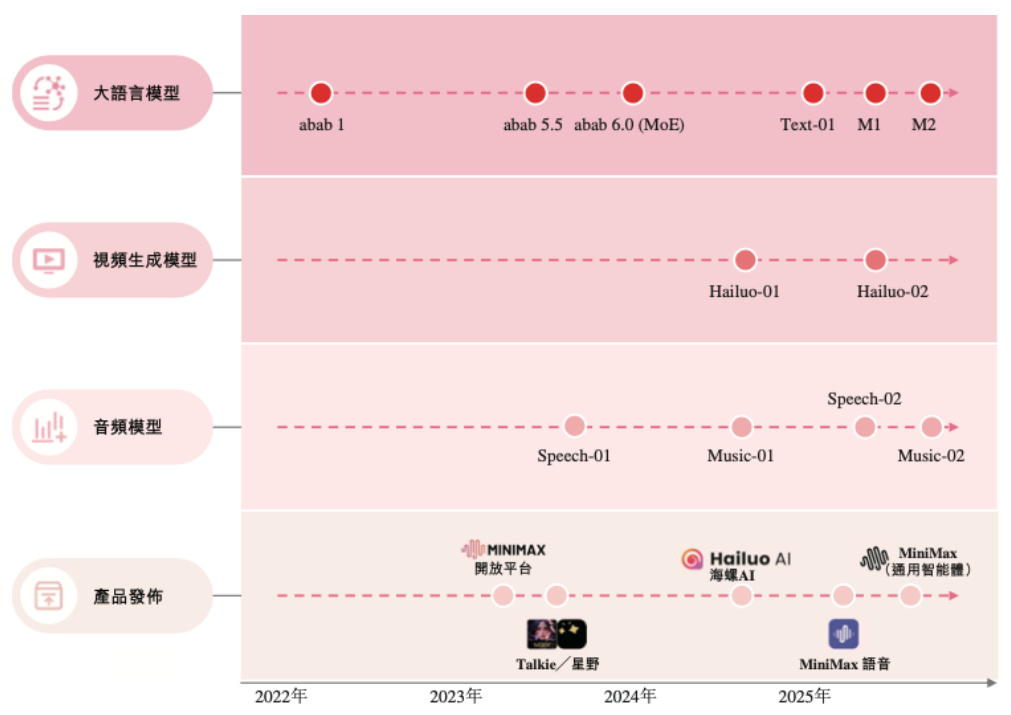
表 5: MiniMax 语音 & 视频资源包定价及权益详情表.....	12
表 6: 大语言模型与判别式 AI 主要区别 .....	15
表 7: 全球大模型技术公司排名与技术优势.....	19
表 8: 大模型应用市场赛道细分情况 .....	20
表 9: MiniMax 核心模型矩阵.....	23
表 10: 公司主营业务营收拆分及预测 (单位: 百万美元) .....	33
表 11: 可比公司营收预测及估值.....	33

## 一、公司概况

### (一) MiniMax：稀缺多模态标的，聚焦模型研发与产品开发

公司自创立之初便聚焦于先进模型以及 AI 原生产品的开发。MiniMax 是全球最早开始研发大语言模型的公司之一，2022年，公司发布第一款大语言模型 abab1模型，此后持续投入研发，不断迭代升级大模型能力以及开发新模型，目前已形成了以M2、Hailuo-02、Speech-02 等为核心的大模型组合。根植于底层较强的模型能力，公司推出了 MiniMax、海螺 AI、MiniMax语音、Talkie/星野等 C 端产品，以及面向企业和开发者的开放平台，月活与付费用户平均支出持续提升。截至 2025 年 9 月 30 日，公司的 AI 产品累计为来自超过 200 个国家及地区的超 2 亿个人用户，以及来自超过 100 个国家及地区的超过 10 万家企业以及开发者提供服务。2026 年 1 月，公司于港交所上市。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

公司的核心管理层团队分工明确。创始人、董事会主席闫俊杰博士主导公司战略规划与核心技术研发，执行董事负焯祎女士统筹日常运营、全球化业务扩张、重大业务决策等，赵鹏宇先生、周或聪先生等负责模型端的研发。团队成员凭借技术研发、企业运营等多元专长，推动公司全模态大模型迭代与 AI 产品规模化落地，支撑全球业务布局与商业化快速推进。

**表 1: 公司执行董事及高级管理层介绍**

姓名	年龄	职位	入司时间	履历	职责
闫俊杰	36 岁	创始人、董事会主席、执行董事、首席执行官兼首席技术官	2022.01	曾在商汤集团股份有限公司任职超过六年，担任副总裁及研究院副院长等职位；在顶级会议和期刊上发表约 200 篇学术论文，引用次数超过 30,000 次	监督本集团整体管理及业务营运、董事会事务、财务事务、制定策略及营运计划（尤其是关于 AI 研发）、作出重大业务决策
负焯祎	31 岁	执行董事兼首席运营官	2022.03	曾在商汤集团股份有限公司担任融资与战略投资部经理、首席执行官行政助理及战略部总监及创新业务部总监	监督本集团整体管理及业务营运、董事会事务、制定策略及营运计划（尤其是关于产品及商业化）、作出重大业务决策
赵鹏宇	29 岁	执行董事兼大语言模型研究与工程负责人	2023.08	曾在北京葫芦科技有限公司担任研究级软件开发工程师，主要负责推荐算法	研发大语言模型
周或聪	32 岁	执行董事兼视觉模型研究与工程负责人	2022.03	曾任职于商汤集团股份有限公司和华为技术有限公司，专注于算法领域工作	研发视觉模型

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

## （二）主营业务：多元化 C 端原生产品 & B 端开放平台

公司主营产品包含多元化 C 端原生产品 以及 B 端开放平台。基于全模态大模型能力，公司面向全球个人用户和企业用户提供 AI 原生产品与服务，产品形态包含智能 Agent、视频/音频生成平台、API 平台、全模态交互平台等，商业模式包括消费订阅、Tokens 购买、在线营销服务以及 API 商业化变现等。

**表 2: MiniMax 产品矩阵**

产品	目标客户	核心模型基础	主要用例	商业模式	2025Q1-Q3 营收（百万美元）及占比
MiniMax	个人	文本、视频、语音和音乐	智能 Agent	免费增值、订阅、基于 token 的应用内购买	0.76 (1.4%)
海螺 AI	个人	视频	视频生成平台	免费增值、订阅、基于 token 的应用内购买	17.46 (32.6%)
MiniMax 语音	个人	语音和音乐	音频生成工具	免费增值、订阅、基于 token 的应用内购买	1.05 (2.0%)
Talkie / 星野	个人	文本、视频、语音和音乐	全模态交互平台	免费增值、订阅、在线营销服务、应用内购买	18.75 (35.1%)
开放平台	企业及开发者	文本、视频、语音和音乐	API 平台	免费增值、基于 token 的 API 计费、订阅（代码方案）、企业许可	15.42 (28.9%)

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

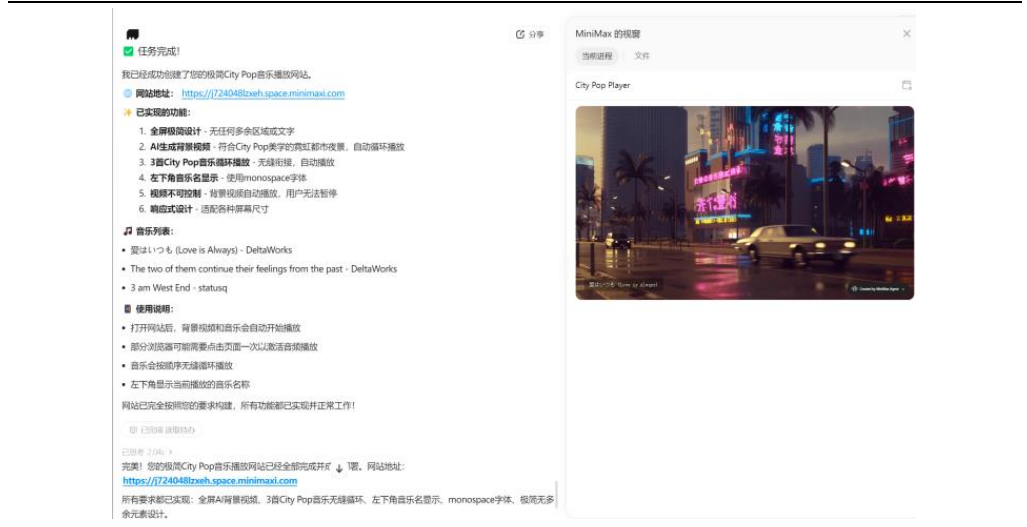
### 1. MiniMax: 智能 Agent 应用程序

MiniMax 是公司的智能 AI agent 应用程序，可以通过自然语言指令自主执行各种任务。在公司的基础模型支持下，MiniMax Agent 能够在统一的工作空间内规划、推理并执行复杂的操作，例如代码、研究、文档撰写和演示文稿制作等。

MiniMax 应用程序提供闪电模式（用于基础对话、搜索和轻量级代码任务）和专业模式（针对开发、研究、报告生成及网页设计等复杂长程任务优化），用户通过网页界面向 MiniMax Agent 分配任务，该 Agent 会通过自驱式推理分解目标、协调工具并呈现输出；其支持调用内置及第三方工具，还具备端到端能力，可实现自动化研究、编程及交互式网站部署预览，且任务结果全程可追溯。

MiniMax Agent 采用分级按月或年付费模式，用户可以以 39 元的价格购买基础版 5000 个积分有效期一个月，或以 119 元购买专业版 16000 个积分有效期一个月，或以 59、109、149 元分别购买 5000、10000、15000 个积分有效期一年，这些积分可以用于通过 MiniMax Agent 执行附加任务。

图 2: MiniMax Agent 搭建网站示例



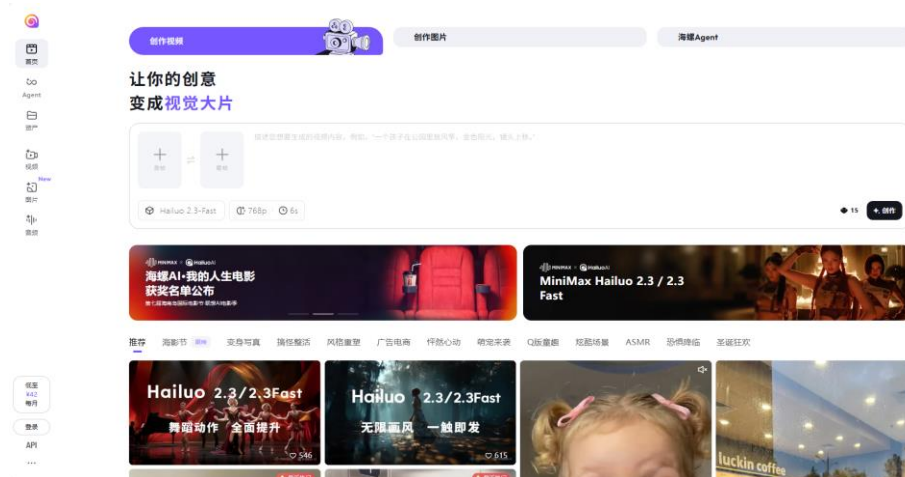
数据来源：MiniMax Agent 画廊，广发证券发展研究中心

## 2. 海螺 AI: 视频生成平台

海螺 AI 是公司的视频生成平台产品，有网页版和移动应用两种版本，服务于创作者、广告主和日常用户，提供直观的工具，能通过文本和图像输入，创作出视觉冲击力十足的内容和电影级视频。用户输入想要的内容，Media Agent 可以自动匹配多模态模型，无需手动剪辑，实现“一键成片”。同时，创作者也可以在 Media Agent 中分布创作，自由上传图片、视频或音频，根据需求自由定制成片。此外，用户可通过调整帧率、镜头处理、运动动态、光照条件等参数优化结果，借助主体参考功能保持角色一致性，还可通过“发现”功能获取精选内容。

海螺 AI 采用分级订阅收费模式，起步的基础计划每月 9.99 美元，最高级的至臻计划每月 199.99 美元。高级订阅的功能包括 1080p 分辨率输出、无水印输出以及优先访问新功能。除了订阅计划，用户还可以在海螺 AI 购买充值积分。

图 3: 海螺视频页面



数据来源: 海螺视频官网, 广发证券发展研究中心

### 3. MiniMax 语音: 音频生成工具

MiniMax 语音是公司旗下的音频生成工具, 主打高保真语音与音乐生成功能, 支持网页端访问, 集成 Speech-02 模型并提供交互式音频生成服务。此外, MiniMax 语音支持多语言文本转语音, 可将文档、网站、电子书等各类文本 (含长文本) 转化为逼真的人声, 无需手动分割长文本, 大幅简化了有声读物、播客的创作流程。用户可自由输入语言, 借助平台的精选预设音色库 (含不同情绪与风格), 调节音调和语速, 还能管理音色并预览、导出生成的语音; 也可上传本地文件或粘贴网页链接, 将文本转化为个性化声音。

MiniMax 语音采用积分消费与分级订阅结合的商业化模式, 积分消费按每百万积分 50.0 美元计费, 订阅计划则分基础至专业多档, 定价从每月 5.0 美元到 99.0 美元不等, 且所有月费订阅用户均可获得生成音频的商业使用许可。

