

MINIMAX-W(00100)

报告日期: 2026年04月06日

全模态技术先行者，C端原生产品与全球化企业服务双轮驱动

——Minimax 深度报告

投资要点

□ 深耕全模态技术且全球化布局领先，营收呈爆发式增长

公司深耕全模态大模型，根据灼识咨询数据显示，按2024年基于模型的收入口径，公司位列全球十大 pureplay 大模型技术公司；截至2025年12月31日，产品覆盖全球200多个国家及地区，累计服务逾2.36亿名个人用户、来自超100个国家及地区的21.4万企业客户及开发者，超过70%的收入来自国际市场，全球化布局成效显著。

经营业绩上，公司收入呈爆发式增长，2023-2024年营业收入同比增幅782.2%，2025年全年营收达7903.8万美元，同比增长158.9%。成本端聚焦研发投入，2025年研发开支达25277.1万美元，同比增长33.8%，且研发开支增幅远低于收入增幅，研发效率显著提升；毛利率从2023年-24.68%转正至2024年12.25%，2025年进一步提升至25.4%，主要得益于模型及系统效率优化、基础设施配置改善。

□ 人工智能行业技术迭代加速，行业红利双轮驱动，C端AI市场刚需渗透，行业迎来高增黄金期

人工智能行业技术国内外形成差异化发展路径，国内聚焦自主可控、场景赋能，海外主打前沿探索、生态构建，通用大模型成为核心竞争焦点，2022-2027年中国AI大模型应用市场复合增长率高达148%，市场需求持续爆发。政策层面形成“国家战略引领+地方政策配套+监管规范护航”完整体系，国务院、工信部、国家数据局等多部门密集出台政策，明确AI核心产业发展目标、扶持国产大模型研发、推动AI与实体经济深度融合，为行业发展筑牢政策根基。

C端AI市场迈入“全民可及、刚需渗透”阶段，形成“超级应用引领+垂直赛道突围”格局，用户付费意愿与商业变现能力持续提升。政策层面，国内形成完整AI政策体系，从研发扶持、产业落地等多方面扶持国产大模型发展，叠加全球商业化加速，行业迎来黄金发展期。

□ 公司构建ToC+ToB全链条业务与三级产品矩阵，个人及企业客户规模高增、付费能力突出，核心竞争力夯实

公司构建“大模型研发-AI原生产品-企业服务”全链条业务体系，形成“ToC为主、ToB协同”布局，2025年AI原生产品收入5307.5万美元，占比67.2%，为核心收入来源；开放平台及其他基于AI的企业服务收入2596.3万美元，占比32.8%，同比增长197.8%。产品端打造“底层基座模型-中层平台服务-上层行业应用”三级架构，底层全模态基座模型性能全球领先（2025年迭代M2、M2.1、M2-her、Hailuo 2.3、Speech 2.6等模型，2026年2月发布M2.5模型，2026年3月发布M2.7模型），中层开放平台API服务超21.4万企业客户及开发者，上层海螺AI、Talkie/星野等产品覆盖多场景，变现能力突出。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2026-2028年实现营业收入分别为218.71、627.25、1860.20百万元，同比增速分别为176.72%、186.79%、196.56%；对应28年PS为23倍。首次覆盖予以“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争与技术变革风险、研发投入回报不确定性风险、知识产权侵权风险

投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：刘静一

执业证书号：S1230523070005
liujingyi@stocke.com.cn

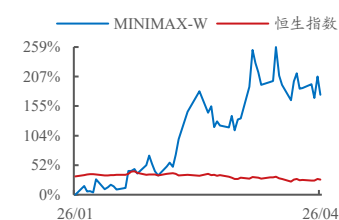
分析师：郑毅

执业证书号：S1230524070002
zhengyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$949.50
总市值(百万港元)	297,796.72
总股本(百万股)	313.64

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万美元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	79.04	218.71	627.25	1860.20
(+/-) (%)	158.95%	176.72%	186.79%	196.56%
归母净利润	-1872	-1676	-1340	-806
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股收益(元)	-17.23	-5.34	-4.27	-2.57
P/S	547.63	197.91	69.01	23.27

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 MiniMax: 全模态 AI 先行者, 从技术迭代到全球化布局	5
1.1 核心定位: 全球化全模态 AI 大模型服务商	5
1.2 发展历程: 从技术迭代到全球化落地	5
1.3 经营业绩: 收入高速增长, 规模效应逐步显现	5
2 AI 趋势已然明确, 大模型助力各行各业	7
2.1 技术导向: 从参数竞赛到实用落地, 多维度创新重构行业	7
2.2 政策密集出台, 护航行业发展	8
2.3 C 端市场: 从娱乐尝鲜到刚需渗透, 超级应用与垂直赛道双轮驱动	9
3 全模态技术落地, 构筑全球化商业生态体系	10
3.1 锚定全模态落地, 构筑双核心业务体系	10
3.1.1 AI 原生产品业务	10
3.1.2 开放平台及其他基于 AI 的企业服务	10
3.2 深耕全模态技术, 搭建三级产品矩阵架构	11
3.2.1 底层基座模型: 全模态覆盖, 性能领先	11
3.2.2 中层平台服务: 轻量化接入, 规模化覆盖	11
3.2.3 上层行业应用: 场景化落地, 多元化变现	11
3.3 深耕全球市场, 构建高粘性多元客户生态	12
3.3.1 分类型客户详情	12
3.3.2 客户合作特点	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 可比公司估值	13
5 风险提示	14

