

重申 MiniMax 的三大优势： 全模态、全球化、性价比

核心观点

我们在 2025 年 12 月发布深度报告《MiniMax：国产全模态多面手，模型与应用飞轮启动》，当前我们再次重申 MiniMax 的三个核心竞争优势：全模态、全球化、性价比。

2026 年 2 月，MiniMax 发布新一代旗舰编程模型 M2.5，凭借其在编程能力和 Agent 场景的卓越表现，2 月以来在全球大模型聚合平台 OpenRouter 上获得高市占率，全场景市占率超过 20%，其中编程场景市占率一度超过 50%，此外该模型也得到 OpenClaw 等第三方开源工具的创始人的官方推荐。

全球大模型的竞争是一场动态变化的马拉松，我们持续看好 MiniMax 的竞争潜力，基于：1) 模型能力的持续领先；2) 性价比优势的持续扩大；3) 出海能力和商业化路径的清晰验证；4) 第三方开源与 Agent 生态的繁荣发展。

重要财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万美元） | 3.46 | 30.52 | 70.20 | 212.03 | 574.68 |
| YoY(%) | | 782.17 | 129.99 | 202.04 | 171.03 |
| 净利润（百万美元） | -269.25 | -465.24 | -508.84 | -471.94 | -426.93 |
| YoY(%) | -265.19 | -72.79 | -9.37 | 7.25 | 9.54 |
| 毛利率(%) | -24.68 | 12.25 | 20.95 | 23.56 | 40.21 |
| 销售净利率(%) | -7781.68 | -1524.22 | -724.84 | -222.58 | -74.29 |
| ROE(%) | 78.75 | 58.20 | 38.90 | 26.51 | 19.34 |
| EPS(摊薄/美元) | -0.86 | -1.48 | -1.62 | -1.50 | -1.36 |
| P/S(倍) | | | 420.23 | 139.13 | 51.33 |

资料来源：iFinD，中信建投证券

MINIMAX-WP (0100. HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

马晓婷

maxiaoting@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070013

发布日期：2026 年 02 月 28 日

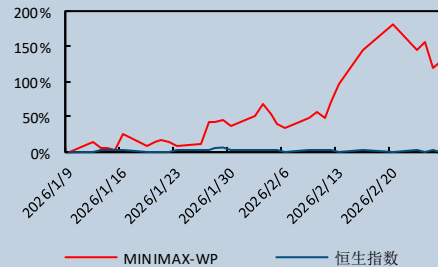
当前股价：763.50 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-------------------|---------------|------|---------------|
| | 109.71/111.08 | / | / |
| 12 月最高/最低价（港元） | | | 970.00/345.00 |
| 总股本（万股） | | | 31,363.53 |
| 流通 H 股（万股） | | | 31,363.53 |
| 总市值（亿港元） | | | 2,473.01 |
| 流通市值（亿港元） | | | 1,833.52 |
| 近 3 月日均成交量（万） | | | 255.04 |
| 主要股东 | | | |
| Alpha EXP Limited | | | 20.24% |

股价表现



相关研究报告

25.12.12

【中信建投传媒互联网】MiniMax：国产全模态多面手，模型与应用飞轮启动

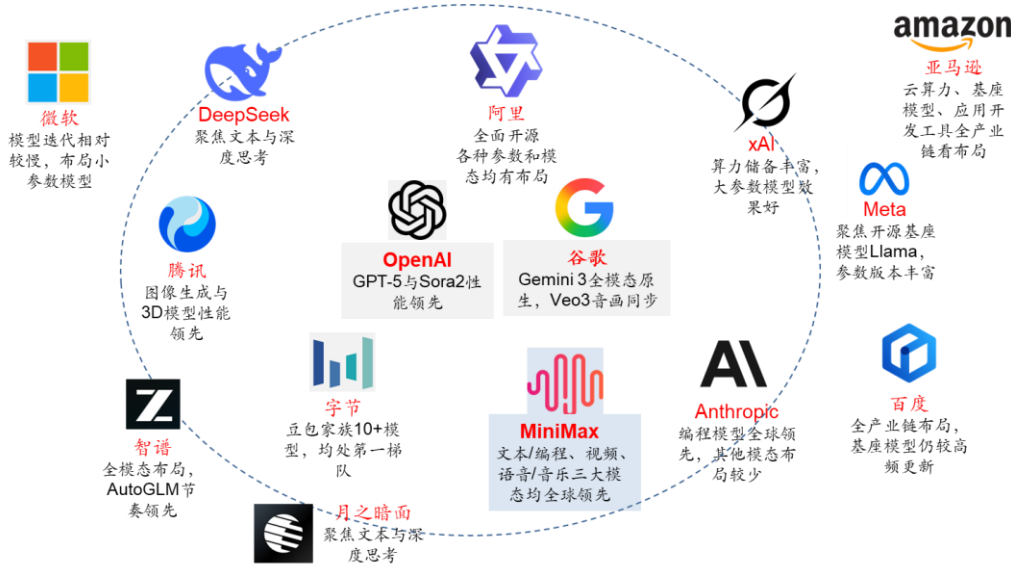
目录

| | |
|---|----|
| 一、重申我们对 MiniMax 的认知：全模态、全球化、性价比..... | 1 |
| 二、M2.5 发布：编程与 Agent 能力跃升，有望成为新增长曲线..... | 11 |
| 三、财务分析..... | 15 |
| 风险分析..... | 20 |
| 报表预测..... | 21 |

一、重申我们对 MiniMax 的认知：全模态、全球化、性价比

我们在 2025 年 12 月 12 日发布深度报告《MiniMax：国产全模态多面手，模型与应用飞轮启动》，我们当时强调：全模态大模型竞争基本进入“决赛圈”，还在牌桌上的玩家（OpenAI、谷歌、阿里、字节、MiniMax、智谱等），未来商业化空间可期。且随着大模型智能水平的快速提升，模型公司率先在应用端实现快速商业化，近期海外模型公司纷纷上修未来收入预期，据 The Information，OpenAI 将 2030 年收入指引上修至 2840 亿美金（此前为 2000 亿）。Anthropic 也上修 2026~2027 年的收入分别到 180 亿美金、550 亿美金。

图表 1：全球全模态大模型决赛圈正在收敛，MiniMax 是核心玩家之一



资料来源：各公司官网，Artificial Analysis，中信建投

MiniMax 是国内最早一批大模型公司之一，技术与产品布局领先。MiniMax 成立伊始就遵循模型与应用同时发展的思路，目前已布局四大模型和四大应用。模型端包括 MiniMax M 2.5、Hailuo 2.3、Speech 2.6 和 Music 2.5，覆盖文本、音频、图像、视频、音乐全模态。在应用场景的布局上同样展现出超前的战略眼光，2022 年底，公司率先布局社交陪伴赛道，首款产品 Glow 的上线时间仅比 Character AI 晚一个月，目前发展为海外和国内头部的 AI 陪伴平台星野/Talkie。2023 年底，MiniMax 成功拓展至语音和音乐赛道，彼时同类公司还主要在基座模型上发力，MiniMax 已经率先完成了从技术到产品的转化。2024 年以来，公司又相继拓展了视频、Agent 和编程等赛道，形成了完整的产品矩阵。

图表2: MiniMax 模型与应用两手抓


资料来源: MiniMax, 中信建投证券

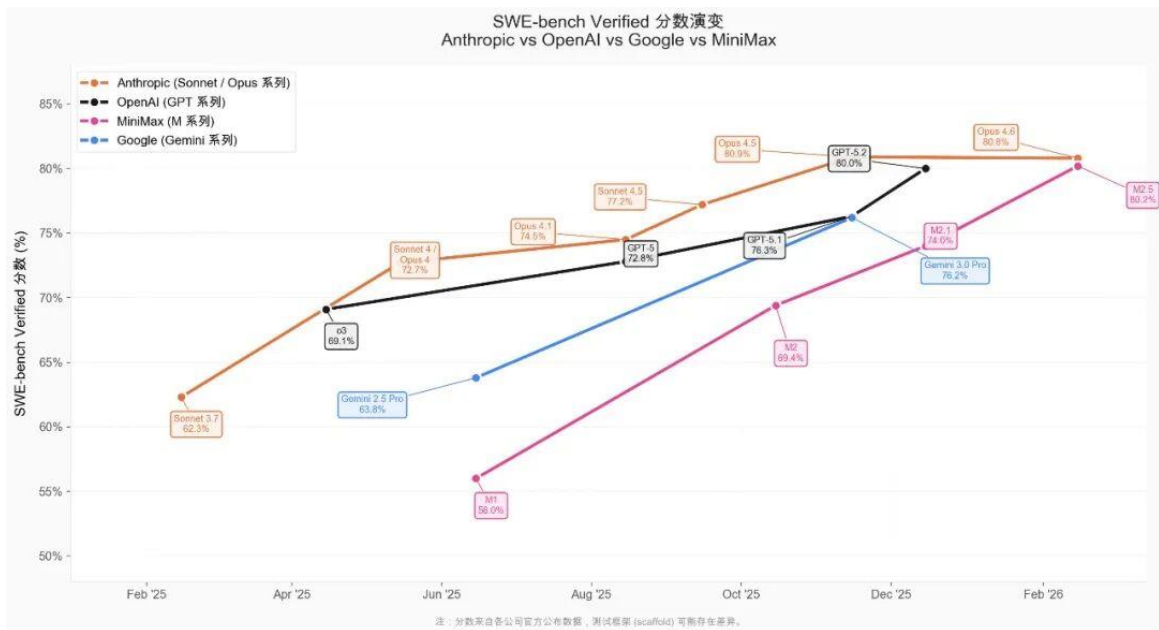
特点一：全模态——各模态能力领先，后续有望做多模态融合

在当前的全球大模型竞争格局中，能够同时在文本、编程、视频、语音四大领域均实现领先的公司正在缩圈，MiniMax 是这少数玩家中的中国代表。从 2023 年发布语音合成模型，到 2024 年发布视频和音乐生成模型，再到 2025 年发布全新文本模型 M1，公司在过去三年间依次突破各个模态的能力边界，长期有望实现多模态融合。