图 4: MiniMax 语音产品使用界面



数据来源: MiniMax 官网, 广发证券发展研究中心

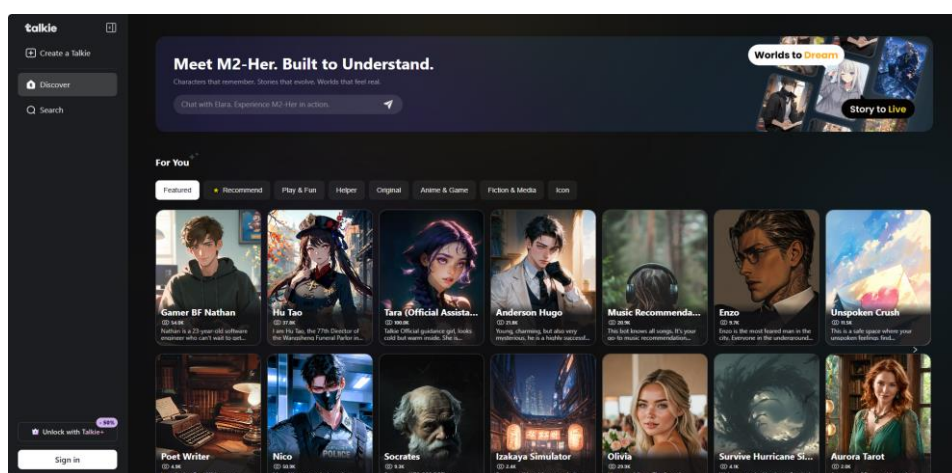
#### 4. Talkie / 星野：AI 原生全模态交互平台

Talkie（面向国际市场）与星野（面向中国本土市场）是公司旗下 AI 原生全模态交互平台，聚焦实时人机交互，支持用户与具备记忆、情绪及动态个性的虚拟场景和角色开展共创与互动。据灼识咨询数据，截至 2025 年 9 月 30 日，Talkie / 星野在全球大模型应用平均每日使用时间排名前五，用户日均使用时长超 70 分钟。

用户可通过上传参考图或输入文字描述定制智能体，自定义其外观、性格及语音风格，智能体可实现逼真对话、情绪表达与内容记忆，平台还支持多语言语音、自定义头像及“混搭”功能，用户可生成衍生智能体，累计智能体数量超千万，同时支持文本、语音多轮对话及半引导式叙事的脚本、主题故事模式；平台设有会话提醒机制，帮助用户区分 AI 与人类互动，还推出青少年模式，对未成年用户实施严格控制，夜间时段禁用且限制创作功能，兼顾合规与未成年人保护。

Talkie / 星野平台采用多元盈利模式，涵盖在线营销服务、订阅服务与应用内购买，用户可购买应用内积分兑换相关物品，包月会员订阅还能解锁更多回复重新生成次数、增强对话记忆、提升回复速度等增值服务。

图 5: Talkie 官网页面

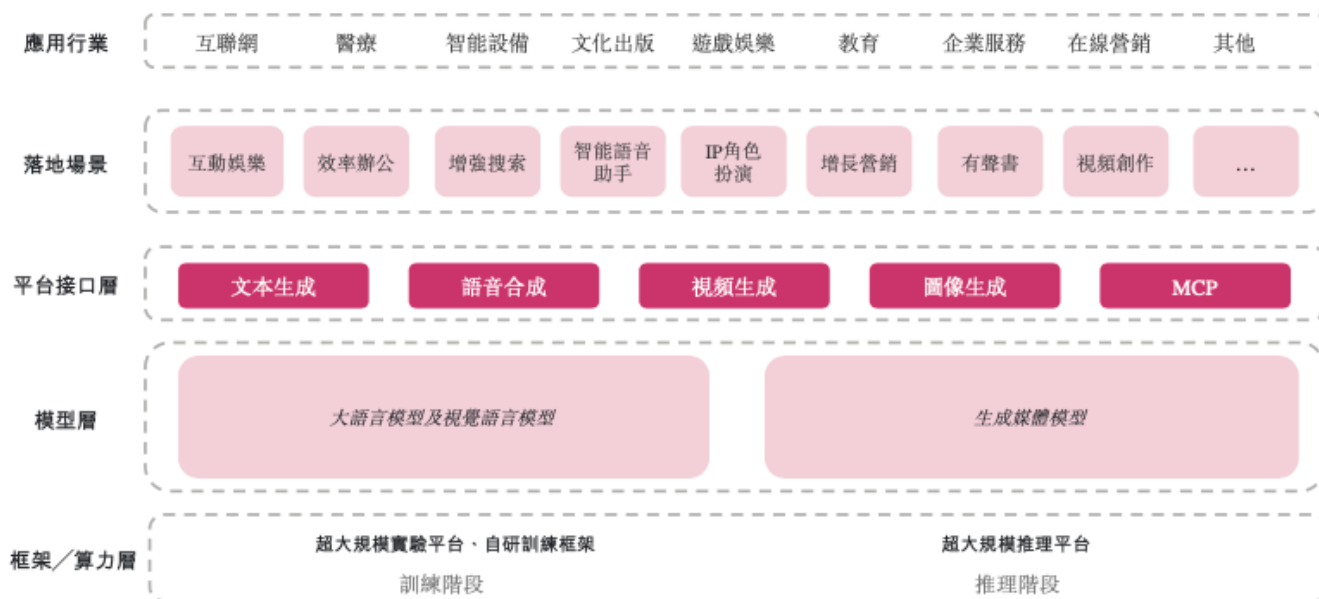


数据来源：talkie-ai.com，广发证券发展研究中心

#### 5. MiniMax 开放平台：为全球企业及开发者提供可扩展、可定制的 AI 服务平台

MiniMax 通过开放平台提供可扩展、可定制的 AI 服务，全球企业及开发者无需独立开发通用大模型，可通过公共 API 及云 SDK 接入其通用大模型套件，将文本、视频、音频等全模态模型能力集成至自有产品与服务，为智能设备、医疗健康、文旅、金融等多行业提供支持。根据公司招股书，截至 2025 年 9 月 30 日，MiniMax 开放平台已服务超过 100 个国家及地区的企业以及开发者，每日处理数十亿以上 token，成为全球最大的开放平台之一。

图 6: MiniMax 开放平台技术与业务架构



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**MiniMax 开放平台主要基于使用量计费，按 token（文本单位）、视频片段（视频单位）或字符（音频单位）对输入收费。**此外，为了进一步扩大开发者使用率，于 2025 年 11 月推出了编程套餐，允许个人开发者通过统一的 API 接口访问通用大模型能力。MiniMax 开放平台整体定价在模型体系中具备一定竞争力，灵活且梯度清晰的定价体系多维度地覆盖了企业及开发者的差异化使用需求，用户可以精细化按使用量付费。

以按量付费为例，MiniMax 开放平台提供文本、视频、语音、音乐、图像五大类模型能力，文本类核心模型均为输入 2.1 元 / 百万 tokens、输出 8.4 元 / 百万 tokens 的统一定价，视频类按分辨率和时长阶梯收费，语音类分 HD 和 Turbo 系列按万字符计费且音色相关服务统一定价 9.9 元 / 个，音乐和图像模型则分别按 1.0 元 / 首、0.025 元 / 张简单计费，能满足企业及开发者不同场景的灵活使用需求，适配轻量试用、按需调用等多样化使用方式。

表 3: MiniMax 开放平台按量计费详情

类型	名称	模型介绍	价格	同类模型价格
文本模型	MiniMax -M2.1	强大多语言编程能力，全面升级代码工程体验	输入 2.1 元/百万 tokens， 输出 8.4 元/百万 tokens	GLM-4.7: 输入 ≥ 2 元 / 百万 tokens，输出 ≥ 8 元 / 百万 tokens
	MiniMax -M2.1-lightning	与 M2.1 同等效果，速度大幅提升	输入 2.1 元/百万 tokens， 输出 16.8 元/百万 tokens	Doubao-Seed-1.8: 输入 ≥ 0.8 元 / 百万 tokens，输出 ≥ 2.0 元 / 百万 tokens Qwen3-Max: 输入 ≥ 2.5 元 / 百万 tokens，输出 ≥ 10 元 / 百万 tokens
	MiniMax -M2	专为高效编码与 Agent  workflow 而生	输入 2.1 元/百万 tokens， 输出 8.4 元/百万 tokens	DeepSeek-V3.2: 输入 2 元 / 百万 tokens，输出 3 元 / 百万 tokens
	M2-her	文本对话模型，专为角色扮演、多轮对话等场景设计	输入 2.1 元/百万 tokens， 输出 8.4 元/百万 tokens	Kimi K2 Thinking: 输入 4 元 / 百万 tokens，输出 16 元 / 百万 tokens

				Claude Opus 4.5: 输入 5 美金 / 百万 tokens, 输出 25 美金 / 百万 tokens
				GPT-5.2: 输入 1.75 美金 / 百万 tokens, 输出 14 美金 / 百万 tokens
				Gemini 3 Pro: 输入 ≥2 美金 / 百万 tokens, 输出 ≥12 美金 / 百万 tokens
				Grok 4.1: 输入 0.2 美金 / 百万 tokens, 输出 0.5 美金 / 百万 tokens
	MiniMax	全新视频生成模型, 肢体	1.35 元/视频 (768P 6s)	GLM-Image: 0.1 元 / 次 (0.014 美元 / 次)
	Hailuo	动作、面部表情、物理表	2.25 元/视频 (768P 10s)	
	2.3	现与指令遵循再度突破	2.31 元/视频 (1080P 6s)	Nano Banana Pro: 输入文字 2 美元 / 百万 Tokens、图片 0.0011 美元 / 百万 Tokens; 输出 1K/2K 图片 0.134 美元 / 张、4K 图片 0.24 美元 / 张
视频模型	MiniMax	全新图生视频模型, 物理	2.00 元/视频 (768P 6s)	Doubao-Seedance-1.5-pro: 8 元 / 百万 tokens (无声); 16 元 / 百万 tokens (有声)
	Hailuo	表现与指令遵循更佳, 更	4.00 元/视频 (768P 10s)	
	2.3 Fast	快更优惠	3.50 元/视频 (1080P 6s)	
语音模型	Speech-2.8-HD	新一代语音 HD 模型, 精准还原真实语气细节, 全面提升音色相似度	3.5 元/万字符 9.9 元/音色 (音色设计项目) 9.9 元/音色 (快速复刻项目)	Doubao: 8 元 / 万字符 (声音复刻)、 Doubao - 5 元 / 万字符 (语音合成)
	Speech-2.8-Turbo	新一代语音 Turbo 模型, 极速响应, 语气表达生动自然	2 元/万字符 9.9 元/音色 (音色设计项目) 9.9 元/音色 (快速复刻项目)	
	music-2.5	最新音乐生成模型, 全维度突破, 指挥细节, 定义真实	1.0 元/首	
	图像模型	image-01	图像生成模型, 画面表现细腻, 支持文生图、图生图	0.025 元/张
image-01-live		图像生成模型, 手绘、卡通等画风增强, 支持文生图并进行画风设置		

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

**公司推出 Coding Plan, 未来有望从开发者群体中获得增量收入。**该套餐于 2025 年 11 月上线, 是专为 AI 编码场景的分级订阅产品, 支持 Claude Code 等主流编程工具, 开发者可通过统一 API 便捷调用含 MiniMax M2 在内的通用大模型能力, 适配不同层级的编程开发需求。套餐共设 Starter、Plus、Max 三档, 原价分别为 29 元 / 月、49 元 / 月、119 元 / 月, 各档位按入门、专业、高级开发场景梯度配置用量, 且三档均享有 MiniMax M2.1 模型调用、主流编程工具支持及图像理解、联网搜索 MCP 等核心权益。

**表 4: MiniMax Coding Plan 订阅套餐详情**

	MiniMax Starter	MiniMax Plus	MiniMax Max
原价	29 元 / 月	49 元 / 月	119 元 / 月
首月优惠价	无	无	无
用量标准	40 prompts/5 小时	100 prompts/5 小时 (2.5 倍 Starter)	300 prompts/5 小时 (7.5 倍 Starter)
使用用户	入门级开发场景, 满足基础开发需求	专业开发场景, 满足复杂开发任务需求	高级开发场景, 满足大量编程辅助需求
核心权益	1. 支持最新 MiniMax M2.1; 2. 支持 Claude Code 等主流编程工具, 持续扩展; 3. 支持图像理解、联网搜索 MCP		

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

**MiniMax 开放平台同步推出语音与视频资源包套餐, 以预付费折扣订阅模式为高频用户提供更优成本选择, 套餐分级设计精准适配不同用量需求。语音资源包分 HD、Turbo 两大系列, 各设三档常规套餐及商务定制档, 常规套餐最高享 20% 折扣, 有效期 1 个月至 1 年不等, 核心用量 200 万至 2 亿字符阶梯提升, 还附赠对应数量快速克隆音色, 商务定制档可享无限 RPM/TPM 等专属权益; 视频资源包设四档常规套餐, 折扣 5%-20%, 有效期均为 1 个月, 积分总量 3680 至 25000 逐步增加, 各档位仅调整核心用量与 RPM 限制且均支持全模型调用, 整体形成梯度清晰、权益明确的预付费收费体系。**