图表目录

图 1: MiniMax 全模态模型与产品演进历程.....	5
图 2: 公司营业收入高速增长.....	6
图 3: 公司营业成本结构: 90%用于支付算力.....	6
图 4: 公司毛利率持续改善.....	6
图 5: 大模型应用市场格局.....	7
图 6: 2022-2027 年中国 AI 大模型应用市场规模 (左轴) 及增速 (右轴)	8
图 7: C 端 AI 应用生态构成.....	10
图 8: Minimax 通过开放平台为全球企业客户提供 AI 服务.....	11
图 9: Minimax 产品展示	12
图 10: 全模态交互平台 Talkie / 星野.....	12
图 11: MiniMax 各产品及开放平台用户数 (万)	13
表 1: 国内人工智能相关政策.....	9
表 2: 收入及增速预测 (单位: 百万美元)	13
表 3: 可比公司估值 (截至 2026 年 4 月 5 日、来自 wind 一致预期, 原始币种)	14
表附录: 三大报表预测值.....	15

1 MiniMax：全模态 AI 先行者，从技术迭代到全球化布局

1.1 核心定位：全球化全模态 AI 大模型服务商

MiniMax 是一家于开曼群岛注册成立的全球化 AI 大模型公司，核心定位为通过自研全模态大模型组合，打造 AI 原生产品与企业服务，赋能个人用户与企业客户，提升社会生产力并丰富个人生活质量。公司自创立之初即聚焦全模态模型研发，采用混合专家（MoE）架构及混合注意力机制，在保持全球领先性能的同时降低计算资源消耗，形成“技术研发 - 产品落地 - 商业变现”的完整闭环。

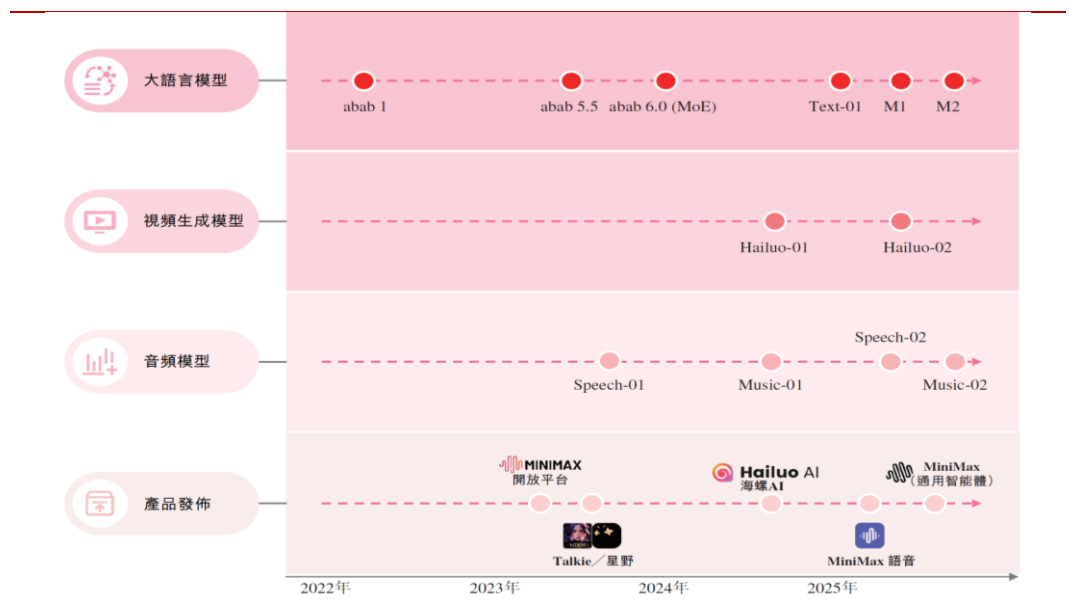
根据灼识咨询的公开数据，按 2024 年基于模型的收入口径计算，MiniMax 是全球第十大 pureplay 大模型技术公司，全球市场份额达 0.3%，在长上下文处理与多模态融合领域具备显著技术优势。截至 2025 年 12 月 31 日，公司 AI 原生产品已累计服务逾 2.36 亿名个人用户及来自超 100 个国家及地区的 21.4 万企业客户及开发者，覆盖全球 200 多个国家及地区，构建了广泛的用户生态与商业布局，超过 70% 的收入来自国际市场。

1.2 发展历程：从技术迭代到全球化落地

公司发展历程清晰呈现“模型研发 - 产品矩阵 - 商业扩张”的进阶路径：

- 2021 年：公司正式成立，奠定全模态大模型研发基础，构建核心技术团队；
- 2022-2023 年：启动多模态模型布局，完成早期用户积累；
- 2024 年：技术迭代加速，收入实现爆发式增长；
- 2025 年：推出旗舰大语言模型，全球布局持续深化，启动香港联交所上市进程；
- 2026 年 1 月：香港联交所主板上市（股份代号：0100），成为特专科技赛道代表性企业，开启资本化新篇章。

