

MINIMAX-W (00100.HK)

买入 (首次评级)
港股公司深度研究
证券研究报告

全模态与全球化共振的国产大模型领军

计算机组

分析师: 刘高畅 (执业 S1130525120005)

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师: 李可夫 (执业 S1130525120009)

likefu@gjzq.com.cn

市价 (港币): 900.500 元

目标价 (港币): 1241.00 元

全模态与全球化的国产大模型先锋。1) 公司 2022 年成立, 以实现 AGI 为使命, 自主研发覆盖全模态的大模型, 服务全球超 2.36 亿用户。2) 核心团队技术背景深厚, 创始人兼 CEO 闫俊杰博士领衔一线技术研发。3) 主营业务: ①面向 C 端的 AI 原生产品(如视频生成工具海螺 AI、AI 互动产品星野/Talkie 等)通过订阅、内购和广告变现, 2025 年收入 5301 万美元, 同比+143.41%; ②面向企业和开发者的开放平台(通过 API 调用与提供企业服务收费), 2025 年收入 2596 万美元同比+197.81%, 同比+。4) 财务状况: 2025 年总收入同比+159%至 7904 万美元, 毛利率从 12.2%跃升至 25.4%, 三项费用率全面下降, 海外收入占比由 2023 年的 19.2%迅速攀升至 2025 年的 72.96%。5) 2026 年 1 月 IPO 募资约 52.93 亿港元, 计划 90%用于研发, 包括开发大模型和 AI 原生产品。

竞争格局与三维差异化优势: 全模态自研、生而全球与 AI 原生架构。全球大模型商业化处于早期加速阶段, 公司各业务线均具备极强竞争力: 1)

MaaS 赛道: M 系列模型具备一流编程和 Agent 能力。AI 原生应用: 海螺 AI 视频生成能力处全球上游, 引领头部 AI 互动应用。2) 与其他

大模型公司差异化: ①五大模态全自研并商业化落地; ②生而全球: 产品 Day 1 同步全球上线, 非出海路径而是天然全球化; ③AI 原生组织架构: 三层扁平组织架构, 全员 Agent 覆盖, 研发效率全球领先。

模型迭代驱动多元增长, 商业化飞轮正向强化。公司具备多维度的增长动力:

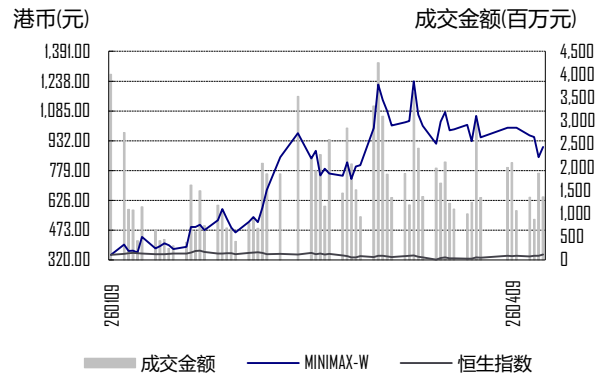
1) 模型调用量爆发: AI 范式向 Agent 迁移, M2 系列模型 token 消耗暴涨。2) 商业化飞轮加速: 加速 AI 原生产品的优化与拓展, 积累数据反哺模型, 增强 B 端 API 和 C 端产品竞争力, 形成正向闭环。3) 全球化持续发力: 海外已形成自然增长生态而非依赖投流增长。4) 全模态融合与走向 AGI: 公司构建了全模态技术矩阵, M2.7 开启模型自我驱动进化探索, 坚定迈向通用人工智能 (AGI) 目标。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2026/2027/2028 年整体收入为 2.49/6.21/13.64 亿美元, 同比增速 214.57%/149.92%/119.47%; 预计净利润为-5.32/-5.22/-3.84 亿美元。考虑公司稀缺大模型标的地位, 给予公司 2027 年收入 80 倍 PS, 对应市值约 497 亿美元, 目标价 1241 港币。首次覆盖, 给予"买入"评级。

风险提示

技术迭代不确定性风险; 行业竞争加剧风险; 商业化进展不及预期风险; 限售股解禁风险; 地缘政治风险。



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	31	79	249	621	1,364
营业收入增长率	782.17%	158.95%	214.57%	149.92%	119.47%
归母净利润(百万美元)	-465	-1,872	-532	-522	-384
归母净利润增长率	-72.79%	-302.29%	71.56%	1.87%	26.52%
摊薄每股收益(美元)	-1.48	-5.97	-1.70	-1.67	-1.22
每股经营性现金流净额	-0.82	-2.50	-1.25	-1.12	-0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	58.20%	70.68%	21.55%	17.46%	11.37%
P/E	-4.80	-1.19	-530.55	-540.66	-735.81
P/B	-2.79	-0.29	-114.36	-94.39	-83.66

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、全模态与全球化的国产大模型先锋.....	4
1.1 公司简介：AGI 使命驱动，服务全球逾 2.36 亿用户.....	4
1.2 股权结构：集中稳定，阿里巴巴与米哈游为重要战略股东.....	4
1.3 管理层：AI 原生基因，核心团队深耕技术第一线.....	4
1.4 主营业务：AI 原生产品与开放平台双轮驱动.....	5
1.5 财务状况：收入快速跃升，盈利能力持续增强.....	6
1.6 IPO 募资约 52.93 亿港元，90%用于研发.....	8
二、竞争格局与三维差异化优势：全模态自研、生而全球与 AI 原生架构.....	9
2.1 MaaS 赛道：M 系列模型能力领先，调用量爆发印证商业吸引力.....	9
2.2 AI 原生产品赛道：视频生成与互动 AI 均已跻身全球头部梯队.....	11
2.3 公司核心竞争力：全模态自研、生而全球、AI 原生组织三重护城河.....	12
三、未来展望：模型迭代驱动多元增长，商业化飞轮正向强化.....	14
3.1 模型调用量爆发与技术降本带来开放平台盈利爆发：.....	14
3.2 双轮商业化飞轮加速：AI 原生产品与开放平台协同共振.....	14
3.3 全球化持续发力.....	15
3.4 全模态融合与走向 AGI.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	15
4.1 收入拆分预测.....	15
4.2 费用端预测.....	16
4.3 盈利预测与估值分析.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：公司重大历史事件.....	4
图表 2：公司重要股东持股明细.....	4
图表 3：海螺 AI 官网.....	5
图表 4：Talkie/星野界面.....	6
图表 5：分业务收入变化趋势(千美元).....	6
图表 6：国内外收入变化趋势(千美元).....	7
图表 7：分业务毛利率变化趋势.....	7
图表 8：利润变化趋势(亿美元).....	8
图表 9：各项费用率变化趋势.....	8



图表 10: 全球大模型编程能力排行榜 (2026 年 3 月 20 日) 9

图表 11: 跑完 Artificial Analysis 测试集所需成本 10

图表 12: 大模型公司毛利率对比 10

图表 13: OpenRouter 的 token 调用量份额 (2026 年 3 月 22 日) 11

图表 15: 公司持续迭代各模态模型和产品 13

图表 16: 收入拆分与综合毛利预测 (2025 年 AI 原生产品各子业务收入为参考 2025 年前三季度比例的预测值)
..... 16

图表 17: 可比公司估值 17

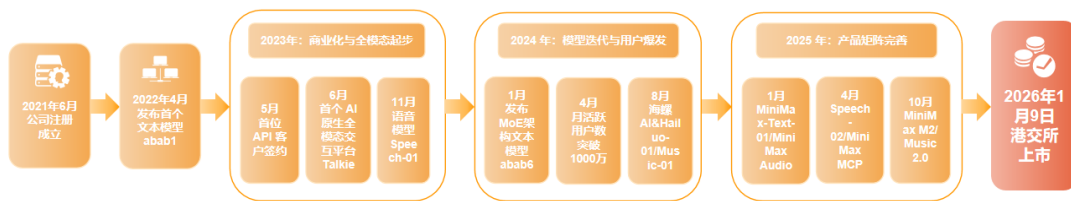


一、全模态与全球化的国产大模型先锋

1.1 公司简介：AGI 使命驱动，服务全球逾 2.36 亿用户

公司是全球领先的通用人工智能科技公司。自 2022 年初成立以来，以“与所有人共创智能”为使命，致力于推动人工智能科技前沿发展，实现通用人工智能（AGI）。公司自主研发了 MiniMax M2、Hailuo 2.3、Speech 2.6、Music 2.0 等多模态通用大模型，具备强大的代码、Agent 能力与超长上下文处理能力，可理解、生成并整合文本、音频、图像、视频、音乐等多种模态内容；并在此基础上推出 MiniMax Agent、海螺 AI、MiniMax Audio、星野等 AI 原生产品及面向企业与开发者的开放平台，为全球用户提供优质智能体验，提升社会生产力、丰富个人生活。凭借自研模型的快速发展，公司已实现全球业务拓展，其多模态模型与 AI 应用已服务超 200 个国家及地区的逾 2.36 亿个人用户，以及超 100 个国家及地区的 21.4 万余名企业客户和开发者。