2025 年下半年开始，MiniMax 的模型迭代节奏明显加速，25 年 6 月份集中发布了一系列能力成果，包括开源 MoE 模型 M1、支持原生 1080p 的视频模型 Hailuo-02 等。10 月再度发布开源 MoE 模型 M2，在 OpenRouter 的周度调用量最高位列全球前三、HuggingFaceTrending 全球第一，是 OpenRouter 上第一个日 token 消耗量超过 50B 的中国模型。**2026 年 2 月，公司发布 M2.5 模型并再次实现能力跃迁**，在 SWE-Bench Verified 测试中，M2.5 获得 80.2% 的高分，在多语言任务 Multi-SWE-Bench 方面刷新 SOTA。

在视频模型方面，Hailuo 2.3 在物理表现与指令遵循能力方面进一步增强，精准实现复杂的人体动作序列，在提升性能的同时保持了上一代的原有定价水平。**语音模型方面**，MiniMax 的 Text to Speech Arena Quality ELO 排名位列全球前三。值得注意的是，这种全模态能力的覆盖并非简单的功能堆砌，而是基于统一的技术架构和深度整合，使得不同模态之间的协同效应得以最大化发挥。

图表3: MiniMax 在模型迭代方面, 保持行业领先的进步速度 (各家模型 SEW-bench Verified 分数演变进程)



资料来源: MiniMax 公众号, 中信建投

图表4: MiniMax 的模型性能迭代, 源于架构的前瞻和创新



资料来源: MiniMax, 中信建投证券

特点二：性价比——普惠原则，适配编程和 Agent 等大规模 Token 场景

MiniMax 的核心优势在于单位算力成本的压缩，以编程模型 M2.5 为例，其输入端定价约\$0.30/百万 tokens、输出端定价约\$1.2-2.4/百万 tokens，相较 Claude Opus4.6（\$5/\$25）和 Gemini 3 Pro Preview（\$2/\$12），分别低至其 1/7-1/17（输入）和 1/6-1/20（输出）。在编码/Agent 等高频输入和长输出的真实生产负载下，实际场景下的成本差距会进一步被放大。根据 MiniMax 的官方口径，在固定 50tok/s 连续满载输出场景下，**1 万美元预算可支撑 MiniMax 的 4 个 Agent 连续运行约一年**，而 Claude Opus4.6、Gemini 3 Pro Preview、GPT-5.2 Codex 分别约 **93/193/165 天**。此外我们注意到，M2.5 在 SWE-Bench 等编程基准上的表现已进入头部区间，实际上 MiniMax 的性价比优势并非以显著牺牲能力为代价，而是更适合用于**大规模 Agent 化落地与企业级自动化场景**，为后续多模态与生态扩张提供更好的商业化基础。

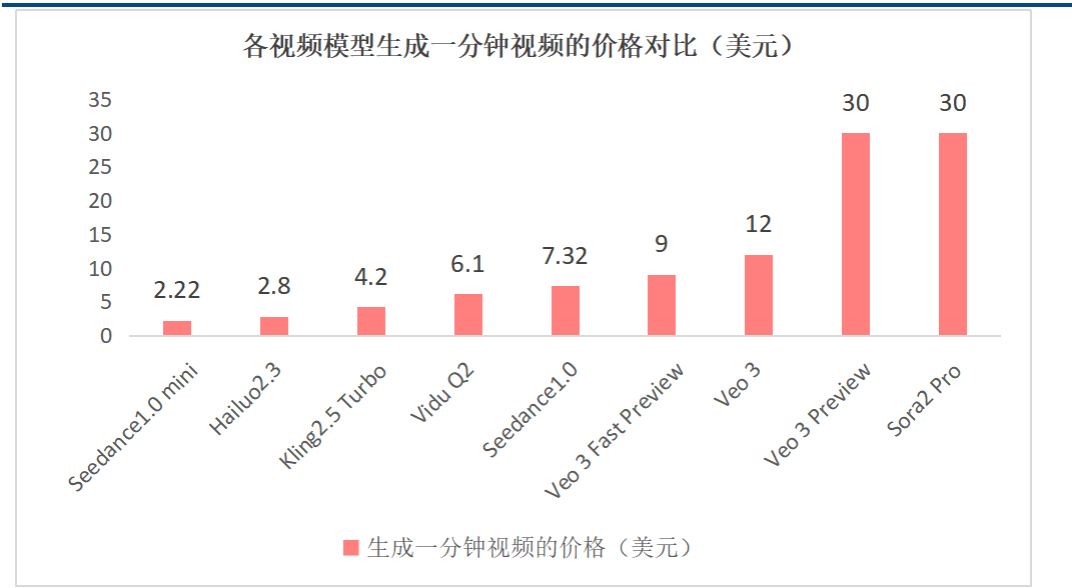
图表5：以编程场景为例，MiniMax M2.5 和其他编程模型的价格、性能对比

| 对比维度 | MiniMax M2.5 | Claude Opus 4.6 | Gemini 3 Pro Preview | GPT-5.2-Codex | 性价比优势 |
|--------------------|---------------------------------|-----------------|----------------------|---------------|----------------------------|
| 输入价格 (美元/百万 Token) | 0.3 | 5 | 2 | 1.75 | MiniMax 为竞品的 1/5-1/17 |
| 输出价格 (美元/百万 Token) | 1.2~2.4 | 25 | 12 | 14 | MiniMax 为竞品的 1/6-1/20 |
| 推理速度(TPS) | 50~100 | ~33 | ~50 | ~40 | Lightning 版约为 Claude 的 3 倍 |
| SWE-Bench 得分 | 80.2% | 81.4%+ | 76.2% | 80% | 性能相当 |
| 1 万美元预算运行时间 | 4 个 Agent 工作 1 年 (50TPS) | 约 93 天 | 约 193 天 | 约 165 天 | 显著领先 |

资料来源：MiniMax, Claude, Gemini, OpenAI 中信建投证券

从视频模型来看，Hailuo 的成本优势也比较显著。从性能上看，视频模型 Hailuo-02 的图生视频能力位列全球第 2，超过 Veo3、可灵 2.0 和可灵 1.6（Artificial Analysis 榜单）。从价格上看，Hailuo 2.3 生成一分钟普通视频的价格为 2.8 美元，低于可灵 2.6 的 4.2 美元。

图表6: 各视频模型生成一分钟视频的价格对比(美元)



资料来源: Artificial Analysis, 中信建投

特点三: 全球化——模型与应用双向出海, 海外收入占比高

全球化布局是 MiniMax 区别于国内竞争对手的显著特征。在模型侧, M2 在 OpenRouter 上的调用量连续 4 周位列全球前五, 是首个日 Token 消耗量超过 50 亿的国产模型。在应用侧, Talkie 海外月活超过 2000 万, 海螺 AI 海外访问量占比高达 90% 以上。OpenRouter 作为全球最大的大模型 API 聚合平台, 其数据具有重要的参考价值。该平台为开发者提供统一 API 接口, 可访问全球数百种大语言模型, 其核心功能包括多模型调用、智能路由优化和透明的性能排行榜。MiniMax 能够在该平台上取得领先地位, 证明其模型能力逐步获得国际开发者的认可。从收入占比来看, MiniMax 已形成显著的全球化特征, 2025 年前三季度海外收入占比达 73.1%。智谱 2025 年上半年海外收入占比约 10%, 其收入仍以国内本地化部署业务为主(本地化部署占总收入约 85%, 其中海外贡献约 11%–12%)。

图表7: MiniMax 与智谱海外收入占比

| 公司 | 统计口径 | 海外收入占比 | 备注 |
|---------|---------------------|--------|--|
| MiniMax | 2025 年前三季度(9M25)总收入 | 73.1% | 海外市场直接贡献收入, 占比超过 70%, 海外已是核心收入来源 |
| 智谱 | 2025 年上半年(1H25)总收入 | ≈10% | 本地化部署业务占总收入 ≈85%; 其中海外(主要东南亚)占本地化部署 ≈11%~12% (85%×12%≈10%) |

资料来源: Minimax, 智谱, 中信建投

商业化加速: 当前 C 端收入占比高, 预计未来 B 端占比逐步提升

MiniMax 快速迭代的模型能力, 和较强的产品化能力, 共同驱动近年的收入快速增长。公司从 2022 年 1 月起运营和开展研发活动, 2023 年就快速开始商业化。2024 年公司实现 3052 万美元, 同比增长 782%; 2025 年前三季度就实现 5344 万美元, 同比增长 175%, 其中海外收入占比高达 73.1%。

收入主要来自两大业务：**1) C端业务 (AI 原生产品)**：主要是 MiniMax、MiniMax 语音、海螺 AI、Talkie/星野等 AI 原生应用的订阅收入，以及应用内购收入和广告收入。24 年实现收入 2181 万美元，低基数下同同比大幅增长 2777%；25 年前三季度实现收入 3802 万美元，同比增长 181%，增速略高于整体收入增速 175%。**2) B 端业务 (开放平台及其他基于 AI 的企业服务)**：包括模型 API 调用收入和其他企业服务收入。其他企业服务由两大类组成，一是专属资源安排，即公司与企业客户合作设立专属推理资源池，协助确保模型推理性能稳定及可预期；二是基础模型许可，使客户能够在自身系统中部署及运行该等模型，目前已应用于智能硬件、医疗健康、文旅及金融及互联网服务等多个企业级应用场景。24 全年、25 年前三季度分别实现收入 872、1542 万美元，同比增长 223%、160%，占收入比例均在 30% 附近。

图表8: MiniMax 收入结构与增速

| | 2023 | 2024 | 24Q1-Q3 | 25Q1-Q3 |
|--------------------------|------|-------|---------|---------|
| 营业收入 (万美元) | 346 | 3052 | 1945 | 5344 |
| YoY | | 782% | | 175% |
| AI 原生产品 (万美元) | 76 | 2181 | 1353 | 3802 |
| YoY | | 2777% | | 181% |
| %收入 | 22% | 71% | 70% | 71% |
| 开放平台及其他基于 AI 的企业服务 (万美元) | 270 | 872 | 593 | 1542 |
| YoY | | 223% | | 160% |
| %收入 | 78% | 29% | 30% | 29% |

资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

AI 原生产品中, Talkie/星野贡献主要收入, 海螺收入占比快速提升。Talkie/星野是收入最高的 AI 原生产品, 25 年前三季度收入 1875 万美元, 同比增长 39%。在产品自身减少营销投放和新产品商业化快速起量的情况下, Talkie/星野占整体收入的比例从 24 年全年的 64% 下降至 25 年前三季度的 35%。海螺 AI 聚焦视频生成, 凭借跳水、体操等视频多次在海外短视频平台出圈, 25 年前三季度收入达 1746 万美元, 收入占比从 24 年全年的 8% 快速增加至 25 年前三季度的 33%, 成为收入第二大的产品。MiniMax (通用 Agent) 和 MiniMax 语音则从今年开始产生收入, 前三季度收入分别为 76 万美元和 105 万美元, 占总收入比例均低于 2%。

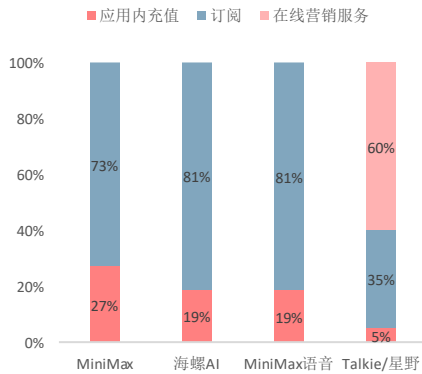
图表9: MiniMax 的 AI 原生收入结构拆分

| | 2023 | 2024 | 24Q1-Q3 | 25Q1-Q3 |
|------------------|------|-------|---------|---------|
| AI 原生产品 (万美元) | 76 | 2181 | 1353 | 3802 |
| YoY | | 2777% | | 181% |
| %收入 | 22% | 71% | 70% | 71% |
| Talkie/星野 (万美元) | 76 | 1946 | 1353 | 1875 |
| YoY | | 2467% | | 39% |
| %收入 | 22% | 64% | 70% | 35% |
| 海螺 AI (万美元) | | 235 | | 1746 |
| %收入 | | 8% | | 33% |
| MiniMax 语音 (万美元) | | | | 105 |
| %收入 | | | | 2% |
| MiniMax (万美元) | | | | 76 |
| %收入 | | | | 1% |

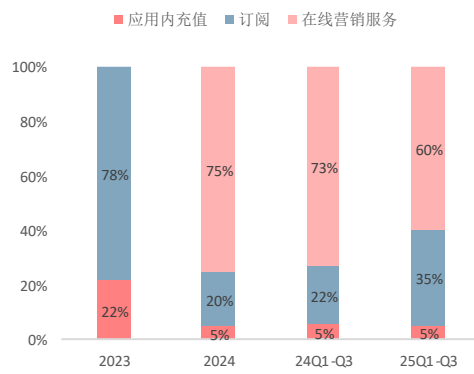
资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

中长期看, 收入端增长潜力大。1) **AI Coding 与 AI agent 市场**。AI agent 的应用场景预计将在模型智能的持续进步推动下经历显著增长。根据 Gartner 的预测, 到 2027 年 50% 的业务决策将通过 AI agent 得到加强或自动化。公司是首批进入亚洲 Agent 市场的亚洲公司之一, 该市场此前由国际参与者主导。公司最新的 MiniMax M2.5 模型已经展示出适用于工作流程自动化、编码和其他生产力场景的自主决策和执行能力。2) **视频生成和多模态编辑市场**。随着视频生成继续与先进的文本理解融合, 公司预计将解锁更广泛的应用场景, 包括自动化内容制作和专业级 Agentic AI 视频剪辑。公司计划引入基于订阅和企业级解决方案的商业化模式, 提高 Hailuo 视频生成模型系列的货币化率, 将视频生成整合至营销、媒体和设计工作流程中, 从而扩大变现渠道并提高运营效率。

进一步按收入来源拆分, Talkie/星野的主要收入来自广告营销, 其余产品则主要来自订阅。MiniMax、海螺 AI 和 MiniMax 语音的收入主要来自会员订阅(25 年前三季度占比超 70%), 应用内充值的占比低于 30%。而 Talkie/星野的收入则主要来自在线营销服务, 但占比从 24 全年的 75% 下降至 25 年前三季度的 60%, 订阅收入占比则从 24 年的 20% 上升至 25 年前三季度的 35%。Talkie/星野的广告仅向免费用户展示, 广告客户主要为寻求向 Talkie 用户推广其应用程序、游戏或数字产品的第三方程序化广告平台及其开发者, 通常以 eCPM 作为收费标准, 具体费率一般介于 2-10 美元之间。广告变现策略可以在维持高月活用户的免费增值模式的同时, 成功实现了收入来源的多元化。

图表10: 25年前三季度各AI原生产品的收入结构


资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

图表11: 广告贡献 Talkie/星野超过 60%的收入


资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

进一步拆分各 AI 原生产品的量价趋势，量价齐升趋势显著。

1) **月活用户**: 增长趋势明显，海螺 AI 增速最高。25 年前三季度公司 AI 原生产品月活合计 2762 万，较 2023 年的 314 万增长近 8 倍。其中，Talkie/星野月活突破 2000 万，同比增长 62%，日均时长超 70 分钟的数据也反映全模态交互在情感链接维度的极高粘性。海螺 AI 成为月活增速最快的产品，25 年前三季度达 565 万，24 年全年仅 217 万。

2) **付费渗透率**: 25 年前三季度较 24 年增长明显，但对比其他 C 端产品，增长空间大。公司整体付费渗透率从 24 全年的 3% 快速增加至 25 年前三季度的 6%，但仍低于 Duolingo、Tinder、Slack、Spotify 的 9%、21%、30%、39%，潜在增长空间大。分产品看，各产品 25 年前三季度的付费渗透率均高于 24 全年，其中 MiniMax 语音最高，达 12%。

3) **ARPPU**: 25 年前三季度同比翻倍增长。24 年整体 ARPPU 已达 11.1 美元，同比增长 75%；25 年前三季度随着海螺 AI、MiniMax 和 MiniMax 语音等高 ARPPU 产品开始商业化，整体 ARPPU 提升至 15.1 美元，同比 24 年前三季度增长 104%。MiniMax 聚焦复杂任务生成，官网显示会员订阅价格为 39/119 元人民币/月，对应可完成 30/120 个任务，折合每个任务约 1 元人民币，因此前三季度 ARPPU 达 73.4 美元（折合 513.8 元人民币）。音视频产品可能应用在短视频创作、广告短片生成等 P 端产品，用户需求相对刚性，付费意愿较高，25 年前三季度海螺 AI、MiniMax 语音的 ARPPU 分别达 56.1 和 17.6 美元。。

图表12: MiniMax 旗下 AI 原生产品的量价拆分

| | 2023 | 2024 | 24Q1-Q3 | 25Q1-Q3 |
|--------------|------|------|---------|---------|
| 整体数据 | | | | |
| 月活 (万) | 314 | 1911 | 1460 | 2762 |
| YoY | | 508% | | 89% |
| 付费用户 (万) | 12 | 65 | 49 | 177 |
| YoY | | 443% | | 262% |
| 付费渗透率 | 4% | 3% | 3% | 6% |
| ARPPU (美元/人) | 6.3 | 11.1 | 7.4 | 15.1 |
| YoY | | 75% | | 104% |

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

| Talkie/星野 | | | | |
|-------------------|-----|------|------|--------|
| 月活 (万) | 291 | 1469 | 1240 | 2005 |
| YoY | | 406% | | 62% |
| 付费用户 (万) | 12 | 59 | 49 | 139 |
| YoY | | 389% | | 184% |
| 付费渗透率 | 4% | 4% | 4% | 7% |
| ARPPU (美元/人) | 6.3 | 8.3 | 7.4 | 5.4 |
| YoY | | 31% | | -27% |
| 海螺 AI | | | | |
| 月活 (万) | | 217 | 4 | 565 |
| YoY | | | | 15589% |
| 付费用户 (万) | | 6 | | 31 |
| 付费渗透率 | | 3% | | 6% |
| ARPPU (美元/人) | | 36.2 | | 56.1 |
| MiniMax | | | | |
| 月活 (万) | 24 | 220 | 217 | 143 |
| YoY | | 818% | | -34% |
| 付费用户 (万) | | | | 1 |
| 付费渗透率 | | | | 1% |
| ARPPU (美元/人) | | | | 73.4 |
| MiniMax 语音 | | | | |
| 月活 (万) | | 5 | | 49 |
| 付费用户 (万) | | | | 6 |
| 付费渗透率 | | | | 12% |
| ARPPU (美元/人) | | | | 17.6 |

资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投; 注: ARPPU= (产品收入-在线营销服务收入)/付费用户

作为对比, 国内另一家大模型公司智谱同样经历着 Token 调用量、客户数和收入规模快速增长的趋势。

- 1) Token 调用量:** 2022 年、2023 年、2024 年 12 月以及 2025 年 6 月, 智谱平台的日均 token 消耗量分别达到 5 亿、21 亿、0.2 万亿和 4.6 万亿, 增速显著。
- 2) 客户数:** 本地化部署的客户数量少但单客户收入高, 客户数量从 22 年的 48 个增加至 24 年的 123 个; 云端部署的客户数量在 23 年仅 2812 个, 24 年就快速增加至 5457 个。
- 3) 收入规模:** 24 年、25 年上半年收入分别为 3.12 亿元、1.91 亿元。且收入呈现加速增长, 23、24 和 1H25 收入增速分别为 117%、151%、325%。

图表13: 智谱的经营数据和收入规模均快速增长

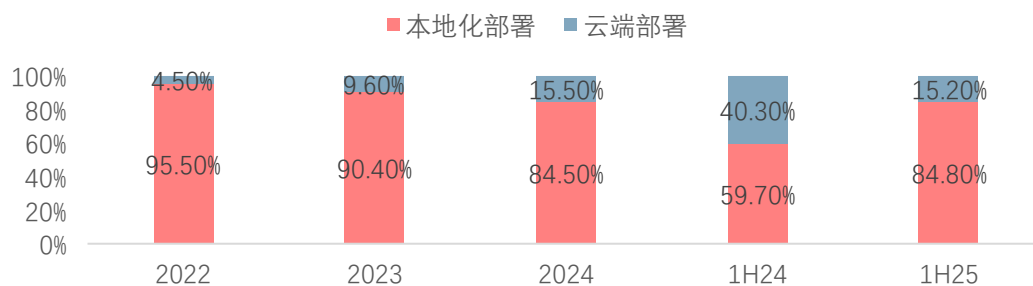
| | 2022 | 2023 | 2024 | 1H25 |
|-----------------|------|------|------|------|
| 总收入（百万元） | 57 | 125 | 312 | 191 |
| YoY | | 117% | 151% | 325% |
| 本地化部署 | | | | |
| 收入（百万元） | 55 | 113 | 264 | 162 |
| YoY | | 105% | 134% | 504% |
| 客户数量（个） | 48 | 61 | 123 | 95 |
| 平均单客户收入（百万元/个） | 1.14 | 1.85 | 2.15 | 1.70 |
| 云端部署 | | | | |
| 收入（百万元） | 3 | 12 | 48 | 29 |
| YoY | | 360% | 307% | 61% |
| 客户数量（个） | | 2812 | 5457 | 3061 |
| 平均单客户年化收入（万元/个） | | 0.42 | 0.89 | 1.90 |

资料来源：智谱招股书，中信建投

看结构，智谱目前收入主要来自 B 端本地化部署，也逐步向个人订阅制拓展。

1) 看现在：85%收入来自 B 端本地化部署。智谱围绕一体化 MaaS 平台组织产品供应，主要提供四类模型（语言模型、多模态模型、智能体模型及代码模型），以及用于模型微调、部署及智能体开发的集成工具。目前收入主要包括两方面 a) 本地化部署：模型托管在客户自己的基础设施内，使客户能够利用其专有或敏感数据，定制私域专属 AI 模型。1H25 收入占比 85%；b) 云端部署，模型托管在可扩展且可靠的云端基础设施上，客户直接调用模型 API。1H25 收入占比 15%。

2) 展望未来：API 业务收入占比有望快速提升。智谱 CEO 张鹏在 12 月初接受媒体采访时曾明确表示，公司计划将 API 业务的收入占比提升至 50%。近期 CEO 张鹏还对《科创板日报》披露，面向全球开发者的 GLM Coding Plan 的 ARR 已突破 1 亿元人民币。

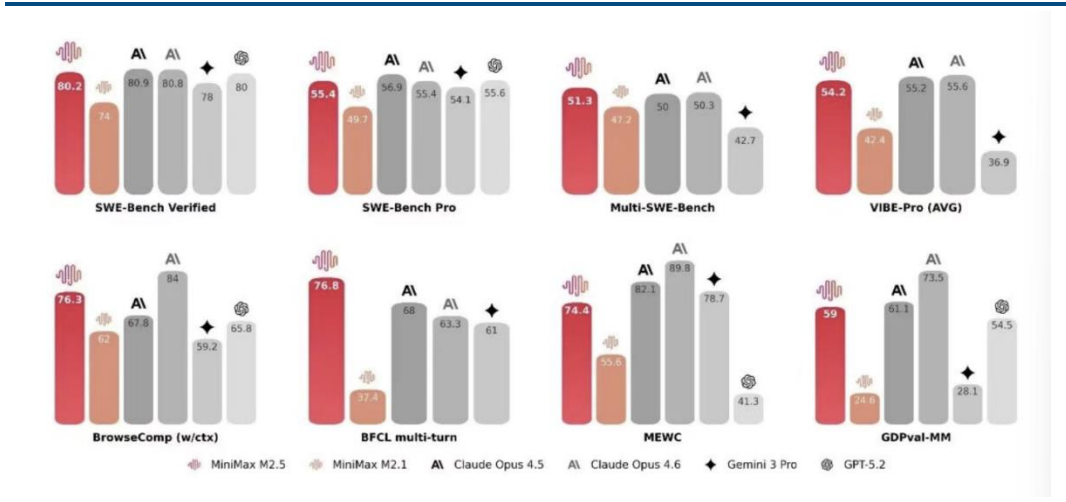
图表14: 智谱的收入拆分


资料来源：智谱招股书，中信建投

二、M2.5 发布：编程与 Agent 能力跃升，有望成为新增长曲线

M2.5 模型能力跃迁：编程与 Agent 的双重突破。2026 年 2 月 13 日，MiniMax 正式发布 M2.5 模型，这是继 M2 之后公司再次推出的重量级产品。与 M2 相比，M2.5 在编程领域实现了质的飞跃，在硬核的 SWE-Bench Verified 测试中，M2.5 获得 80.2% 的高分，这一成绩超越了 GLM-5（77.8%）和 Kimi K2.5（76.8%），基本逼近 Claude Opus 4.6（80.8%）的水平。多语言任务 Multi-SWE-Bench 方面，M2.5 更是刷新了 SOTA（当前最优）纪录，得分达到 51.3%。BrowseComp 测试中，76.3% 的得分同样展现了其强大的工具调用和搜索能力。

图表 15：以编程场景为例，MiniMax M2.5 和其他编程模型的价格、性能对比



资料来源：MiniMax 官方公众号，中信建投

M2.5 从单纯的代码补全进化至具备架构师级能力。在核心编程能力上，M2.5 已经可以部分超越 Claude Opus 系列，证明了中国大模型在编程领域的实力。硅谷新贵 Kilo Code（曾被视为 Cursor 最强挑战者）在 M2.1 时期就高调宣布将其作为默认模型，其联合创始人兼 CEO Breitenother 给出的理由简单直接：在开发者直接评判的真实编码工作流程中，M2.1 能够与前沿模型相媲美。

场景边界拓展：从聊天到干活的跨越。M2.5 的另一大亮点是向通用 Agent 场景的深度渗透。通过集成 Office Skills，M2.5 已经能够支持金融建模、法律文书等复杂场景的直接交付。目前平台上已构建了超过 1 万个行业专家 Agent，能够完成从“聊天”到“干活”的转变。这一转变的意义在于，MiniMax 不再仅仅是一个聊天工具，而是成为能够替用户完成实际工作的智能助手。目前平台上的 Skills 覆盖技术开发、办公效率、商业金融、营销电商、视觉设计、音视频等多个垂直场景，既包含 PPT 制作、Excel 处理、文档处理等高频办公应用，也涵盖股票价值分析、行业研报、多 Agent 研发团队等专业化能力，且部分专家浏览量已达数万次，显示平台已形成一定规模的使用沉淀与分发机制。

