

今日焦點:

▶ MiniMax (100 HK, 港幣821.00元, 市值港幣2,580億元): 強勁的25財年業績及開放平台表現優於預期

MiniMax是一家總部位於中國的領先全球AI基礎模型公司。其公佈的25財年全年收入為7,900萬美元（按年增長159%），25財年第四季度收入為2,560萬美元（按年增長131%），維持強勁增長動能，並優於市場共識的7,100萬美元。25財年經調整淨虧損為2.51億美元，與24財年相若，主要由於研發開支增加。

AI原生產品： 該分部在25財年貢獻收入5,300萬美元（按年增長143%），佔總收入67%。增長得益於用戶參與度提升、付費意願增強，以及包括Hailuo AI在內的產品規模化，其註冊用戶已超過2.36億。同時，第四季度收入按年增長82%至1,500萬美元，較25財年首九個月的181%按年增速有所放緩。

開放平台及其他AI驅動的企業服務： 該分部25財年收入按年增長近兩倍，達到2,600萬美元，佔總銷售額33%，主要受付費客戶顯著增加所推動。此分部收取API使用費、專用推理資源費用及模型授權費，服務超過21.4萬家企業客戶。就第四季度而言，收入進一步加速至1,050萬美元，按年增長278%，佔總收入41%，增長超出預期。

海外收入佔比提升： 25財年海外收入按年飆升171%至5,760萬美元，佔總收入比重由70%升至73%。根據25財年首九個月數據，海外收入主要來自新加坡（24%）、美國（20%）及其他市場（28%）。中國大陸收入在25財年按年增長132%至2,140萬美元。

毛利率改善優於預期： 毛利率不僅從24財年的12%提升至25%，亦較25財年首九個月的23.5%有所改善。毛利率提升得益於AI原生產品因規模效應帶來的雲計算成本下降，以及增速更快且毛利率約為65%的開放平台收入佔比提高。

業務展望： 管理層表示，截至2026年2月，公司錄得年化運行率收入1.5億美元。自2025年底以來，其每Token推理成本下降超過50%，視頻生成成本下降30%。開源模型MiniMax可部署於Google、Azure、AWS及OpenClaw平台，而M2系列文本模型平均每日Token消耗量較2025年12月激增超過6倍，其中編程場景的消耗量增長達10倍。公司正透過模型驅動創新，轉型為AI平台供應商，擁有業界領先的語言、視覺、音頻及音樂模型。計劃將多模態能力整合至統一基礎模型，而非構建面向消費者的個人助理。目標是開發具人類水準的自動化編程能力及適用於辦公場景的AI代理，使代理從工具演進為協作夥伴。這體現在近90%的員工亦在使用其自行開發的代理工具Intern。

我們的觀點： MiniMax的開放平台業務在25財年第四季度表現優於預期，其較高的收入佔比支持了毛利率的改善。用於模型迭代的巨額研發投資可能會維持。手持約10億元人民幣現金，公司在財務上能夠支持未來的資本開支及研發。

作為中國領先的AI企業，MiniMax具備強大的多領域模型能力、多模態變現潛力及全球規模化潛力。儘管其M2.5模型仍落後於ChatGPT及Gemini等行業領導者，但其顯著的成本優勢已推動模型獲得強勁採用：以每秒100 Token計算，一個代理每小時成本為1美元，而1萬美元即可支援四個代理全天候運行一整年。2月份推出M2.5模型所帶來的利好因素已反映在近期的股價上漲中。快速增長的AI行業需要巨額資本開支，並面臨來自Google、字節跳動及阿里巴巴等全球大型企業的激烈競爭。該股目前對應26財年預測企業價值/收入倍數為147倍。（研究部）