图表1：公司重大历史事件



来源：公司招股书，国金证券研究所

1.2 股权结构：集中稳定，阿里巴巴与米哈游为重要战略股东

公司股权结构稳定集中，前十大股东合计持股 50.74%，股东中有阿里巴巴、米哈游等互联网龙头企业，创始人闫俊杰为公司实控人，持股 25.58%。

图表2：公司重要股东持股明细

排名	重要股东名称	人	比例
1	Alpha EXP Limited	闫俊杰	20.24%
2	阿里巴巴中国控股有限公司	阿里巴巴集团控股有限公司	12.37%
3	米哈游有限公司	罗宇皓	5.18%
4	XAM Holdings Limited	Colm O'Connell	4.59%
5	MiniMax Awakening Limited	闫俊杰	3.72%
6	Floating Sky Limited	员焯祎	2.26%
7	MiniMax Matrix Limited	闫俊杰	1.62%
8	MNM Holdings Limited	Colm O'Connell	0.76%
9	MiniMax Limited	闫俊杰	<0.01%
	合计		50.74%

来源：ifind，国金证券研究所

1.3 管理层：AI 原生基因，核心团队深耕技术第一线

公司从创立第一天起便以 AI 原生 (AI-Native) 组织架构运营核心管理团队深耕 AI 领域，兼具深厚的学术积淀与工程实践经验，且均在第一线直接主导研发与商业化工作。

闫俊杰博士（创始人、董事会主席、CEO 兼 CTO）：东南大学数学学士、中国科学院自动化研究所人工智能博士学位、清华大学博士后。创立公司前，曾在商汤集团任职超六年，担任副总裁及研究院副院长，积累了成熟的 AI 行业运营与技术管理能力。现全面主导集团管理、战略规划（尤其 AI 研发方向）及重大业务决策。

员焯祎女士（执行董事兼 COO）：美国约翰·霍普金斯大学电子工程理学学士学位，并辅修经济学和数学专业，现主要负责监督集团的整体管理和业务运营、董事会事务，制定战略



和运营计划（尤其是产品及商业化方面）以及作出重大业务决策。

赵鹏宇先生（执行董事兼大语言模型研究负责人）：北京大学计算机科学与技术学士和硕士，负责大语言模型研发，具备扎实的自然语言处理技术与工程实践能力。

周或聪先生（执行董事兼视觉模型研究负责人）：北京航空航天大学数学与应用数学学士和计算机科学硕士，担任视觉模型研究员及工程师。他主要负责视觉模型的研发。

1.4 主营业务：AI 原生产品与开放平台双轮驱动

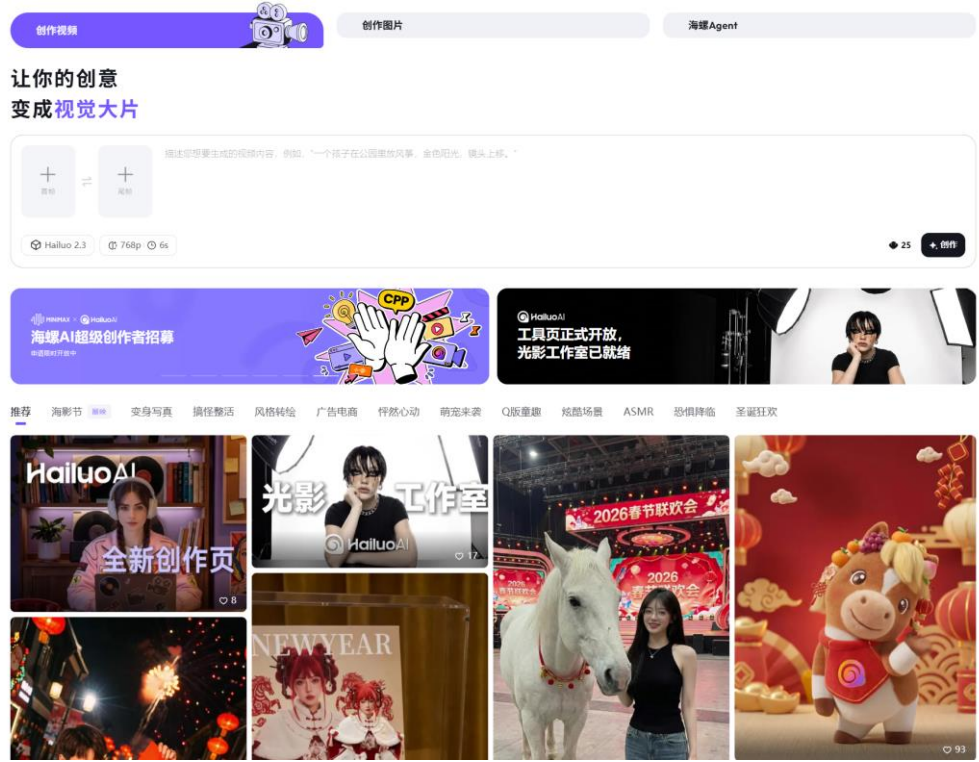
公司的收入主要有两大来源：

AI 原生产品：公司通过向 C 端用户提供各 AI 原生应用的订阅、内购和广告创收。订阅服务为用户提供全模态生成、智能交互和个性化体验等高级功能，用户也可选择预购额外积分。其中具体包括以下产品：

MiniMax 智能 Agent 应用：可通过自然语言指令自主执行类型广泛的任务，能够在统一工作空间内规划、推理并执行代码、研究、文档起草和演示文稿创建等复杂操作。

海螺 AI：视觉生成平台，通过网页和 App 端可生成高质量的图像和视频。

图表3：海螺 AI 官网



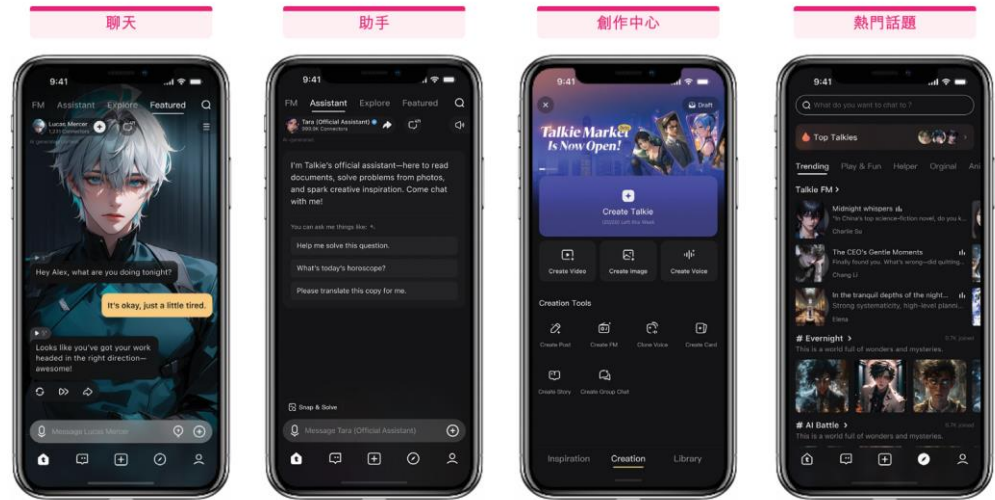
来源：海螺 AI，国金证券研究所

MiniMax 语音：先进的音频生成工具，可支持交互式音频合成，并从文本输入中生成自然且高质量的语音。

Talkie（面向国际市场）/ 星野（面向中国本土市场）：AI 原生全模态交互平台，用户可与 AI 智能体或虚拟角色互动产生情绪链接。



图表4: Talkie/星野界面



来源：公司招股书，国金证券研究所

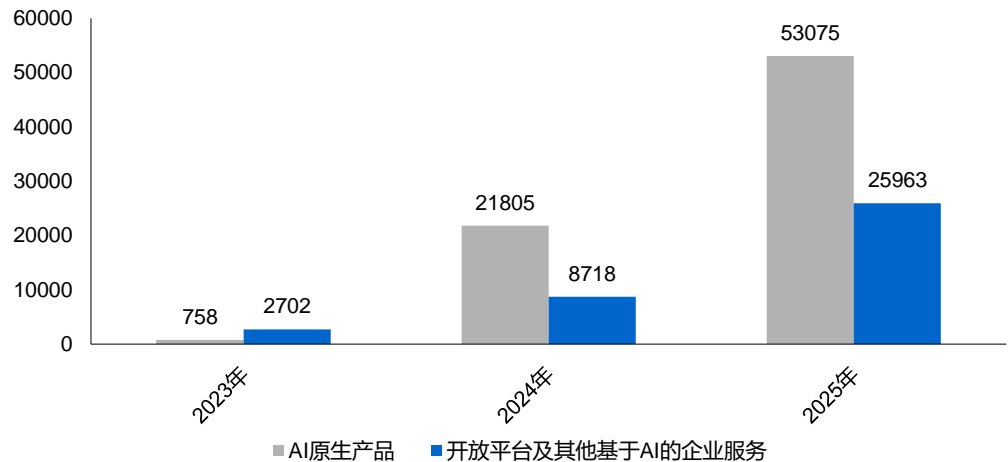
据招股书，2025 年前三季度各子业务占 AI 原生产品比例分别为：MiniMax 智能 Agent 应用 (1.99%)、MiniMax 语音 (2.76%)、海螺 AI (45.93%) 和 Talkie/星野 (49.32%)。2025 年 AI 原生产品业务贡献收入 5301 万美元，增速达 143.41%，占公司总收入 67.2%。