图1：MiniMax 全模态模型与产品演进历程



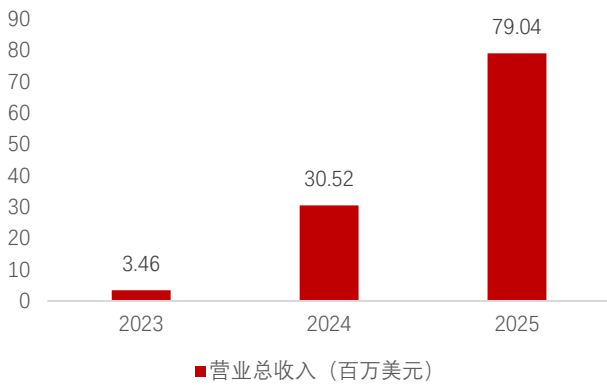
资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

1.3 经营业绩：收入高速增长，规模效应逐步显现

公司受益于全球大模型市场的快速发展，收入呈现高速增长态势，2023-2024 年营业收入从 346 万美元增长至 3052.3 万美元；2025 年全年营业收入达 7903.8 万美元，持续实现高速增长，验证了产品商业化能力的持续增强。

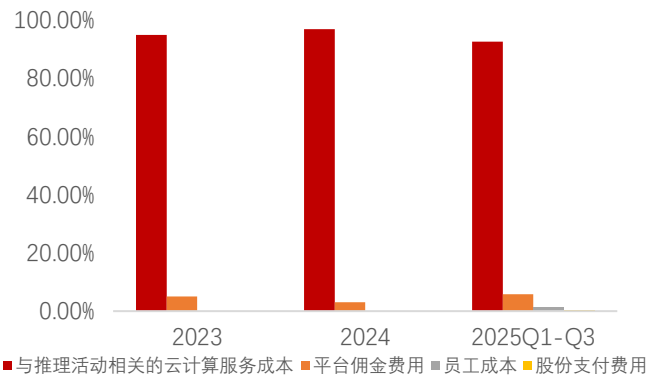
从成本结构看，研发投入是核心支出，2023-2024 年研发开支从 7000 万美元增长至 18898 万美元，2025 年全年研发开支达 25277.1 万美元，主要用于模型训练、AI 基础设施建设及人才储备；研发投入占收入比重从 2023 年的 2023.2% 降至 2025 年的 319.8%，且研发开支同比增幅（33.8%）远低于收入增长幅度，投入效率持续提升。销售成本由 2024 年的 2678.5 万美元增加 120.1% 至 2025 年的 5895.9 万美元，与业务快速扩张带来的收入增长一致；销售及分销开支同比减少 40.3% 至 5189.6 万美元，主要因 AI 原生产品业务以自然增长及口碑传播驱动，推广开支相应减小；行政开支同比增长 155.9% 至 3681.3 万美元，主要由于员工总数增加、股份支付费用增长及上市开支产生。

图2：公司营业收入高速增长



资料来源：Wind、公司 2025 年业绩公告、浙商证券研究所

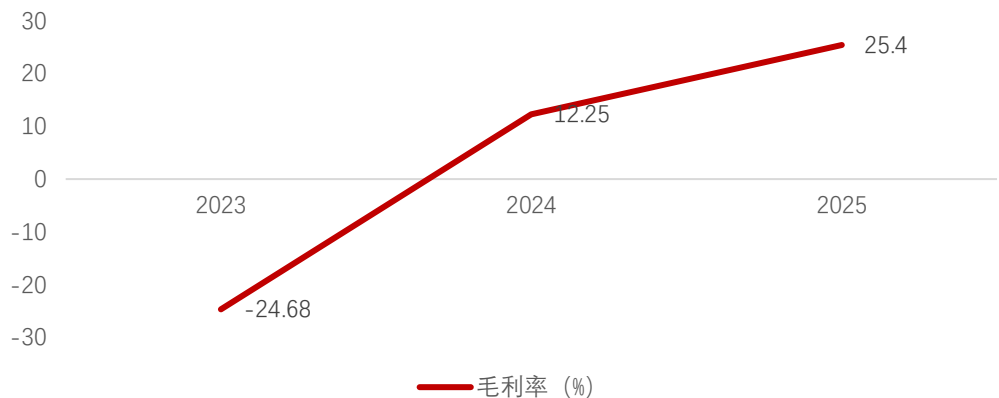
图3：公司营业成本结构：90%用于支付算力



资料来源：Wind、公司招股说明书、浙商证券研究所

盈利能力方面，公司毛利率持续改善，从 2023 年的 -24.7% 转正至 2024 年的 12.2%，2025 年进一步提升至 25.4%，主要得益于模型及系统效率提升、基础设施配置优化。

图4：公司毛利率持续改善



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2 AI 趋势已然明确，大模型助力各行各业

2.1 技术导向：从参数竞赛到实用落地，多维度创新重构行业

全球大模型行业技术发展已彻底告别“参数越大越好”的认知误区，转向“高效、可控、轻量化、多场景适配”的核心方向，技术迭代聚焦实用价值落地，形成多维度突破格局。

多模态原生融合成为核心标配，打破单一模态局限。顶尖大模型已实现文本、图像、音频、视频、3D 信号的原生协同学习，而非简单拼接，可完成跨模态理解、生成与交互。这一趋势与大模型应用市场格局图中呈现的“文本、视觉、音频”多模态应用生态高度契合，MiniMax 等企业正是通过全模态模型布局，在视觉生成（海螺 AI）、音频生成（Speech-02）等细分赛道占据核心位置。

架构创新取代参数堆砌，部署成本显著降低。混合专家模型（MoE）、神经符号融合架构成为主流，实现“性能提升+成本下降”双重突破。MiniMax 招股书显示，公司自成立之初即采用 MoE 架构及混合注意力机制，在保持模型性能领先的同时大幅降低计算资源消耗，这一技术路线使其在全球大模型市场中形成差异化竞争优势。

图5：大模型应用市场格局

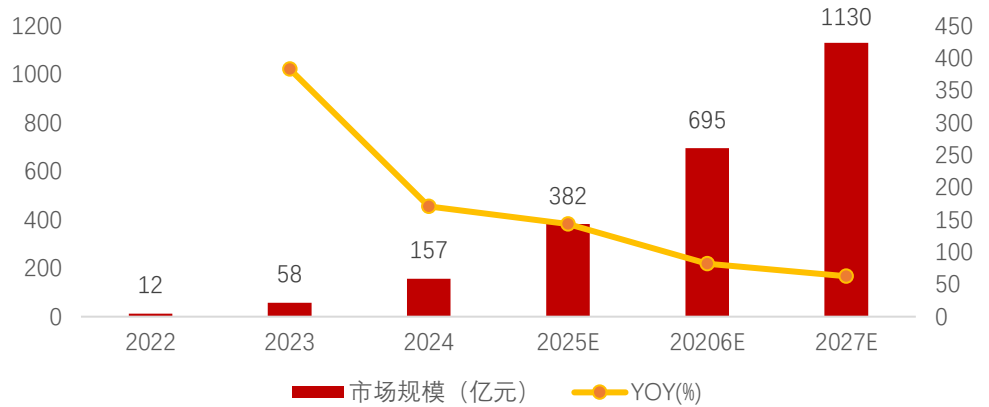


资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

智能体（Agent）技术规模化落地，实现“自主决策+跨工具调用”。不同于以往“被动执行指令”的模式，如今的 Agent 具备自主规划、环境交互与自我迭代能力，成为连接大模型与实际场景的核心载体。这一技术突破直接驱动了大模型从“内容生成工具”向“生产力助手”的转型，与市场格局图中“生产力”应用板块的快速扩张形成呼应。

开源生态与算力自主化并行发展。开源大模型与闭源大模型的性能差距大幅缩小，且具备“可定制、低成本、可部署”优势，降低中小企业 AI 转型门槛。

图6: 2022-2027年中国 AI 大模型应用市场规模 (左轴) 及增速 (右轴)



资料来源: 第一新声研究院《2024年中国 AI 大模型产业发展与应用研究报告》、浙商证券研究所

2.2 政策密集出台，护航行业发展

国内人工智能政策形成“国家战略引领、地方政策配套、监管规范护航”的完整体系，以“支持创新、推动落地、保障安全”为核心，重点扶持国产大模型发展，推动 AI 与实体经济深度融合，核心导向为五方面：

- 1. 国家战略层面**，将 AI 纳入核心发展布局，给予政策与资本双重红利，为全栈自研企业提供战略支撑；
- 2. 研发扶持层面**，中央及地方通过财政补贴、税收减免等方式加大投入，重点扶持国产大模型、算力基建等领域技术突破，产业集聚区为本地 AI 企业提供专项支持；
- 3. 产业落地层面**，推进“人工智能+”行动，推动 AI 与先进制造、金融等重点行业融合，鼓励政企采购国产 AI 解决方案，拓宽国产大模型规模化应用空间；
- 4. 监管规范层面**，坚持发展与安全并重，出台专项管理办法明确模型备案、数据合规等要求，构建分级分类监管体系，为行业健康发展保驾护航；
- 5. 国产化替代层面**，推动 AI 核心技术、算力基建、训练数据等环节自主可控，降低境外技术依赖，国产大模型自主研发路径完全契合该政策导向。

表1: 国内人工智能相关政策

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《关于加快招标投标领域人工智能推广应用的实施意见》	2026.02	国家发展和改革委员会	明确招标投标领域 AI 应用的阶段性目标, 聚焦智能检测与围串标识别等场景; 开辟政务服务新场景, 形成可复制应用范式, 丰富 AI 商业化落地路径。
《“人工智能 + 制造”专项行动实施意见》	2025.12	工信部	推动 AI 与制造业深度融合, 培育工业智能体与工业数据集, 推出“算力券”“模型券”支持; 打开工业大模型市场空间, 加速 AI 从消费端向产业端转型。
《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》	2024.12	国家数据局	围绕数据全链条培育新业态, 推动数据与 AI 深度融合, 强化数据安全与标准建设; 解决 AI 数据供给痛点, 为大模型训练与多模态研发提供高质量数据支撑。
《生成式人工智能服务管理暂行办法》	2023.07	国家互联网信息办公室	明确生成式 AI 服务的分类分级监管原则, 规定服务提供者在内容安全、数据合规、算法备案等方面的主体责任, 同时鼓励核心技术自主创新; 为生成式 AI 行业划定合规底线, 结束“野蛮生长”状态, 推动行业向规范有序、安全可控的方向发展, 倒逼企业加大自主研发力度。
《“十四五”数字经济发展规划》	2021.12	国务院	将人工智能列为核心数字技术重点突破领域, 部署算力与底座模型研发; 确立 AI 国家战略地位, 引导资源向核心技术聚集, 推动行业规模化、体系化发展。

资料来源: 国家发展和改革委员会、工业和信息化部、国家数据局、国家互联网信息办公室、国务院、浙商证券研究所

2.3 C 端市场: 从娱乐尝鲜到刚需渗透, 超级应用与垂直赛道双轮驱动

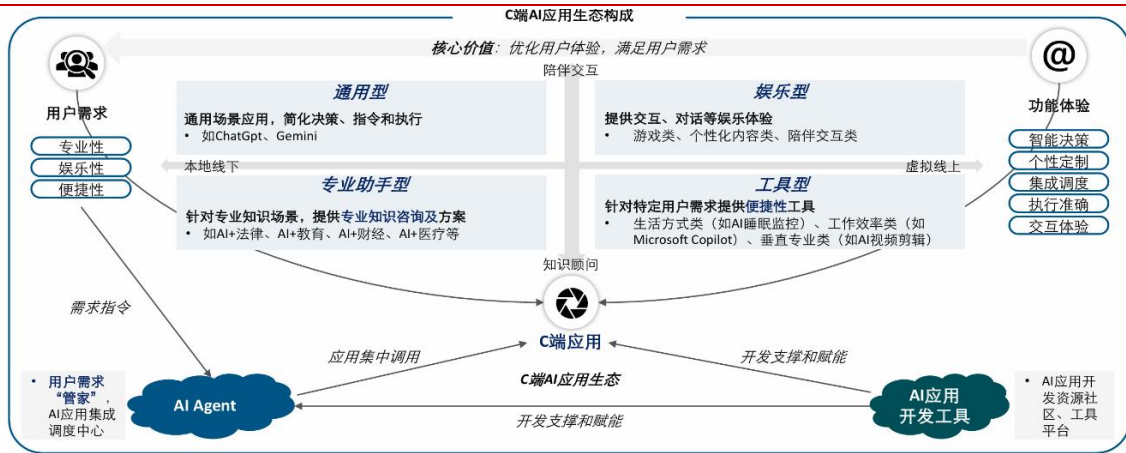
C 端 AI 市场已告别“小众尝鲜”阶段, 迈入“全民可及、刚需化、高频化”发展期, 形成“超级应用引领 + 垂直赛道突围”的格局, 用户付费意愿与商业变现能力持续提升。这一格局可通过德勤中国提出的 C 端 AI 应用生态框架清晰呈现: 按应用场景和核心用户价值, C 端 AI 应用可分为通用型、娱乐型、专业助手型、工具型四大类, 同时 AI Agent 作为用户需求“管家”与应用集成调度中心, AI 应用开发工具作为底层支撑, 共同构成完整生态。

超级应用初具规模, 定义行业核心标准。超级应用以“高日活、高交互频次、高用户停留时长”为核心特征, 对应生态中的通用型与娱乐型应用, 是 C 端市场的核心流量载体。通用型应用聚焦通用场景, 简化决策、指令与执行, 如 ChatGPT、Gemini 等, 通过自然语言交互满足用户多样化需求, 成为全球用户首选的 AI 入口; 娱乐型应用则提供交互、对话等娱乐体验, 覆盖游戏类、个性化内容类、陪伴交互类场景, 如 c.ai、Talkie/星野等, 通过虚拟角色互动、个性化内容生成吸引用户, 提升用户粘性与停留时长。超级应用主要通过三类路径发展: 海外创业企业主导的基模直接产品化路径、多行业接口直接接入的中国特色路径、以硬件为核心的 Agent OS 路径。国内应用生态保持多元活跃, 蚂蚁灵光等产品新增摄像头视觉入口, 支持图文、视频、3D 模型等多模态输出, 持续冲击流量入口, 推动 C 端 AI 应用从“单一功能”向“全场景交互”升级。

垂直赛道暗藏高盈利空间, 计费模式实现关键转型。垂直赛道对应生态中的专业助手型与工具型应用, 核心机会在于从“Token 付费”转向“服务付费”, 聚焦多模态与 AI Agent 领域, 通过提供具备逻辑完整性与审美价值的服务提升利润空间。专业助手型应用针对专业知识场景, 提供专业知识咨询及方案, 如 AI+法律、AI+教育、AI+财经、AI+医疗等, 通过深度行业知识赋能, 满足用户在专业领域的精准需求, 提升服务附加值; 工具型应用则针对特定用户需求提供便捷性工具, 覆盖生活方式类(如 AI 睡眠监控)、工作效率类(如 Microsoft Copilot)、垂直专业类(如 AI 视频剪辑)等场景, 通过轻量化、高效化的工具属性, 成为用户日常刚需。当前垂直赛道已覆盖内容创作、智能办公、学习辅助、娱乐互动等多个场景, AI 写作工具、智能设计软件、个性化学习助手等产品持续涌现, 满足用户细分需求, 推动 C 端 AI 应用从“娱乐尝鲜”向“实用刚需”转型。

AI Agent 作为用户需求“管家”与应用集成调度中心，通过集中调用各类 C 端应用，实现用户需求的一站式满足，支撑专业助手型与工具型应用的高效落地；AI 应用开发工具则提供开发资源社区、工具平台等底层支撑，赋能开发者快速构建多模态应用，推动生态持续丰富。用户需求从娱乐向实用转型，应用场景全面渗透。C 端大模型已从初期的内容生成、聊天互动，拓展至工作、学习、生活等刚需场景：工作中可自动生成 PPT、整理文档、撰写周报；学习中能提供个性化辅导、知识点梳理、语言翻译；生活中可规划旅行、管理日常事务、辅助购物决策，成为提升效率、丰富生活的“刚需工具”。C 端应用的普及成为行业增长的重要动力，而德勤提出的生态框架则清晰展现了这一增长背后的结构逻辑与未来方向。