图表16: 目前 MiniMax Agent 集成的专家 (Skills) 超过 1 万个


资料来源: MiniMaxAgent, 中信建投

极致性价比延续: 推理成本进一步下探。在性能保持高水准的同时, MiniMax M2.5 继续强化其一贯的成本优势。从定价结构看, M2.5-Lightning 版本在支持约 100 TPS (每秒 Token 生成速度) 的情况下, 每百万 Token 输入价格约为 0.3 美元、输出价格约为 2.4 美元; 标准版输入价格同样为 0.3 美元, 而输出价格进一步下降至约 1.2 美元。从主流大模型横向对比来看, 其输出端价格大约仅为 Claude Opus、Gemini Pro 及 GPT 系列高端模型的约 1/10 至 1/20。与此同时, 模型在运行效率层面也出现明显提升。当前版本的推理速度约为 100 TPS, 在典型复杂任务中的端到端执行时间约为 22.8 分钟, 相比上一代模型效率提升约 37%, 同时复杂任务的 Token 消耗降低约 20%。效率与成本的双重优化, 使得整体使用成本进一步下降。在 Agent 类应用中, 这一优势尤为突出: 由于任务往往包含多轮调用、长链路推理以及持续运行的特征, 计算效率的提升会被持续放大, 从而显著降低整体推理成本。

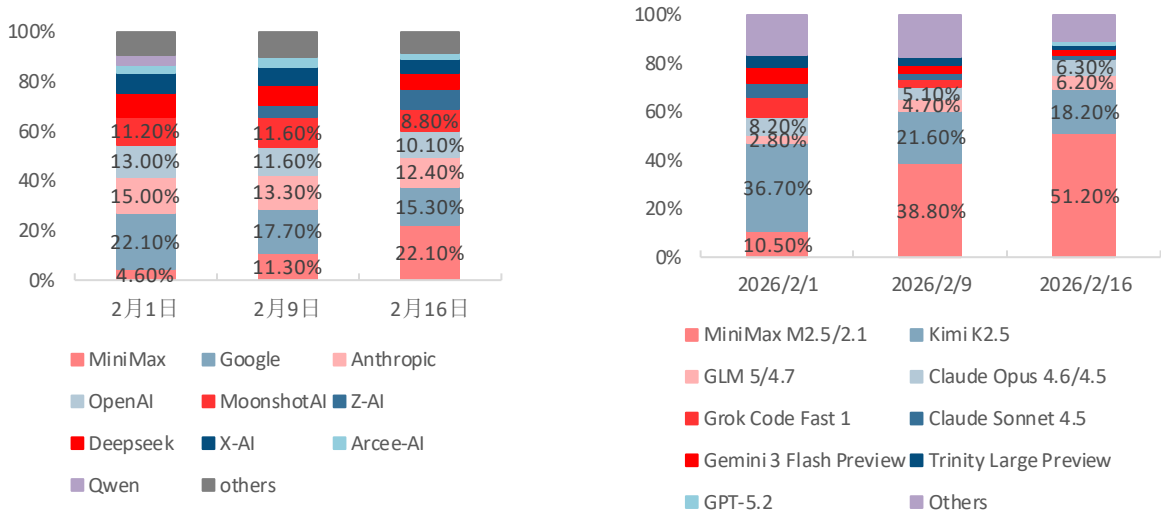
底层架构升级: 面向 Agent 的强化学习框架。从技术演进路径来看, MiniMax 在底层架构上持续进行结构性优化。公司在 2024 年前后完成向 MoE 架构的转型, 随后在 M1 阶段重新强化 Full-Attention 结构; 在最新的 M2.5 版本中, 核心变化在于引入面向 Agent 任务的强化学习框架 Forge, 并结合异步调度策略对任务执行流程进行优化。在训练机制上, M2.5 进一步引入了“过程奖励”(Process Reward) 机制。与传统强化学习主要针对最终结果进行奖励不同, 过程奖励会对任务执行过程中的关键步骤进行持续反馈, 使模型在复杂任务执行中能够更稳定地做出中间决策, 从而减少推理路径中的错误累积。这一机制对于 Agent 应用尤为关键, 因为 Agent 通常需要在较长的任务链条中连续完成多步决策, 一旦某一环节出现偏差, 整体任务成功率就会显著下降。通过对任务执行过程的强化约束, 模型能够在保证质量的同时提升响应效率, 从而更适配长链路 Agent 场景。

OpenRouter 周度登顶: 编程与 Agent 调用量激增

国产模型快速崛起, MiniMax 表现突出。根据 OpenRouter 平台, 今年 2 月以来 Token 调用量呈现周度环比 17% 的快速增长, 其中以 MiniMax 为代表的国产模型增长迅速, 在 M2.5 模型发布后 MiniMax 系列模型在 Openrouter 上的日度调用量连续六天超过 450B。截至 2 月 16 日, MiniMax 在该平台上的周度 Token 调用量市占率达到 22% 位列第 1, 其中在编程场景下市占率超过 50%。其中 100K 至 1M 长文本区间的增量调用需求增长明显, 这个区间也是 Agent 的工作流典型消耗场景。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表17: MiniMax 在 Openrouter 平台的使用市占率(周度) 图表18: MiniMax 在 Openrouter 编程市占率(周度)



资料来源: Openrouter, 中信建投

资料来源: Openrouter, 中信建投

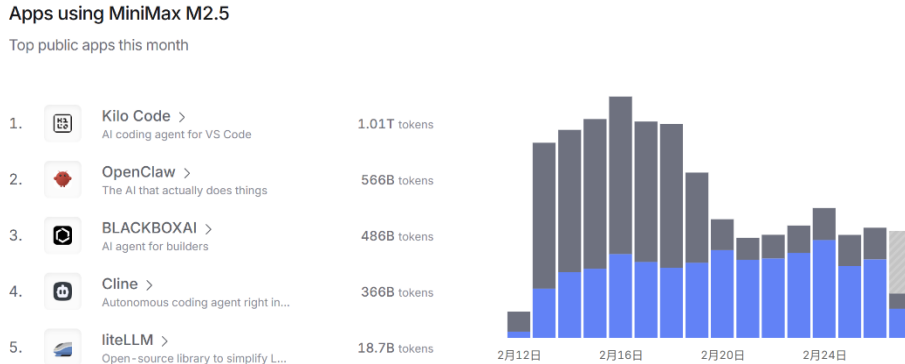
开源生态的加持, Openclaw 产品背书。 MiniMax 在 M2.5 发布后即开放模型权重, 并在 HuggingFace 提供下载, 支持开发者进行本地部署(如 vLLM、SGLang 等), 有望加速开发者生态扩展及 Agent 应用落地。Kilo Code 等硅谷明星项目先后宣布支持 MiniMax 作为默认模型, 进一步提升了其国际影响力。

开发者生态加速扩散: OpenClaw 带动 Token 调用快速增长。 近期开发者社区中, 开源 Agent 项目 OpenClaw (GitHub 原项目名 Clowdbot) 关注度快速提升, 在 GitHub 上的 Star 数量已突破 20 万, 成为近期增长最快的 AI 开源项目之一。随着项目影响力扩大, 其底层模型选择也带动了相关厂商的调用量增长。MiniMax 作为 OpenClaw 官方推荐的模型之一, 在项目热度快速上升期间, 平台 Token 调用量出现明显提升, 周度环比增幅一度达到约 64%。从产品定位看, OpenClaw 是一款可在本地设备运行的通用 AI 助手, 支持 MacOS、Windows 和 Linux 等主流操作系统, 并能够接入多种开发者常用工具与通讯平台, 例如 WhatsApp、Telegram、Discord、Slack 等。同时, 该系统还可以对接 GitHub、Vercel、Google Drive 等开发与生产力平台, 使其能够在真实工作流程中执行自动化任务。在能力扩展方面, OpenClaw 不仅内置了一系列 Agent 常用工具, 还支持通过插件与 Skills 机制持续扩展功能, 从而形成较为开放的开发者生态。

在具体模型选择上, 不少开发者在实践中将 MiniMax M2.1 作为核心推理引擎。一方面, 该模型在工具调用和多轮任务执行方面表现稳定, 能够较好支持 Agent 类应用的复杂任务链路; 另一方面, 其较低的 Token 成本也显著降低了长期运行 Agent 的计算开销。在 Agent 应用普遍需要高频调用模型的背景下, 这种成本与性能之间的平衡, 使得开发者能够以较低的边际成本实现更高的自动化生产效率。

下图展示了 MiniMax M2.5 模型在开发者生态中的应用使用情况及近期 token 调用趋势, 反映出其在 AI Coding Agent 场景中的快速渗透。从应用侧看, Coding Agent 已成为当前最主要的使用场景。根据 Openrouter, 2 月份以来 M2.5 调用量排名前五的应用分别为: Kilo Code (VS Code AI coding agent), 调用量约 1.01T tokens, 显著领先; 其次是 OpenClaw, 用量 566B tokens; 其次是 BLACKBOXAI、Cline 和 liteLLM。从结构上看, 前四个应用均为 AI 编程或 Agent 类工具, 显示 M2.5 在开发者工具链中的采用度较高, 且头部应用调用规模已进入数千亿至万亿 token 级别, 生态呈现明显的头部集中效应。

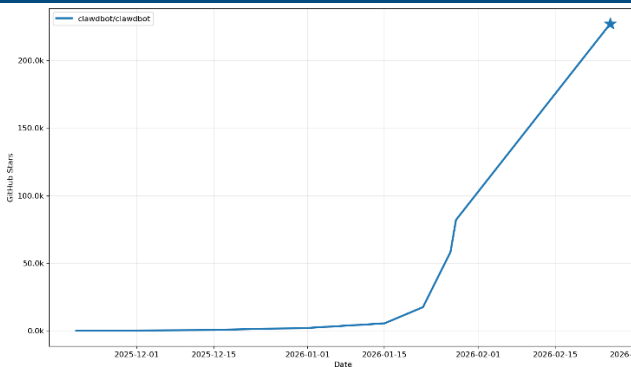
图表19: 通过 Openrouter 调用 MiniMax M2.5 模型的 Top5 应用, 基本都是 Agent 类应用