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,768	-1.1%	0.5%
中資企業指數	8,608	-1.1%	-3.4%
紅籌指數	4,385	-1.2%	9.2%
港深300指數	4,655	-1.5%	0.6%
上海A股	4,323	-1.4%	4.3%
上海B股	264	-1.7%	4.3%
深圳A股	2,778	-3.2%	4.9%
深圳B股	1,217	-0.2%	-3.7%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,501	-0.8%	0.9%
標普500	6,816	-0.9%	-0.4%
美國納斯達克指數	22,516	-1.0%	-3.1%
日經平均指數	55,308	-1.7%	9.9%
英國富時指數	10,484	-2.7%	5.6%
法國證券公會指數	8,103	-3.5%	-0.6%
德國法蘭克福指數	23,790	-3.4%	-2.9%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,088	-4.4%	18.8%
銅價 (美元/盎司)	2,913	-3.7%	14.6%
銀價 (美元/盎司)	82	-8.2%	15.7%
原油 (美元/桶)	74	4.7%	30.3%
銅價 (美元/盎司)	12,955	-2.9%	4.3%
鋁價 (美元/盎司)	3,251	3.5%	8.5%
鎳價 (美元/盎司)	2,088	-9.5%	2.0%
鎘價 (美元/盎司)	3,269	-1.4%	4.9%
小麥 (美分/蒲式耳)	572	-3.2%	12.9%
玉米 (美分/蒲式耳)	446	-0.4%	-0.4%
糖 (美分/磅)	126	65.5%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,170	-0.0%	10.3%
PVC (美元/噸)	4,882	1.3%	10.8%
CRB 指數	326	4.4%	3.0%
BDI			16.5%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	157.7	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.2	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.1		183.2	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	201.7		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.8	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	23	20.6%

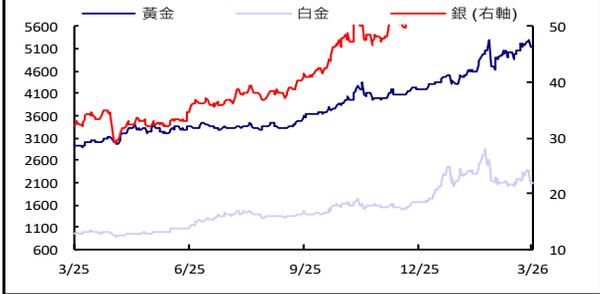
圖 1: 年度和季度數據對比 (美金/千)

300.HK MiniMax Unit: US\$ Thousands			2023	2024	2025	9M24	9M25	4Q24	4Q25
AI-native products	AI原生產品		758	21,805	53,075	13,529	38,020	8,276	15,055
	YoY	按年增長率	0%	2777%	143%		181%		82%
	% of total	總收入占比	2.2%	71%	67%	70%	71%	75%	59%
Open Platform and other AI-based enterprise services	開放平台及企業服務		2,702	8,718	25,963	5,925	15,417	2,793	10,546
	YoY	按年增長率	0%	223%	198%		160%		278%
	% of total	總收入占比	78%	29%	33%	30%	29%	25%	41%
Total Revenue	總收入		3,460	30,523	79,038	19,454	53,437	11,069	25,601
	YoY	按年增長率	0%	782%	159%		175%		131%
COGS	銷售成本		4,314	26,785	58,959	18,944	40,961	7,841	17,998
	YoY	按年增長率	0%	521%	120%	0%	116%	0%	130%
Gross Profit	毛利潤		(854)	3,738	20,079	510	12,476	3,228	7,603
	YoY	按年增長率	0%	-538%	437%		2346%	0%	136%
	GPM	毛利率	-25%	12%	25%	3%	23%	29%	30%
Other income and gains, net	其他收入及收益淨額		8,942	36,151	40,369	25,278	31,232	10,873	9,137
	YoY	按年增長率	0%	304%	12%		24%	0%	-16%
Selling and distribution expenses	銷售及分銷開支		22,827	86,995	51,896	53,389	39,325	33,606	12,571
	YoY	按年增長率	0%	281%	-40%		-26%		-63%
	% of total	總收入占比	660%	285%	66%	274%	74%	304%	49%
Administrative expenses	行政開支		7,615	14,384	36,813	9,610	22,074	4,774	14,739
	YoY	按年增長率	0%	89%	156%		130%		209%
	% of total	總收入占比	220%	47%	47%	49%	41%	43%	58%
Research and development expenses	研發開支		70,002	188,979	252,771	138,684	180,312	50,295	72,459
	YoY	按年增長率	0%	170%	34%		30%		44%
	% of total	總收入占比	2023%	619%	320%	713%	337%	454%	283%
OPEX	運營費用		100,444	290,358	341,480	201,683	241,711	88,675	99,769
	Opex Ratio	運營費用率	2903%	951%	432%	1037%	452%	801%	390%
Core Operating Profit	核心利潤		(101,298)	(286,620)	(321,401)	(201,173)	(229,235)	(85,447)	(92,166)
	Core OPM	核心利潤率	-2928%	-939%	-407%	-1034%	-429%	-772%	-360%
Fair value loss on financial liabilities	金融負債公允價值虧損		(176,826)	(214,172)	(1,589,850)	(128,063)	(313,477)	(86,109)	(1,276,373)
Attributable to: Owners of the parent	年內虧損		(269,246)	(465,238)	(1,871,617)	(304,342)	(512,013)	(160,896)	(1,359,604)
	NPM	淨利率	-7782%	-1524%	-2368%	-1564%	-958%	-1454%	-5311%
Non-GAAP Net Profit	經調整淨虧損		(89,074)	(244,243)	(250,856)	(170,179)	(186,280)	(74,064)	(64,576)
	NPM	淨利率	-2574%	-800%	-317%	-875%	-349%	-669%	-252%
Revenue by Geographic									
Mainland China	中國大陸		2,797	9,217	21,375	6,768	14,400	2,449	6,975
	% of total	總收入占比	81%	30%	27%	35%	27%	22%	27%
	YoY	按年增長率		230%	132%		113%		185%
Singapore	新加坡		1	11,455		7,664	12,980		
	% of total	總收入占比	0%	38%		39%	24%		
United States	美國		575	4,999		2,871	10,913		
	% of total	總收入占比	17%	16%		15%	20%		
Others	其他地區		87	4,852		2,151	15,144		
	% of total	總收入占比	3%	16%		11%	28%		
Overseas	海外收入		663	21,306	57,663	12,686	39,037	8,620	18,626
	% of total	總收入占比	19%	70%	73%	65%	73%	78%	73%
	YoY	按年增長率	0%	264%	171%		208%		116%
Total	總收入		3,460	30,523	79,038	19,454	53,437	11,069	25,601