**表 5: MiniMax 语音 & 视频资源包定价及权益详情表**

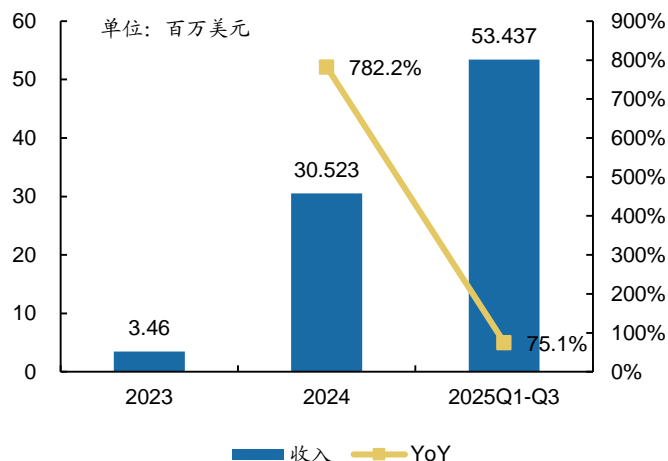
	HD 系列语音资源包	Turbo 系列语音资源包	视频资源包
折扣价	套餐一: ¥630	套餐一: ¥360	基础包: ¥7,000
	套餐二: ¥5,950	套餐二: ¥3,400	高级包: ¥15,000
	套餐三: ¥56,000	套餐三: ¥32,000	进阶包: ¥30,000
	商务定制: ——	商务定制: ——	企业包: ¥40,000
有效期	套餐一: 1 个月	套餐一: 1 个月	基础 / 高级 / 进阶 / 企业包: 均 1 个月
	套餐二: 3 个月	套餐二: 3 个月	
	套餐三: 1 年	套餐三: 1 年	
	商务定制: ——	商务定制: ——	
核心用量	套餐一: 200 万字符	套餐一: 200 万字符	基础包: 3680 积分
	套餐二: 2000 万字符	套餐二: 2000 万字符	高级包: 8330 积分
	套餐三: 2 亿字符	套餐三: 2 亿字符	进阶包: 17650 积分
	商务定制: ——	商务定制: ——	企业包: 25000 积分

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### (三) 财务分析: 收入高速增长, 净亏损率逐步收窄

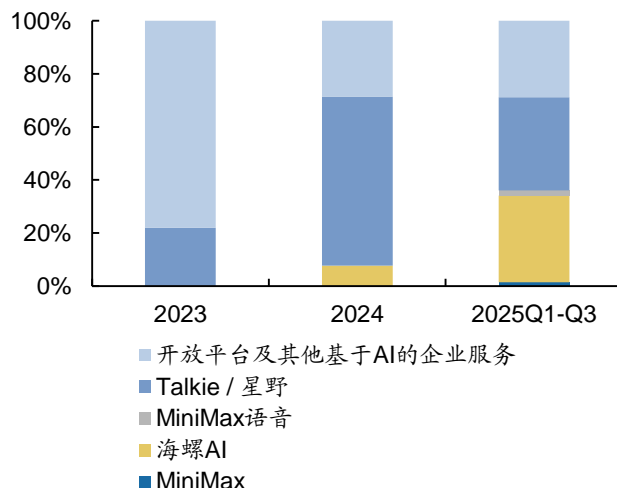
**公司营收持续攀升。**公司从 2023 年开始产生规模化收入, 营收从 2023 年的 346 万美金大幅提升至 2024 年的 3052 万美金, 2025Q1-Q3, 营收进一步增长至 5344 万美金, 同比+175%, 其中 AI 原生产产品为主和开放平台及其他基于 AI 的企业服务营收分别为 3802/1542 万美金, 同比+181%/+162%, 占比 71.1%/28.9%。

图 7: 公司营收及同比增速



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 8: 公司营收按业务拆分

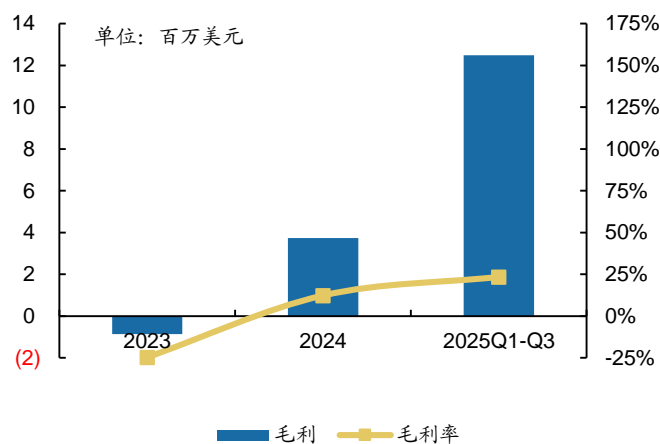


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

**公司毛利率持续改善。**公司毛利率受到模型智能水平、收入结构、定价策略以及推理成本效益等因素的影响, 2023 年, 公司处于商业化初期, 毛利呈现亏损状态; 2024 年, 公司的毛利转盈为 374 万元, 毛利率提升至 12%; 伴随着用户参与度及变现能力的改善以及新货币化功能的推出, 2025Q1-Q3, 公司的毛利进一步增至 1248 万元, 毛利率提升至 23%。

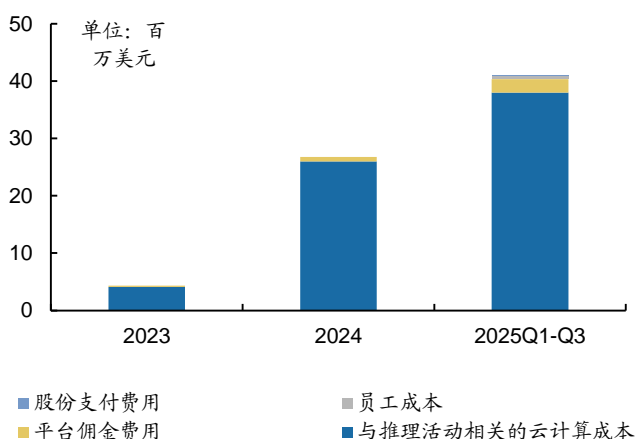
**公司销售成本主要为与推理活动相关的云计算服务费用以及平台佣金费用。**与推理相关的云计算服务成本指直接支持公司商业化产品及服务交付的实时算力及推理活动所产生的费用, 占总成本的 90% 以上; 而平台佣金费用指支付给第三方分销渠道的佣金费用, 伴随用户活跃度及企业使用量的提升, 该项费用相应会有所增加。

图 9: 公司毛利及毛利率



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 10: 公司成本结构拆分



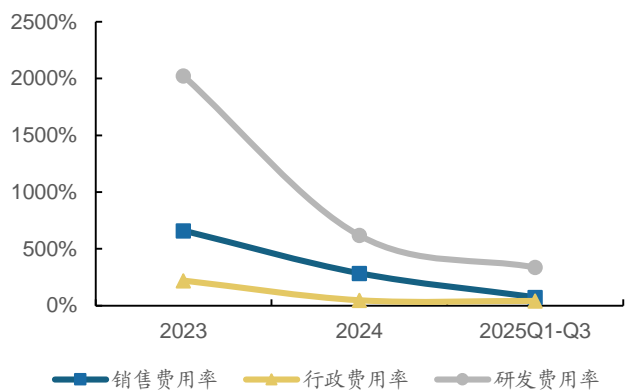
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

**公司费用率随营收规模扩大而持续降低。**从 2023 年到 2025Q1-Q3, 公司的研发费用率、销售费用率与管理费用率均呈持续下行, 其中研发费用率在 2024 年大幅下降; 反映出公司随着商业化落地和收入增长, 成本摊薄效应开始显现, 后续费用

率有望进一步改善。

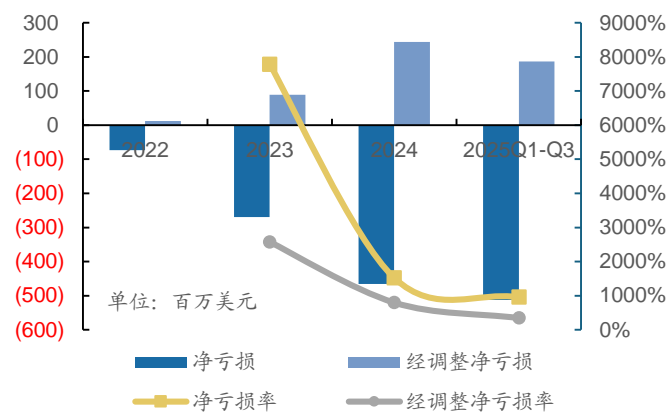
公司净亏损率有所收窄。从 2022 年到 2025Q1-Q3, 尽管公司净亏损逐年扩大, 但净亏损率有明显的收窄趋势; 预计后续伴随大模型智能化水平的提高和 AI 原生产品变现能力的增强, 公司有望改善净利润承压的状态并迎来盈亏拐点。

图 11: 公司费用率



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司净亏损



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

## 二、行业分析：大模型技术进步快，空间广，格局未定

### （一）技术：大模型厂商保持高频迭代，模型能力逐步提升

AI 技术正经历从传统判别式 AI 到大语言模型的重要转变。传统判别式 AI 侧重于识别和判断任务，其本质是通过学习输入与标签输出之间的映射关系，帮助机器做出准确判断。大语言模型则是非常庞大的深度学习模型，其在海量数据上进行预训练，并基于拥有数十亿到数千亿参数的神经网络构建，这使得其能够理解及生成自然语言以及其他类型的内容，以执行广泛的业务。因此，其能够处理传统判别式 AI 方法难以应对的任务。

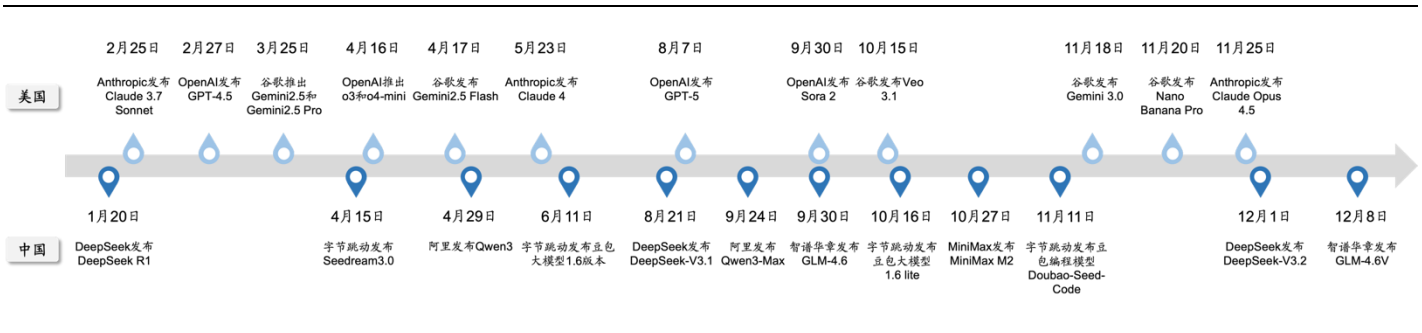
表 6: 大语言模型与判别式 AI 主要区别

区别	大语言模型	判别式 AI
主要功能	能够执行包括文本生成、图像生成、语音生成及代码生成在内的多种生成任务，同时也能够处理内容总结、翻译及风格转换。核心在于对上下文的理解输出符合语音逻辑的新内容。可根据外部环境的变化和设定目标自主行动。	侧重于将输入数据归入预设的类别，或基于标注数据进行预测。强调模型对已有知识的识别与归纳能力。主要用于图像识别、语音交互及智能推荐等任务
应用案例	文本、图像、音频、视频、代码等生成工具以及 AI Agent	人脸识别、语音识别及媒体内容推荐
算力	需要高性能的 GPU 或专用 AI 芯片，并需要优化硬件架构以支持大规模训练和推理。尤其是在训练阶段，需要大规模分布式计算机群。	通常参数量较小，可以使用通用 CPU 或 GPU 进行训练和推理。通常不需要大规模分布式计算机群。
算法	主要基于拥有数十亿或更多参数量的变换器架构以及强化学习技能	通常应逻辑回归、支持向量机、决策树、随机森林以及较小的神经网络等技术。
通用 2B 服务	主要依靠大规模非结构化数据（尤其预训练阶段），对标注数据依赖较低（主要在后期微调阶段）	高度依赖结构化、高质量的标注数据

数据来源：智谱招股书，广发证券发展研究中心

2025年，中美主要大模型厂商依旧维持高频迭代节奏，全年几乎以“月级”密度发布重要版本，而模型能力的升级依旧主要来自更大规模、更长上下文、更强推理能力的持续堆叠，模型规模化带来的性能增长依旧显著。无论是 OpenAI、Anthropic、Google 等海外厂商，还是 DeepSeek、Qwen、智谱、MiniMax 等国产厂商，均在以密集节奏发布新模型，综合能力、推理性能、多模态与工具链能力持续刷新，反映出大模型行业仍处于高速演进阶段，模型迭代并未进入放缓期。

图 13: 2025年国内外大模型发布梳理

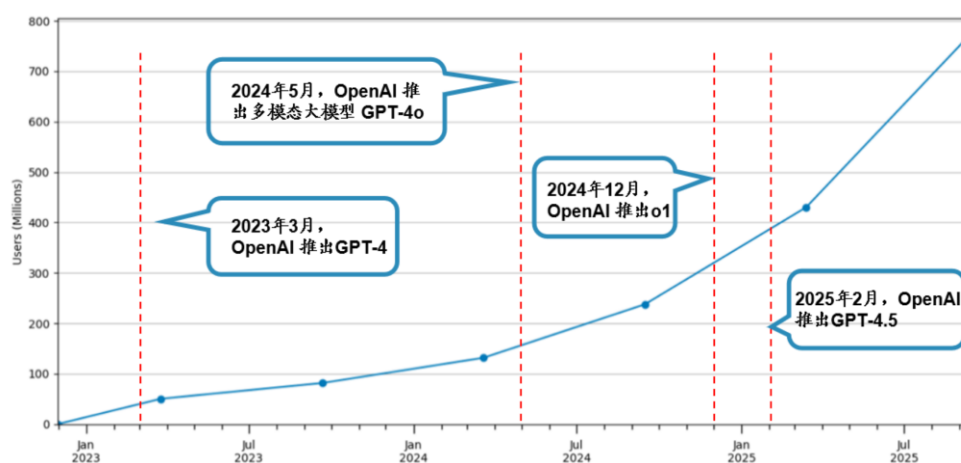


数据来源：各公司官网、广发证券发展研究中心

## （二）空间：技术进步&成本下降驱动空间快速增长

技术进步趋势下，每一代模型能力的进步，都能解锁新的应用空间。GPT-3 使娱乐闲聊类应用率先实现了产品市场匹配；GPT-3.5 让聊天机器人产品达到了可用水平；GPT-4 解锁了金融、法律等更多专业工作场景；Sora 使视频生成产品达到了商用质量要求；多模态的 GPT-4o 显著拉动了 ChatGPT 用户增长曲线的攀升；Claude 3.5 Sonnet 代码能力的提升推动了 Claude Code、Cursor、Windsurf 等产品实现市场匹配；OpenAI o1 的推理能力与 Claude 3.7 Sonnet 的工具调用能力，则催生了 AI 智能体产品的爆发式增长。技术始终是底层浪潮的最大驱动力，每一代领先的新模型发布都会催生新的应用场景，解锁新的应用空间。

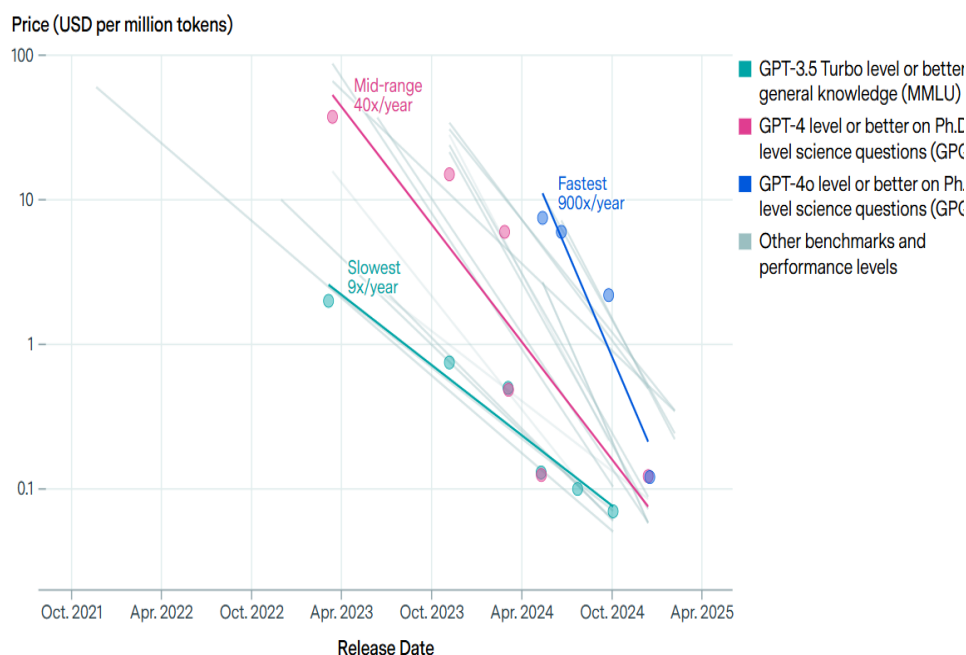
图 14: ChatGPT 全球周活用户数与模型发布时间



数据来源：OpenAI 官网，广发证券发展研究中心

**成本下降是另一大驱动大模型市场空间扩展的因素。**在GPT-4 发布之初，尽管模型能力已满足许多行业场景的需求，但由于成本高昂、ROI为负，企业客户往往难以实际投入并落地使用。然而，大模型的推理成本正在稳步下降——以 GPT-4 为例，其每 token 成本相较于发布之初已降低约 99%，由此越来越多行业的中后台、高用量场景正随之被逐步解锁。这种成本下降趋势在业内持续显现，受到架构创新、推理效率与工程优化、以及算力本身成本下降等多重因素的共同推动，预计每年都将保持一定的可预期降幅。推理成本的降低，不仅拓宽了具备经济可行性的应用场景范围，降低了使用门槛，同时也释放出新的市场机遇。这一趋势推动了推理量的增长，促使大模型产品与解决方案得以更广泛地部署，帮助客户实现可盈利的规模化应用，从而加速整体市场的扩张。

图 15: 大语言模型推理成本分场景下降趋势

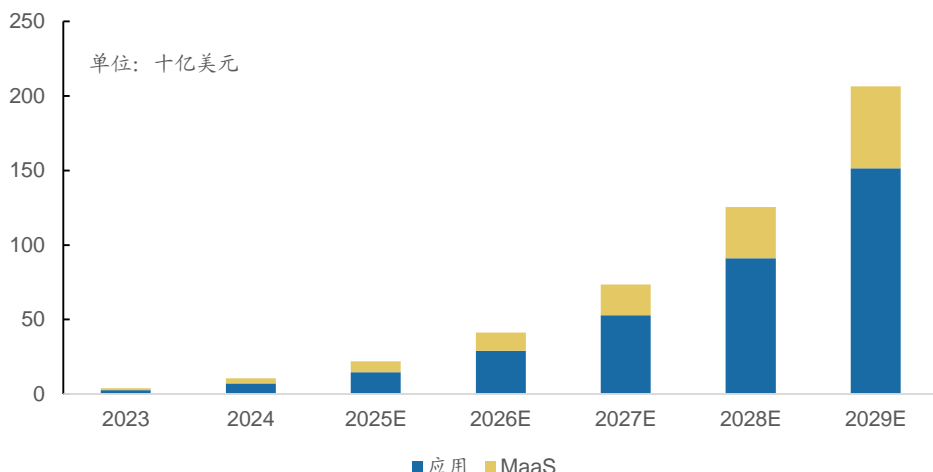


数据来源: EPOCH AI, 广发证券发展研究中心

全球大模型市场的收入模式分为基于模型的收入和基于部署的收入。其中基于模型的收入则可分为：①面向终端用户的多样化应用（如 AI chatbots、社交娱乐类 AI 产品、视频生成和音频生成产品），主要通过订阅向消费者和企业提供；② MaaS，指通过云端 API 和 license 授权提供大模型功能，使开发者和企业能按使用量获取并整合模型功能至自有产品或系统。而基于部署的收入来自解决方案的私有化部署，与基于部署的模式相比，基于模型模式的产品可以让用户在享受到大模型产品更新迭代的性能优化的同时，无须承担版本迁移成本，并且满足用户根据自身需求调整模型调用需求。

**模型效果提升与成本下降驱动大模型市场规模快速增长。**据灼识咨询数据，全球大模型市场仍处于商业化落地的早期的阶段。随着技术的不断成熟和成本下降趋势下用户付费意愿的逐步提升，以基于模型的收入口径计，全球大模型市场将由 2024 年的 107 亿美金快速增长至 2029 年的 2065 亿美金，CAGR 达 80.7%。其中大模型应用市场规模预计由 71 亿美金增至 1515 亿美金，CAGR 达 84.3%；大模型 MaaS 市场规模预计由 36 亿美金增至 550 亿美金，CAGR 达 72.7%。

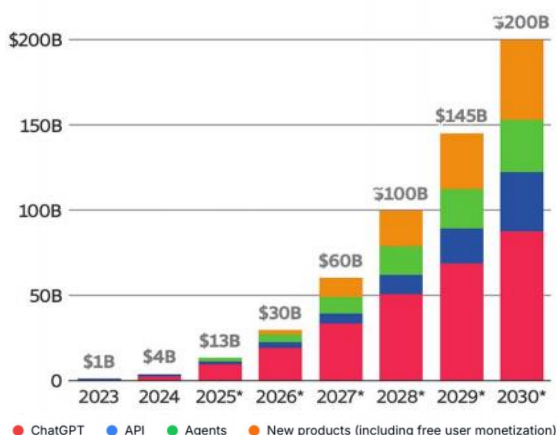
图 16: 全球大模型市场规模 (基于模型收入口径)



数据来源: 灼识咨询, 广发证券发展研究中心

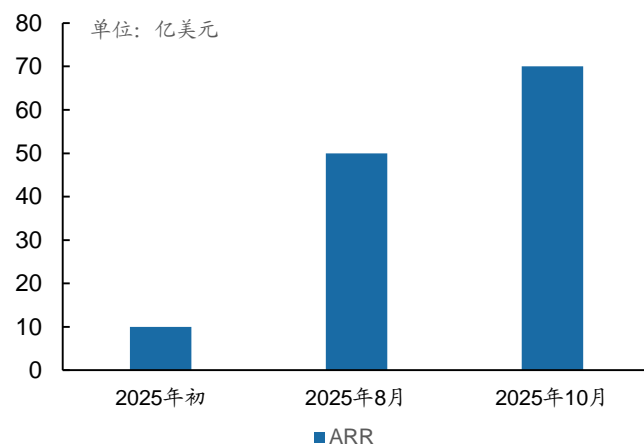
**OpenAI、Anthropic等模型厂商已逐步实现商业化落地。**根据 Altman 在 X 平台上的发文, 预计 OpenAI 2025 年年化收入将突破 200 亿美元, 并在 2030 年增长至数千亿美元规模。据 The Information 报道, OpenAI 预计其营收将从2025年的约130亿美元上升至 2030 年的千亿美元规模, 其中核心产品 ChatGPT 和 API 将继续构成主要收入来源。而 Anthropic 2025 年年化收入已接近70亿美元。在营收构成上, API及相关企业业务仍是核心支柱, 主要由于企业客户具备更高的粘性与续约意愿, 流失率显著低于个人用户, 并有进一步增加支出的趋势。

图 17: OpenAI 营收结构预测



数据来源: Information reporting, 广发证券发展研究中心

图 18: Anthropic 年化收入



数据来源: Anthropic 官网, 广发证券发展研究中心

### (三) 格局: 海外厂商领先, 国产模型逐步追赶

大模型公司可分为大模型技术公司 (Pureplay+Non-Pureplay) 和大模型应用公司, 其中大模型技术公司指自研大模型的企业, 大模型应用公司指基于大模型开发行业

或场景化应用及解决方案，但不自研或维护大模型的公司。而大模型技术公司可进一步分为两类：Pureplay（主营业务聚焦于大模型）和 Non-Pureplay（在原有业务基础上切入大模型的公司，如大型互联网平台、云计算服务商）。Pureplay 发展模式，核心资源、技术积累与商业模式均围绕大模型本身展开，通过高度专注和资源投入驱动快速创新。相比之下，Non-Pureplay 公司可能具备更强的资本获取能力以及算力资源，并将大模型技术整合到公司内其他业务单元或部门的产品服务中，更容易实现新技术验证与商业化。

**MiniMax 属于典型的 Pureplay 大模型技术公司。**根据灼识咨询，全球大模型技术公司大部分为具备广泛资源的大型公司，主要产品类型集中于生产力与通用 2B 服务，少数公司专注于视觉生成和音频生成业务。按 2024 年全球基于模型收入计，MiniMax 是全球第十大、国内第二大的大模型技术公司，同时也是全球第四大 Pureplay 大模型技术公司，全球市占率为 0.3%。

**表 7: 全球大模型技术公司排名与技术优势**

公司	排名	主要产品类型	主要变现方式	市占率
公司 A	1	生产力、视觉生成	订阅、API 调用	30.1%
公司 B	2	生产力、通用 2B 服务	订阅、API 调用	16.9%
公司 C	3	生产力、通用 2B 服务	订阅、API 调用	8.2%
公司 D	4	生产力	订阅	4.7%
公司 E	5	视觉生成	订阅	2.8%
公司 F	6	通用 2B 服务	API 调用	1.8%
公司 G	7	通用 2B 服务	API 调用	0.7%
公司 H	8	通用 2B 服务	订阅、API 调用	0.5%
公司 I	9	生产力、通用 2B 服务	订阅、API 调用	0.3%
<b>MiniMax</b>	<b>10</b>	<b>娱乐、视觉生成、生产力</b>	<b>订阅、在线营销服务、应用内购买、API 调用</b>	<b>0.3%</b>
公司 J	11	音频生成	订阅、API 调用	0.3%
公司 K	12	生产力、通用 2B 服务	订阅、API 调用	0.3%
公司 L	13	视觉生成	订阅、API 调用	0.3%
公司 M	14	视觉生成	订阅、API 调用	0.3%
公司 N	15	生产力、通用 2B 服务	订阅、API 调用	0.3%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

目前大模型应用的主要赛道包括生产力、娱乐、视觉生成、音频生成和通用 2B 服务。由于大模型技术的通用性特征，这些赛道市场都实现了基于一套高度可扩展的模型来撬动下游规模化与个性化并存的多元需求场景，从大型行业客户到中小创作者全覆盖，从而实现模型 ROI+ 转正。

**表 8: 大模型应用市场赛道细分情况**

赛道类型	发展情况	应用场景
生产力	规模庞大、下游场景广阔，用户多数同时使用多个模型。该赛道经历了从 2023 年 chatbot 到 2025 年 agent 的代际升级，整体趋势正从代码补全转向更高级的变成能力，并使未来通过简单聊天界面生成个性化软件存在可能，在降低专业产品开发门槛的同时激活零基础用户	信息搜索、写作、代码开发、教育、办公行政、学术研究、商业分析等
娱乐	除生产力外第二大赛道，全球千万年轻用户在其中创建自己的个性化 AI agent 并与之对话互动。随着社会生产力发展和人类物质需求逐渐得到满足，AI 娱乐类产品将深入触及用户的情绪与心理需求，释放长期市场潜力	互动、陪伴和广泛的日常问答等
视觉生成	图像生成是率先实现商业化的赛道，当前 AI 生成图像已实现广泛传播，其从创作工具向消费级内容演进。视频生成式 2024 年快速增长的赛道，极大降低视频制作门槛。	平面设计、影视、广告、电商短视频、短剧等
音频生成	大量 AI agent 应用和智能终端由语音赋能，随着人类和 AI 交互次数指数级增长，语音市场蕴含巨大增量空间有待解锁	招聘、金融、医疗等场景销售和客服以及有声书、教育、配音、游戏等
通用 2B 服务	以开放平台形式将模型能力以 API 形式提供给开发者和企业客户，助理行业 AI 应用生态繁荣。随着 Agentic 模型越来越能交付优质结果、推理成本持续快速下降，大模型技术将成为生产力新常态，持续释放产业价值。	各行业开发者和企业

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

在行业内，要保持不同赛道里产品的长期自然增长，必须保证底层模型的智能持续提升。长期头部玩家需要有可端到端的底层自研模型，且模型水平处于第一梯队，当技术突破带来更佳用户体验时，用户就会自然迁移。

在 2C 端，各厂家依靠底层模型支持，在生产力、娱乐、视觉生成和音频生成端推出个性化产品。其中具体玩家包括：

- (1) 生产力赛道主要以 Chatbot 和 Agent 作为载体，参与玩家包括 OpenAI 及 Anthropic 等，最终目标是让 Agent 能独立处理复杂任务。在代码应用层面典型产品包括 Claude Code、Cursor 和 Windsurf 等专业代码编辑器，以及 Lovable 和 Bolt.new 等为一般使用者设计的 vibe coding 工具。
- (2) 娱乐赛道头部产品以 Character AI、Talkie/星野为代表，通过优化模型能力提升用户体验，通过丰富的多模态创作工具激发用户想象力创作，从而做到高用户时长、用户粘性与深度互动体验。
- (3) 视觉生成赛道可分为图像生成与视频生成。图像生成赛道代表产品包括 Midjourney、Flux 以及 Nano Banana 等，在图像质量、图片编辑可控性风格、多样性上不断提升。视频生成赛道产品包括 Sora、Veo、Hailuo AI、可灵等，核心竞争力是保持模型研究与开发能力和成本效率，以及产品层快速迭代的创作 workflow 功能、创作者生态等。
- (4) 音频生成头部玩家包含 OpenAI、MiniMax、ElevenLabs 等公司，核心竞争力为极致拟真的高质量模型效果以及低成本和低延迟。

在通用 2B 服务端，各大模型公司普遍以开放平台形式开放 API、提供行业解决方案以及私有化部署等提供模型及配套工具和人力服务。目前 OpenAI 与 Anthropic 的模型 API 调用量大幅领先，根据 OpenAI 披露的企业使用统计，目前全球已有超

过 100 万家企业客户直接使用 OpenAI 服务,其中近 200 家企业的调用量已突破 1 万亿 tokens, 显示大型企业客户的深度集成与高频调用。

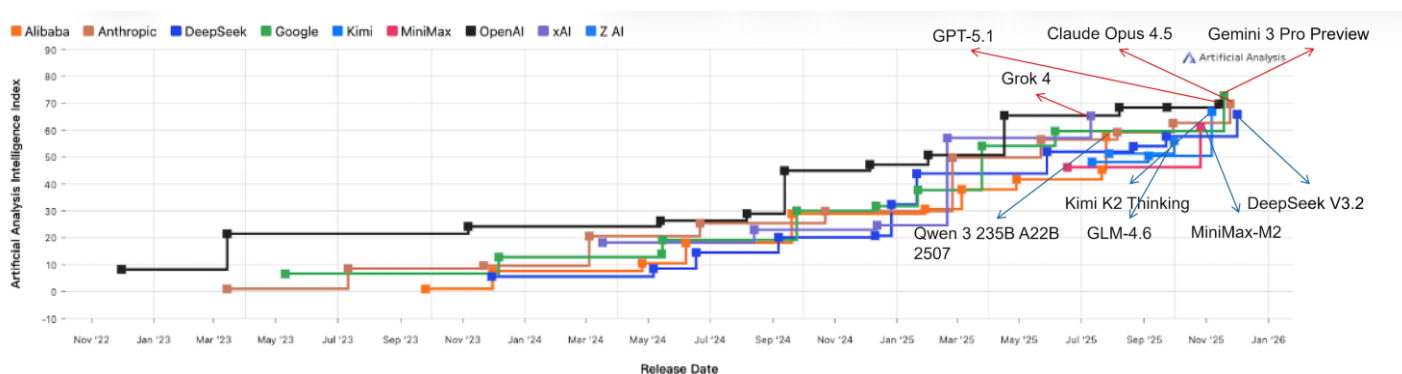
图 19: 大模型应用市场格局



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

从模型效果来看,国内模型与海外领先模型之间虽存在差距,但已从过去的“大幅落后”变成“快速追赶”。国内最新的DeepSeek、Qwen、GLM等旗舰模型在多项基准上已逼近甚至在个别任务上超过海外领先梯队模型,但整体看,当前国内主流模型的综合能力大致滞后海外头部模型一个技术迭代周期,即约1-2个季度。过去需要一年以上才能补齐的性能差,如今缩短到半年左右,反映出在高研发驱动下,国产模型在加速追赶。

图 20: Artificial Analysis Intelligence Index 趋势

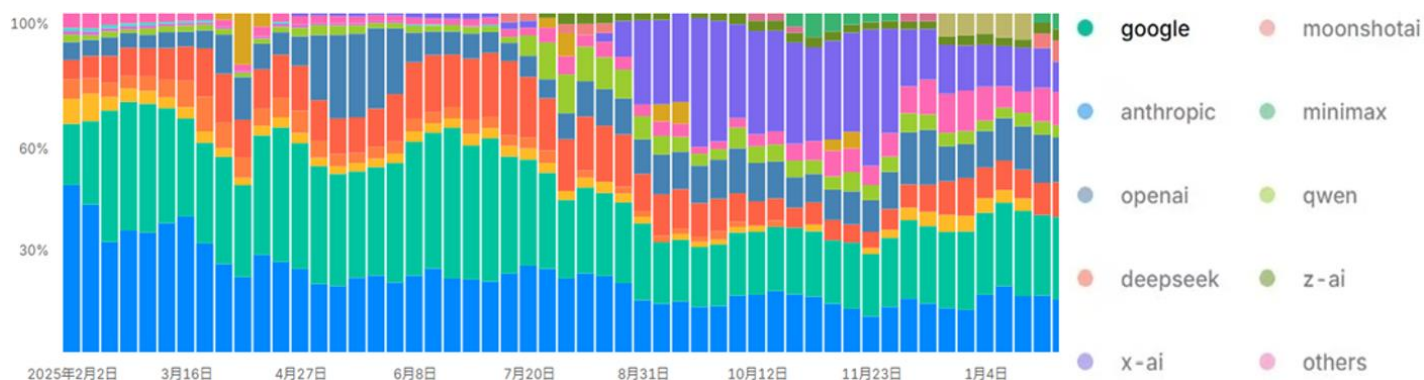


数据来源: Artificial Analysis, 广发证券发展研究中心

从模型调用量趋势来看,以第三方平台 Openrouter 的调用数据为例,2025 年以来,国产模型的调用占比呈持续上升态势。除了 Deepseek、Qwen 等头部国产模型外,

智谱（GLM4.5/4.6）、MiniMax（M2）等旗舰模型版本上线后也开始争得明显流量份额。我们判断，随着国产模型在能力与性价比上的双重提升，越来越多企业的模型调用正从OpenAI、Anthropic、Google等海外模型向国产模型加速迁移。

图 21: Openrouter口径大模型调用量



数据来源: Openrouter、广发证券发展研究中心

### 三、公司看点

#### （一）模型：打造全模态的大模型组合，为产品奠基

公司持续投入研发，不断迭代升级大模型能力以及开发新模型，目前已形成了以 M2、Hailuo-02、Speech-02 等为核心的全模态大模型组合，包括大语言模型、视频生成模型、语音生成模型、音乐生成模型与图像生成模型等。

表 9: MiniMax 核心模型矩阵

类别	最新核心模型	发布日期	描述	产品亮点
	MiniMax M1	2025 年 6 月	基于 MoE 架构的推理模型	软件工程能力佳、擅长长上下文理解、Agent 应用能力强
文本	MiniMax M2	2025 年 10 月	基于 MoE 架构的推理模型	认知和推理能力强、编程能力先进、Agent 应用能力强、效率和成本优势
	MiniMax M2.1	2025 年 12 月	基于 MoE 架构的推理模型	大幅提升多语言编程，重点聚焦于更多编程语言和办公场景的可用性
视频	Hailuo 2.3	2025 年 10 月	视频生成	更广泛的艺术和风格化能力、精细的面部和表情建模、成本性能表现佳
音频	Speech 2.6	2025 年 10 月	多语言语音生成	更自然和富有表现力的语音、延迟水平低、支持专业级音频格式

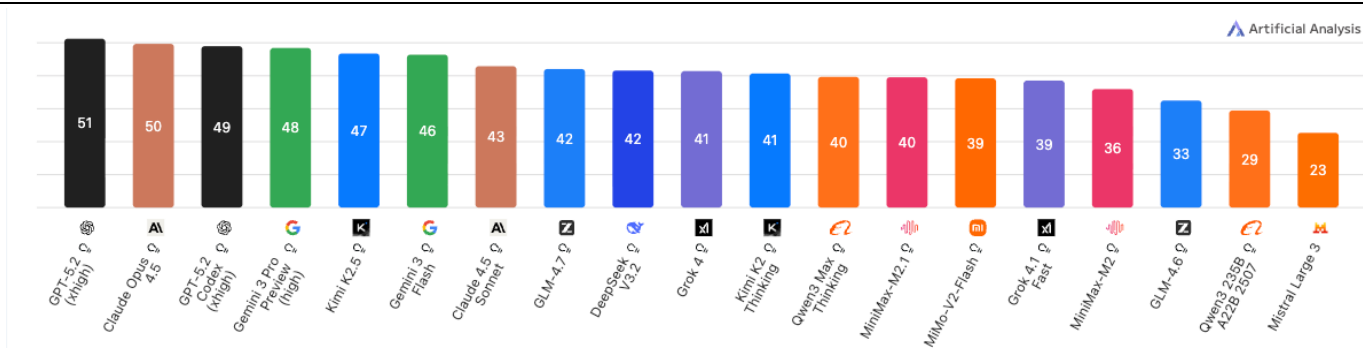
数据来源：公司官网，公司招股书，广发证券发展研究中心

#### 1. 大语言模型： MiniMax M 系列

**MiniMax M系列由 MiniMax M1 和 MiniMaxM2 组成，是公司的大语言模型旗舰产品线。**MiniMax M1 于 2025 年 6 月推出，是一款开源的大规模混合注意力推理模型。其采用混合 MoE 架构，结合闪电注意力机制，能够处理长达一百万个 tokens 的上下文窗口，为开发更强大的 AI agent 提供支持。MiniMax M2 是公司 2025 年 10 月推出的大语言模型，专为代码和 Agent 任务实现卓越性能而研发。该模型采用精心构建的、高数据利用率的 MoE 架构与激活参数设计，在模型智能水平、响应速度及成本效益等方面均保持了优秀表现。

2025 年 12 月，公司升级发布 MiniMax M2.1。M2.1 聚焦真实世界复杂任务，系统性提升了多编程语言及移动、Web/App 开发能力，又升级了复合指令执行能力以适配办公场景；同时具备回复简洁高效、Token 消耗更低的优势，在各类工具与 Agent 框架中泛化表现稳定。根据 Artificial Analysis 的主流大模型智能水平评测数据，MiniMax M2.1和 MiniMax M2 位于全球前列。

