



## 中國 | 人工智慧

4 March 2026

## MiniMax Group (100 HK)

## FY25 營業額超出市場預期

- MiniMax 在 FY25 的營業額按年大幅增長 158.9%，達到 7,900 萬美元。毛利率上升 13.2 個百分點至 25.4%。FY25 的營業額超出市場預期 11%
- 全球擴張推動了強勁的國際收入

## 隨著客戶基礎的擴展，推動了生產採用的增加

MiniMax 於今年一月在香港交易所首次上市，並公布了其首份 2025 財政年度業績。公司營業額表現優於市場預期，達到 7,900 萬美元，按年增長 158.9%。此增長主要受益於基礎模型智能的重大進展，以及持續拓展的商業化渠道——包括人工智慧原生產品、開放平台及其他人工智慧企業服務。透過推出新模型、加速公司產品組合的商業化推廣，以及擴展個人用戶與企業客戶基礎，公司在產品採用與企業合作方面取得了強勁的動能。毛利率亦顯著改善，由 FY24 的 12.2% 提升至 FY25 的 25.4%，主要得益於模型與系統效率的提升，以及基礎設施配置的優化。FY25 淨虧損進一步擴大至 19 億美元。

## 全球部署加速增長動能

MiniMax 的全球策略使其能夠在多個市場同步推出產品，推動了快速的國際擴張。截至 FY25 末，其產品與服務已部署於超過 200 個國家及地區。國際市場貢獻顯著，佔 FY25 總銷售額的 73.0%。

人工智慧原生產品的收入按年增長 143.3%，由 2,180 萬美元增至 5,310 萬美元。此強勁增長主要受益於更高的用戶參與度、更強的付費意願，以及旗艦產品（如「海螺 AI」）的持續採用與商業化。開放平台及其他人工智慧企業服務的收入則按年增長 197.8%，至 2,600 萬美元，主要由付費客戶數量顯著增加所推動。

## 新一代模型能力推動快速採用與增長

基礎模型市場正以前所未有的速度擴展，迅速重塑人類社會。全球基礎模型市場預計至 2030 年將超過 3,000 億美元。作為一家全球人工智慧基礎模型公司，MiniMax 已建立穩固基礎以把握此市場潛力，並取得了實質性進展。去年，MiniMax 建立了全模態研發能力，於關鍵領域推出具全球競爭力的模型。同時，公司透過技術創新提升用戶體驗，升級人工智慧原生產品組合。上月，公司發布了 M2.5，在多項核心生產力場景中達到全球領先表現。更重要的是，M2.5 使複雜智能體的運行具備經濟可擴展性。模型能力的突破推動了快速採用，從 M2 到 M2.5，每一代均在能力與使用方面取得重大進展。截至 2026 年 2 月，M2 系列文本模型的平均每日 Token 消耗量較 2025 年 12 月增長逾六倍，而 Coding Plan 的 Token 消耗量則增長逾十倍。

展望未來，在人工智慧時代的背景下，公司戰略是從大型模型公司演進為平台公司。為鞏固技術領導地位，公司將持續定義並推進新的智能範式，加強技術與產品的創新，並提升可擴展的基礎設施與 Token 能力。公司預期於 2026 年上半年推出 M3 系列產品。

## 未評級

當前股價 (港元)*	821.00
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	25,768.08
* 股價截至	3-Mar-26

## 關鍵數據

股票代號	100 HK
總市值 (港元)	257,495
近3個月人均成交額	N/A
52周最高價 (港元)	980.00
52周最低價 (港元)	220.00
自由流通比率 (%)	51.7%
總股本 (百萬股)	232.5

## 股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	41.3%	47.2%
3個月	N/A	N/A
6個月	N/A	N/A

## 股價1年圖



陳儀雯 E Wuen Tan

Ewuen.tan@crosby.com

+852 3476 2720

圖 1 損益表

Year ended Dec (USDm)	FY24	FY25	YoY change (%)
<b>Revenue</b>	<b>30.5</b>	<b>79.0</b>	<b>158.9</b>
COGS	(26.8)	(59.0)	
<b>Gross profit</b>	<b>3.7</b>	<b>20.1</b>	<b>437.2</b>
Other income and gains, net	36.2	40.4	
Selling and distribution expenses	(87.0)	(51.9)	
Administrative expenses	(14.4)	(36.8)	
R&D costs	(189.0)	(252.8)	
FV loss on financial liabilities	(214.2)	(1,589.9)	
Finance costs	(0.5)	(0.7)	
Impairment losses on financial assets, net	(0.1)	(0.1)	
<b>Loss before tax</b>	<b>(465.2)</b>	<b>(1,871.6)</b>	<b>302.3</b>
Tax	0.0	0.0	
Mi	0.0	0.0	
<b>Net loss</b>	<b>(465.2)</b>	<b>(1,871.6)</b>	<b>302.3</b>

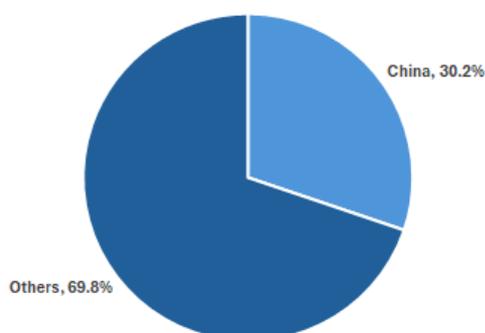
來源: 公司資料

圖 2 按產品劃分的銷售

Year ended Dec (USDm)	FY24	% to total	FY25	% to total	YoY change (%)
AI-native products	21.8	71.4	53.1	67.2	143.4
Open Platform and other AI-based services	8.7	28.6	26.0	32.8	197.8
<b>Total</b>	<b>30.5</b>	<b>100.0</b>	<b>79.0</b>	<b>100.0</b>	<b>158.9</b>

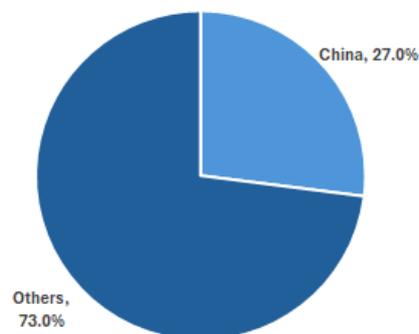
來源: 公司資料

圖 3 按地區分布的營業額分析 (FY24)



來源: 公司資料

圖 4 按地區分布的營業額分析 (FY25)



來源: 公司資料

## 信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

### 分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

### 股票的評級披露

#### 基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

**買入 (BUY)：** 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

**中性 (NEUTRAL)：** 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

**賣出 (SELL)：** 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

#### 策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

**策略買入 (TB)：** 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

**策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：** 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

**平倉 / 到期策略性建議：** 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

**未評級 (NR)：** 沒有基本或策略性建議評級的股票。

**審查中 (UR)：** 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



## 一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

**此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。**