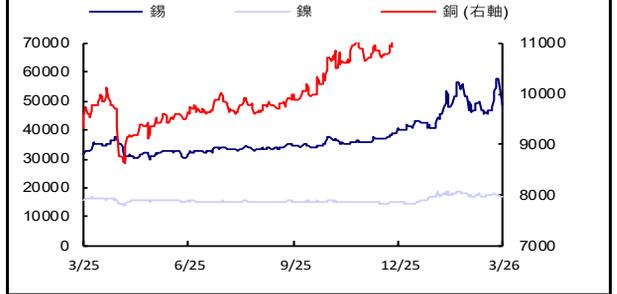
資料來源: 公司數據, 新華滙富

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

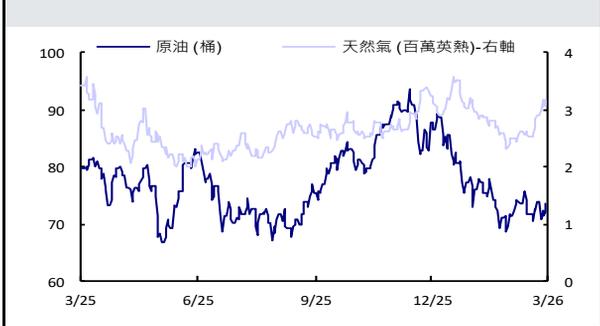
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5124	18.0	18.0	75.4
白金 (盎司)	2076	2.0	2.0	113.6
銀 (盎司)	83	17.4	17.4	158.3



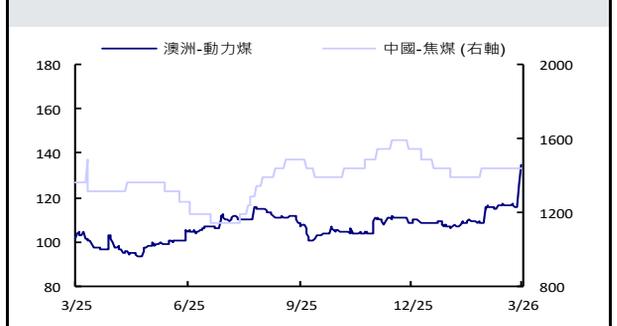
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12955	4.3	4.3	38.7
鎳 (噸)	17120	2.8	2.8	7.1
錫 (噸)	48843	20.4	20.4	54.7