资料来源: Openrouter, 中信建投

产品体验: 降低使用门槛的持续努力。除了模型能力外, MiniMax 在产品体验方面也在持续努力。以 Open Claw 的配置为例, 虽然字节、阿里、腾讯等大厂都提供了云部署 OpenClaw 的方法, 但真正部署过的开发者都知道其中的复杂性。目前 MiniMax Agent 提供了“一键部署”, 用户全程只需配置 MiniMax API, 其他环节全部由 Agent 自动完成, 包括主机版本检测、环境诊断、安全协议配置等。这种极简的使用体验大幅降低了用户的入门门槛, 使得更多非技术背景的用户也能享受到 AI Agent 带来的便利。

图表20: Openclaw 在 Github 上的 Stars 数量不断新高



资料来源: Github, 中信建投

图表21: MiniMax 桌面端可以一键配置 OpenClaw



资料来源: MiniMaxAgent, 中信建投

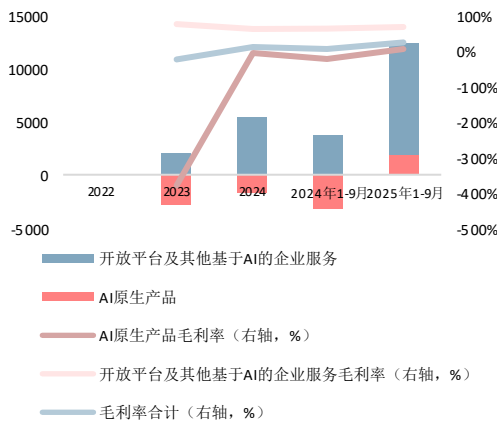
三、财务分析

毛利率与成本分析：B端稳健支撑，C端实现转正，盈利能力显著跃升。

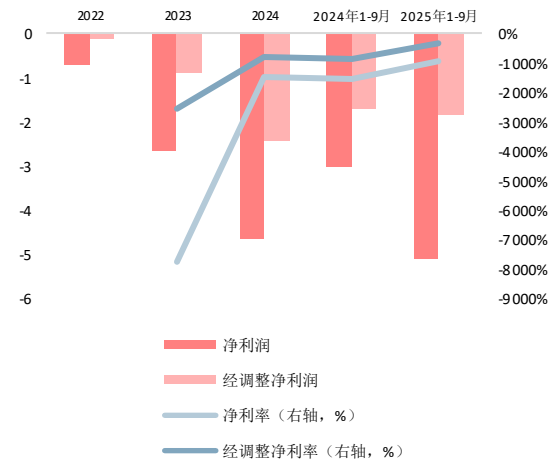
2024年公司毛利成功扭亏为盈，达到373.8万美元，2025年前三季度爆发式增长至1247.6万美元，整体毛利率从2023年的-25%快速跃升至2025年9月的23%。毛利率的提升受益于模型创新和基建协同带来的推理成本优化，推理算力开支占公司营业成本的93%，为最大构成项，公司主要通过两项措施提高推理效率：1) 动态资源分配和统一训推框架保持高计算利用率；2) 实时扩展工作负载的高并发调度系统灵活分配算力资源。分业务来看，开放平台及其他基于AI的企业服务（B端）是公司的盈利支柱，2025年前三季度贡献了约86%的毛利额，毛利率稳居69%的高位；AI原生产品（C端）在经历了前期的战略性亏损后，于2025年前三季度毛利正式转正，毛利率从2023年的-380%修复至5%，推理成本下降和用户规模上升带来的规模效应开始释放。毛利率改善标志着公司依托大模型迭代，通过推理成本的优化与多元变现路径的打通，已经跨越了增收不增利的初期阶段，边际效益正加速显现。

净利润：经调整净亏损率大幅收窄，账面亏损受估值变动影响。 尽管受研发投入及算力成本影响公司尚未实现盈利，但财务指标正朝向健康化发展。2025年前三季度，公司录得净亏损5.12亿美元，亏损额度随业务规模扩大有所增加，但其中很大一部分源于金融负债公允价值亏损，为3.13亿美元。若剔除公允价值变动及股份支付等非经营性因素，公司经调整净亏损率呈现显著收窄态势，从2023年的-2574%大幅优化至2024年的-800%，并进一步在2025年前三季度收窄至-349%。

图表22: B端是毛利支撑，C端扭亏转正（千美元）



图表23: 净亏损率缩窄，尚未实现盈利（亿美元）



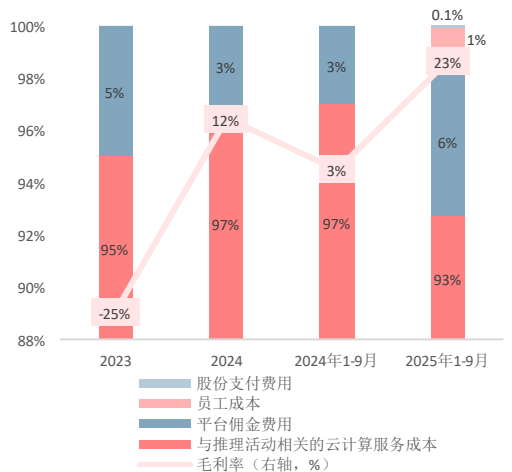
资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

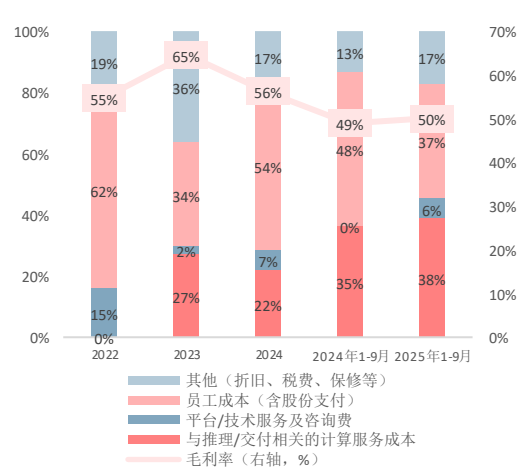
成本端来看，在C端规模化产品为主的战略下，云算力成本占据绝对主导。以Talkie/星野和海螺AI为核心的C端产品战略产生了庞大的标准化推理需求，截至2025年前三季度，与推理活动相关的云计算服务成本达3798.8万美元，占比为92.7%。随着C端产品商业化进度的加快，平台佣金费用（如应用商店分成）在2025年前三季度增至236万美元，占比5.8%。员工成本占比仅为1.4%，达59.2万美元，公司服务交付流程主要依托算法驱动的云端自动化完成，无需投入大量现场交付人员，展现了互联网化产品极强的边际扩张能力。

对比MiniMax和智谱AI的成本结构，MiniMax的成本核心为云算力开支（2025年前三季度占比92.7%），体现了

C端产品高频、高并发下的标准化推理特征。而智谱AI的成本结构则呈现“算力与人力双驱动”，2025年上半年员工成本与算力成本占比旗鼓相当（分别为37%和38%）。这主因是智谱侧重于B端/G端大客户的私有化部署，约85%的收入需通过技术团队进场实施、微调及运维实现，其算力消耗也更多产生于交付前的模型适配阶段。**核心战略和商业模式的不同也体现在毛利率水平和趋势的差异上：B端/G端客户单价高、预算足，盈利确定性强，智谱AI的毛利率维持在50%左右，赚取稳定费用；C端推理效率提升，MiniMax在2023年毛利率为-24.7%，但随着Talkie/星野和海螺AI等C端应用的用户增长，毛利率上升至2025年1-9月的23.3%。**

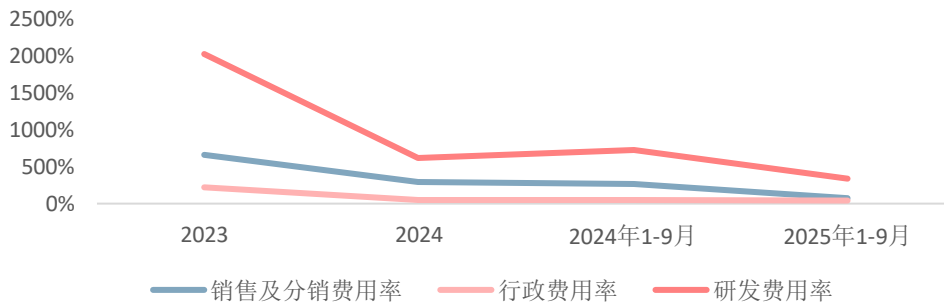
图表1: MiniMax 营业成本拆分


资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投

图表2: 智谱AI 营业成本拆分


资料来源: 智谱AI 招股书, 中信建投

研发投入持续加码，规模效应驱动费率大幅优化。尽管公司仍处于高投入期，但整体运营效率呈现改善趋势，总期间费用率已从2023年的2902%缩减至2025年前三季度的452%。其中，研发费用2025年前三季度达1.80亿美元，虽然绝对值持续增加，但受营收爆发式增长驱动，研发费用率已从2023年的2023%快速降至2025年9月的337%；销售及分销费用率从2023年的660%降至2025年前三季度的74%，与此同时用户数和收入仍保持高速增长，公司对买量获客的依赖度大幅降低。行政费用率由220%降至41%，反映出后台管理效率得到了良好控制。