图7：C 端 AI 应用生态构成



资料来源：德勤访谈、浙商证券研究所

3 全模态技术落地，构筑全球化商业生态体系

3.1 锚定全模态落地，构筑双核心业务体系

MiniMax 构建了“大模型研发 - AI 原生产品 - 企业服务”的全链条主营业务体系，聚焦全模态技术落地，形成“To C 与 To B 协同发展”的业务布局，核心业务分为两大板块：

3.1.1 AI 原生产品业务

核心为面向个人用户的全模态 AI 应用，通过订阅服务、应用内充值及在线营销服务实现变现，2025 年收入占比达 67.2%，是公司核心收入来源。产品矩阵涵盖：

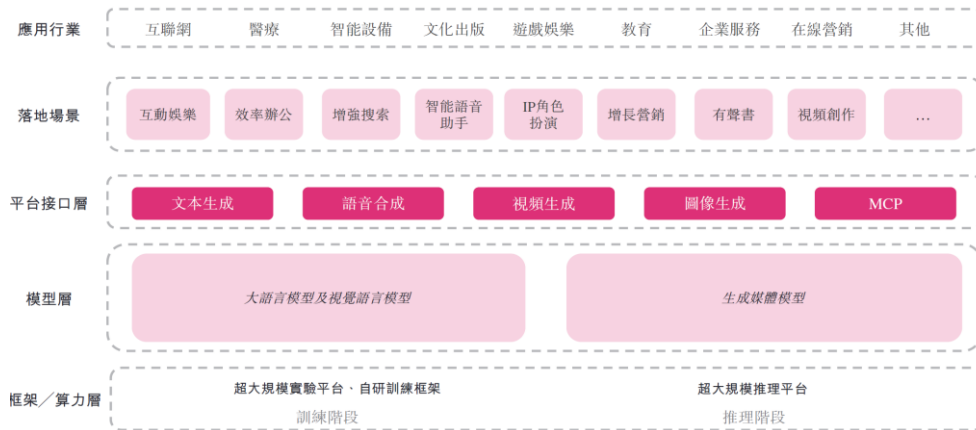
- 智能 Agent 应用 MiniMax：可通过自然语言指令自主执行代码编写、研究分析、文档起草等复杂任务；
- 视觉生成平台海螺 AI：集成 Hailuo-02 视频生成模型，支持高质量图像与视频实时生成；
- 音频生成工具 MiniMax 语音：基于 Speech-02 模型，提供高保真、个性化、多语言的语音生成服务；
- 全模态交互平台 Talkie / 星野：面向国际及中国本土市场，用户可与 AI 智能体或虚拟角色互动。

3.1.2 开放平台及其他基于 AI 的企业服务

面向企业客户及开发者，提供标准化 API 调用、专属资源部署及模型授权等服务，2025 年收入占比为 32.8%。核心服务包括：

- 开放平台：通过 API 接口向全球企业及开发者提供文本、视频、音频等模型能力，按 token 调用量计费，支持智能终端、医疗健康、金融等行业快速部署，按日均 token 调用量计为全球最大的企业级及开发者开放平台之一；
- 定制化企业服务：根据企业需求提供专属推理资源池、模型授权及业务系统集成服务，满足企业在性能稳定性、数据安全等方面的个性化需求。

图8：Minimax 通过开放平台为全球企业客户提供 AI 服务



资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

3.2 深耕全模态技术，搭建三级产品矩阵架构

公司产品围绕全模态大模型构建“底层基座模型 - 中层平台服务 - 上层行业应用”的三级架构，兼顾技术领先性与商业化实用性：

3.2.1 底层基座模型：全模态覆盖，性能领先

作为公司技术核心，基座模型矩阵涵盖多模态类型，具备全球竞争力：

- 大语言模型 MiniMax M 系列：包括 2025 年 6 月推出的开源混合注意力推理模型 M1（支持百万 tokens 上下文窗口），及最新旗舰模型 M2.7（在软件工程、专业办公与互动娱乐场景均具有优异表现，且为第一个深度参与自身迭代的模型）；
- 音频模型：包括 Speech-02 语音生成模型（全球顶尖水平，提供超拟真多语言语音生成）及 Music 系列音乐生成模型，覆盖语音交互、音乐创作等场景

3.2.2 中层平台服务：轻量化接入，规模化覆盖

聚焦企业及开发者的轻量化 AI 接入需求，采用“云端调用 + 订阅制”模式，核心产品包括：

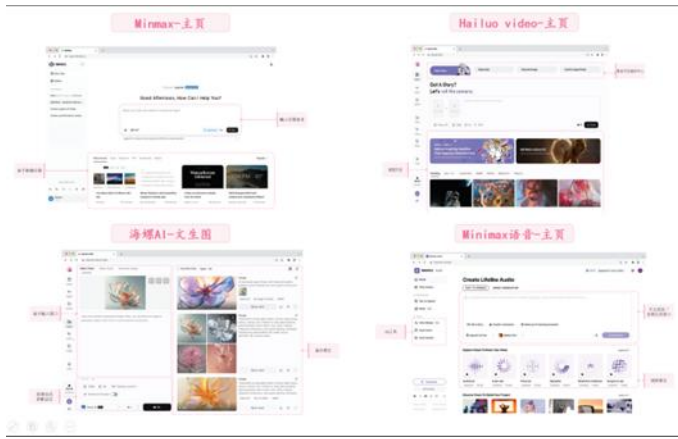
- 开放平台 API：封装全模态模型核心能力，支持企业快速集成至自有产品；
- 专属资源部署服务：为企业客户设立专属推理资源池，确保模型推理性能稳定及可预期，适配金融、医疗等对稳定性要求较高的行业场景。

3.2.3 上层行业应用：场景化落地，多元化变现

基于底层模型能力，公司打造了面向不同场景的 AI 原生产品，各核心应用的功能与变现特点如下：

- 海螺 AI：核心功能为图像 / 视频生成与美学优化，通过订阅及应用内充值变现。
- Talkie / 星野：主打全模态交互与虚拟角色互动，变现方式包括订阅、应用内充值及在线营销服务。
- MiniMax：聚焦智能 Agent 与复杂任务执行，以订阅模式变现。
- MiniMax 语音：提供高保真语音生成与交互式合成服务，通过订阅及应用内充值变现。

图9：Minimax 产品展示



资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

图10：全模态交互平台 Talkie / 星野



资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

3.3 深耕全球市场，构建高粘性多元客户生态

公司客户呈现“个人用户基数大、企业客户增长快、全球分布广”的特点，形成多元化客户矩阵，客户粘性与付费转化持续提升：

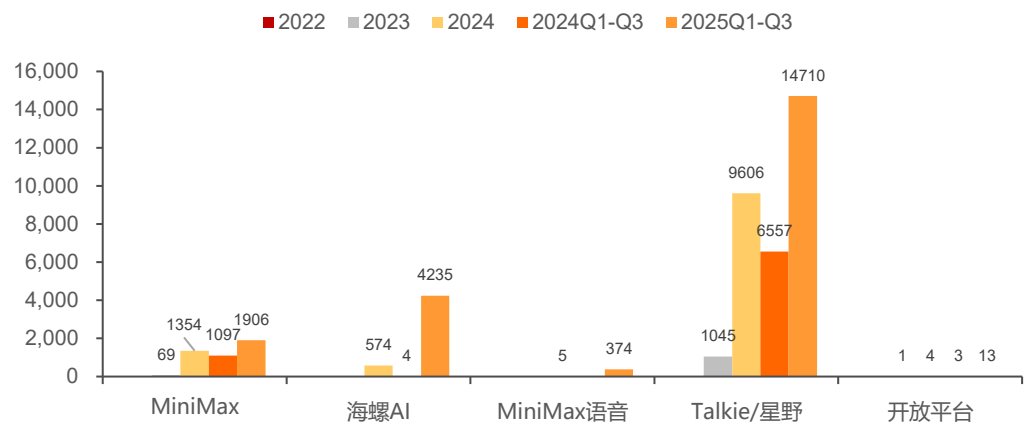
3.3.1 分类型客户详情

- 个人用户：截至 2025 年 12 月 31 日，累计用户逾 2.36 亿，覆盖全球 200 多个国家及地区；用户付费意愿强烈，推动 AI 原生产品收入同比增长 143.4%，成为公司核心收入支柱。
- 企业客户及开发者：通过开放平台接入模型能力，付费客户数量显著增加，驱动业务收入同比增长 197.8%，客户分布于智能终端、医疗健康、文旅、金融等多个行业，是公司重要的收入增长引擎。

3.3.2 客户合作特点

- 全球化覆盖与本地化适配：客户遍布 200 多个国家及地区，在东南亚等市场已实现规模化收入；
- 客户结构持续优化：2023-2025 年前三季度，前五大客户收入占比从 60.5% 降至 21.7%，单一最大客户收入占比从 37.2% 降至 14.7%，客户集中度显著下降，抗风险能力增强；
- 生态协同效应显著：个人用户的反馈反向推动模型迭代优化，企业客户的行业需求促进定制化解决方案升级，形成“用户 - 产品 - 模型”的正向循环。

图11: MiniMax 各产品及开放平台用户数 (万)



资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

➤ 收入端:

AI 原生产品: 伴随公司大模型能力不断提升, 各类多模态的需求持续增加, 我们预计 26-28 年收入分别达 148.61、430.97、1271.36 百万美元, 同比增速分别为 180%、190%、195%。

开放平台: 基于市场 AI 调用需求不断增强, 公司模型能力持续夯实。我们预计 26-28 年收入分别达 70.10、196.28、588.84 百万美元, 同比增速分别为 170%、180%、200%。

➤ 毛利率:

伴随公司业务进一步放量、各类流程化工作持续优化, 我们预计公司 26-28 年毛利率会逐步恢复, 分别为 23%、25%、28%。

表2: 收入及增速预测 (单位: 百万美元)

	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	79.04	218.71	627.25	1860.20
YOY	158.95%	176.72%	186.79%	196.56%
AI 原生产品	53.08	148.61	430.97	1271.36
YOY	143.41%	180.00%	190.00%	195.00%
开放平台 及其他基于 AI 的企业服务	25.96	70.10	196.28	588.84
YOY	197.81%	170.00%	180.00%	200.00%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

4.2 可比公司估值

估值方面：使用市销率对公司进行估值。可比公司以行业相关性为标准，我们选取了 Palantir、Minimax、迅策这 3 家可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 28 年的平均 PS 为 18 倍。

表3：可比公司估值（截至 2026 年 4 月 5 日、来自 wind 一致预期，原始币种）

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
PLTR.O	PALANTIR TECHNOLOGIES	3,549	72.33	101.97	145.27	49.07	34.81	24.43
3317.HK	迅策	641	15.84	22.75	47.10	35.54	24.75	11.95
2513.HK	智谱	3,473	24.30	58.11	168.34	125.59	52.52	18.13
行业平均						70.07	37.36	18.17
0100.HK	MINIMAX-W	2,978	2.19	6.27	18.60	197.91	69.01	23.27

资料来源：Wind（汇率按照 260408 美元兑人民币 1:6.88），浙商证券研究所

考量到大模型行业迈入高阶智能稀缺阶段，具备底层技术解构能力的厂商掌握定价权，行业价值持续凸显。Minimax 作为国内头部通用大模型企业，依托深厚技术积淀构筑核心护城河，公司开放平台、AI 原生产品收入高速增长，技术落地与变现能力双优。

我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 218.71、627.25、1860.20 百万美元，同比增速分别为 176.72%、186.79%、196.79%；对应 28 年 PS 为 23 倍。基于多模态大模型的持续迭代能够积极反馈各类应用场景中的复杂需求，未来有望实现持续的高速增长，首次覆盖予以“买入”评级。

5 风险提示

行业竞争与技术变革风险：公司身处快速发展且竞争日益激烈的全球大模型行业，面临持续的技术进步与行业变革。若未能持续创新并适应不断变化的客户需求，其竞争地位、业务、财务状况及经营业绩将受到重大不利影响。

研发投入回报不确定性风险：公司大模型及产品的竞争力依赖于持续且重大的研发投入，且计划继续在研发方面进行重大投资。此类投资可能在短期内对盈利能力及经营现金流量产生负面影响，且未必能产生预期成果。

知识产权侵权风险：用于训练大模型的内容或数据，以及大模型生成的内容，可能面临第三方知识产权侵权索赔，可能对业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万美元)					利润表(百万美元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1007	3725	7308	13087	营业收入	79	219	627	1860
现金	508	2991	6111	11051	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	11	12	44	155	营业成本	59	168	470	1339
存货	0	28	86	234	销售费用	52	66	169	465
其他	489	694	1067	1646	管理费用	37	98	138	372
非流动资产	81	81	81	81	研发费用	253	284	251	744
固定资产	2	2	2	2	财务费用	1	0	0	0
无形资产	2	2	2	2	除税前溢利	(1872)	(1676)	(1340)	(806)
其他	77	77	77	77	所得税	0	0	0	0
资产总计	1088	3806	7389	13168	净利润	(1872)	(1676)	(1340)	(806)
流动负债	3734	8128	13051	19635	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	3633	4796	6185	7707	归属母公司净利润	(1872)	(1676)	(1340)	(806)
应付账款及票据	58	387	813	2233	EBIT	(1871)	(1676)	(1340)	(806)
其他	43	2945	6053	9695	EBITDA	(1871)	(1676)	(1340)	(806)
非流动负债	3	3	3	3	EPS (元)	(17.23)	(5.34)	(4.27)	(2.57)
长期债务	0	0	0	0					
其他	3	3	3	3					
负债合计	3737	8131	13054	19638	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
普通股股本	0	0	0	0	成长能力				
储备	(2648)	(4324)	(5664)	(6470)	营业收入	158.95%	176.72%	186.79%	196.56%
归属母公司股东权益	(2648)	(4324)	(5664)	(6470)	归属母公司净利润	/	/	/	/
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
股东权益合计	(2648)	(4324)	(5664)	(6470)	毛利率	25.40%	23.00%	25.00%	28.00%
负债和股东权益	1088	3806	7389	13168	销售净利率	-2368.00%	-766.42%	-213.58%	-43.34%
					ROE	70.68%	38.76%	23.65%	12.46%
					ROIC	-189.98%	-355.74%	-257.44%	-65.18%
					偿债能力				
现金流量表(百万美元)	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	343.31%	213.62%	176.65%	149.14%
经营活动现金流	0	103	45	403	净负债比率	-118.02%	-41.73%	-1.29%	51.68%
净利润	(1872)	(1676)	(1340)	(806)	流动比率	0.27	0.46	0.56	0.67
少数股东权益	0	0	0	0	速动比率	0.26	0.44	0.53	0.62
折旧摊销	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动及其他	1872	1780	1385	1209	总资产周转率	0.08	0.09	0.11	0.18
投资活动现金流	0	1217	1686	3014	应收账款周转率	8.92	19.12	22.52	18.74
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	1.08	0.76	0.78	0.88
其他投资	0	1217	1686	3014	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	1163	1389	1523	每股收益	-17.23	-5.34	-4.27	-2.57
借款增加	0	1163	1389	1523	每股经营现金流	0.00	0.33	0.14	1.29
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	-24.37	-13.79	-18.06	-20.63
已付股利	0	0	0	0	估值比率				
其他	0	0	0	0	P/S	547.63	197.91	69.01	23.27
现金净增加额	0	2483	3120	4940	P/B	-0.29	-68.86	-52.58	-46.02
					EV/EBITDA	-2.08	-178.73	-222.34	-365.22

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>