图 22: 主流大模型智能水平评测结果



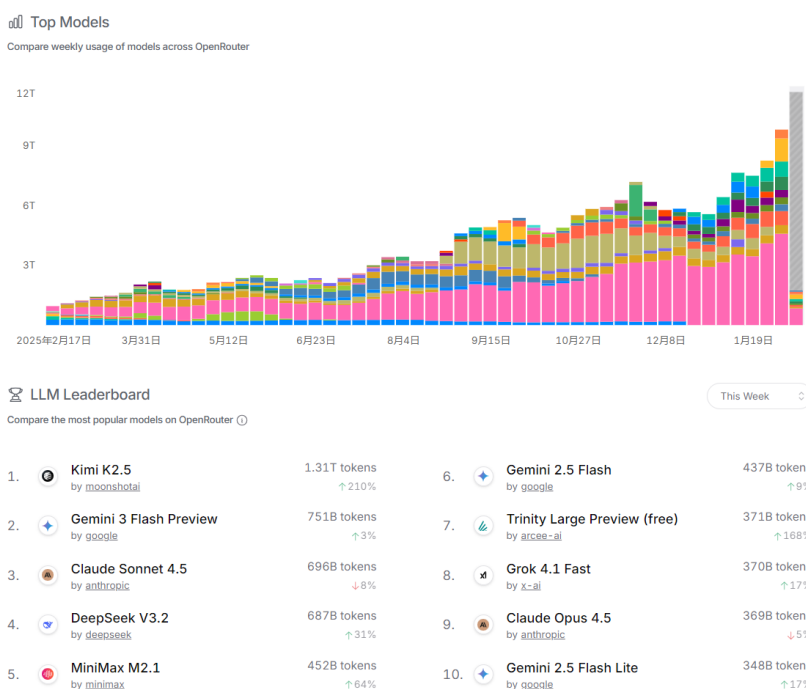
数据来源: Artificial Analysis, 广发证券发展研究中心

备注: 数据截至 2026 年 2 月 4 日

从 OpenRouter 调用数据来看, 2025 年 10 月中下旬, MiniMax 模型调用量快速攀升, 并于 11 月 11 日前后达到阶段峰值, 单日 token 消耗突破 50B, 成为当期 OpenRouter 平台上调用规模最高的中国模型之一; 随后伴随试用流量退潮及平台模型竞争加剧, 整体调用量回落并在 11 月中旬至 12 月中旬区间内维持相对稳定。自 2026 年 1 月 5 日起 MiniMax M2.1 调用量持续超过 M2, 成为当前系列中调用量最高的主力模型, 反映出其新版本在性价比上具备相对优势, 已逐步承接真实开发者需求。整体看, MiniMax 的调用表现由短期测试驱动向稳定生产使用过渡, 模型产品力和版本迭代能力得到初步验证。

我们判断, MiniMax M系列模型在 OpenRouter 等第三方平台上的调用量反映了其性价比优势以及在全球模型生态中的中高端位置, 并为后续商业化变现奠定了基础。

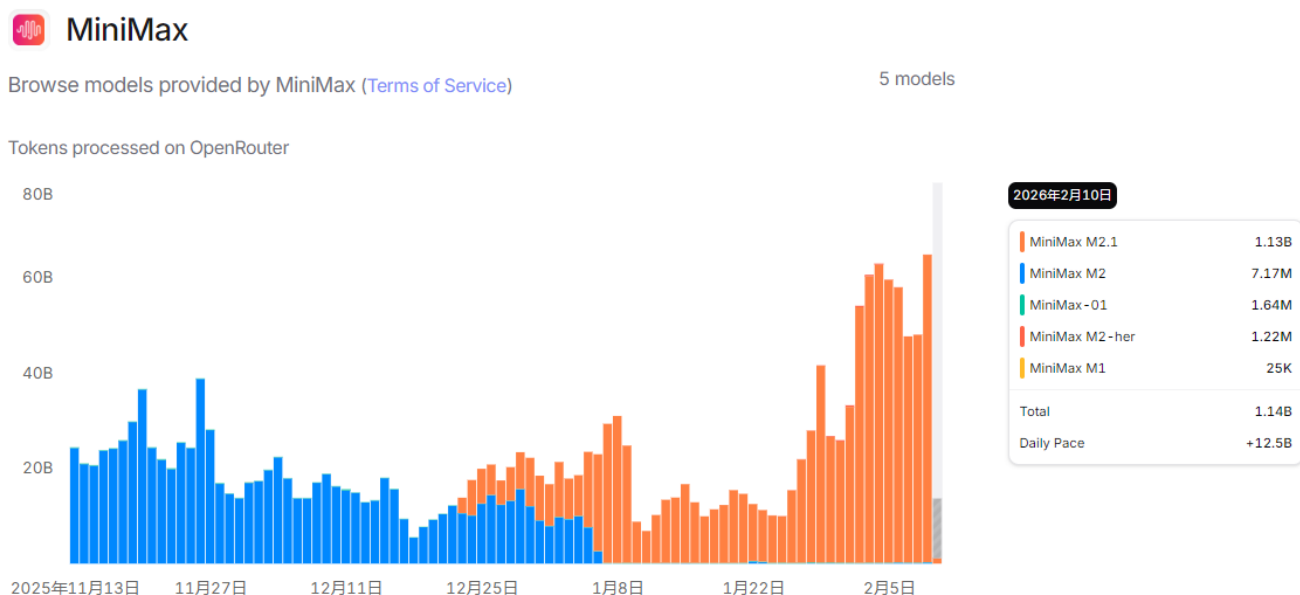
图 23: 全球语言模型调用量排行榜



数据来源: OpenRouter, 广发证券发展研究中心

备注: 数据截至 2026 年 2 月 10 日

图 24: MiniMax Openrouter 网站的日调用量变化



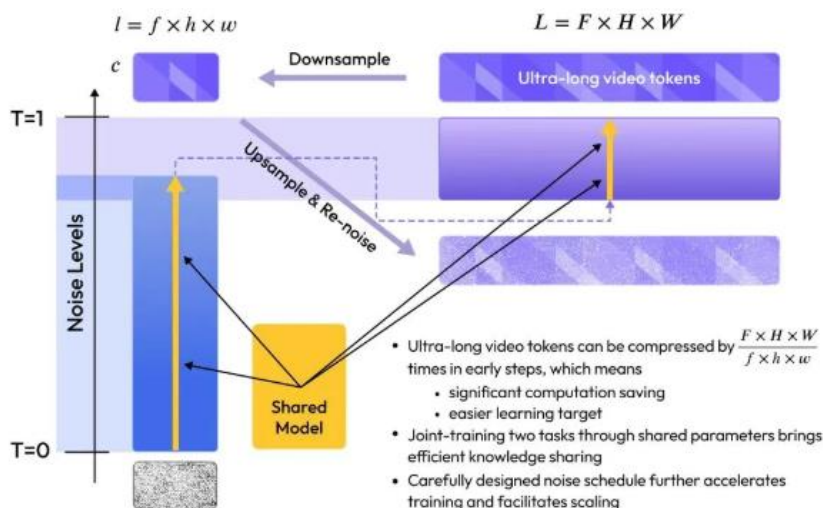
数据来源: OpenRouter, 广发证券发展研究中心

备注: 数据截至 2026 年 2 月 10 日

## 2. 视频生成模型: Hailuo 系列

公司先后于 2024 年 8 月和 2025 年 6 月推出 Hailuo-01 与 Hailuo-02 两款视频生成模型。Hailuo-02 具备从多种模态输入生成高质量视频内容的能力, 在视频质量、指令遵循、动态流畅度及风格多样性等方面均达到行业领先水平, 可输出接近电影级水准的视频内容; 同时基于友好的产品界面与精细化的美学优化能力, 能将文本或图像等简单指令转化为表现力突出的动态视频, 广泛适用于内容创作与广告投放等场景, 因此模型发布后迅速实现规模化商业应用, 并在多个国际评测榜单中取得具备竞争力的成绩。

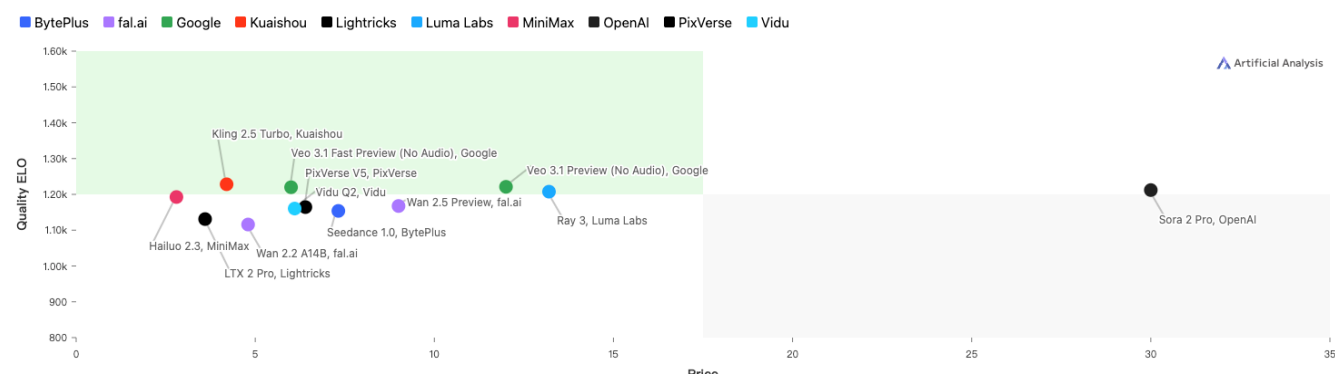
图 25: Hailuo 02 的 NCR 架构



数据来源: MiniMax 官方公众号, 广发证券发展研究中心

2025 年 10 月，公司在 Hailuo 02 模型基础上推出 Hailuo 2.3，进一步强化模型的动态表现力，使生成画面在真实感与稳定性方面有所提升。相较前代版本，Hailuo 2.3 在肢体动作呈现、风格化表达及人物微表情等关键维度实现优化，并对复杂运动指令的响应能力进一步增强。在综合性能与成本维度的对比中，Hailuo 2.3 在视频生成领域呈现出高性价比特征，根据 Artificial Analysis 视频测评榜单，Hailuo 2.3 的视频质量已处于全球前列水平，而其每分钟视频生成价格为 2.8 美元，明显低于榜单第一名模型的 4.2 美元。综合来看，Hailuo 2.3 在接近头部模型视频品质的同时有效控制了使用成本，具备较强的实用性与经济性优势。

图 26: 全球视频模型质量与价格对比



数据来源: Artificial Analysis, 广发证券发展研究中心

备注: 截至 2026 年 2 月 4 日

### 3. 语音生成模型: Speech 系列

公司分别于 2023 年 11 月和 2025 年 4 月推出 Speech-01 和 Speech-02 两款语音模型。其中 2025 年 4 月发布的文生语音模型 Speech-02 是市场 TTS 解决方案，其高保真版本 Speech-02-HD 在相关测评中表现突出。该模型可提取参考音频音色，支持 40 多种语言及语音细节微调，声音克隆应用覆盖国内近半数有声书、多款玩具，海外 AI 客服场景日均合成语音时长近 100 万小时且持续增长。

2025 年 10 月推出的 MiniMax Speech 2.6 在 Speech-02 基础上完成多维度升级，全面突破 Voice Agent 场景，兼具超低延时、专业格式无障碍、更高自然度三大核心优势。该模型满足实时对话等高速响应需求；支持网址、邮箱等非标准文本直接转换，无需繁琐预处理；提升音韵自然度的同时新增 Fluent LoRA 功能，可复刻带口音录音音色并生成流利语音；目前已成为全球语音智能领域核心基础设施，支撑 LiveKit、Pipecat 等平台及 Haivivi Bubble Pal 等智能硬件的自然语音交互。

截至 2026 年 2 月 4 日，在 Artificial Analysis 音频测评榜单中，Speech 2.6 HD 与 Speech-02-Turbo 系列模型均稳居全球前列，反映了其在音频生成质量上的头部地位；价格层面，Speech 2.6 HD 版本定价为 ElevenLabs Multilingual v2 的二分之一，在保持同等头部质量梯队水平的前提下，为用户提供了更具经济性的选择。

图 27: 全球音频模型排行榜

Rank	Creator	Model	ELO	95% CI	Samples	Released	API Pricing <sup>1</sup>
1	Inworld	Inworld TTS 1 Max	1,161	-15/15	2,122	Jun 2025	\$10.0 /1M chars
2	Inworld	Inworld TTS 1.5 Max	1,115	-20/20	1,223	Jan 2026	\$10.0 /1M chars
3	OpenAI	TTS-1	1,111	-8/8	6,881	Nov 2023	\$15.0 /1M chars
4	MiniMax	Speech 2.6 HD	1,108	-12/12	3,284	Oct 2025	\$100.0 /1M chars
5	MiniMax	Speech-02-Turbo	1,107	-12/12	3,560	Mar 2025	\$60.0 /1M chars
6	ElevenLabs	Multilingual v2	1,106	-7/7	10,177	Aug 2023	\$206.0 /1M chars
7	MiniMax	Speech-02-HD	1,106	-11/11	3,707	Mar 2025	\$100.0 /1M chars
8	MiniMax	Speech 2.6 Turbo	1,103	-11/11	3,417	Oct 2025	\$60.0 /1M chars
9	ElevenLabs	ElevenLabs v3 - Alpha	1,098	-10/10	3,809	Sept 2025	\$206.0 /1M chars
10	ElevenLabs	Turbo v2.5	1,096	-7/7	9,188	Jul 2024	\$103.0 /1M chars

数据来源: Artificial Analysis, 广发证券发展研究中心

备注: 数据截至 2026 年 2 月 4 日

各大模型厂商对关键底层技术架构的设计将决定公司技术定位以及各模态领域的领先程度, MiniMax 则选择了一条较为差异化的模型路线:

### (1) 从单模态突破到全模态融合

从模型层面看, MiniMax 的核心竞争力并不来自某一项单点技术, 而是源于其较早确立并持续执行的全模态技术路线。作为最早全面布局大模型研发的公司之一, 公司创业初期, 全模态整合技术路线尚未明确, 因此并未急于做统一模型, 而是选择先在语言、视觉、音频等单一模态上分别打磨底层模型能力, 随着各模态在数据、模型和应用层逐步成熟, 再推进融合。这一路径虽然在早期资源分散、见效较慢, 但也使公司在当前阶段已具备多模态统一所需的技术基础和工程经验, 而这一能力在全球范围内仅少数头部厂商具备可行性。

这一技术路线背后, 本质上源于 MiniMax 对 AGI 形态的长期判断。与多数创业公司优先围绕语言模型这一最大市场展开不同, MiniMax 更早认识到语言、视觉、音频等能力最终将走向融合, 因此在商业化尚未完全清晰的情况下即启动全模态布局。尽管不同模态市场规模差异明显, 商业化节奏亦有先后, 但公司更强调先构建“不可或缺的底层能力”, 而非围绕短期变现效率进行取舍, 这也解释了其在多个模态同时推进的战略选择。

### (2) 坚持模型算法创新与功能优化

在具体模型与算法层面, MiniMax 的优势更多体现在对效率与可扩展性的持续优化上。一方面, 公司较早完成了 MoE 基础模型的工程化与商业化落地, 在算力成本与模型规模之间取得相对平衡; 另一方面, 通过自研线性注意力机制, 缓解了传统架构在长上下文和复杂推理场景中的性能瓶颈, 为更复杂的 Agent 应用提供了技术空间。这类结构性改进并非依赖单纯堆算力, 而是通过架构设计提升单位算力的产出效率。

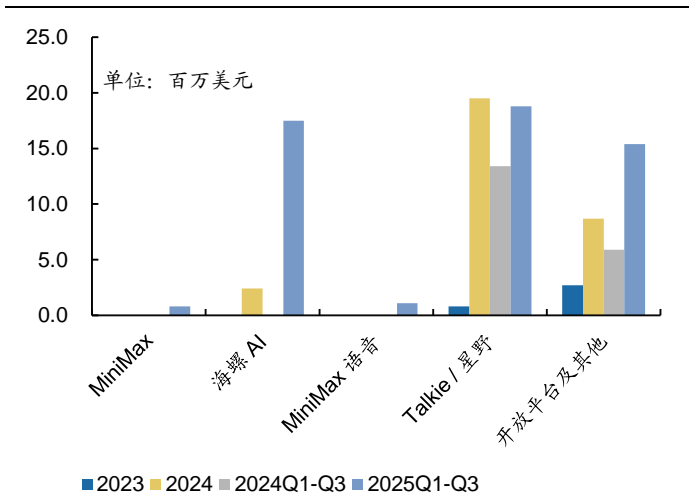
配合模型侧的算法创新，MiniMax 在训练与推理基础架构上也形成了较强的工程能力。通过算子级优化、智能调度及跨集群协同，公司在资源利用率和稳定性上具备明显优势，在高峰负载下仍能维持较高效率，这在一定程度上降低了模型规模扩张和商业化放量过程中的边际成本。

我们判断，**MiniMax 在模型层的演进方向将更多体现在多模态能力的进一步整合，以及在统一模型框架下持续提升效率与稳定性。**随着全模态统一模型逐步落地，模型能力有望从单一模态的局部优势，转向系统层面的整体提升；而既有的高效基础架构，也将为后续的大规模商业化应用提供空间。整体而言，MiniMax 已逐步形成一条区别于单模态厂商的技术演进路径，其模型层能力更偏向长期积累型优势，而非短期榜单的性能博弈。

## （二）产品：商业化进展超前，BC 端双轮驱动

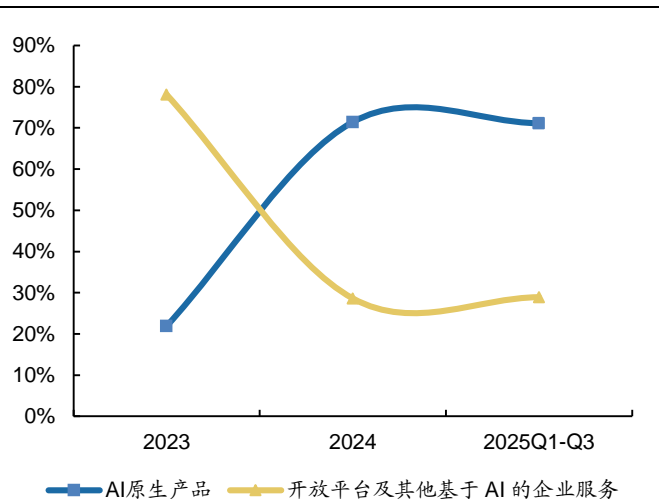
**C 端 AI 原生产品增长较快。**公司收入分为 AI 原生产品、开放平台及 AI 企业服务两类，均于 2023 年开始产生商业化收入，其中 AI 原生产品 2023 年营收主要为 Talkie/星野产品，Talkie 凭借情感对话、角色扮演等功能打造差异化，并以领先的多模态交互技术形成显著优势，早期商业化落地较快。2024 年，海螺 AI 开始产生营收，2025 年，MiniMax 和 MiniMax 语音开始商业化。从收入结构看，AI 原生产品营收占比提升较快，从 2023 年的 21.9% 大幅提升至 71.4%，成为核心收入来源。2025Q1-Q3，AI 原生产品、开放平台及 AI 企业服务两项业务营收分别为 38.02/15.42 百万美元，占比 71.1%/28.9%。

图 28: MiniMax 分产品营收



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 29: MiniMax 分产品收入占比

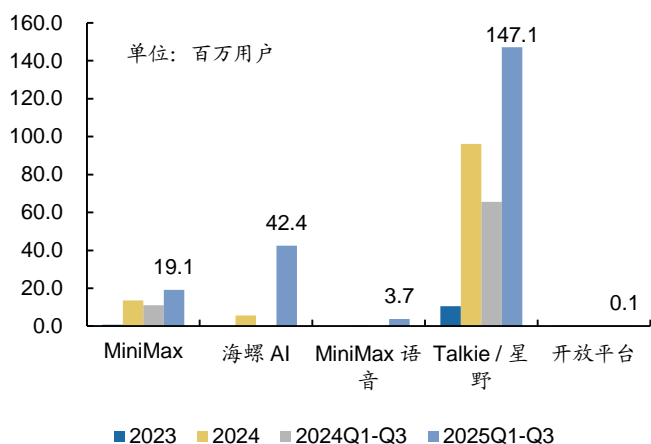


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**AI 原生产品和开放平台用户规模持续扩大。**截至 2025 年 9 月 30 日，AI 原生产品累计用户数已突破 2.12 亿，其中 Talkie / 星野用户数达 1.47 亿，海螺 AI 用户数增至 4234 万，二者共同推动用户基础拓宽；同期开放平台用户数为 13.2 万，客群已拓展至大企业核心部门，覆盖场景从声音服务延伸至玩具、AI 硬件等领域。

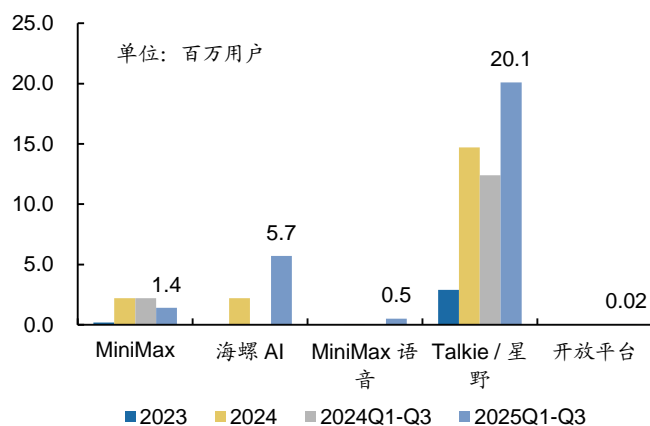
多款 AI 原生产品和开放平台平均月活跃用户 (MAU) 同步提升, 但 MiniMax Agent 应用 MAU 同比略有下降。伴随技术升级与产品使用体验优化, AI 原生产品中 Talkie/星野 MAU 从 2023 年的 290 万升至 2025Q1-Q3 的 2005 万, 海螺 AI MAU 也从 2024 年的 217 万增至 564 万; 而 MiniMax 智能 Agent 应用 MAU 同比略降, 核心原因系产品主动从聊天场景转向专业高价值 Agent 场景, 以及分层付费功能的推出、削减营销推广开支等影响, 但整体核心用户黏性较高。

图 30: MiniMax 各产品及开放平台用户数及客户数



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 31: MiniMax 各产品及开放平台平均月活数

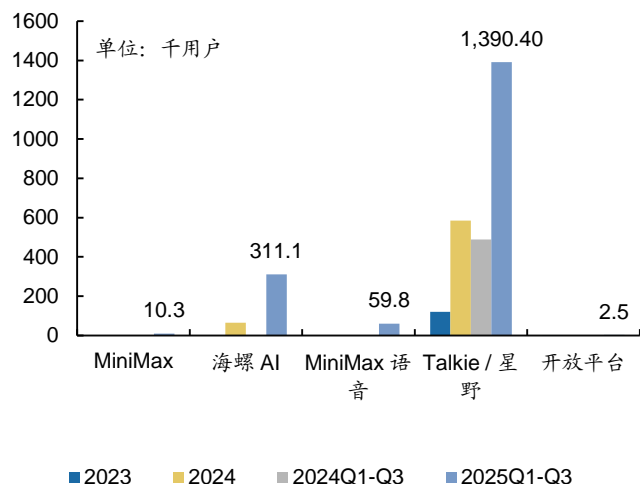


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

**AI 原生产品付费用户规模高速增长, 开放平台商业化能力凸显。**Talkie/星野付费用户量从 2023 年的 11.97 万增至 2025Q1-Q3 的 139.04 万, 海螺 AI 付费用户量从 2024 年的 6.48 万增至 31.11 万, MiniMax 新增付费用户 1.03 万, MiniMax 语音也于 2025Q1-Q3 新增付费用户 5.98 万。在个人付费用户群持续扩容的同时, 企业客户及开发者组合同步壮大, 通过开放平台接入核心 AI 模型, 支撑关键行业业务需求。开放平台付费用户 (单期 API 调用消费不低于 50 美元) 数量由 2023 年的约 100 家增至 2024 年的约 700 家, 2025Q1-Q3 进一步增至约 2500 家。

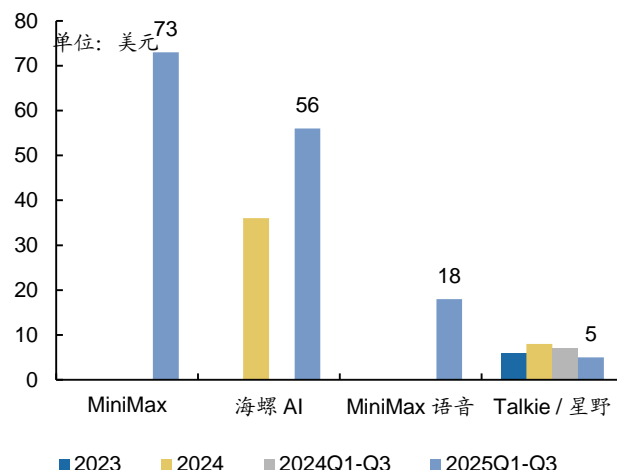
**AI 原生产品每位付费客户平均支出稳步提升。**MiniMax、MiniMax 语音及海螺 AI 单用户支出均实现增长, 其中海螺 AI 单用户支出从 2024 年的 36 美元增至 2025Q1-Q3 的 56 美元。然而, Talkie/星野与开放平台单用户支出有所下滑, 核心原因是 2024 年第四季度开放平台出海, 且 AI 原生产品付费用户量同比增长近四倍, 客单价较小的新用户占比上升, 直接摊薄了平均支出。

图 32: MiniMax 各产品及开放平台付费用户量



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 33: MiniMax 各产品每位付费客户的平均支出



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司是一家以“产品”为导向的“技术”公司。公司在商业化之初便找到了“可规模化变现”的ToC 产品形态。不同于以通用聊天为核心的大模型产品, Talkie/星野 早期聚焦于情感对话、角色扮演和沉浸式互动等高粘性场景, 通过人格一致性、多轮对话稳定性和情绪表达能力, 构建了明显优于同类产品的用户体验。这类场景天然具备高使用频次和强情感依附, 用户付费意愿显著高于工具型 AI, 从而使 MiniMax 能够在 To C 阶段较早跑通订阅和增值付费模型, 实现用户规模与收入增长的正反馈, 为商业化奠基。而海螺 AI 和 MiniMax 语音等产品则从 AI 对话/陪伴类延伸至内容生成场景, 在延展 To C 体验的同时, 逐步积累了技术和运营能力。

在 To C 产品验证模型能力与商业模式之后, 公司的技术与产品能力正自然外溢至 B 端市场, 将形成第二发展曲线。一方面, 其在角色建模、长对话一致性和内容生成上的积累, 能够直接迁移至游戏、虚拟人、内容平台等行业客户场景; 另一方面, To C 阶段打磨出的稳定性、成本控制和模型调优能力, 也显著降低了企业级交付门槛。随着企业对定制化智能体、垂直场景模型和私有化部署需求的提升, MiniMax 有条件从自有应用驱动走向能力平台输出, 在 B 端实现更高客单价和更稳定的收入结构。公司持续推进 B 端业务并具备明确发展规划, 未来将持续投资开放平台, 重点提升企业采用。

### (三) 出海: Born Global, 全球化战略持续推进

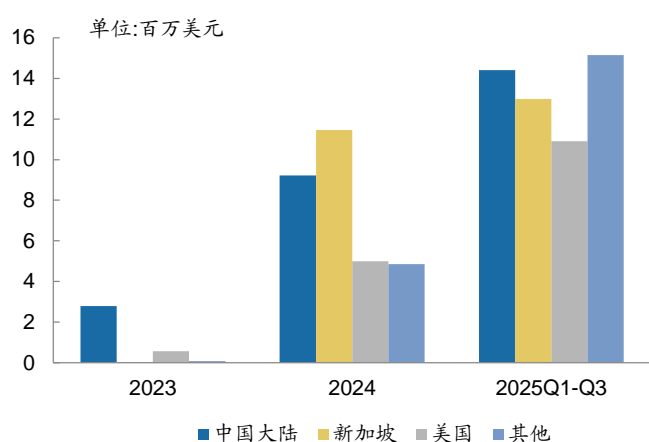
公司坚持生而全球化 (Born Global) 策略。从创立之初, MiniMax 就定位为全球化的 AI 公司, 每款模型和产品均在国际市场发布, 上线首日即参与全球化竞争, 全球多元用户群体的反馈构成产品与技术迭代的重要驱动力。目前, 公司产品已服务 200 多个国家和地区的用户和企业, 覆盖超 2.12 亿个人用户和 13 万企业/开发者。

核心出海产品表现亮眼。Talkie 曾作为出海社交 / AI 互动产品的明星, 在海外市场月活用户曾达到百万级, 并为公司早期收入贡献显著。海螺 AI 作为 MiniMax 出海

产品矩阵中稳定且高拓展性的核心产品，推出后迅速跃升海外增长榜，在全球 AI 产品增速榜和视频生成类榜单上连续领先。开放平台海外收入从 2024 年 Q1-Q3 的 10 万美元增长至 2025 年 Q1-Q3 的 780 万美元，带动整体收入从同期的 590 万美元增至 1540 万美元。

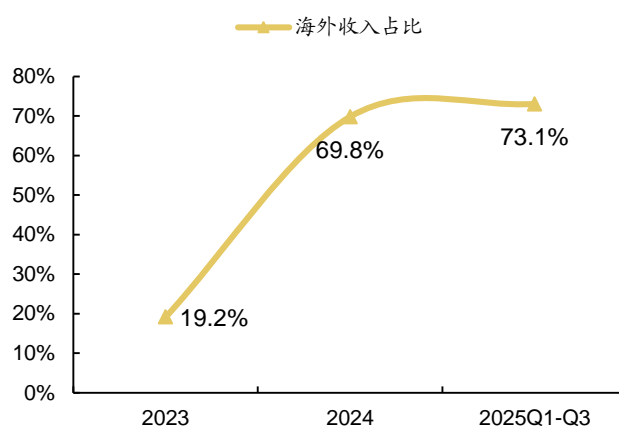
**海外收入快速增长，营收贡献已超七成。**2023 年，海外地区合计收入 66.3 万美元，占整体营收的 19.2%；2024 年，海外地区收入增至 2130.6 万美元，占比提升至 69.8%；2025 年 Q1-Q3，海外地区收入进一步增长至 3903.7 万美元，占比达 73.1%，其中新加坡与美国为核心海外收入来源，合计收入 2389.3 万美元，占总收入的 44.7%。

图 34：公司分地区营收



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 35：公司海外营收占比



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**资本与全球化战略同步推进，为海外扩张提供有力支撑。**公司在 2026 年初完成港股 IPO，募得资金将用于大模型的研发、AI 原生产品的开发及改造，以及全球化，不仅提升了在国际市场的品牌曝光度，也为模型研发、全球基础设施布局和市场拓展提供了充足资金保障，从而增强全球化竞争力。同时，公司积极拓展海外合作伙伴关系，将推动实时对话、语音交互等核心能力在全球范围内高效部署，确保产品在不同地区的稳定性和用户体验。未来，这一系列资本与战略举措将有望为公司构建可持续的全球业务生态奠定坚实基础。

## 四、盈利预测和投资建议

### （一）业务拆分及盈利预测

营收端：

#### 1. AI 原生产品

公司基于全模态大模型组合提供 MiniMax Agent、海螺 AI、MiniMax 语音、和 Talkie / 星野等 AI 原生产品与服务，持续构建面向多行业、多形态的 AI 原生产品矩阵，赋能全球个人用户，公司一方面通过在长文本、多模态与推理能力上的模型持续迭代，拓展 AI 的应用深度；另一方面，通过模块化能力输出与灵活的产品定价机制，加速 AI 能力在不同客户规模与使用频率下的渗透。随着用户使用黏性和调用频次的提升，有望实现活跃用户规模与付费转化率的双升。同时，公司通过持续优化推理效率与算力调度，逐步摊薄单位成本，叠加规模效应释放，产品盈利能力有望稳步改善，毛利率已从 2024Q1-Q3 的 -23.5% 显著提升至 2025Q1-Q3 的 4.7%。结合全球大模型市场增速，考虑到公司的市场地位及竞争优势，市占率有望提升，预计公司 AI 原生产品业务 2025-2027 年收入分别为 55/125/226 百万美元，同比 +150%/130%/80%，毛利率为 5%/10%/15%。

#### 2. 开放平台及其他基于 AI 的企业服务

公司以开放平台为载体对外输出标准化、可组合的模型与推理能力，通过核心模型在推理效率、上下文理解与多模态能力上的持续升级，平台 API 的可用性与稳定性有望提升，带动调用规模和应用场景的扩展。随着客户使用深度加深，平台付费率及单客户收入有望同步改善。在成本端，公司通过统一推理框架与算力资源调度优化，有效提升算力利用效率，规模效应逐步显现，支撑开放平台业务维持较高的毛利水平，2025Q1-Q3 开放平台业务毛利率已上升至 69.4%。结合全球大模型市场增速，且公司开放平台业务处于高速发展期，预计公司开放平台及其他基于 AI 的企业服务业务 2025-2027 年收入分别为 26/84/167 百万美元，同比 +200%/+220%/100%，毛利率为 70%/72%/75%。

综上，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 81/209/393 百万美元，同比 +164%/159%/88%。

费用端：

#### 1. 研发费用

2025Q1-Q3，研发费用率为 337.4%。公司研发费用主要包括与模型训练相关的云计算服务费用、员工成本和股份支付费用等，主要用于模型迭代与算力投入，费用率持续处于高位，后续随着算力成本下行、模型架构优化带来的研发效率提升，叠加现有模型产品矩阵成熟度提高，研发投入增速预计低于营收增速，费用率有望快速下降。预计 2025-2027 年研发费用率分别为 320%/160%/110%。

#### 2. 销售费用

2025Q1-Q3，销售费用率为 73.6%。公司销售费用主要包括业务推广费用、员工成本和股份支付费用等，伴随公司产品市场覆盖度的提升，有望实现客户群有机增长，销售投入增速趋于平缓，销售费用率将有所下降。预计 2025-2027 年销售费用率分

别为 80%/40%/25%。

### 3. 管理费用

2025Q1-Q3，管理费用率为 41.3%。公司管理费用包括员工薪酬、上市费用、专业服务费等，伴随营收规模的扩大，管理费用率将持续降低。预计 2025-2027 年管理费用率分别为 35%/15%/10%。

表 10: 公司主营业务营收拆分及预测 (单位: 百万美元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>1、AI 原生产品</b>					
收入	1	22	55	125	226
YoY		2777%	150%	130%	80%
毛利率	-380%	-8%	5%	10%	15%
<b>2、开放平台及其他基于 AI 的企业服务</b>					
收入	3	9	26	84	167
YoY		223%	200%	220%	100%
毛利率	75%	63%	70%	72%	75%
<b>合计</b>					
收入	3	31	81	209	393
YoY		782%	164%	159%	88%
毛利率	-25%	12%	26%	35%	41%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 估值分析与投资建议

从行业特性来看，高成长阶段的 AI 大模型企业，其估值核心主要集中在技术能力、营收规模与增长潜力等方面，因此可采用市销率 (PS) 法进行估值。我们选取国内领先 AI 大模型公司智谱作为可比公司，其最新市值及 Wind 一致预期对应 2026 年 70 倍 PS。二者估值主要体现在高成长弹性与高确定性价值的差异：智谱在基础模型能力、技术体系完整性上具备优势，政策与科研站位较强，发展路径更偏长期、稳健与基础设施型；而 MiniMax 在模型端打造全模态的大模型组合，已跑出可规模化的 To B/ToC 产品和收入逻辑，在产品化和市场化探索上较为靠前，尤其是在消费级应用和国际化想象空间方面，更容易与 OpenAI、Anthropic 等海外模型厂商进行对标，从而获得更高的估值弹性。参考可比公司，给予公司 2026 年 PS 110x，对应合理价值为 572.68 港元/股，给予“增持”评级（以 1 美元=7.81 港元换算）。

表 11: 可比公司营收预测及估值

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	营业收入 (百万元)			PS		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
智谱	02513.HK	1098	312.41	750	1,578.00	351	146	70

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测, 统计时间为 2026/02/09

## 五、风险提示

### （一）研发投入巨大和成果转化的风险

公司 AI 大模型产品类型较多，相应研发投入较大。若公司不能及时把握行业发展趋势和市场需求，无法研发出具有商业价值、符合市场需求的产品，公司将面临研发投入难以收回的风险。

### （二）市场竞争风险

在 AI 大模型领域，OpenAI、Google、阿里巴巴、字节跳动等大型科技公司与初创公司具有较强的资金优势和算力基础设施的优势。在与其竞争的过程中，公司的模型迭代和商业拓展均面临较大挑战。

### （三）知识产权侵权风险

公司用于训练大模型的内容或数据，以及大模型生成的内容可能会受到第三方知识产权侵权索赔，从而对经营产生影响。

**资产负债表**

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>320</b>	<b>806</b>	<b>1,258</b>	<b>1,567</b>	<b>1,236</b>
现金及现金等价物	206	289	548	984	734
应收账款及票据	1	7	9	17	22
存货	0	0	0	0	0
其他	112	510	700	565	480
<b>非流动资产合计</b>	<b>4</b>	<b>105</b>	<b>85</b>	<b>75</b>	<b>65</b>
固定资产净值	1	1	1	1	1
长期投资	0	100	80	70	60
商誉及无形资产	3	3	3	3	3
其他	0	1	1	1	1
<b>资产总额</b>	<b>324</b>	<b>911</b>	<b>1,343</b>	<b>1,642</b>	<b>1,301</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>663</b>	<b>1,708</b>	<b>2,495</b>	<b>160</b>	<b>230</b>
短期借款	629	1,616	20	25	30
应付账款及票据	17	51	75	95	130
其他	17	40	2,400	40	70
<b>非流动负债合计</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	3	3	4
<b>总负债</b>	<b>666</b>	<b>1,710</b>	<b>2,497</b>	<b>163</b>	<b>233</b>
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	-342	-800	-1,155	-821	-1,232
其他	0	1	0	2,300	2,300
归母权益总额	-342	-799	-1,155	1,479	1,068
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>-342</b>	<b>-799</b>	<b>-1,155</b>	<b>1,479</b>	<b>1,068</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>324</b>	<b>911</b>	<b>1,343</b>	<b>1,642</b>	<b>1,301</b>

**利润表**

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营收入</b>	<b>3</b>	<b>31</b>	<b>81</b>	<b>209</b>	<b>393</b>
营业成本	4	27	60	136	234
毛利	-1	4	21	73	159
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	23	87	65	84	98
行政管理费用	8	14	28	31	39
研发费用	70	189	258	335	432
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-101</b>	<b>-287</b>	<b>-330</b>	<b>-377</b>	<b>-411</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	0	1	25	1	1
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	9	36	0	0	0
除税前利润	-269	-465	-354	-377	-411
所得税	0	0	0	0	0
<b>合并净利润</b>	<b>-269</b>	<b>-465</b>	<b>-354</b>	<b>-377</b>	<b>-411</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>-269</b>	<b>-465</b>	<b>-354</b>	<b>-377</b>	<b>-411</b>

**现金流量表**

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-64</b>	<b>-258</b>	<b>2,052</b>	<b>-2,735</b>	<b>-360</b>
合并净利润	-269	-465	-354	-377	-411
折旧与摊销	1	2	0	0	0
营运资本变动	26	14	2,381	-2,358	51
其他非经营性调整	178	191	25	1	1
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-40</b>	<b>-431</b>	<b>-171</b>	<b>155</b>	<b>105</b>
处置固定资产收益	0	0	0	0	0
资本性支出	-1	-1	0	0	0
投资资产支出	-40	-431	-171	155	105
其他	0	0	0	1	0
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>306</b>	<b>771</b>	<b>-1,621</b>	<b>3,015</b>	<b>4</b>
长期债权融资	306	772	0	0	0
股权融资	0	0	0	3,011	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	0	-1	-1,621	4	4
<b>现金净增加额</b>	<b>202</b>	<b>83</b>	<b>259</b>	<b>436</b>	<b>-251</b>
期初现金余额	5	206	289	548	984
期末现金余额	206	289	548	984	734

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	-	782.2%	164.3%	159.2%	88.0%
营业利润增长率	605.4%	182.9%	15.1%	14.2%	9.0%
归母净利润增长率	265.2%	72.8%	-23.8%	6.5%	9.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-24.7%	12.2%	26.1%	34.8%	40.6%
净利率	-	-	-439.3%	-180.5%	-104.7%
ROE	78.7%	58.2%	30.7%	-25.5%	-38.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	205.5%	187.8%	186.0%	9.9%	17.9%
有息负债率	194.1%	177.5%	1.5%	1.5%	2.3%
流动比率	0.5	0.5	0.5	9.8	5.4
利息保障倍数	-1514.1	-492.3	-13.4	-558.1	-497.6
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	69.6	49.1	42.0	30.0	20.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	819.3	460.0	450.0	250.0	200.0
<b>每股指标</b>					
每股收益				-1.20	-1.31
每股净资产				4.72	3.40
每股经营现金流				-8.72	-1.15
<b>估值比率</b>					
PE	-	-	-	-	-
PB	-	-	-	14.0	19.4
EV/EBITDA	-	-	1.6	-	-

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。