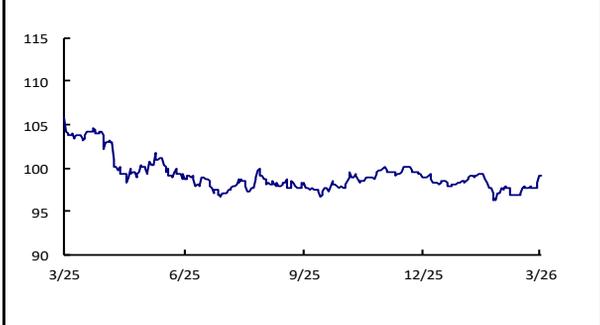
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	74.6	29.9	29.9	9.2
天然氣 (百萬英熱)	3.1	(17.1)	(17.1)	(29.8)



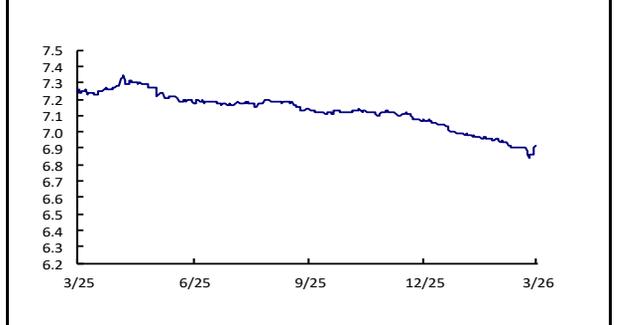
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	0.0	0.0	5.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.0	25.6	25.6	33.0



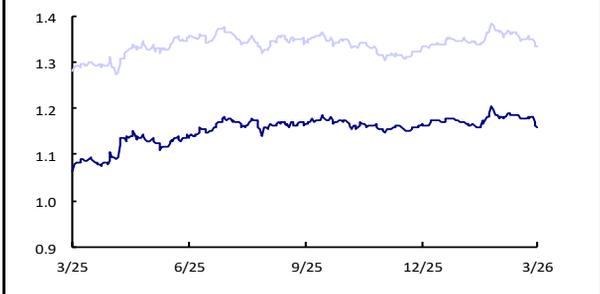
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.1	0.7	0.7	(6.3)



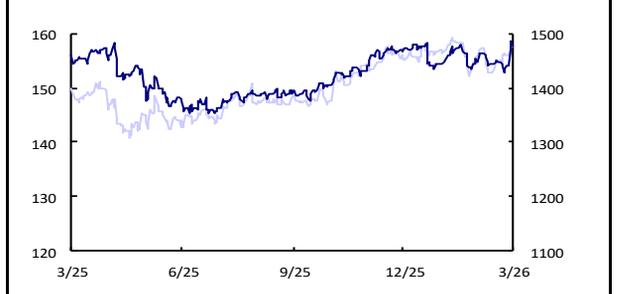
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(10)	(10)	(4.8)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(1.1)	(1.1)	9.3
英鎊	1.3	(0.9)	(0.9)	4.4



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.7	0.7	0.7	5.3
韓圓	1485.3	2.8	2.8	18



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
首次申請失業保險金人數	週		26年3月5日
就業報告	月		26年3月6日
零售業銷售額	月		26年3月6日
商業庫存	月		26年3月6日
成屋銷售量	月		26年3月10日
消費者物價指數	月		26年3月11日
貿易收支	月		26年3月12日
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
國內生產毛額	季		26年3月13日
工業生產指數	月		26年3月16日
工廠訂單	月		26年3月18日
生產者物價指數	月		26年3月18日
批發庫存	月		26年3月19日
新屋銷售	月		26年3月19日
消費者信心指數	月		26年3月31日
採購經理人指數	月		26年4月1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
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3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
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
國內生產毛額	季		26年5月5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

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。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有MINIMAX GROUP INC. (100.HK)之股票。

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