图表3: 随着规模效应显化，公司期间费用率下降


资料来源: MiniMax 招股书, 中信建投;

拆分研发费用结构，训练算力开支占比提高成为主要来源，标志着公司从实验室研发转向商业化部署。公司研发费用主要包括模型训练、微调和实验相关成本。前期科研阶段中，研发员工成本为最重要投入项，在2022

年达 546.1 万美元，占比 52%，支撑了公司核心团队的组建及 MoE 架构、线性注意力机制等底层技术的突破；但随着公司底层模型完善和商业化部署加快，研发员工成本占比降至 16%。与此同时，与大模型预训练、强化学习微调及基础设施效能验证相关的训练云算力开支占比从 2022 年的 39% 上升至 2025 年前三季度的 79%，成为最重要的研发费用项。

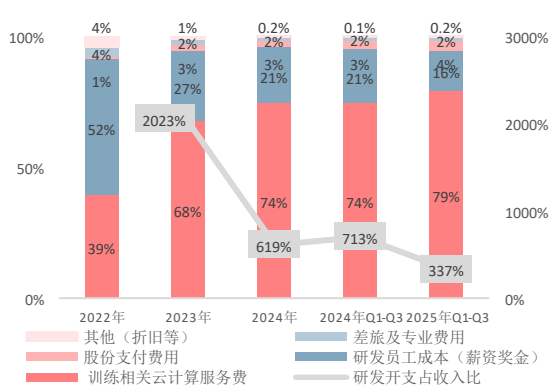
拆分销售费用结构，业务推广费占绝对主导。2023 年公司推出 MiniMax 开放平台和 Talkie/星野两款应用并同步发力营销，业务推广费用从 2022 年占比 59% 上升至 2023 年的 97%；2024 Talkie/星野全球化扩张和海螺 AI 发布，进一步推动业务推广费用提升至 8486.1 万美元，占比 98%；截止 2025 年前三季度，业务推广费用达 3619 万美元，占比 92%，仍是公司主要销售费用项。2025 年公司加强 B 端销售和解决方案团队建设，销售端员工成本显著增长，2025 年前三季度达 277.4 万美元，占比为 7%。

公司营销同时发力 C 端和 B 端，包含技术营销和投放合作等策略：

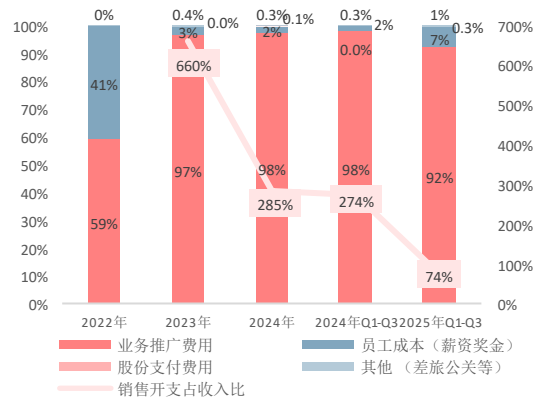
1) C 端策略：技术营销实现低成本突破，结合广告精准投放增加品牌曝光。技术营销是 AI2C 应用公司展示产品的重要渠道，公司利用主要社交媒体平台来展现大模型创新，突出与贴近生活的应用场景拉近与用户的距离，例如通过具象化演示 Hailuo-02 所呈现的高水平物理精度，展示基座模型的代际领先，从而占据用户心智，实现低成本获客。此外，与 X、YouTube、小红书等社交平台的全球 AI 领先 KOL 开展共创，通过高价值的产品测评和创意视频吸引多元受众，将技术优势转化为口碑传播。与此同时，配合在 App Store、Google Play 及第三方服务商进行定向广告投放，确保产品在全球核心流量池的高频曝光。

2) B 端策略：专属案例驱动转化，销售团队与渠道合作提高渗透。公司融合品牌建设 with 行业专属成功案例，通过广泛传播详细的技术文档、行业应用实例（如金融、医疗、文旅等），向企业客户证明大模型在实际业务中的落地能力，为了提升转化率，向潜在 B 端客户提供最新大模型的交互式访问权限，让客户在实际体验中确认模型性能，从而缩短决策周期。此外，公司建立专业的销售与解决方案团队，深度触达重点企业客户；同时与全球渠道合作伙伴协作，利用其本地化资源加速渗透。

图表4： 公司研发费用拆分



图表5： 公司销售费用拆分



资料来源：MiniMax 招股书，中信建投

资料来源：MiniMax 招股书，中信建投

现金流：资金使用效率高，现金储备充足

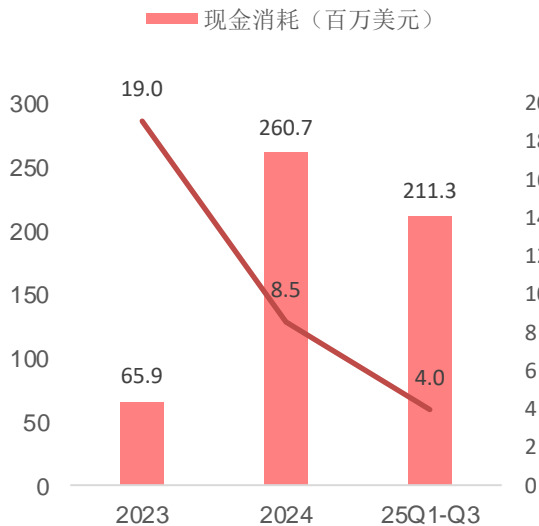
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

盈利质量高，现金消耗减少。随着收入快速增长和经调整净亏损率大幅收窄，公司的现金流也向好发展。我们将现金消耗定义为经营活动所用现金净额、资本支出、租赁付款三大指标之和。23、24 全年和 25 年前三季度，公司的现金消耗分别为 0.66、2.61、2.11 亿美元，现金消耗与收入的比值分别为 19.0、8.5、4.0，呈下降趋势。

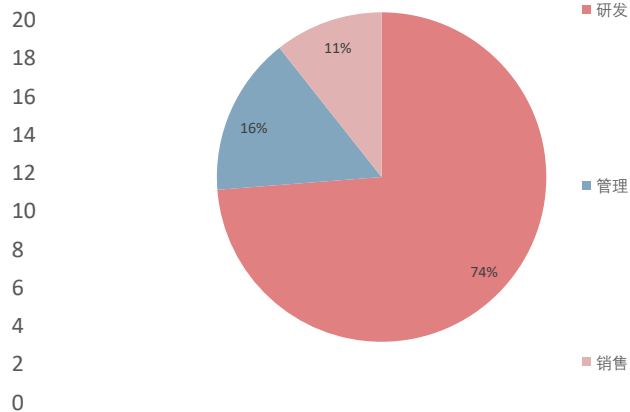
现金储备充足，资金使用效率高。公司累计融资 15 亿美元，截至 25 年三季度末，公司现金结余为 10.5 亿美元（来源于融资+业务经营），其中包括现金及现金等价物 3.63 亿美元、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产的即期部分 6.44 亿美元以及未动用银行融资 0.39 亿美元。我们认为公司资金使用效率高的背后，是极为精简的团队规模和极高的经营效率：

1) 团队规模精简：截至 25 年三季度末，公司共拥有员工 385 名，其中研发、管理、销售人员分别为 284、60 和 41 名，占比分别为 74%、16%和 11%。我们保持扁平灵活的组织架构，在首席执行官以下设立不超过三层职级，团队架构围绕基于项目的任务，而不是严格的部门划分。除部门主管外，公司的团队未设置正式的职业等级，由此实现了部门内部和跨部门的协作，并且消除了冗余的汇报关系。未来公司也不会以人员的大规模扩张，作为业务快速发展的代价，招股书披露公司计划在未来 5 年内继续每年在全球招聘 30 名顶级通用大模型和 AI 基础设施研究人员、工程师和科学家，同时在未来 5 年内每年另行招聘约 14 名销售人员。即未来 5 年研发、销售人员数量增速均低于 11%和 35%。

2) AI 提升经营效率：公司将自研模型技术融入内部运营体系，包括部署自主开发的 AI agent 以支持软件开发、实现工作流自动化及处理日常任务。公司计划继续采用有机用户及客户获取策略来扩大我们的全球用户及客户群体，而不依赖大量的品牌推广及用户获取支出。该等举措旨在确保组织效率与收入基础并行扩展，长期改善利润率。

图表6： 公司的现金消耗变化


资料来源：MiniMax 招股书，中信建投

图表7： 团队精简，研发人员占比 74%


资料来源：MiniMax 招股书，中信建投

投资建议

基于 MiniMax M2.5 的发布带来的市场反响、OpenRouter 调用量的爆发式增长、OpenClaw 等第三方生态的繁荣，以及 MiniMax Agent 和 Coding Plan 的定价优势，我们上调公司 2025-2027 年的收入预测。

预计 MiniMax 2025 年预计实现营业收入 7,020 万美元，同比增长 129.99%；2026 年预计实现营业收入 2.12 亿美元，同比增长 202.04%；2027 年预计实现营业收入 5.75 亿美元，同比增长 171.03%。