开放平台及其他基于 AI 的企业服务 (下文简称“开放平台”): 公司向企业客户及开发者提供访问其基于使用量计费的开放平台及其他基于 AI 的企业服务。API 使用所得收入于客户以 tokens 调用 API 的时点确认，按协议费率或用量计费结构收费。其他基于 AI 的企业服务所得收入通常在控制权转移或验收获认可的时点予以确认，就授权交付成果而言，公司向客户许可其基础模型，使客户能够在自身系统中部署及运行该等模型。该服务支撑了智能硬件、医疗健康、文旅及金融及互联网服务等跨行业的企业级应用场景。据观察者网报道，其客户包括众多知名企业，例如：金山办公 (WPS AI) 用它做文本生成与总结，小米用它让小爱同学更像“人”，智元机器人用它做具身智能的“大脑”，甚至连阿里巴巴、腾讯、字节跳动这些本身拥有大模型的巨头，也在特定场景 (如 Trae AI coding、夸克有声书) 调用 MiniMax 的能力。2025 年该业务收入为 2596 万美元，增速达 197.81%，占总收入的 32.8%。

1.5 财务状况：收入快速跃升，盈利能力持续增强

分业务收入: AI 原生产品的收入高速增长，AI 原生产品收入由 2024 年的 21.8 百万美元增长 143.4%至 2025 年的 53.1 百万美元，主要得益于用户参与度提升、用户对产品付费意愿增强，以及海螺 AI 等产品的持续推广及商业化。开放平台及其他基于 AI 的企业服务的收入增长同样强劲，其收入由 2024 年的 8.7 百万美元增长 197.8%至 2025 年的 26 百万美元，主要是由于付费客户数量显著增加。此外，海外收入实现爆发式增长，反映出全球市场对产品的广泛认可及需求。

图表5: 分业务收入变化趋势(千美元)

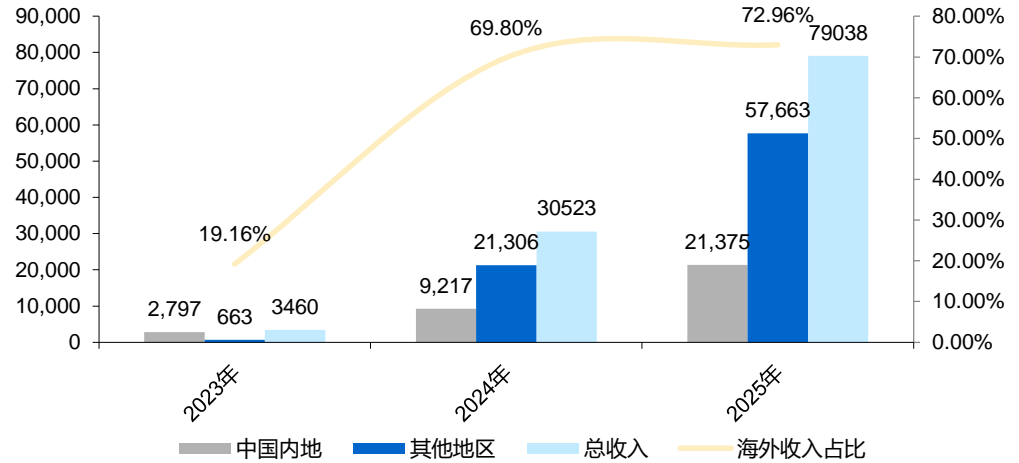




来源：公司招股书，国金证券研究所

国内外收入：公司是国内极少数真正实现“生而全球”的AI公司，产品从创立之初便同步面向国际市场上线，而非先完成国内验证再复制出海。2023-2025年，公司总收入从3,460千美元快速增长至79,038千美元，增长动能主要来自海外市场。海外收入占比由2023年的19.2%迅速攀升至2025年的72.96%，成为核心收入来源。截至2025年末，公司产品及服务已覆盖全球超200个国家和地区，在国内AI初创企业中，其全球化布局深度与商业化成熟度均处于领先水平，有效分散了单一市场风险，打开长期增长空间。

图表6：国内外收入变化趋势（千美元）

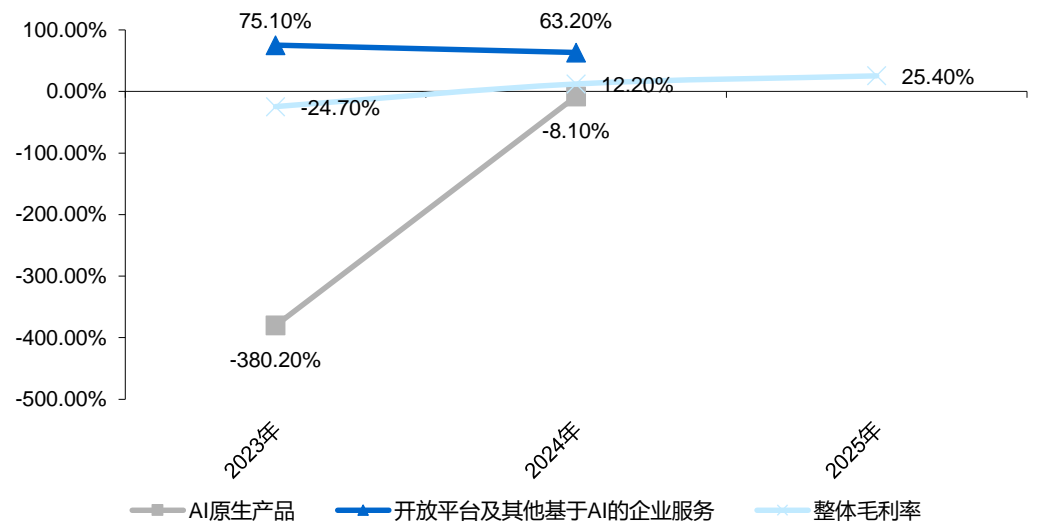


来源：公司招股书，国金证券研究所

盈利能力：毛利率快速提升与费用率持续下降协同改善。

毛利率层面：分业务来看，AI原生产品的毛利率从2023年的-380.20%大幅收窄至2024年的-8.10%，并在2025年前三季度转正至4.70%。这一改善主要得益于模型智能水平和模型推理效率的提升。同时，用户参与度、付费意愿和付费功能的增加，推动收入规模快速扩大，摊薄了固定成本，使业务逐步走向盈亏平衡。开放平台及其他AI企业服务始终保持着高毛利水平，2023年和2024年的毛利率分别为75.10%和63.20%，2025年前三季度更是回升至69.40%。这得益于企业服务本身的高毛利属性，以及付费企业客户数量的激增，规模效应进一步巩固了其盈利能力。整体来看，2023-2025年整体毛利率由-24.70%扭亏为盈至25.40%，核心驱动在于技术效率优化，推动公司盈利能力持续增强。

图表7：分业务毛利率变化趋势



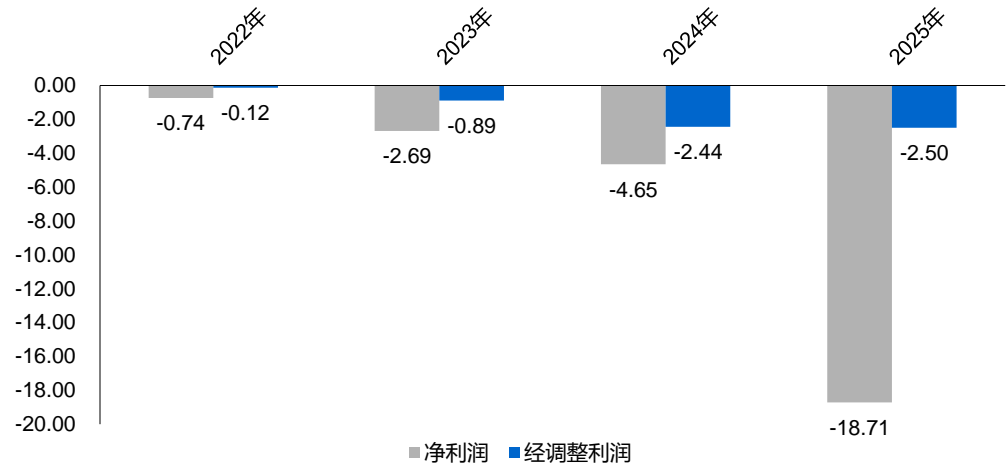
来源：公司招股书，国金证券研究所

净利润层面：亏损规模在2022-2025年持续扩大，净亏损从0.74亿美元增至18.71亿美元，这主要是公司在技术研发、用户扩张和市场拓展上的高投入所致。2025年的净亏损主



要是上市带来的优先股公允价值变动导致金融负债公允价值亏损高达 15.9 亿美元，2025 年经调整亏损为 2.5 亿美元，体现出随着收入增长、费用率优化和商业化效率提升，公司核心业务的盈利能力正在逐步改善，正从高投入扩张向高效益运营转型。

图表8：利润变化趋势（亿美元）



来源：公司招股书，国金证券研究所

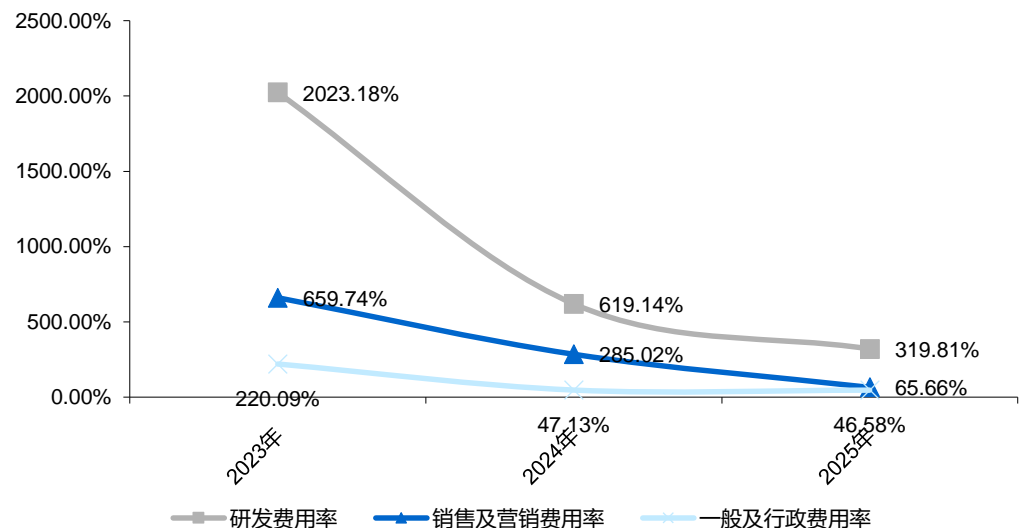
各项费用率：三项费用率均呈现显著下降趋势，体现了公司在业务扩张中持续优化成本结构的能力：

研发费用率从 2023 年的 2023.18% 降至 2025 年的 319.81%，这是因为公司在保持高水平技术投入的同时实现了收入的增长，表明高研发投入正逐步转化为商业价值。

销售及营销费用率从 2023 年的 659.74% 降至 2025 年的 65.66%，主要得益于用户有机增长战略的成功和模型智能水平的提升，获客效率大幅提升。

一般及行政费用率从 2023 年的 220.09% 降至 2025 年的 46.58%，这是规模经济效益显现的结果，管理费用增速远低于收入增速，体现了运营效率和管理能力的显著提升。

图表9：各项费用率变化趋势



来源：公司招股书，国金证券研究所

1.6 IPO 募资约 52.93 亿港元，90%用于研发

2026 年 1 月 9 日，公司 A 类普通股于香港联交所主板上市，发行价格 165.00 港元/股。

基础发行 29,197,600 股，基础发行净额 45.96 亿港元。

超额配售 4,379,640 股，超额配售净额 6.97 亿港元。



最终合计发行 33,577,240 股，募集资金净额合计约 52.93 亿港元。

据招股书，公司计划将约 10% 募集资金用于营运资金及一般企业用途，约 90% 资金用于未来五年的研发，包括开发大模型和 AI 原生产品：

1. 开发大模型：为巩固技术领先地位，拟在未来五年内将约 70% 所得款项净额投入大模型的研发：

(i) 强化模型研究与开发的 AI 基础设施：拟分配约 50% 所得款项净额用于升级 AI 基础设施，以支持大模型的开发。

(ii) 培养模型开发的研究与开发人才：拟分配约 20% 所得款项净额用于扩充并强化研究与开发团队，重点提升大模型的智能表现、运算效率及整体竞争力。

2. 强化 AI 原生产品：

(i) 加强产品开发的资源：拟分配约 15% 所得款项净额用于优化现有 AI 原生产品并推出由先进大模型驱动的新产品。

(ii) 培养产品开发人才：拟分配约 5% 所得款项净额用于增加及强化致力于产品开发和商业化的人才。

二、竞争格局与三维差异化优势：全模态自研、生而全球与 AI 原生架构

目前全球大模型市场仍处于商业化落地的早期阶段，据 CIC 预测，以基于模型的收入口径计，全球大模型市场规模将由 2024 年的 107 亿美元快速增长至 2029 年的 2,065 亿美元，年复合增长率达到 80.7%。在大模型技术持续进步与成熟的驱动下，大模型应用市场规模预计将由 2024 年的 71 亿美元增至 2029 年的 1,515 亿美元，年复合增长率达到 84.3%；与此同时，大模型 MaaS 市场规模有望由 2024 年的 36 亿美元增至 2029 年的 550 亿美元，年复合增长率达到 72.7%。不管是 MaaS 还是应用赛道，公司都具备极强竞争力：

2.1 MaaS 赛道：M 系列模型能力领先，调用量爆发印证商业吸引力

编程能力与 Agent 能力突出：公司于 2026 年 3 月 18 日推出第一个模型深度参与迭代自己的模型 MiniMax M2.7。核心定位为构建复杂 Agent Harness 以应对精细生产力任务，标志着模型进入“自我迭代驱动进化”的全新阶段。

在 SWE-Pro、VIBE-Pro 等细分工程基准中，M2.7 的表现接近 Opus 最好的水平，在端到端项目交付、日志排障、复杂系统理解等场景表现突出，对比前代 M2.5 实现全面提升。此外，在 Arena AI 的 Code Arena 全球榜单中，M2.7 位列第 9 名，在国产大模型中表现突出，进一步印证了其在真实开发者场景中的竞争力。

图表 10：全球大模型编程能力排行榜（2026 年 3 月 20 日）

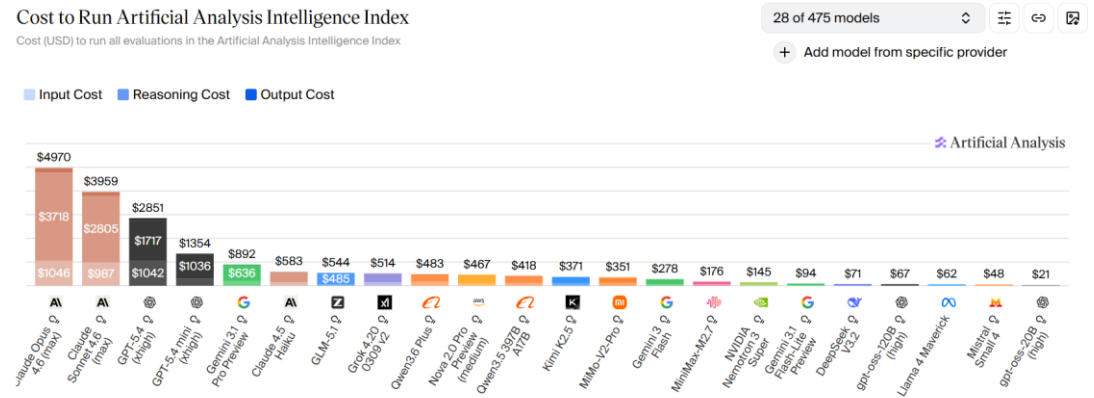
Code Arena Overall						
View overall rankings across AI models on agentic coding tasks involving multi-step reasoning and tool use.						
🕒 Mar 20, 2026 🗳️ 209,727 votes 📄 56 models						
⌵ Show Filters						
Rank	Rank Spread	Model	Score	Votes	Price \$/M	Context
6	5 → 14	gpt-5.4-high (codex-harness) OpenAI - Proprietary	1457 +17/-17	1,486	N/A	N/A
7	5 → 12	gemini-3.1-pro-preview Google - Proprietary	1454 +10/-10	4,364	\$2 / \$12	1M
8	6 → 15	glm-5 Zai - MIT	1445 +10/-10	4,316	\$0.72 / \$2.30	80K
9	5 → 15	minimax-m2.7 MiniMax - Proprietary	1445 +14/-14 Preliminary	2,015	\$0.30 / \$1.20	204.8K
10	6 → 15	glm-4.7 Zai - MIT	1439 +10/-10	4,971	\$0.39 / \$1.75	202.8K
11	6 → 15	gemini-3-pro Google - Proprietary	1437 +7/-7	17,483	\$2 / \$12	1M

来源：Arena AI，国金证券研究所

高性价比的同时毛利率领先。据第三方评测机构 Artificial Analysis，公司的 M2.7 模型跑完评测测试集所需的费用远远低于 GPT-5.2、Gemini 3.1 Pro、Claude Opus 4.6、Claude Sonnet 4.6 等国际头部模型。凭借顶尖的工程级能力在全球大模型竞争中形成显著的成本优势，为其全球化商业化拓展奠定核心竞争力。



图表11: 跑完 Artificial Analysis 测试集所需成本



来源: artificialanalysis.ai, 国金证券研究所

从 2025 年大模型赛道头部企业的 API 业务毛利率数据来看, 公司以 69.40% 的毛利率遥遥领先, 显著高于 Anthropic 和 OpenAI, 在大模型赛道的竞争中, 模型优化技术已成为决定成本效率与盈利空间的关键变量, 具备更强技术降本能力的企业, 将在商业化落地与长期竞争中占据更主动的位置。

图表12: 大模型公司毛利率对比

公司	时间	毛利率
Minimax (开放平台)	2025 年 Q1-Q3	69.40%
Anthropic	2025 年	38.00%
OpenAI	2025 年	33.00%
智谱 (云端部署)	2025 年	18.90%

来源: 公司招股说明书, 新浪财经, The Decoder, 国金证券研究所

调用量: 许多大模型厂商不披露具体 token 调用量数据。在第三方的大模型聚合平台 OpenRouter 上 M2 成为首个日 token 消耗量超过 500 亿的中国模型, 并登顶 HuggingFace 全球热榜第一。



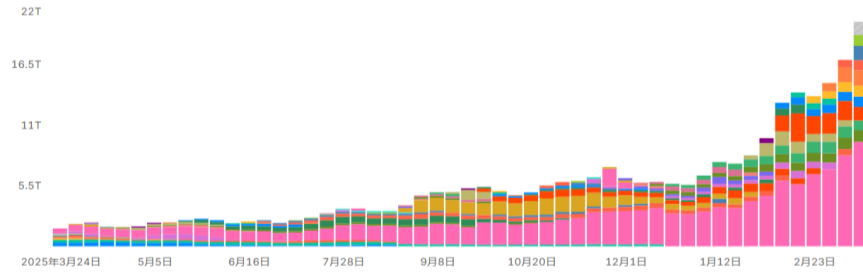
图表13: OpenRouter 的 token 调用量份额 (2026 年 3 月 22 日)

AI Model Rankings

Based on real usage data from millions of users accessing models through OpenRouter.

Top Models

Weekly usage of models across OpenRouter



LLM Leaderboard

Compare the most popular models on OpenRouter

This Month

Rank	Model	Provider	Usage (T)	Change (%)
1.	MiniMax M2.5	by minimax	7.13T	↑116%
2.	Gemini 3 Flash Preview	by google	4.28T	↑39%
3.	Step 3.5 Flash (free)	by stepfun	3.99T	↑646%
4.	DeepSeek V3.2	by deepseek	3.95T	↑49%
5.	Claude Opus 4.6	by anthropic	3.33T	↑213%
6.	Claude Sonnet 4.6	by anthropic	3.32T	↑2,804%
7.	Kimi K2.5	by moonshotai	2.76T	↓23%
8.	Grok 4.1 Fast	by a-ai	2.48T	↑41%
9.	Gemini 2.5 Flash	by google	2.27T	↑25%
10.	Trinity Large Preview (free)	by arcee-ai	2.01T	↑78%

来源: OpenRouter, 国金证券研究所

2.2 AI 原生产品赛道: 视频生成与互动 AI 均已跻身全球头部梯队

Hailuo AI 视频生成能力稳居全球中上游梯队: 在 Arena AI 的 Text-to-Video 全球权威榜单中, 海螺 AI 系列模型 (hailuo-02-pro、hailuo-2.3、hailuo-02-standard) 位列第 19-22 名, 处于全球中上游梯队。2025 年 10 月发布的视频模型 Hailuo 2.3, 在人物动作、画面质量和风格化方面实现显著提升, Fast 模型使批量创作成本最高可降低 50%。海螺 AI 产品中升级的 Media Agent 支持全模态全能创作, 可基于用户描述一键成片。截至 2025 年年底已帮助全球创作者累计生成超过 6 亿个视频。

图表14: 视频生成能力排行榜 (2026 年 2 月 26 日)



Rank	Rank Spread	Model	Score	Votes
1	1 → 6	veo-3.1-audio-1080p Google · Proprietary	1381 ±16	5,543
2	1 → 6	veo-3.1-fast-audio-1080p Google · Proprietary	1379 ±14	5,743
3	1 → 8	veo-3.1-audio Google · Proprietary	1371 ±14	12,606
4	1 → 8	veo-3.1-fast-audio Google · Proprietary	1367 ±12	23,110
5	1 → 8	sora-2-pro OpenAI · Proprietary	1367 ±11	17,671
6	1 → 10	grok-Imagine-video-720p xAI · Proprietary	1357 ±10 Preliminary	27,719
7	3 → 10	veo-3-fast-audio Google · Proprietary	1350 ±11	25,767
8	6 → 10	sora-2 OpenAI · Proprietary	1341 ±9	23,105
9	6 → 10	veo-3-audio Google · Proprietary	1340 ±12	19,331
10	3 → 10	wan2.6-t2v Alibaba · Proprietary	1340 ±20	3,321
11	11 → 14	wan2.5-t2v-preview Alibaba · Proprietary	1268 ±17	6,080
12	11 → 14	veo-3 Google · Proprietary	1256 ±11	15,180
13	11 → 14	seedance-v1.5-pro Bytedance · Proprietary	1256 ±8	28,375
14	11 → 14	veo-3-fast Google · Proprietary	1251 ±12	15,453
15	15 → 19	klings-2.5-turbo-1080p KlingAI · Proprietary	1221 ±17	2,052
16	15 → 19	klings-2.6-pro KlingAI · Proprietary	1220 ±8	35,265
17	15 → 26	klings-o1-pro KlingAI · Proprietary	1208 ±27	1,199
18	15 → 25	ray-3 Luma AI · Proprietary	1204 ±23	1,057
19	15 → 24	hailuo-02-pro MiniMax · Proprietary	1200 ±12	9,881
20	17 → 25	hailuo-2.3 MiniMax · Proprietary	1195 ±9	24,290
21	17 → 26	seedance-v1-pro Bytedance · Proprietary	1192 ±11	12,883
22	17 → 27	hailuo-02-standard MiniMax · Proprietary	1181 ±12	9,932

来源: Arena AI, 国金证券研究所

Talkie/星野是全球多模态 AI 互动应用的头部产品之一, 凭借庞大的用户规模和多模态交互体验占据市场主导地位, 截至 2025 年 9 月 30 日全球 MAU 约 2005 万, 与海外同类型应用 Character AI (雅虎 2026 年初报道 2000 万 MAU) 量级相当。Talkie/星野底层依托公司自研的 M2-Her 模型, 专为多模态 AI 互动场景优化, 在 100 轮长程对话测试中综合表现位居全球第一。与依赖第三方基座模型的 AI 互动应用相比, 我们认为公司最核心的护城河在于自研基座大模型。基于真实用户交互数据持续优化模型, 形成“用户数据→模型迭代→产品体验提升→用户增长”的正向飞轮, 而依赖第三方模型的应用层公司更难复制这一闭环。

2.3 公司核心竞争力: 全模态自研、生而全球、AI 原生组织三重护城河

和其他国内独立大模型厂商相比:

智谱: 智谱除了 API 之外, B 端本地化部署业务也是一大重心, 2025 年本地化部署收入占比 73.7%。全球化方面, 智谱海外业务目前占比较低, 2025 上半年海外收入占比 11.6%。

Kimi (月之暗面): 据 36kr, Kimi 押注“垂直 Agent”, 试图用“深度研究”的专业标签切割出差异化赛道。2026 年 1 月发布的 K2.5 亮点在于 Agent 集群能力。

DeepSeek 致力于打造开源生态, 靠量化基金幻方, 不需要追求短期商业化, 此前曾表态不



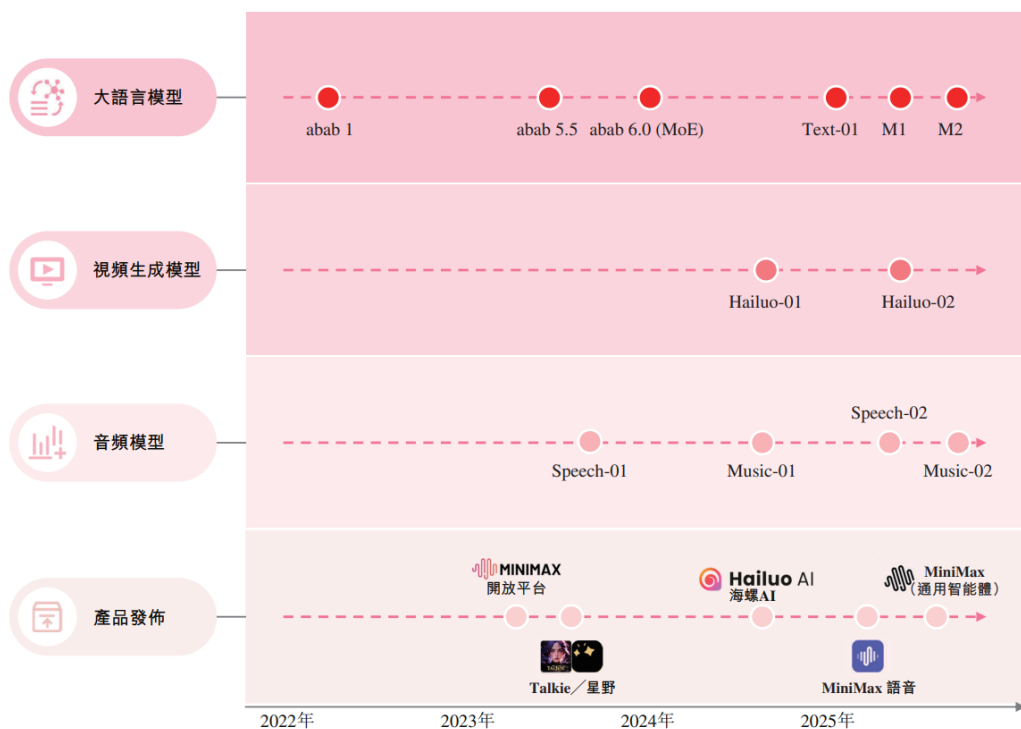
做应用，只做研究和探索。

我们认为，公司在 MAAS 和 AI 产品各赛道的成就，主要源于公司具备三大差异化优势：

1) 核心差异化一：全模态自研——最完整的多模态商业化矩阵

在技术层面，公司自成立起即深耕全模态大模型研发，是最早布局多模态能力的企业之一，同时通过率先实现 MoE 架构商业化、自研线性注意力机制等算法创新，叠加自研高效 AI 基础架构，在性能、成本效率与可扩展性上形成差异化优势；各模态均已实现规模化商业落地：M2 系列文本模型登顶 OpenRouter 调用量榜首；截至 2025 年年底公司的视频模型已帮助全球创作者累计生成超过 6 亿个视频；语音模型 Speech 2.6 针对 Voice Agent 场景优化了语音交互体验，实现全球顶尖水平的超低延时，支持 40 多种语言，已帮助全球用户生成累计超过 2 亿小时的语音，成为全球语音智能领域的核心基础设施之一。音乐模型 Music 2.0 与 2.5 能够稳定驾驭多种唱法与情感风格，单首作品时长可达 5 分钟。这种“全模态自研+全模态落地”的完整性，在国内初创公司中独一无二。

图表 15：公司持续迭代各模态模型和产品



来源：公司招股书，国金证券研究所

2) 核心差异化二：生而全球 (Born Globally) ——天然的国际化商业生态

公司是国内 AI 初创中出海布局最早、商业化最成熟的公司之一，但其全球化并非“先国内、后出海”的路径，而是从创立第一天起便面向国际市场同步上线产品——这是真正意义上的“生而全球”。2025 年海外收入占比已达 73.0%，覆盖超 200 个国家和地区，在国内 AI 初创企业中处于绝对领先水平。这一优势的核心壁垒并非只是“出海早”，更在于公司已在海外建立了有机的用户增长生态：Talkie/星野在海外互动 AI 市场的自然渗透、海螺 AI 在创作者社区的口碑扩散、M2 系列在全球开发者生态中的主动选择，均体现出基于产品力的健康增长，而非依赖补贴或投流驱动。全球化收入结构有效分散了单一市场政策风险，同时打开了远超国内的长期成长空间。

3) 核心差异化三：AI 原生组织架构——极致研发迭代速度

截止 2025 年年底公司员工数量仅 428 人，但公司在 108 天内连续发布 M2、M2.1、M2.5 三个主力版本，每代模型均带来用户数和调用量的显著跃升，这一迭代密度在全球任何规模的 AI 公司中均属前列。2026 年 3 月 18 日进一步推出 M2.7，开启模型深度参与自身迭代的全新阶段 (M2.7 是首个由模型深度参与自身迭代的版本：在强化学习的工作流中 M2.7 能够处理 30%到 50%的工作流程。公司让 M2.7 在内部框架上优化模型的编程性能，M2.7 自主运行超过 100 轮优化循环，分析失败轨迹、修改代码、评估结果，在内部评估集上实现了 30%的性能提升)。M2.7 开创的“模型自我参与训练”范式，有望进一步压缩每代迭代周期。



我们认为这种极速迭代背后的深层驱动力来自公司的 AI 原生组织架构：核心表现包括①三层扁平管理：在组织架构上，CEO 之下不超过三层职级，这种极度扁平的设计，就是为了杜绝大公司的层级臃肿和信息传递损耗。②全员 Agent 覆盖：在《罗永浩的十字路口》中，闫俊杰表示：“在 MiniMax 内部，AI 已深度融入 workflow，约 80% 的编程代码由 AI 完成。这不仅是 AI 在辅助人类，更是 AI 与人类共同进化、共同创造的过程。”公司内部的 Agent 实习生已经覆盖了近 90% 的员工，涵盖编程开发、数据分析、运维管理、人力招聘、市场销售等。公司将自身视为 AI 原生组织能力演进的试验场，通过赋能型文化与年轻化激励机制持续驱动技术创新，最终形成“技术壁垒-规模效应-全球化落地”的闭环竞争力，支撑公司在全球 AI 赛道的长期发展。

三、未来展望：模型迭代驱动多元增长，商业化飞轮正向强化

随着大模型行业从技术探索期迈入规模化商业落地阶段，公司已在模型能力、商业化路径与全球化布局三个维度形成协同壁垒。我们认为，公司正处于新一轮非线性增长周期的起点，核心增长逻辑可由以下三条主线递进阐述：模型能力持续领先构建成本护城河，双轮商业化飞轮加速毛利率改善，以及全球化先发优势形成差异化竞争壁垒。三者之间互为因果——模型技术是底层驱动，商业化是转化路径，全球化是规模放大器，最终共同支撑公司在全球 AI 赛道的长期估值溢价。

3.1 模型调用量爆发与技术降本带来开放平台盈利爆发：

当前，AI 行业正经历一场结构性转变——使用模式从“人机对话”向“Agent 自主执行”迁移，这一趋势从根本上改变了 token 消耗的量级。据 OpenRouter 数据，编程任务在其平台 token 消耗中的占比已从 2025 年初的 11% 跃升至超过 50%，Agent 工作流现已产生平台大多数输出 token；平台周度总 token 量达 12.1 万亿，较一年前增长 12.7 倍。Agent 的规模化落地，意味着整个行业的 token 需求将进入非线性增长阶段。

公司是这一趋势最直接的受益者之一。M2 系列兼具顶尖 Agent 能力 (SWE-Bench Verified 80.2%) 与极速推理 (100 TPS，约为前沿模型两倍)，精准契合 Agent 落地的两个核心需求。M2 系列 2026 年 2 月日均 token 消耗量已达 2025 年 12 月的超六倍，编程套餐 token 量过去两个月增长超十倍。验证了商业化加速的强劲势头。同时推理成本上的技术优化长期有望提高公司盈利能力，2026 年 2 月 M2 系列每百万 token 推理成本较 2025 年 12 月降低超 50%，海螺视频生成模型推理时延同期下降超 30%；

展望未来，M 系列将在保持速度与成本优势的同时向更强智能上限拓展，M2.7 开创的“模型自我参范训练”将进一步压缩迭代周期，形成正向加速飞轮，为后续商业化加速提供持续的技术弹药。

3.2 双轮商业化飞轮加速：AI 原生产品与开放平台协同共振

公司的商业化模式以 AI 原生产品 (C 端) 和开放平台 (B 端) 为双核驱动，两者在用户引入、数据反哺和生态布局上形成正向协同，共同构成自我强化的商业化飞轮。我们认为 AI 原生产品与开放平台业务的协同效应体现为：AI 原生产品积累的真实用户交互数据持续反哺模型迭代，迭代后的模型能力进一步提升开放平台 API 的竞争力，开放平台规模化调用带来的推理成本摊薄又反过来降低 AI 原生产品的边际成本，形成“数据-模型-成本”的正向闭环。AI 原生产品 2025 年收入同比增长 143%，整体毛利率已由负转正至 25.4%，验证了用户付费意愿的持续提升。

根据招股书，公司旨在加速现有 AI 原生产品的优化与拓展，规划涵盖以下方向：

- ① MiniMax Agent 升级：重点增强 Agent 自动完成复杂任务的能力，持续提升 AI 原生工作台的交付质量与效率，支撑企业及个人用户在编程、办公等场景的深度自动化需求。
- ② 海螺 AI 多模态升级：计划升级海螺 AI 以支持更快速、高质量的图像生成、更长的视频输出，并赋予其更具创意的控制与代理能力，进一步强化在创作者生态中的核心地位。
- ③ MiniMax 语音沉浸式交互：计划在 MiniMax 语音中引入更多沉浸式交互功能，拓宽语音产品在智能硬件、教育、客服等场景的渗透深度。
- ④ Talkie/星野平台规模扩张：通过丰富平台内主题和角色的情绪表达能力，持续优化全模态交互体验，扩大 Talkie/星野的全球用户参与度与平台规模。

此外，公司将持续开发新的 AI 原生产品，依托大模型的不断改进，设计新的 AI 原生应用以提供更优化的用户体验、拓展全模态能力，并实现不同平台间的无缝集成。公司致力于发掘新的应用场景，将产品推向新的市场和垂直领域，为个人用户、开发者以及企业客户创造商业价值。公司亦将扩展开放平台的行业专属 AI 解决方案与 API 能力，让全球企业客户和开发者 (尤其是新兴市场) 能够无缝集成并采用其开放平台，进一步打开 B 端商业



化的长期增长空间。

2026年2月发布的MaxClaw，旨在让高级AI Agent即刻可用，无需部署、基础设施设置或工具连接，并引入了一项关键的生产级功能：原生长期记忆。提供超过10,000个现成的专家Agent，涵盖软件开发、创意写作和内容制作、金融分析和投资研究、市场情报和趋势追踪，Agent生态初具规模。

3.3 全球化持续发力

作为国内AI初创企业中全球化商业化最为成熟的公司之一，公司全球化布局已从“战略选择”演变为难以复制的结构性壁垒。

全球化优势的核心并不只是“率先出海”，更在于公司形成的生态黏性。M2.5在OpenRouter登顶印证了全球开发者的认可，Talkie/星野、海螺AI在欧美和东南亚市场积累的用户群体，亦因多语言支持和本地化运营而具备较高的商业化变现潜力。展望未来，随着M3系列发布和规模效应进一步释放，我们预计海外收入占比将维持70%以上，全球化商业化的增长动能将持续放大。

3.4 全模态融合与走向AGI

公司使命是实现通用人工智能（AGI），而这一目标在公司技术路线上已有具体落点。公司是国内极少数从创立之初便坚持文本、音频、图像、视频、音乐五大模态全栈自研的大模型公司，在各模态均实现商业化落地，构建了完整的全模态技术矩阵。

M2.7标志着公司开启了Agent自我驱动进化的探索：模型不仅作为工具被人类改进，而是开始参与优化自身的训练过程。公司的内部强化学习框架Forge，在训练MiniMax M2.5过程中处理了超过十万个不同的真实世界智能体框架和环境。我们认为让Agent具备自我迭代能力和处理真实世界多元信息输入并做出推理决策的能力，是通向AGI的必经路径，而公司全模态模态能力的积累将为其提供重要基础。

四、盈利预测与投资建议

4.1 收入拆分预测

（一）AI原生产品

公司AI原生产品业务包含MiniMax智能Agent应用、海螺AI、MiniMax语音、Talkie/星野四个子板块。由于2025年年报仅披露AI原生产品整体收入为53,075千美元，未单独披露四项子业务数据，我们参考2025年前三季度各子业务占AI原生产品收入的比例，假设全年占比结构不变，据此推算得出2025全年MiniMax智能Agent应用、海螺AI、MiniMax语音、Talkie/星野收入分别约为1,055、24,379、1,466、26,175千美元。

具体分子业务来预测：

MiniMax智能Agent应用：随着Agent 2.0发布及专家Agent生态快速扩张（截至2026年2月底已有逾16,000个专家Agent上线），平台商业化转化效率持续提升，我们预测2026/2027/2028年收入增速分别为200%/100%/50%，对应收入3,166/6,332/9,498千美元。

海螺AI：受益于视频生成需求的爆发式增长及Hailuo3系列针对中长视频的专项优化，叠加创作者社区口碑效应持续扩散，我们预测2026/2027/2028年收入增速分别为200%/200%/100%，对应收入73,138/219,414/438,828千美元，是AI原生产品中成长弹性最大的子板块。

MiniMax语音：Speech 2.6支持40余种语言，截至2025年底已累计生成超2亿小时语音，随着语音交互在智能硬件、客服、教育等场景的渗透加速，商业化空间持续打开，我们预测2026/2027/2028年收入增速分别为300%/300%/100%，对应收入5,863/23,452/46,905千美元。

Talkie/星野：作为情感陪伴赛道的全球头部产品，用户基数庞大且粘性较高，当前处于ARPU稳步提升阶段，增速较前三者相对温和但确定性更强，我们预测2026/2027/2028年收入增速分别为40%/30%/20%，对应收入36,644/47,638/57,165千美元。

毛利率方面，AI原生产品毛利率已与2025年3季度转正（4.67%），我们预计2026/2027/2028年毛利率维持在5%左右。核心逻辑在于：一方面，模型推理成本持续下降（M2系列每百万token推理成本2026年2月已较2025年12月降低超50%），将持续摊薄单位服务成本；另一方面，订阅收入与高价值付费功能占比提升将推动ARPU改善，两者合力支撑毛利率在转正后保持稳健。



(二) 开放平台及其他基于 AI 的企业服务

受 OpenClaw 生态爆发带来的 API 调用量迅猛增长驱动，开放平台收入增长势能显著，随着 Agent 应用进一步渗透。我们预测 2026/2027/2028 年收入增速分别为 400%/150%/150%，对应收入 129,815/324,538/811,344 千美元。

毛利率方面，开放平台业务本身具备高毛利属性，规模效应随调用量扩张持续释放，我们预计 2026/2027/2028 年毛利率稳定在 60% 左右。

综上，我们预计公司 2026/2027/2028 年整体收入分别为 248.63/621.37/1363.74 百万美元，同比增速分别为 214.57%/149.92%/119.47%；整体毛利润分别为 83.83/209.56/514.43 百万美元，对应整体毛利率为 33.72%/33.73%/37.72%，呈现稳步提升态势。

4.2 费用端预测

营销费用方面，我们预计 2026/2027/2028 年绝对额分别为 62.28/74.73/89.68 百万美元，占收入比从 2025 年的 65.66% 大幅降至 25.05%/12.03%/6.58%。核心逻辑在于公司的 C 端用户增长高度依赖产品口碑与模型能力驱动的有机增长，而非投流补贴，随着品牌知名度在全球主要市场进一步渗透，营销费用率将持续摊薄。

管理费用方面，我们预计 2026/2027/2028 年绝对额分别为 51.54/72.15/101.01 百万美元，占收入比从 2025 年的 46.58% 降至 20.73%/11.61%/7.41%。公司管理架构高度扁平化，管理层人均覆盖效率高，管理费用增速将持续低于收入增速，规模经济效益随收入扩张持续显现。

研发费用方面，我们预计 2026/2027/2028 年绝对额分别为 442.35/575.05/747.57 百万美元，占收入比从 2025 年的 319.81% 降至 177.92%/92.55%/54.82%。研发费用率下降并不意味着研发投入收缩，绝对额仍保持较快增长，体现的是高强度研发投入正加速转化为商业价值，收入增速持续高于研发费用增速，研发效率在行业中处于领先水平。

综合来看，公司的三项费用率预计均呈现持续下降趋势，规模效应随收入爆发式增长加速释放，随着三项费用率的持续优化，公司将在保持高强度研发投入的同时，向盈利阶段加速迈进。

图表16：收入拆分与综合毛利预测（2025年AI原生产品各子业务收入为参考2025年前三季度比例的预测值）



收入 (千美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
AI 原生产品	758	21,805	53,075	118,812	296,836	552,396
yoy		2776.65%	143.41%	123.86%	149.84%	86.09%
MiniMax 智能 Agent 应用			1,055	3,166	6,332	9,498
yoy				200.00%	100.00%	50.00%
海螺 AI		2,347	24,379	73,138	219,414	438,828
yoy			938.74%	200.00%	200.00%	100.00%
MiniMax 语音			1,466	5,863	23,452	46,905
yoy				300.00%	300.00%	100.00%
Talkie/星野		19,458	26,175	36,644	47,638	57,165
yoy			34.52%	40.00%	30.00%	20.00%
AI 原生产品毛利率	-380.21%	-8.14%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
AI 原生产品毛利润	-2,882	-1,776	2,654	5,941	14,842	27,620
开放平台及其他基于 AI 的企业服务	2,702	8,718	25,963	129,815	324,538	811,344
yoy		222.65%	197.81%	400.00%	150.00%	150.00%
开放平台毛利率	75.06%	63.25%	65.00%	60.00%	60.00%	60.00%
开放平台毛利润	2,028	5,514	16,876	77,889	194,723	486,806
公司整体收入	3,460	30,523	79,038	248,627	621,374	1,363,740
yoy		782.17%	158.95%	214.57%	149.92%	119.47%
公司整体毛利润	-854	3738	20,079	83,830	209,564	514,426
公司整体毛利率	-24.68%	12.25%	25.40%	33.72%	33.73%	37.72%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 盈利预测与估值分析

基于以上核心假设，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 2.49/6.21/13.64 亿美元，同比增速分别为 214.57%/149.92%/119.47%，收入端呈现加速增长态势。利润端受制于高强度研发投入，公司短期内仍将维持亏损，预计归母净利润 2026/2027/2028 年分别为 -5.32/-5.22/-3.84 亿美元。

估值与投资建议方面，公司当前仍处于亏损阶段，传统 PE 估值框架暂不适用，建议以 PS 估值法为主要参考。我们选取智谱（港股大模型直接可比）、摩尔线程和沐曦股份（国产算力，同属国内 AI 产业新上市公司）作为可比公司。三家公司均处于商业化早期的高研发投入亏损阶段。考虑到公司处于港股稀缺的大模型标的地位，具备全栈自研能力、全模态完整布局、已实现全球化商业化落地。我们给予公司 2027 年收入 80 倍 PS，对应市值约 497 亿美元，目标价 1241 港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿)	营业总收入 (亿)			PS		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
2513.HK	智谱	3449.77	21.46	47.83	155.16	160.78	72.12	22.23
yoy			196.22%	122.93%	224.38%			
688795.SH	摩尔线程	3,044.51	25.96	46.87		117.28	64.96	
yoy			84.77%	80.55%				
688802.SH	沐曦股份	2947.70	35.04	61.58		84.12	47.87	
yoy			113.15%	75.73%				



平均						120.73	61.65	22.23
0100.HK	MINIMAX-WP	360.69	2.49	6.21	13.64	144.85	58.08	26.44
yoy			214.57%	149.90%	214.57%			

来源: ifind, 国金证券研究所 注: 按 2025 年 4 月 16 日市值, 摩尔线程取国金证券预期, 其他可比公司取 ifind 一致预期, MiniMax 货币单位为美元, 其他公司货币单位为人民币

风险提示

- 技术迭代不确定性风险:** 人工智能行业具有持续变化和技术突破快的特点, 如果研发进展不及预期, 可能影响公司竞争力。
- 行业竞争加剧风险。** 众多大模型厂商目前参与到市场竞争之中, 若市场竞争进一步加剧, 可能影响公司盈利能力。
- 商业化进展不及预期风险:** 大模型商业化市场尚处于早期阶段, 公司若无法持续将技术优势转化为符合市场需求的商业解决方案, 公司收入增长可能放缓。
- 限售股解禁风险:** 招股书约定基石投资者须遵守上市日起 6 个月禁售期, 届时存在一定解禁压力。
- 地缘政治风险:** 公司海外业务占比较高, 可能因为地缘政治冲突影像其业务。



附录：三张报表预测摘要（注：公司尚未公告 25 年现金流量表）

损益表(美元 百万)							资产负债表(美元 百万)						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3	31	79	249	621	1,364	货币资金	206	289	508	755	383	116
增长率	—	782.2%	158.9%	214.6%	149.9%	119.5%	应收款项	6	20	27	52	114	212
主营业务成本	4	27	59	165	412	849	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	124.7%	87.8%	74.6%	66.3%	66.3%	62.3%	其他流动资产	108	496	473	477	514	589
毛利	-1	4	20	84	210	514	流动资产	320	806	1,007	1,284	1,011	917
%销售收入	-24.7%	12.2%	25.4%	33.7%	33.7%	37.7%	%总资产	98.6%	88.5%	92.6%	93.2%	89.6%	85.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1	1	2	2	3	3
销售费用	23	87	52	62	75	90	%总资产	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
%销售收入	659.7%	285.0%	65.7%	25.0%	12.0%	6.6%	无形资产	3	3	2	5	8	11
管理费用	8	14	37	52	72	101	非流动资产	4	105	81	94	117	151
%销售收入	220.1%	47.1%	46.6%	20.7%	11.6%	7.4%	%总资产	1.4%	11.5%	7.4%	6.8%	10.4%	14.1%
研发费用	70	189	253	442	575	748	资产总计	324	911	1,088	1,378	1,128	1,068
%销售收入	2023.2%	619.1%	319.8%	177.9%	92.5%	54.8%	短期借款	629	1,616	3,633	3,633	3,645	3,678
息税前利润 (EBIT)	-269	-465	-1,871	-532	-522	-384	应付款项	17	51	58	137	286	354
%销售收入	-7779.9%	-1522.6%	-2367.1%	-214.1%	-84.1%	-28.1%	其他流动负债	17	40	43	75	186	409
财务费用	0	1	1	0	0	0	流动负债	663	1,708	3,734	3,845	4,117	4,441
%销售收入	1.8%	1.7%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	2	3	3	3	3
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	666	1,710	3,737	3,848	4,120	4,444
营业利润	-101	-287	-321	-472	-512	-424	普通股股东权益	-342	-799	-2,648	-2,470	-2,992	-3,376
营业利润率	-2927.7%	-939.0%	-406.6%	-190.0%	-82.5%	-31.1%	其中：股本	0	0	0	34	34	34
营业外收支	0	0	0	0	0	0	未分配利润	-342	-800	-2,648	-2,503	-3,026	-3,409
税前利润	-269	-465	-1,872	-532	-522	-384	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	-7781.7%	-1524.2%	-2368.0%	-214.1%	-84.1%	-28.1%	负债股东权益合计	324	911	1,088	1,378	1,128	1,068
所得税	0	0	0	0	0	0	比率分析						
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	每股指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-269	-465	-1,872	-532	-522	-384	每股收益	-2.56	-4.28	-17.23	-1.70	-1.67	-1.22
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	-1.09	-2.55	-24.37	-7.87	-9.54	-10.76
归属于母公司的净利润	-269	-465	-1,872	-532	-522	-384	每股经营现金净流	-0.21	-0.82	-2.50	-1.25	-1.12	-0.97
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(美元 百万)							回报率						
净利润	-269	-465	-1,872	-532	-522	-384	净资产收益率	78.75%	58.20%	70.68%	21.55%	17.46%	11.37%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	-83.10%	-51.09%	-171.96%	-38.62%	-46.30%	-35.94%
非现金支出	178	191	1,550	60	10	-40	投入资本收益率	-93.76%	-56.90%	-189.98%	-45.76%	-80.00%	-127.05%
非经营收益							增长率						
营运资金变动	26	14	48	81	162	118	主营业务收入增长率	—	782.17%	158.95%	214.57%	149.92%	119.47%
经营活动现金净流	-64	-258	-271	-391	-351	-306	EBIT 增长率	-265.17%	-72.64%	-302.59%	71.55%	1.87%	26.52%
资本开支	-1	-1	-2	-3	-3	-4	净利润增长率	-265.19%	-72.79%	-302.29%	71.56%	1.87%	26.52%
投资	-40	-431	-220	-10	-20	-30	总资产增长率	338.08%	181.04%	19.53%	26.63%	-18.13%	-5.34%
其他	0	0	-30	-60	-10	40	资产管理能力						
投资活动现金净流	-40	-431	-252	-73	-33	6	应收账款周转天数	69.6	49.1	40.3	27.8	23.0	16.8
股权募资	0	0	0	711	0	0	存货周转天数	—	—	—	—	—	—
债权募资	306	772	386	0	12	33	应付账款周转天数	819.3	460.0	332.4	213.0	185.0	135.6
其他	0	-1	-86	0	0	0	固定资产周转天数	48.9	10.6	6.1	2.6	1.3	0.7
筹资活动现金净流	306	771	300	711	12	33	偿债能力						
现金净流量	202	83	165	247	-372	-267	净负债/股东权益	-119.92%	-129.39%	-101.57%	-98.91%	-94.48%	-92.61%
							EBIT 利息保障倍数	-4,412.9	-913.0	-2,784.1	—	—	—
							资产负债率	205.53%	187.78%	343.31%	279.20%	365.18%	416.07%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**