

MINIMAX-WP (00100.HK)

M2.5 对标 Claude Opus 4.6, Agent 原生设计
重新定义编程智能体

买入 (首次)

2026 年 02 月 28 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 张文雨

执业证书: S0600525070007
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万美元)	3.46	30.52	69.88	194.04	398.10
同比 (%)	-	782.17	128.94	177.68	105.16
归母净利润 (百万美元)	(269.25)	(465.24)	(616.52)	(428.28)	(476.52)
同比 (%)	(265.19)	(72.79)	(32.52)	30.53	(11.26)
Non-IFRS 净利润 (百万美元)	(89.10)	(244.20)	(413.07)	(428.28)	(476.52)
同比 (%)	(6.30)	(1.74)	(0.69)	(0.04)	(0.11)
EPS-最新摊薄 (美元/股)	(0.86)	(1.48)	(1.97)	(1.37)	(1.52)
P/E (现价&最新摊薄)	(117.55)	(68.03)	(51.34)	(73.90)	(66.42)
PE (Non-IFRS)	(355.22)	(129.61)	(76.62)	(73.90)	(66.42)

投资要点

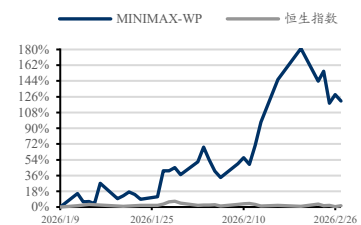
■ **事件:** 2月13日, MiniMax 发布 M2.5——全球首个为智能体场景原生设计的生产级旗舰模型; 2月15日, MiniMax 推出 HighSpeed Coding Plan; 2月24日报道, OpenRouter 最新周度数据显示, 平台前十模型总 token 量约 8.7 万亿, 其中中国模型独占 5.3 万亿, 占比 61%。当周 token 调用量前三均为国产大模型: MiniMax M2.5 以 2.45 万亿 token 空降榜首, Kimi K2.5 以 1.21 万亿紧随其后, 智谱 GLM-5 和 DeepSeek V3.2 分列第三、第五。OpenRouter 官方确认, M2.5 带动了 100K 至 1M 长文本区间的增量调用需求, 这个区间正是智能体工作流的典型消耗场景。

■ **M2.5 为全球首个 Agent 原生设计生产级模型。** 1) 激活参数量仅 10B, 是第一梯队旗舰模型中参数规模最小的一款, 显存占用和推理能效比优势显著, 支持 100 TPS 超高吞吐量。2) Coding 能力直接对标 Claude Opus 4.6。作为专注编程与智能体性能的旗舰模型, M2.5 在编程与 Agentic 维度比肩国际顶尖模型, 支持 PC、App、跨端应用的全栈编程开发。Office 生产力场景全面领先。3) 在 Excel 高阶处理、深度调研、PPT 等 Office 核心生产力场景中表现优秀, 补齐了国产模型在 Office 生产力场景的短板。4) Agent 场景原生设计重新定义编程范式。M2.5 从聊天工具向 Agent 演进, 内置深度调研、文档生成等技能, 为 Agent 场景提供原生支持, 是国产模型中首个明确以 Agent 为核心定位的编程模型。M2.5 在 SWE-Bench Verified 得分 80.2% 超越 Claude Opus 4.6, Multi-SWE-Bench 多语言复杂环境中达到行业最优, 且输入价格 0.3 美元/百万 token、输出价格 1.1 美元/百万 token, 分别仅为 Claude Opus 4.6 的 1/16.7 和 1/22.7。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到 M2.5 于 2026 年 2 月正式发布, 对 2025 年收入无实质贡献, 该模型发布后七天调用量即突破 3.07T tokens, 但这一增长将在 2026 年及以后逐步兑现。我们预计 MiniMax 2025-2027 年收入为 0.7/1.9/4.0 亿美元。我们认为 M2.5 凭借“编程+智能体”双轮驱动路径, 叠加小参数高性价比的成本优势, 有望加速全球渗透, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 模型迭代不及预期, 行业竞争加剧, 地缘政治风险

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	763.50
一年最低/最高价	220.00/980.00
市净率(倍)	-20.96
港股流通市值(百万港元)	177,538.77

基础数据

每股净资产(港元)	-75.89
资产负债率(%)	215.00
总股本(百万股)	313.64
流通股本(百万股)	232.53

相关研究

MINIMAX-WP 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	805.65	9,190.04	12,997.50	12,952.93	营业总收入	30.52	69.88	194.04	398.10
现金及现金等价物	288.91	8,612.83	12,231.35	11,878.46	营业成本	26.79	51.83	114.91	199.23
应收账款及票据	6.98	15.98	44.39	91.06	销售费用	87.00	51.35	106.72	147.30
存货	3.08	5.95	13.20	22.89	管理费用	14.38	30.24	34.78	39.99
其他流动资产	506.68	555.27	708.57	960.52	研发费用	188.98	280.90	407.31	529.50
非流动资产	104.94	105.48	105.75	105.94	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1.09	1.77	2.32	2.76	经营利润	(286.62)	(344.44)	(469.68)	(517.92)
商誉及无形资产	3.08	2.77	2.49	2.24	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	95.33	95.33	95.33	95.33	利息支出	0.51	0.70	0.70	0.70
其他长期投资	4.84	4.84	4.84	4.84	其他收益	(178.11)	(271.38)	42.10	42.10
其他非流动资产	0.60	0.77	0.77	0.77	利润总额	(465.24)	(616.52)	(428.28)	(476.52)
资产总计	910.58	9,295.52	13,103.25	13,058.87	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	1,707.65	1,807.51	2,092.07	2,522.76	净利润	(465.24)	(616.52)	(428.28)	(476.52)
短期借款	1,616.13	1,616.13	1,616.13	1,616.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	51.21	99.10	219.71	380.92	归属母公司净利润	(465.24)	(616.52)	(428.28)	(476.52)
其他	40.31	92.28	256.24	525.71	EBIT	(464.73)	(615.82)	(427.58)	(475.82)
非流动负债	2.26	8,902.40	8,902.40	8,902.40	EBITDA	(462.83)	(615.19)	(426.84)	(475.00)
长期借款	0.00	8,900.00	8,900.00	8,900.00	Non-IFRS 净利润	(244.20)	(413.07)	(428.28)	(476.52)
其他	2.26	2.40	2.40	2.40					
负债合计	1,709.90	10,709.91	10,994.48	11,425.16					
股本	0.00	0.00	25.00	25.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(美元)	(1.48)	(1.97)	(1.37)	(1.52)
归属母公司股东权益	(799.32)	(1,414.39)	2,108.78	1,633.71	每股净资产(美元)	(2.55)	(4.51)	6.72	5.21
负债和股东权益	910.58	9,295.52	13,103.25	13,058.87	发行在外股份(百万股)	313.64	313.64	313.64	313.64
					ROIC(%)	(84.20)	(12.42)	(3.94)	(3.84)
					ROE(%)	58.20	43.59	(20.31)	(29.17)
					毛利率(%)	12.25	25.82	40.78	49.95
					销售净利率(%)	(1,524.22)	(882.26)	(220.72)	(119.70)
					资产负债率(%)	187.78	115.22	83.91	87.49
					收入增长率(%)	782.17	128.94	177.68	105.16
					净利润增长率(%)	(72.79)	(32.52)	30.53	(11.26)
					P/E	(68.03)	(51.34)	(73.90)	(66.42)
					P/B	(39.60)	(22.38)	15.01	19.37
					EV/EBITDA	(3.48)	(54.54)	(70.13)	(63.76)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,研究所预测。

港元汇率为2026年2月26日的1港元=0.1279美元,预测均为东吴证券

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>