收入增长驱动力主要来源于以下几个方面：

第一，模型 API 调用收入的快速增长。M2.5 发布后在 OpenRouter 上引发的热潮，将带动 API 调用量的显著提升。我们预计，随着更多开发者认识到 M2.5 在编程和 Agent 场景下的优势，API 调用收入将保持高速增长态势。

第二，Coding Plan 订阅服务的渗透率提升。相比 API 按量计费，Coding Plan 的订阅模式具有更强的可预测性，更适合高频使用的开发者和企业客户。随着 Agent 应用的普及，预计 Coding Plan 的渗透率将持续提升。

第三，开放平台及企业服务收入的扩张。MiniMax 开放平台已经积累了大量的企业客户和开发者，我们预计这一趋势将在未来几年持续强化。特别是在海外市场，MiniMax 的全球化布局将带来更多的企业级客户。

我们持续看好 MiniMax 的发展前景，主要基于以下核心逻辑：

第一，模型能力的持续领先。MiniMax 在过去三年依次突破语音（2023 年）、视频和音乐（2024 年）、文本和 Agent（2025 年）能力，形成了完整的全模态产品矩阵。M2.5 模型在编程能力上已经可以比肩 Claude Opus 系列，部分场景下甚至实现超越。这种持续的技术创新能力是公司长期竞争力的根本保障。

第二，性价比优势的持续扩大。MiniMax 凭借 MoE 架构和深度优化，在保持高性能的同时实现了极致的成本控制。M2.5 的价格仅为竞品的 10%-20%，这种成本优势在大规模商业化应用时将转化为显著的竞争力。我们认为，在未来的大模型竞争中，性价比将成为决定胜负的关键因素之一。

第三，出海能力、商业化路径的清晰验证，以及第三方生态的繁荣发展。OpenClaw 等开源项目的火爆，不仅直接带动了 MiniMax 的 Token 调用量，更培养了开发者社区的使用习惯和忠诚度。

风险分析

模型迭代效果不及预期，消费习惯难以改变的风险，关联公司治理风险，生成式 AI 技术发展不及预期的风险，产品研发难度大的风险，产品上线延期的风险，营销买量成本上升风险，人力成本上升的风险，政策监管的风险，商业化能力不及预期的风险，AI 产品和服务的用户增长和付费率不及预期的风险，AI 产品和服务降本提效效果不及预期的风险，新客户拓展不及预期的风险，生成式 AI 带来的数据安全风险，全球经济环境恶化风险，国内外互联网行业反垄断及监管风险，地缘政治导致客户出海困难的风险，竞争加剧风险，头部广告主预算缩减风险，品牌客户拓展不及预期的风险，人才流失风险。

报表预测

资产负债表 (百万美元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 流动资产 | 319.51 | 805.65 | 2,108.69 | 2,905.57 | 8,705.51 |
| 现金 | 206.30 | 316.21 | 601.90 | 106.04 | 57.47 |
| 应收票据及应收账款 | 1.34 | 6.98 | 21.60 | 56.87 | 165.50 |
| 合计 | | | | | |
| 其他应收款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预付账款 | 0.52 | 6.33 | 12.59 | 40.99 | 107.08 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动资产 | 111.35 | 476.14 | 1,472.59 | 2,701.67 | 8,375.48 |
| 非流动资产 | 4.50 | 104.94 | 104.25 | 103.57 | 102.88 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 0.71 | 1.09 | 0.92 | 0.75 | 0.58 |
| 无形资产 | 3.31 | 3.08 | 2.56 | 2.05 | 1.54 |
| 其他非流动资产 | 0.47 | 100.77 | 100.77 | 100.77 | 100.77 |
| 资产总计 | 324.01 | 910.58 | 2,212.94 | 3,009.14 | 8,808.40 |
| 流动负债 | 662.79 | 1,707.65 | 3,518.84 | 4,786.98 | 10,185.75 |
| 短期借款 | 0.00 | 19.46 | 0.00 | 0.00 | 1,993.77 |
| 应付票据及应付账款 | 17.24 | 51.21 | 163.95 | 394.36 | 925.59 |
| 合计 | | | | | |
| 其他流动负债 | 645.55 | 1,636.98 | 3,354.89 | 4,392.62 | 7,266.39 |
| 非流动负债 | 3.13 | 2.26 | 2.26 | 2.26 | 829.67 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 827.41 |
| 其他非流动负债 | 3.13 | 2.26 | 2.26 | 2.26 | 2.26 |
| 负债合计 | 665.92 | 1,709.90 | 3,521.10 | 4,789.23 | 11,015.43 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 0.00 | 0.00 | 1,000.00 | 2,000.00 | 3,000.00 |
| 资本公积 | -341.91 | -799.32 | -1,799.32 | -2,799.32 | -3,799.32 |
| 留存收益 | 0.00 | 0.00 | -508.84 | -980.78 | -1,407.71 |
| 归属母公司股东权益 | -341.91 | -799.32 | -1,308.16 | -1,780.10 | -2,207.03 |
| 负债和股东权益 | 324.01 | 910.58 | 2,212.94 | 3,009.14 | 8,808.40 |

现金流量表 (百万美元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 经营活动现金流 | -64.455 | -258.483 | 439.0858 | -361.9894 | -2671.493 |
| 净利润 | -269.25 | -465.24 | -508.84 | -471.94 | -426.93 |

利润表 (百万美元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3.46 | 30.52 | 70.20 | 212.03 | 574.68 |
| 营业成本 | 4.31 | 26.79 | 55.49 | 162.08 | 343.60 |
| 营业税金及附加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 22.83 | 87.00 | 52.65 | 42.41 | 74.71 |
| 管理费用 | 77.62 | 203.36 | 336.96 | 345.61 | 385.03 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 0.06 | 0.51 | -1.18 | -1.24 | 63.14 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 信用减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | -101.36 | -287.13 | -373.72 | -336.82 | -291.81 |
| 其他非经营损益 | -167.89 | -178.11 | -135.12 | -135.12 | -135.12 |
| 利润总额 | -269.25 | -465.24 | -508.84 | -471.94 | -426.93 |
| 所得税 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | -269.25 | -465.24 | -508.84 | -471.94 | -426.93 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | -269.25 | -465.24 | -508.84 | -471.94 | -426.93 |
| EBITDA | -268.37 | -462.83 | -509.34 | -472.50 | -363.10 |
| EPS (美元) | -0.86 | -1.48 | -1.62 | -1.50 | -1.36 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|----------|---------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | - | 782.17 | 129.99 | 202.04 | 171.03 |
| 净利润(%) | -265.19 | -72.79 | -9.37 | 7.25 | 9.54 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | -24.68 | 12.25 | 20.95 | 23.56 | 40.21 |
| 销售净利率(%) | -7781.68 | -1524.22 | -724.84 | -222.58 | -74.29 |
| ROE(%) | 78.75 | 58.20 | 38.90 | 26.51 | 19.34 |
| ROIC(%) | 67.95 | 50.85 | 27.01 | 15.38 | 10.59 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 205.53 | 187.78 | 159.11 | 159.16 | 125.06 |

港股公司深度报告

| | | | | | | | | | | | |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|------------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 折旧摊销 | 0.81 | 1.90 | 0.68 | 0.68 | 0.68 | 净负债比率(%) | 60.34 | 37.13 | 46.01 | 5.96 | -125.22 |
| 财务费用 | 0.06 | 0.51 | -1.18 | -1.24 | 63.14 | 流动比率 | 0.48 | 0.47 | 0.60 | 0.61 | 0.85 |
| 其他经营现金流 | 203.92 | 204.35 | 948.42 | 110.51 | -2,308.39 | 速动比率 | 0.34 | 0.37 | 0.26 | 0.10 | 0.06 |
| 投资活动现金流 | -40.32 | -431.30 | -135.12 | -135.12 | -135.12 | 营运能力 | | | | | |
| 资本支出 | 2.34 | -1.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 0.01 | 0.03 | 0.03 | 0.07 | 0.07 |
| 其他投资现金流 | -42.66 | -429.67 | -135.12 | -135.12 | -135.12 | 应收账款周转率 | 2.59 | 4.37 | 3.25 | 3.73 | 3.47 |
| 筹资活动现金流 | 306.24 | 771.09 | -18.27 | 1.24 | 2,758.04 | 每股指标 (美元) | | | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 19.46 | -19.46 | 0.00 | 1,993.77 | 每股收益(最新摊薄) | -0.86 | -1.48 | -1.62 | -1.50 | -1.36 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 827.41 | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.21 | -0.82 | 1.40 | -1.15 | -8.52 |
| 其他筹资现金流 | 306.24 | 751.64 | 1.18 | 1.24 | -63.14 | 每股净资产(最新摊薄) | -1.09 | -2.55 | -4.17 | -5.68 | -7.04 |
| 现金净增加额 | 201.47 | 81.31 | 285.70 | -495.87 | -48.57 | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | -117.49 | -68.00 | -62.17 | -67.03 | -74.10 |
| | | | | | | P/B | -92.52 | -39.58 | -24.18 | -17.77 | -14.33 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 0.83 | 1.27 | -196.29 | -426.14 | -840.32 |

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI应用、潮流玩具等

马晓婷

传媒互联网行业研究员，上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究广告营销、AI应用及芒果超媒。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk