

今日焦點：

► 中國生成式AI：智譜與MiniMax正式亮相——兩種規模化路徑

智譜與MiniMax近日於香港股市掛牌上市，上市後走勢強勁。兩家公司雖同屬大型語言模型領域，但在目標客戶、產品策略及商業模式上存在差異。下表從公司背景、核心模型、商業模式、財務狀況、客戶及地區收入分佈，以及訂閱服務指標等多個維度進行並列比較。

-	智譜	MiniMax
股票代碼	2513.HK	0100.HK
成立時間	2019	2021
核心模型	GLM：強邏輯推理、長文本理解與代碼生成。	MoE：強對話連貫與上下文理解；支持多模態生成（文本/語音/視頻）。
團隊背景	研發團隊主要來自清華大學等頂尖高校。	團隊包括商湯科技此前的高管與工程師。
商業模式	聚焦B端：企業級定制、API與MaaS平台（本地化部署+雲端部署）。	C端與B端並重：AI原生應用（如Talkie、海螺AI）+ 企業級開放平台。
財務期間	截至2025年6月	截至2025年9月
收入（同比）	190.9百萬元人民幣（同比增長3.3倍） • 本地化部署：161.8百萬元（占總收入比重85%） • 雲端部署：29.1百萬元（占總收入比重15%）	53.4百萬美元（同比增長1.7倍） • AI原生產品：38.1百萬美元（占總收入比重71%） – Talkie：18.8百萬美元（占總收入比重35%） – 海螺AI：17.5百萬美元（占總收入比重33%） • 開放平台：15.4百萬美元（占總收入比重29%）
毛利（毛利率）	95.4百萬元人民幣 / 50.0%	12.5百萬美元 / 23.3% • AI原生產品毛利率：4.7% • 開放平台毛利率：69.4%
運營費用（佔收入比）	• 研發：1,594.7百萬元（835%） • 銷售及市場：208.6百萬元（109%） • 行政：185.2百萬元（97%）	• 研發：180.3百萬美元（337%） • 銷售及市場：39.3百萬美元（74%） • 行政：22.1百萬美元（41%）
應收賬款/營收	238%	15%
淨利潤	淨虧損2,357.9百萬元人民幣	淨虧損512.0百萬美元
客戶規模	機構客戶：8,000+	C端累計用戶：2億+；B端付費企業客戶：2,500
區域收入分佈	中國內地：約88% 東南亞：約11% 其他：約1%	中國大陸：約27% 新加坡：約24% 美國：約20% 其他：約29%
基石投資人	以中資及國有資本為主：北京金控、泰康人壽、廣發基金等	以國際資本為主：阿布扎比投資局（ADIA）、阿里巴巴、博裕資本等

資料來源：公司資料、新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,608	1.4%	3.8%
中資企業指數	9,220	1.9%	3.4%
紅籌指數	4,113	0.3%	2.5%
滬深300指數	4,789	0.7%	3.5%
上海A股	4,368	1.1%	1.8%
上海B股	258	0.1%	1.8%
深圳A股	2,840	2.0%	7.3%
深圳B股	1,281	0.1%	1.4%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,590	0.2%	3.2%
標普500	6,977	0.2%	1.9%
美國納斯達克指數	23,733	0.3%	2.1%
日經平均指數	53,716	3.4%	6.7%
英國富時指數	10,140	0.2%	2.1%
法國證券公會指數	8,358	-0.0%	2.6%
德國法蘭克福指數	25,405	0.6%	3.7%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,597	2.0%	6.2%
銅價 (美元/盎司)	2,678	0.9%	5.3%
銀價 (美元/盎司)	85	6.6%	17.3%
原油 (美元/桶)	59	0.6%	4.0%
銅價 (美元/盎司)	13,209	3.8%	6.3%
鋁價 (美元/盎司)	3,184	3.0%	6.3%
鉛價 (美元/盎司)	2,343	2.8%	14.0%
錫價 (美元/盎司)	3,216	2.6%	3.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	511	-1.3%	0.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	421	-5.5%	-4.3%
糖 (美分/磅)	66	4.3%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,049	-1.2%	0.1%
PVC (美元/噸)	4,805	-1.3%	0.0%
CRB 指數	304	0.5%	3.0%
BDI		-1.7%	-10.1%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	158.1	0.8	7.0
港元	0.1		0.1	20.3	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.1		184.5	1.1	8.1
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	198.3		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.7	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	15	1.5%

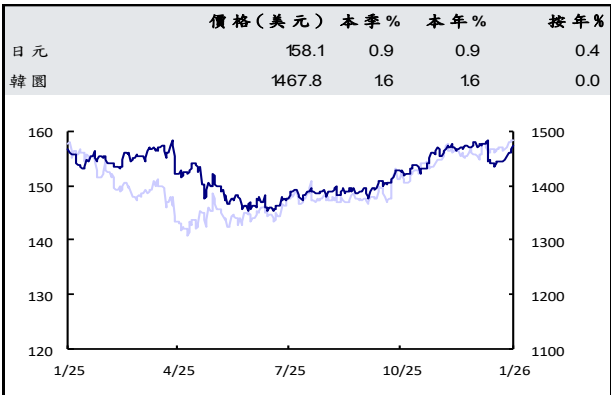
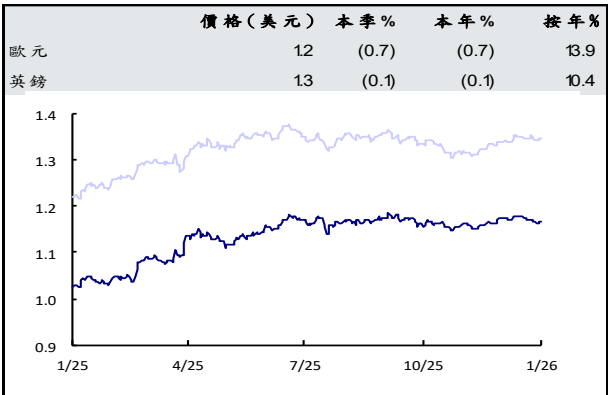
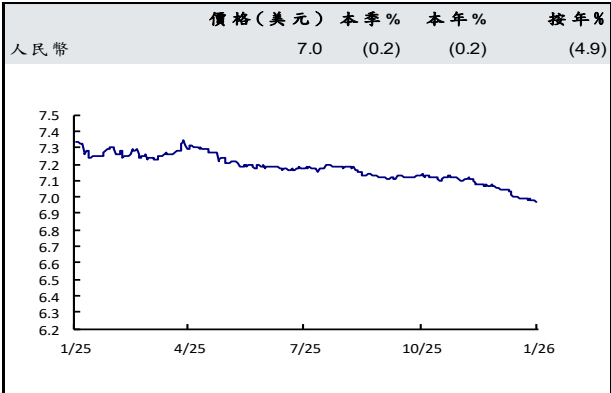
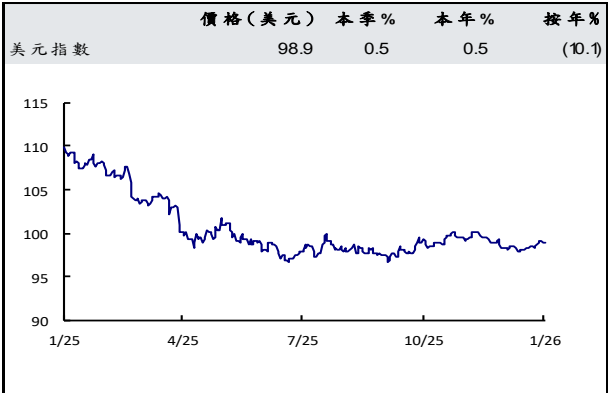
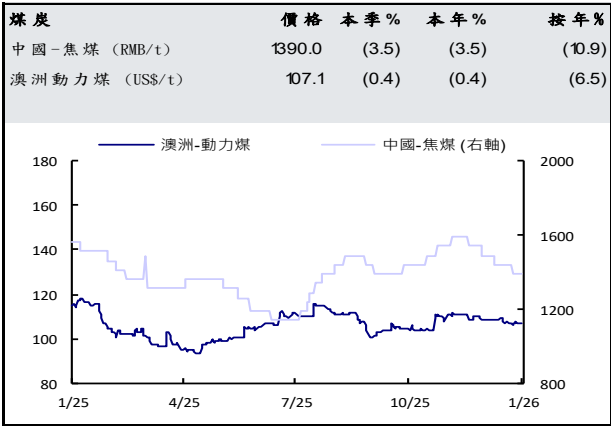
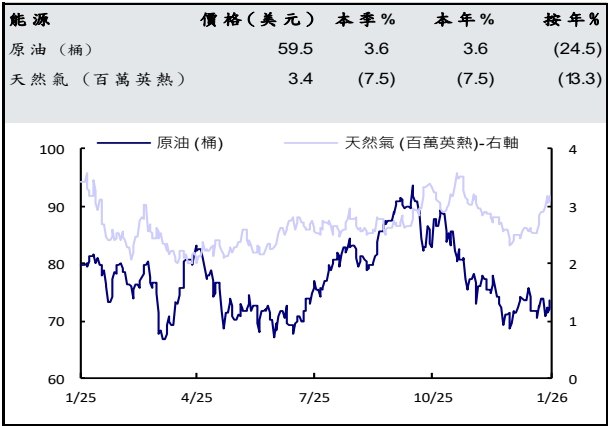
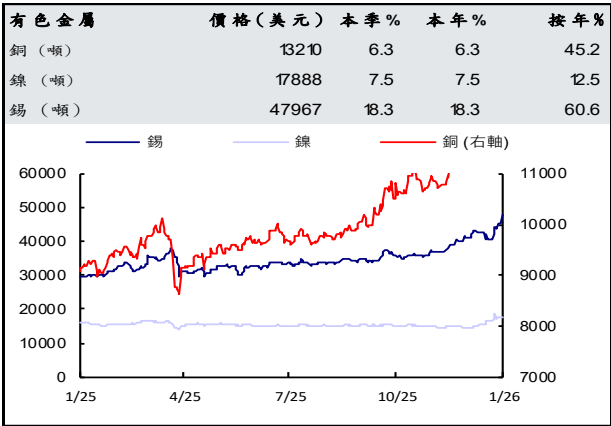
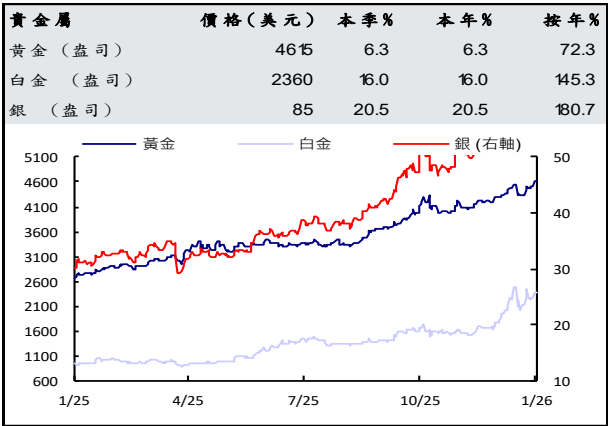
兩家公司均為大型語言模型開發商，但其市場拓展路徑不同。智譜更偏向於AI基礎設施及企業解決方案供應商。其客戶主要集中於中國境內，以企業對企業模式為主，聚焦政府及大型企業。主要提供「私有化部署+服務」——於客戶的數據中心或私有雲中部署GLM模型、知識檢索、權限/審計控制及系統集成。收入來源於項目實施驗收後的部署費用，以及後續按年收取的許可證、維護/升級及擴容服務費。公司亦曾與金山軟件及蒙牛合作。此模式通常能帶來較高且穩定的單筆收入，但需要較長的交付週期及更密集的人力配置。與此同時，智譜正通過按使用量計費的API或訂閱制，為中小型企業及開發者擴展雲端模型即服務業務，其雲端收入快速增長，有助提升業務可擴展性。

相比之下，MiniMax則以消費級應用為主導（如Talkie、海螺AI），主要通過會員訂閱、應用內購買及廣告實現變現，憑藉場景驅動設計及敏捷迭代提升用戶黏性。其企業對企業業務提供標準化的開放平台及多模態API，按使用量/套餐收費，作為補充，使其收入來源的地區分佈更為全球化。

我們的觀點：兩家公司均為中國領先的大型語言模型開發商，技術實力雄厚且產品部署經驗獲得驗證。從市場角度來看，兩者首次公開招股均吸引了強勁的投資興趣。然而，值得注意的是，智譜在2025年首六個月的應收賬款佔收入比率高達238%。相信這主要源於其商業模式，智譜需為客戶預先購置基礎設施。另一方面，MiniMax在2025年首九個月的應收賬款佔收入比率僅為15%。

總體而言，該行業仍處於商業化早期階段；關鍵變量包括運算/推理成本、用戶留存與變現能力，以及企業採購週期與合規要求。隨著模型性能提升、應用場景成熟及單位成本下降，變現進程預計將加速；能夠持續推進技術迭代與產品化的公司，將更有能力提升競爭力及營運效率。知識圖譜（2513 HK，港幣208.40元，市值港幣917億元）及MiniMax（0100 HK，港幣398.24元，市值港幣1,231億元）目前分別以50倍及70倍2026年預測企業價值/收入比率交易。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		26年1月13日
新屋銷售	月		26年1月13日
零售業銷售額	月		26年1月14日
生產者物價指數	月		26年1月14日
商業庫存	月		26年1月14日
新屋開工與營建許可	月		26年1月20日
個人收入與支出	月		26年1月22日
國內生產毛額	季		26年1月22日
耐久財訂單	月		26年1月26日
消費者信心指數	月		26年1月27日
貿易收支	月		26年1月29日
採購經理人指數	月		26年2月2日
就業報告	月		26年2月6日
工廠訂單	月		26年1月29日
首次申請失業保險金人數	週		26年1月15日
批發庫存	月		26年1月29日
成屋銷售量	月		26年1月14日
工業生產指數	月		26年1月16日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年1月12日
貿易收支	月		26年1月14日
零售業銷售額	月		26年1月19日
工業生產報告	月		26年1月19日
國內生產毛額	年		26年1月19日
採購經理人指數	月		26年1月31日
外匯儲備	季		26年2月7日
生產者物價指數	月		26年2月11日
消費者物價指數	月		26年2月11日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年1月20日
消費者物價指數	月		26年1月22日
貿易收支	月		26年1月27日
M2貨幣供應量	月		26年1月30日
國內生產毛額	季		26年1月30日
零售業銷售額	月		26年2月3日
採購經理人指數	月		26年2月4日
外匯儲備	月		26年2月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 李旭佳 (Alan Li)	電郵 howard.wong@sunwahkingsway.com alan.li@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837306

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam