垂类AI应用专题：

Minimax是全球化大模型公司，拥有大语言、视频、音频大模型

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：陈淑媛
021-60375431
chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980524030003

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

报告摘要

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **MiniMax是全球化的大模型公司。**MiniMax成立于2021年底，目前，公司已累计服务超过200个国家及地区的超2亿名个人用户，100个国家及地区的10万余名企业客户。MiniMax海外收入占比73%，新加坡、美国占比24%、20%。业务模式来看，与智谱相比，公司以C端消费主导业务模式，原生AI产品占比收入71%。Talkie（AI陪伴）、海螺（AI视频）、开放平台（API）贡献主要收入，占比收入29%、33%、35%。股东结构来看，阿里巴巴、米哈游、IDG资本、腾讯为股东。创始人具有商汤系背景，研发团队年轻化。

- **大模型能力：拥有大语言、视频、音频方向大模型，AI视频和AI音频是全球第一梯队。**公司具有前瞻性战略眼光。2024年1月，MoE（混合专家）架构还远未成为技术主流，MiniMax推出了国内首款MoE大模型。2024Q2，多模态成为MiniMax布局的重点。①AI视频：双模式切换，扩大覆盖场景。截至26/1/3，Artificial Analysis全球文生视频榜单中排行第九，图生视频榜单中排行第五。②AI语音：Speech-02具有超拟人效果，截至26/1/3，Artificial Analysis全球语音榜单中排行第二。

- **AI原生产品：海螺AI视频性价比高，Talkie AI陪伴受到欧美喜爱。**①海螺AI视频性价比高，除此以外，海螺AI在精准执行用户指令、物理复杂交互方向表现出色。订阅收入是主要收入来源，25M9海螺收入1746万美元。②海外版Talkie与国内版星野是AI陪伴产品，专注于实时人机交互体验。Talkie另一个亮点是“卡牌收集”机制，巧妙融合了二次元文化。Talkie受到欧美国家喜爱，月活跃用户数与Character.AI相当。截至25年9月，Talkie/星野月活2000万，收入1875万美元，同比增长39%。

- **毛利率转正，亏损率大幅收窄。**24年收入3052万美元；25M9收入5344万美元，同比增长175%，海螺AI和开放平台是主要驱动，Talkie/星野用户规模大，但ARPPU低，广告收入增长放缓。25M9毛利率为23%，同比提升21pct，其中AI原生产品25M9毛利率为5%，同比提升28pct。亏损率大幅收窄，24年调整后净亏损2.44亿美元；25M9调整后净亏损1.86亿美元，调整后亏损率为349%。

- **投资建议：**大模型应用的商业化仍处于早期阶段，向Agent的演进是曲线拐点，商业价值将加速释放。多模态整合成为趋势。Minimax拥有多模态模型能力，AI音频、视频模型能力突出，将受益AI陪伴、AI视频、Agent等细分领域爆发。
- 风险提示：下游需求不及预期，AI伦理风险，核心技术水平升级不及预期的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 MiniMax是多模态布局的全球化的大模型公司

02 MiniMaxAI视频和AI音频是全球第一梯队

03 AI陪伴产品受到欧美喜爱，25年AI视频兴起

04 MiniMax收入高增，亏损率大幅收窄

MiniMax：全球化的大模型公司，高效运营是特色

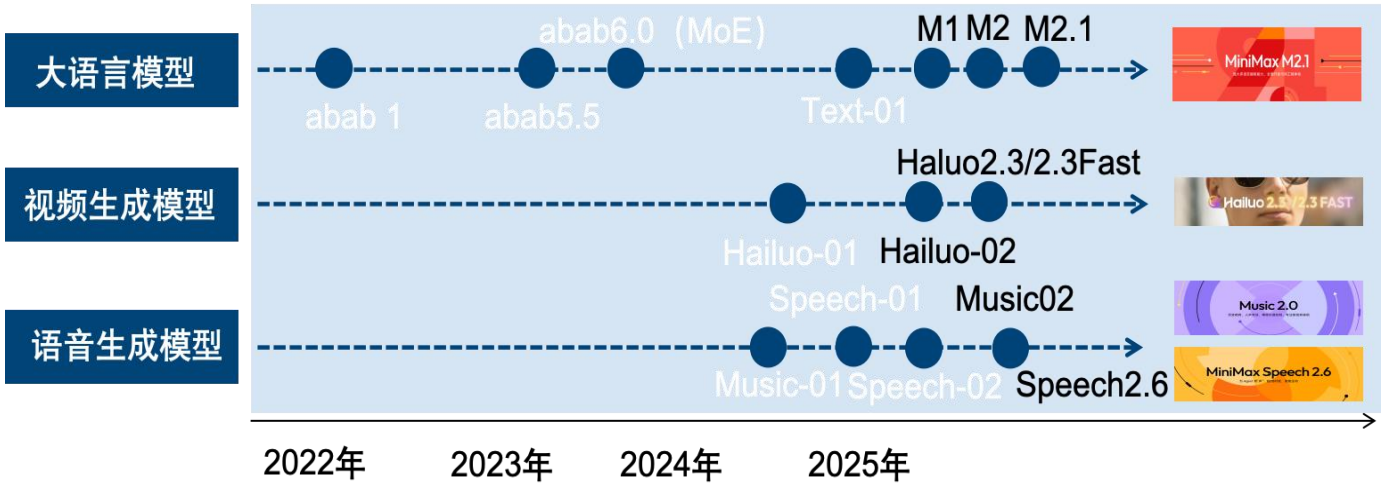
国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **MiniMax成立于2021年底，是全球化的通用人工智能科技公司。**目前，通过技术创新、高效运营、全球化布局三大核心优势，公司已累计为超过200个国家及地区的超2.12亿名个人用户，以及超过100个国家及地区的10万余名企业客户以及开发者提供服务。

- ✓ **技术创新：MiniMax是国内拥有三模态大模型的公司。1）大语言模型：**25年12月底更新的M2.1在M2基础上再做提升，根据minimax官方评测集，多语言场景已超过 Claude Sonnet 4.5和Gemini 3 Pro，并接近Claude Opus 4.5；**2）视频生成模型：**Haluo2.3进一步提升动态表现力；**3）语音和音乐生成模型：**拟人效果强，Speech2.6端到端延迟低于250毫秒，达到行业顶尖水平，Music02生成单首时长可达5min，表达再升级。

- ✓ **高效运营：MiniMax实现AI行业的“高增长、低投入、快变现”的高难度三角。1）低投入：**公司累计研发投入约4.5亿美元；**2）高增长：**公司毛利率24年已转正，用户倍数级增长；**3）快变现：**收入主要来自AI原生产品、开放平台及其他基于AI的企业服务两大板块构建的订阅服务+云端API结构，根据招股书，公司应收账款回款速度约为38天，高于行业平均水平。

图：MiniMax模型情况



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：MiniMax运营效果显著



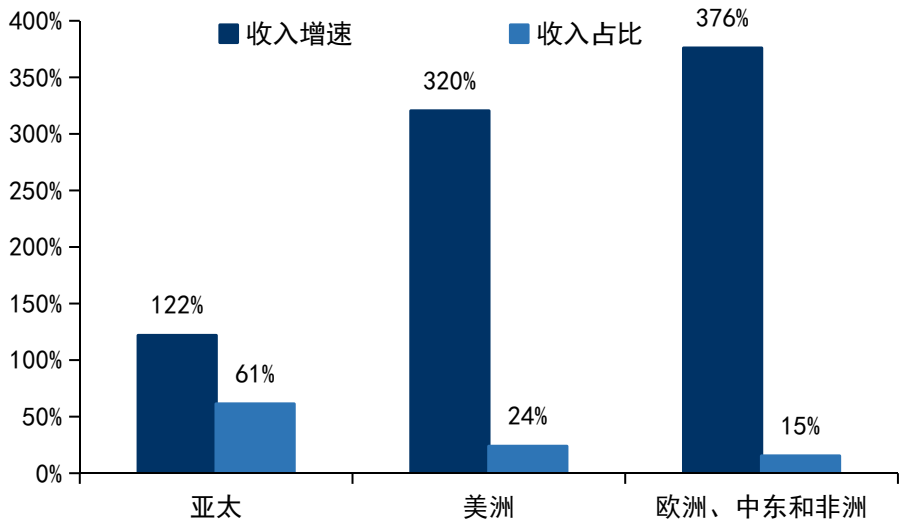
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

MiniMax：海外收入占比73%，美国、新加坡市场占比20%、24%

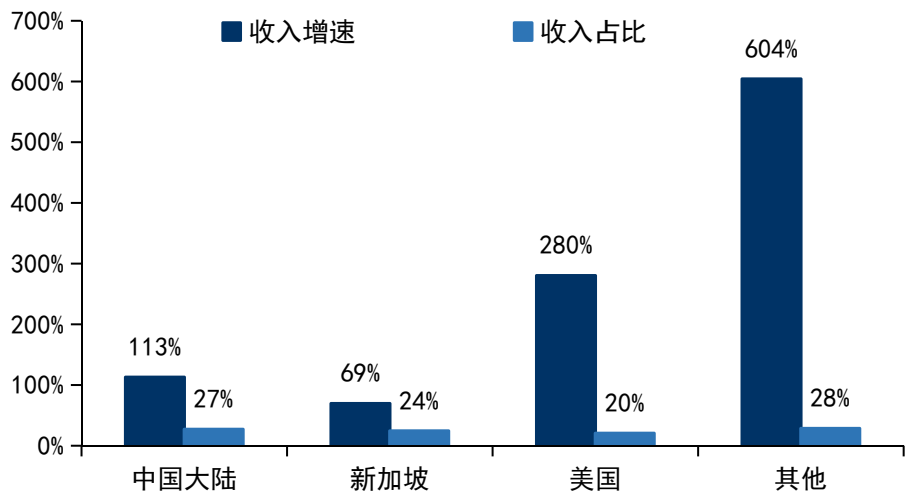
- **MiniMax海外收入占比73%。**公司抓住欧美成熟付费市场，海外市场占比总收入约73.1%。
- 国家来看，新加坡、美国是主要海外市场。25M9，Minimax收入来自中国大陆、新加坡、美国的比例是27%、24%、20%。
- **欧美、中东等地区增长快，美洲市场潜力大。**25M9，欧美、中东地区虽然收入占比只有15%，但收入增速在376%；美洲收入占比已有24%，但收入维持在320%高增长。25M9，亚太地区收入占比61%，收入增长122%。

图：MiniMax地区收入占比及增速



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：MiniMax国家收入占比及增速



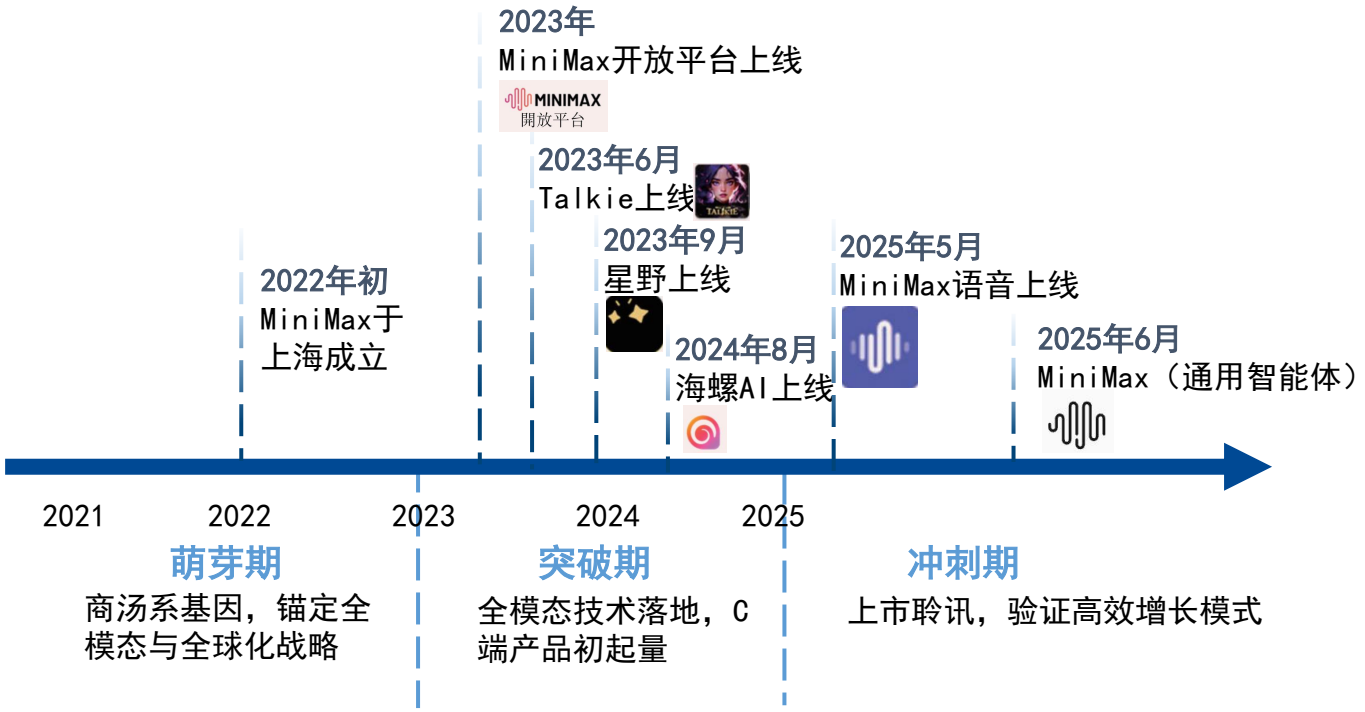
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

历史沿革：2021年底成立，拥有多款AI造血能力产品

- **MiniMax在2021年由闫俊杰锚定全模态与全球化战略筹备，2022年初在上海成立。**
- **产品驱动型公司，拥有多款AI造血能力产品。**公司从2023年开始在自研大模型基础上重点打造C端AI产品矩阵，开放全模态API平台实现B端起步后，先后上线全模态交互平台Talkie/星野、视频生成平台海螺AI、音频生成工具MiniMax语音与智能Agent应用程序MiniMax，加速双端业务商业化规模。

图：MiniMax发展历程



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

表：MiniMax产品情况

产品名称	目标用户	核心能力模型	中国发布日期	全球发布日期	主要应用	盈利模式
MiniMax	个人（B2C）	文本、视频、语音和音乐	MiniMax Chat 应用程序：2025年3月 MiniMax Chat 网站：2025年3月 MiniMax Agent 网站：2025年6月	MiniMax Chat 应用程序：2025年3月 MiniMax Chat 网站：2025年3月 MiniMax Agent 网站：2025年6月	智能Agent应用程序	免费增值、订阅、基于Token 的应用内购买
海螺AI	个人（B2C）	视频	网站：2024年8月 应用程序：2025年3月	网站：2024年8月 应用程序：2025年3月	领先的视频生成平台	免费增值、订阅、基于Token 的应用内购买
MiniMax 语音	个人（B2C）	语音和音乐	网站：2025年5月	网站：2025年3月	音频生成工具	免费增值、订阅、基于Token 的应用内购买
Talkie/星野	个人（B2C）	文本、视频、语音和音乐	应用程序：2023年9月（星野）	应用程序：2023年6月 网站：2023年12月（Talkie）	全模态交互平台	免费增值、订阅、基于Token 的应用内购买
开放平台	企业（B2B）及开发者	文本、视频、语音和音乐	2023年5月（首个中国客户签约）	2024年9月（首个海外客户签约）	API平台	免费增值、基于Token的API 计费、订阅方案（代码方案）、企业许可

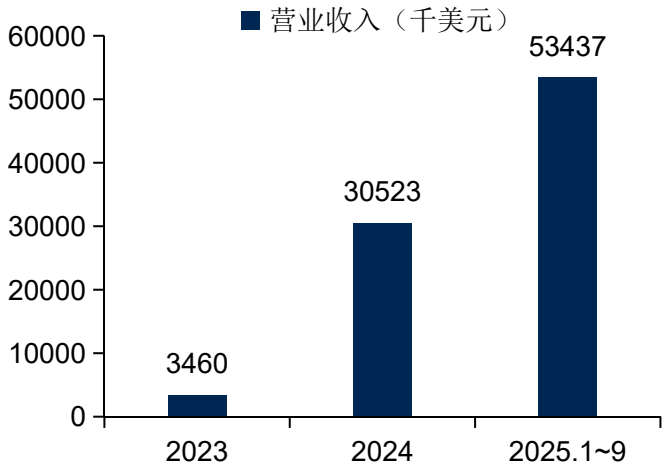
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

业务模式：Talkie、海螺、开放平台贡献主要收入

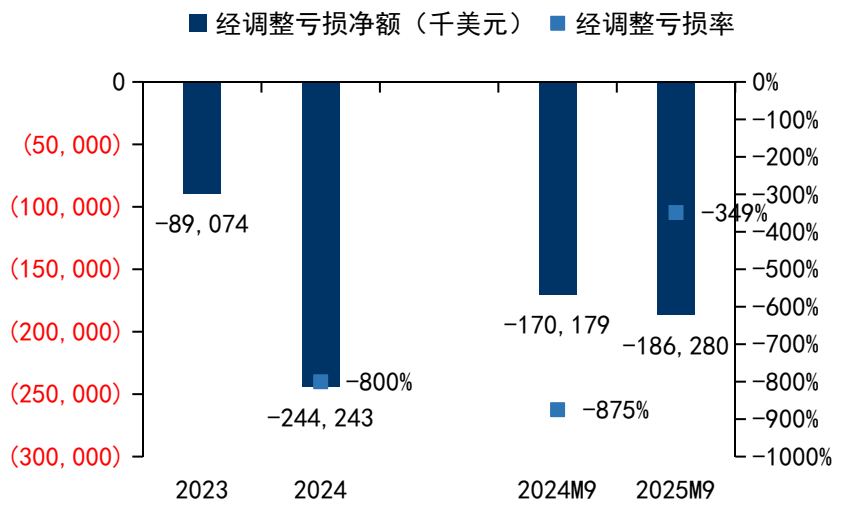
- **营业收入：Talkie、海螺、开放平台贡献主要收入**。24年收入3052万美元；25M9收入5344万美元，同比增长175%。25M9，Minimax开放平台、海螺AI、Talkie/星野贡献收入占比29%、33%、35%。
- **净利润：**24年公司毛利率已经打正，25M9，公司毛利率23%。24年调整后净亏损2.44亿美元；25M9调整后净亏损1.86亿美元。22-25M9累计经调整亏损5.31亿美元。
- **公司现金充足。**根据招股书，公司预期每月现金消耗为2790万美元。25M9，公司现金结余为10.46亿美元，其中包括现金及现金等价物3.63亿美元、金融资产6.4亿美元以及未动用银行融资0.39亿美元。

图：MiniMax营业收入高速增长



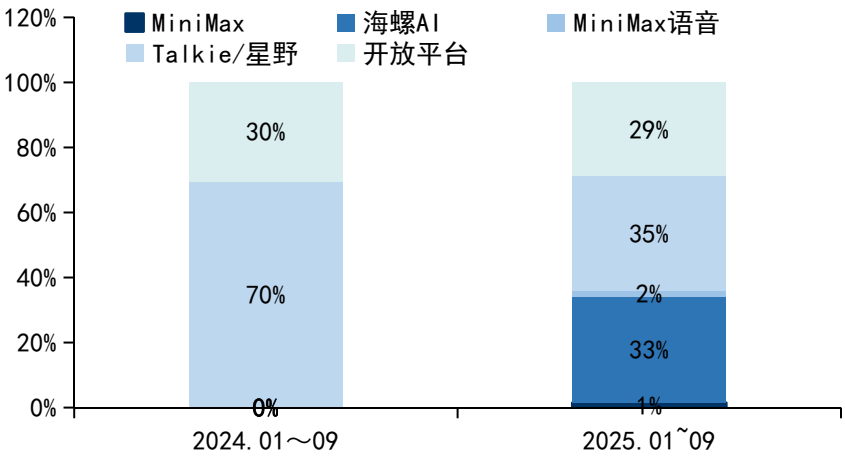
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：MiniMax净亏损率有收窄



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：MiniMax产品收入占比



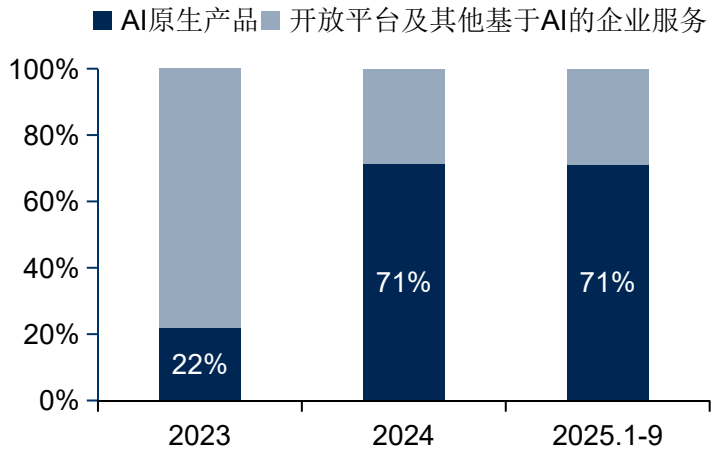
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

业务模式：与智谱相比，MiniMax以C端消费主导业务模式

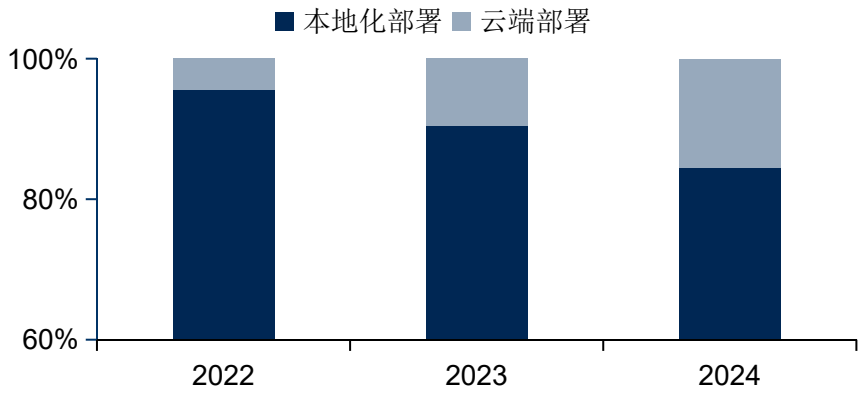
- MiniMax：C端AI原生产品占总收入比重为71%。24年收入2181万美元；25M9收入3802万美元，同比+181%。
- **智谱于2019年成立，业务模式以B端定制主导。**目前收入逻辑为通过MaaS平台实现本地化部署与云端部署获得营收增长，24年收入3.12亿元，毛利润1.76亿元，毛利率56.3%，调整后净亏损24.66亿元，25M9收入1.91亿元，毛利润0.95亿元，毛利率50.0%，调整后净亏损17.52亿元。22-25M9累计经调整亏损49.36亿元。期间本地化部署与云端部署收入占比逐渐拉开，2024年占比为85%。

图：MiniMax收入占比



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：智谱收入主要来自通过MaaS平台提供大模型服务



数据来源：智谱招股书，国信证券经济研究所整理

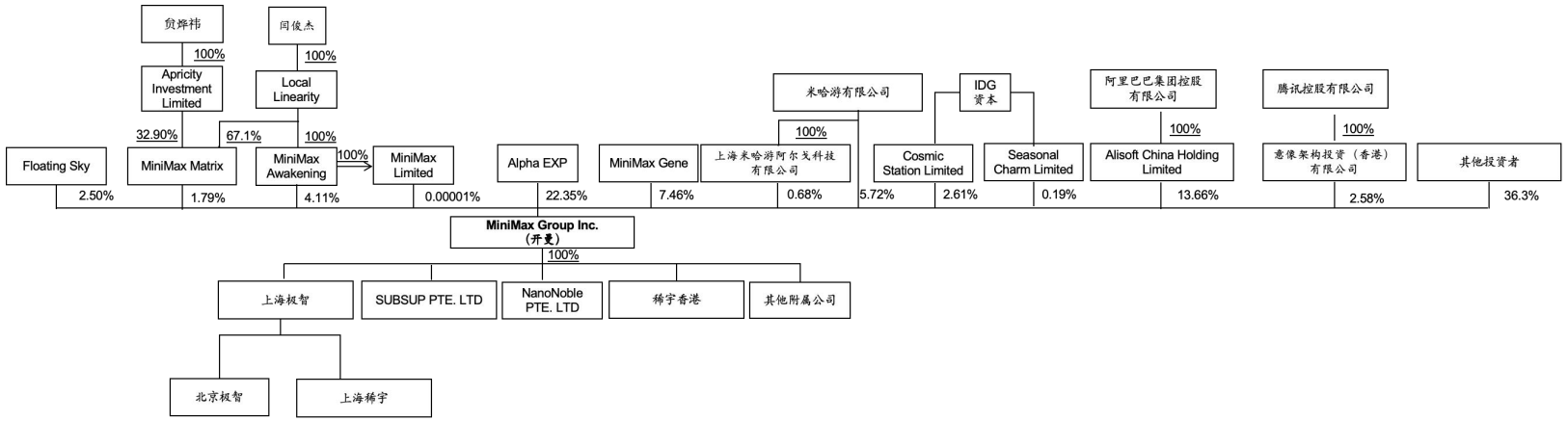
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

股东结构：创始团队控股28%，阿里巴巴、米哈游、IDG资本、腾讯为股东

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 创始人闫俊杰团队通过个人与Alpha EXP等平台持有28.25%股份。阿里巴巴为第一大外部机构股东，米哈游、IDG资本、腾讯为主要战略/财务投资方，五大主要股东持股占比53.69%。同时设MiniMax Gene作为员工持股平台（ESOP）绑定核心人才。

图：MiniMax股权架构



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

表：MiniMax重要股东

重要股东	持股比例	股份类别
闫俊杰团队	28.25%	A类+B类普通股
阿里巴巴	13.66%	优先股
米哈游	6.40%	优先股
IDG资本	2.80%	优先股
腾讯	2.58%	优先股

数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

管理层：创始人具有商汤系背景，公司研发团队年轻化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **管理层组成：公司上市后，董事会由4名执行董事、2名非执行董事、3名独立非执行董事组成。**MiniMax的创始人是前商汤科技副总裁、研究院副院长及智慧城市事业群CTO闫俊杰。
- **公司采用“极简高效”的运营模式，小团队干大事。**CEO之下最多仅设3层管理架构，以项目为导向精简流程，在算力成本高企的行业背景下，跑出了超高投入产出比。整体团队具备年轻化、产业绑定、效率导向的三大特点。公司25M9员工数量为385名，其中团队人员研发背景占比74%。研究与开发团队的平均年龄不足30岁。
- **公司具有前瞻性战略眼光。**根据36氪，在全行业死磕模型参数和性能的2023年，MiniMax已经有一款成绩在海外相当亮眼的AI应用，Talkie；2024年1月，MoE（混合专家）架构还远未成为技术主流，MiniMax又推出了国内首款MoE大模型abab 6。2024Q2，多模态又成了MiniMax布局的重点。当前Minimax无论是语音模型Speech系列，还是视频生成模型“海螺AI”，在国内外的口碑和用户数，都位于第一梯队。

表：MiniMax管理层及其履历

董事			
姓名	职位	加入时间	履历
闫俊杰	执行董事、主席、首席执行官兼首席技术官	2022年1月	MiniMax创始人，曾在商汤集团股份有限公司任职超过六年，担任副总裁及研究院副院长等职位，2022年初创立MiniMax。
员烨祎	执行董事、首席运营官	2022年3月	曾在商汤集团股份有限公司担任融资与战略投资部经理、首席执行官行政助理及战略部总监、创新业务部总监。
赵鹏宇	执行董事、大语言模型研究与工程负责人	2023年8月	曾在北京葫芦科技有限公司担任研究级软件开发工程师。
周彧聪	执行董事、视觉模型研究与工程负责人	2022年3月	曾任职于商汤集团股份有限公司、华为技术有限公司。
陈英杰	非执行董事	2024年3月	曾任安达信审计师、普华永道高级经理；2012 年加入阿里，现任集团战略投资部总经理。
刘伟	非执行董事	2023年4月	2011 年联合创立米哈游，现任公司总裁。
黄国滨	独立非执行董事	上市日期	同济大学学士、英国兰卡斯特大学 MBA，曾任中金公司董事总经理、高盛中国工业组主管、摩根大通全球投资银行中国首席执行官。
王鹏程	独立非执行董事	上市日期	北京工商大学教授，发表国际核心期刊论文 70 余篇。
朱华星	独立非执行董事	上市日期	北京大学博雅特聘教授，跨学科研究领域资深学者。

数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 MiniMax是多模态布局的全球化的大模型公司

02 MiniMaxAI视频和AI音频是全球第一梯队

03 AI陪伴产品受到欧美喜爱，25年AI视频兴起

04 MiniMax收入高增，亏损率大幅收窄

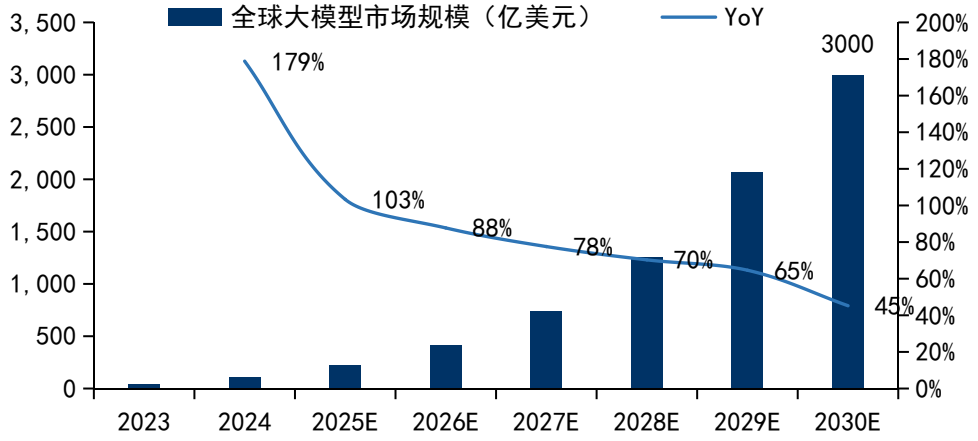
大模型市场：25年预计市场规模220亿美元，应用处于商业化早期

- **市场规模：根据灼识咨询，目前全球大模型市场在技术上位于OpenAI提出的5级路线图中的L3交界处（Agents阶段）。**基于模型收入口径统计，全球大模型市场将有24年107亿美元迅速扩张至29年2065亿美元。其中，大模型应用市场规模预计将由24年的71亿美元增至29年的1515亿美元，CAGR达到84%；与此同时，大模型MaaS市场规模有望由24年的36亿美元增至29年的550亿美元，CAGR达到73%。

- ✓ **大模型应用的商业化仍处于早期阶段，而向Agent的演进是曲线拐点，商业价值将加速释放。**根据Minimax招股书，Agent也遵循scaling law。Agent能处理的任务时长，正以“每7个月翻倍”的速度指数增长。目前AI已经能够自主完成人类花费1个小时的任务，到26年就能完成2-3小时的任务，5年内AI将能自动完成许多人类需要一个月才能完成的任务。

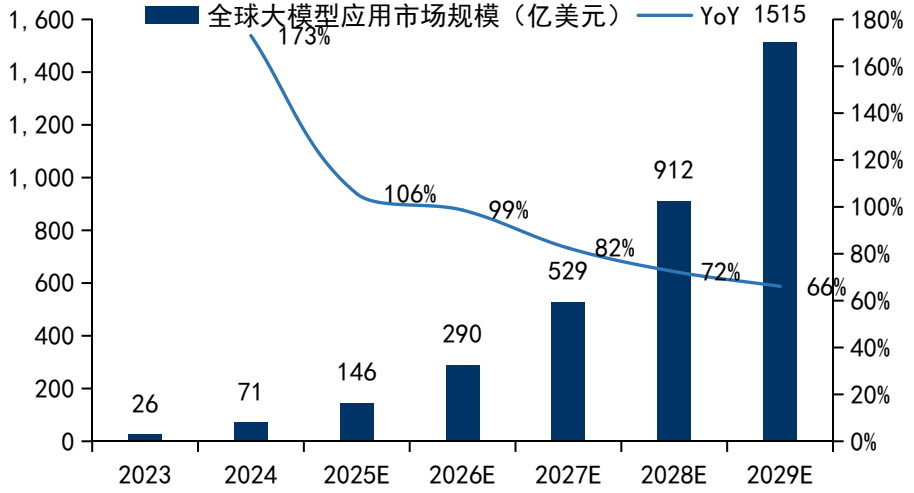
- ✓ **多模态整合成为趋势。**2025年3月，GPT-4o更新图像生成能力，显著提升画质并引发ChatGPT新订阅量激增，展现多模态融合的商业潜力。不同于以往依赖DALL-E等独立模型生成图像的方式，GPT-4o基于原生多模态架构，可直接从文本提示生成图像，将可控图像生成与编辑提升至全新水平。

图：全球大模型市场规模



数据来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图：全球大模型应用市场规模及增速



数据来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

MiniMax市场地位：收入来看，是全球第四大pureplay大模型技术公司

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 市场份额：根据招股书，基于24年全球大模型收入（AI应用订阅以及API调用）的统计，公司以3052万美元的收入成功跻身全球前十核心大模型技术公司，市占率为0.3%，且在纯研发驱动的pureplay（主营业务是大模型）赛道，已跃居全球第四，是中国初创企业中唯一入围前十的公司。
- 技术排名：根据Artificial Analysis，MiniMax M2智能指数以61分位列全球第五。12月底最新上线的MiniMax M2.1延续交错思维与线性注意力架构，多模态能力对标第一梯队，一经发布便登上OpenRouter LLM Leaderboard全球前二，验证实力。
- **模型创新：MoE架构和线性注意力机制。**1）MiniMax是亚洲首家及全球首批实现MoE基础模型架构商业化的公司，这种结构性优势提升了可扩展性和效率，并直接转化为更少的计算需求及更低的推理成本。2）线性注意力机制：首发大规模“线性注意力”机制。这一创新使公司模型在长文本处理方面表现尤其出色，进一步提升模型效率与可扩展性，亦助力开发更强大的AI agent。

表：全球大模型技术公司排名（按24年收入计）

排名	公司	市占率
1	OpenAI	30.1%
2	Google (Alphabet)	16.9%
3	Microsoft	8.2%
4	Anthropic	4.7%
5	Midjourney	2.8%
6	Amazon	1.8%
7	Meta	0.7%
8	Alibaba	0.5%
9	X (Twitter)	0.3%
10	MiniMax	0.3%
11	ElevenLabs	0.3%
12	Baidu	0.3%
13	Runway ML	0.3%
14	Synthesia	0.2%
15	科大讯飞	0.2%

数据来源：灼识咨询，MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

表：全球pureplay大模型技术公司排名（按24年收入计）

排名	公司	市占率
1	OpenAI	30.1%
2	Anthropic	4.7%
3	Midjourney	2.8%
4	MiniMax	0.3%
5	ElevenLabs	0.3%

图：MiniMax M2.1性价比突出



数据来源：Artificial Analysis，国信证券经济研究所整理

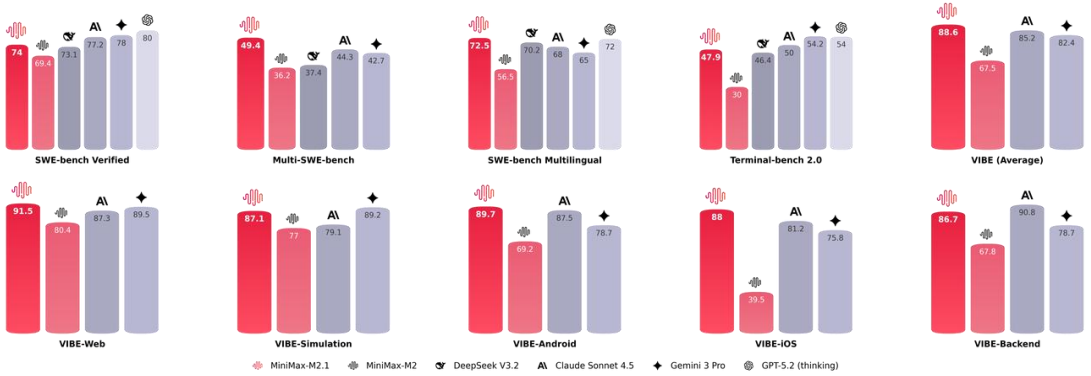
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

大语言模型：M系列聚焦高效编码与智能体协作场景

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- Minimax M系列是面向全球开发者与企业的开源大语言模型，核心聚焦高效编码与智能体协作场景，依托MoE架构与交错思维推理框架，实现性能、成本与部署灵活性的平衡，服务于全栈开发、多智能体协同等领域。
- **轻量化架构设计：精准平衡性能与效率。**M1以456B总参激活45.9B参数，将推理计算成本压缩至Deepseek R1的25%。相较于GPT-4高延迟、高Token成本的稠密架构与 LLaMA 2内存占用高的全参激活模式，新上线的M2.1较M2响应速度提升30%、Token消耗降低25%，接近实现实时交互标准。根据财联社，MiniMax提出的CISPO算法，其收敛性能比字节跳动近期提出的DAPO算法快一倍，也优于DeepSeek早期使用的GRPO算法，这使得M1模型的整个强化学习阶段仅使用了512块英伟达H800 GPU，耗时三周，成本为53.5万美元。根据财联社，MiniMax表示，这一成本“比最初的预期少了一个数量级”。
- **全栈编码能力：覆盖多语言。**M系列突破多数模型围绕Python的局限，系统性强化Rust、Java、C++等生产级后端语言适配，覆盖从底层系统到前端设计的全链路开发需求。相较于LLaMA 2后端语言薄弱、需二次开发的基础编码能力和GPT-4未公开多语言专项优化数据的现状，M系列生成规范语法代码的同时，能完成跨语言系统开发、测试用例生成等工程化落地任务，无缝集成至 Claude Code、Cursor 等主流编程工具，实测中跨语言项目无需额外调试即可兼容运行。

图：MiniMax M2.1测试表现突出



数据来源：MiniMax官网，国信证券经济研究所整理

表：代表性语言模型对比

对比维度	Minimax M2.1	OpenAI GPT-4	Anthropic Claude Sonnet 4.5	Meta LLaMA 2
上线时间	2025年12月23日	2023年3月14日	2025年9月29日	2023年7月18日
核心定位	Agent专项、高效部署	通用全能、企业级	长文本、安全合规	通用基础、轻量化
开源/闭源	开源	闭源	闭源	开源
编码能力	测试评分高72.5	Python 领先	低于M2.1	中等
架构与效率	230B 总参 / 10B 激活参，低延迟低消耗	稠密架构，高延迟高 Token 成本	稠密架构，延迟中等	70B 总参 / 70B 激活参，效率低于 M 系列
部署成本	开源免费，私有化部署门槛低	API 调用成本高，无私有化部署	API 调用成本中等，无私有化部署	开源免费，但专项能力需二次开发
生态兼容性	适配主流 Agent 框架与编程工具	自有生态完善，第三方适配多	自有生态完善，第三方适配较少	开源社区活跃，专项工具适配不足

数据来源：模型官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

视频生成模型：双版本更新，风格与性价比优势突出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- MiniMax Hailuo 2.3核心定位为高精度动态表现、低成本规模化创作，支持 768P/1080P分辨率、6-10 秒时长输出，同步推出Fast版本优化批量生产效率，适配电商广告、短视频创作等场景，关注中短时长视频生成赛道。
- **双模式切换，扩大覆盖场景。**Hailuo2.3首创了双版本策略，Hailuo2.3主打极致视觉保真度，适配品牌宣传、短片预告等对画面质量要求极高的场景；Hailuo2.3Fast生成速度提升3倍，成本降低60%，专门为社交媒体、营销素材等需要快速生成的场景设计。截至26/1/3，Artificial Analysis文生视频榜单中排行第九，图生视频榜单中排行第五。
- **差异化优势突出：1）风格众多，**Hailuo2.3在动漫、插画、水墨、游戏CG等特殊画风上持续提升质量，与Sora 2追求长叙事、音画同步，Veo 3.1专注光影美学、电影质感 ，Kling 2.5 Turbo强调动作流畅、细节清晰形成差异化竞争格局；**2）追求性价比，**Fast版本批量创作成本直降50%，图文转视频效率提升40%，3分钟即可完成传统1-2小时的剪辑流程。

表：头部视频生成模型对比

对比维度	MiniMax Hailuo 2.3	OpenAI Sora 2	Google Veo 3.1	Kling 2.5 Turbo
核心优势	低成本、多风格、微表情精准；声音效果好	4K 高分辨率、60 秒长叙事	原生音频、精细创作控制	动作流畅度、电影感氛围
场景适配	电商批量创作、风格化短视频	电影级长叙事、高保真场景	专业影视制作、精细化剪辑	动态动作视频、氛围感内容
成本水平	低	高	中高	中

数据来源：官网，国信证券经济研究所整理

图：全球文生视频（左）、图生视频（右）模型排行榜单

	Creator	Model
1	Runway	Runway Gen-4.5
2	Google	Veo 3 (No Audio)
3	Kuaishou KlingAI	Kling 2.5 Turbo 1080p
4	Google	Veo 3.1 Preview (No Audio)
5	Google	Veo 3.1 Fast Preview (No Audio)
6	Luma Labs	Ray 3
7	OpenAI	Sora 2 Pro (No Audio)
8	OpenAI	Sora 2 (December, No Audio)
9	MiniMax	Hailuo 02 Standard
10	Kuaishou KlingAI	Kling O1 Pro

	Creator	Model
1	Kuaishou KlingAI	Kling 2.5 Turbo 1080p
2	Google	Veo 3.1 Fast Preview (No Audio)
3	Google	Veo 3.1 Preview (No Audio)
4	PixVerse	PixVerse V5
5	MiniMax	Hailuo 02 Pro
6	ByteDance Seed	Seedance 1.5 pro (No Audio)
7	Vidu	Vidu Q2 Turbo
8	Kuaishou KlingAI	Kling 2.6 Pro (No Audio)
9	MiniMax	Hailuo 2.3
10	MiniMax	Hailuo 2.3 Fast

数据来源：Artificial Analysis，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

语音和音乐生成模型：Speech-02模型具有超拟人性，全球领先

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- MiniMax的语音生成模型Speech系列与音乐生成模型Music分别以实时语音交互的低延迟标杆、中文友好的全场景音乐生成工具为定位。
- **语音生成模型：Speech-02以超拟人、个性化、多语言优势获评“全球顶尖”。**截至26/1/3，Artificial Analysis语音榜单中排行第二。
- **核心竞争力集中在：1）延迟低，**端到端延迟低至250毫秒，接近人类自然对话响应节奏，远超行业平均水平，且保持48kHz采样率的高清音质；2）**音频复刻能力强，**Fluent LoRA技术支持30秒音色复刻，即便原始录音带口音或卡顿，也能生成流利语音，兼容40余种语言的无缝切换。

图：全球语音模型排行榜单

	Creator	Model	ELO	95% CI	Samples	Released	API Pricing [1]
1	Inworld	Inworld TTS 1 Max	1,172	-17/+16	2,110	Jun 2025	$10.0 /1M chars
2	MiniMax	Speech 2.6 HD	1,153	-13/+14	3,446	Oct 2025	$100.0 /1M chars
3	MiniMax	Speech 2.6 Turbo	1,147	-15/+14	3,599	Oct 2025	$60.0 /1M chars
4	MiniMax	Speech-02-HD	1,122	-12/+12	4,230	Mar 2025	$100.0 /1M chars
5	MiniMax	Speech-02-Turbo	1,120	-13/+13	4,047	Mar 2025	$60.0 /1M chars
6	Inworld	Inworld TTS 1	1,111	-13/+12	5,212	Jun 2025	$5.0 /1M chars
7	ElevenLabs	Multilingual v2	1,109	-9/+10	10,645	Aug 2023	$206.0 /1M chars
8	OpenAI	TTS-1	1,107	-10/+10	7,034	Nov 2023	$15.0 /1M chars
9	ElevenLabs	ElevenLabs v3	1,104	-14/+12	3,902	Sept 2025	$206.0 /1M chars
10	ElevenLabs	Turbo v2.5	1,100	-10/+10	9,605	Jul 2024	$103.0 /1M chars

数据来源：Artificial Analysis，国信证券经济研究所整理

表：语音生成模型的部分客户反馈与合作内容

客户名称	反馈/内容
高途教育	相似度高、错误率低、听感评测优秀，声线稳定性绝绝子
Haivivi BubblePal	MiniMax先进的语音合成、文本模型的技术实力，使每一次互动都更适合儿童对话场景，让BubblePal随时准备回应儿童的好奇问题，充分激发孩子们的好奇心和想象力。
阅文集团	MiniMax凭借其在长文本语音生成和超长文本语音生成的技术优势，能快速理解上下文整体语境，在长篇小说的有声读物制作中保持情感的一致性，同时准确解析角色情绪，进行风格化演绎。
呱呱有声	通过MiniMax，用户可以实现高度逼真的语音转换效果，无论是制作中文有声读物、英文播客，还是多语种内容，都能获得超自然的听觉体验。
猎豹移动	MiniMax 提供了混合音色功能，能够像调色盘一样通过各种基础音色来混合调制出我们想要的音色，MiniMax解决了我们对语音功能自然、丰富、自定义的需求。
雷鸟科技	MiniMax的最大优点在于声音拟真能力，音色丰富度高且调用方便。
好未来	更自然的输出结果对我们的内容生产效率有很大提升。
哄哄模拟器	模型的语义识别非常强，文字内容能很准确的反映到音色上。
小米	小米小爱音箱语音交互
智元机器人	智元机器人的语音交互
快看	正式发布 AI 陪伴互动漫画，将 AI 技术与完整世界观、角色互动等进行结合，MiniMax 提供语音生成支持。

数据来源：模型官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

语音和音乐生成模型：Speech-02模型具有超拟人性，全球领先

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **Speech-02模型能够精细化逼真模仿人类语言特征和情感。**Speech-02模型的核心创新在于可学习说话人的编码器，无需转录即可从参考音频中提取音色特征，使MiniMax-Speech能够生成音色与参考声高度一致且富有表现力的语音。此外，Flow-VAE技术提升了合成音频的整体质量。这些技术使Speech-02语音合成精细化，逼真地模仿人类语音。
- **Speech-02模型拥有多语言能力。**支持的语言包括中文、粤语、英语、西班牙语、法语、德语、葡萄牙语、意大利语、日语、韩语及其他语音。
- **音乐生成模型Music 2.0聚焦零门槛专业创作，以实用性突围，**具体表现为1）中文语义与唱腔适配领先，优于海外模型的中文表现；2）编曲层次丰富，乐器分离度与混音质量接近专业Demo水平；3）自带版权合规保障，生成作品可直接商用。

表：Speech-02与其他语音生成模型对比

对比维度	核心优势	延迟表现	音色复刻	专业格式处理
MiniMax Speech 2.6	250ms 低延迟、多语言复刻	250ms（实时交互级）	30 秒采样、多语言兼容	自动识别朗读
ElevenLabs v3	对话式情感控制出色	350ms 左右	音色相似度高	需手动适配
Google WaveNet	生态适配性强	400ms+	仅支持固定音色	基础支持
Amazon Polly	成本低、批量处理高效	380ms 左右	无自定义复刻功能	部分格式识别误差大
科大讯飞（在线TTS）	20余种方言支持、专业术语发音精准	300ms左右（流式交互）	10分钟采样定制、支持专属发音人	医疗/教育术语精准识别、长文本分段优化
阿里通义CosyVoice 2.0	开源友好、150ms首包低延迟、多语言兼容	150ms（首包延迟，流式合成）	支持音色复刻，开源可自定义训练	自动适配多格式文本，长文本处理稳定
百度PaddleSpeech	中文发音自然度高、离线部署成熟	在线350ms+，离线无网络延迟	支持自定义音色训练，需专业语料	基础格式支持，可通过插件扩展
Vocu V3	3秒极速音色复刻、情感表达细腻（含哭/笑/唱歌）	毫秒级生成	3秒样本即可复刻，含韵律/呼吸感还原	自动理解文本情感，适配多场景格式
谷歌 Gemini 语音生成	多模态协同出色、低延迟口语交互	300ms 以内（实时交互级）	仅支持官方固定音色，禁止自定义复刻	多格式文本自动适配，结合图像 / 视频语境优化朗读
OpenAI GPT-4o mini TTS	轻量化部署、实时交互流畅、与 GPT-4o 生态深度融合	280ms 左右（流式合成）	支持音色复刻，需 15 秒采样，相似度中等	自动识别专业术语，长文本分段流畅，支持多格式导入
字节豆包语音合成大模型	5 秒极速复刻、多情绪合成、跨语种迁移能力强	200ms 首包延迟（流式交互）	5 秒采样极速复刻，高保真还原口音与说话风格	长文本处理稳定，自动适配视频剪辑 / 有声阅读等场景格式
阿里 Qwen3-TTS	开源免费商用、混合推理高效、多语言适配性优	220ms 首包延迟、低算力快速响应	支持音色复刻，开源可自定义训练，需基础语料	自动适配多格式文本，结合推理能力优化专业内容朗读

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

数据来源：模型官网、国信证券经济研究所整理

目录

01 MiniMax是多模态布局的全球化的大模型公司

02 MiniMaxAI视频和AI音频是全球第一梯队

03 AI陪伴产品受到欧美喜爱，25年AI视频兴起

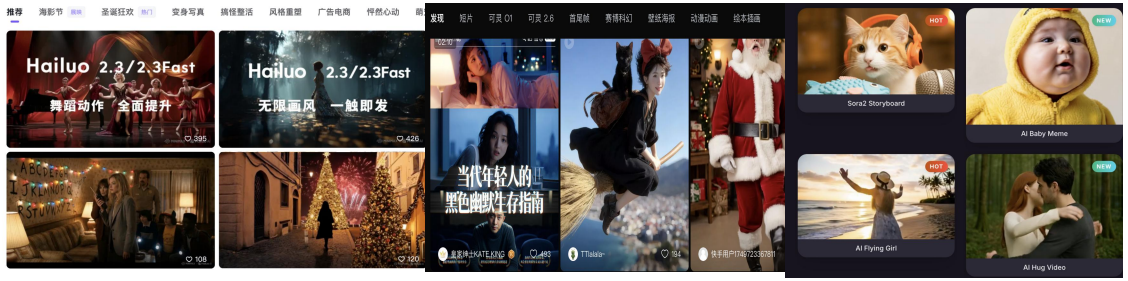
04 MiniMax收入高增，亏损率大幅收窄

原生AI产品1：海螺AI视频性价比高，适合高频测试与批量生产

- 海螺AI定位“口袋里的好莱坞片场”，以文生视频、图生视频为核心，支持768P-1080P高清输出，最长生成10秒视频，凭借多功能、低定价。
- **核心优势：场景模板丰富，性价比高，适合高频测试与批量生产。**1）相比可灵AI侧重动作流畅度，Sora2发挥AI效能，海螺AI提供各种场景模版，追求节庆、风格等泛场景覆盖；2）相比于Sora2 年度订阅每月14/35/70美元的三阶段定价和可灵AI连续包月每月58/234/586/1149元的四阶段定价，海螺AI设置5类套餐，价格从42元/月到1399元/月，提供不同人群的性价比选择，并且899/1399元/月会员可以无限生成视频。每秒价格来看，根据各家官网VIP价格测算，当前谷歌Veo3每秒视频价格0.4美元（25年9月降价），可灵2.5每秒视频价格0.2元（25年9月降价），Minimax每秒视频价格0.1元。
- **Hailuo-02模型在精准执行用户指令、物理复杂交互方向表现出色。**①在处理长文本指令时，模型展现出突出能力，包括对复杂面部表情渲染、镜头运镜及主体动态动作的处理。②极端复杂的物理交互场景方面能力突出，涵盖体操、杂技、跳板跳水等领域的高难度动作。

图：海螺AI、可灵AI、Sora2首页功能与官网首图

产品	官网首页功能
海螺AI	推荐、海影节、圣诞狂欢、变身写真、搞怪整活、风格重塑、广告电商、怦然心动萌宠来袭、Q 版童趣、炫酷场景、ASMR、恐惧降临等
可灵AI	发现、短片、可灵01、可灵2.6、首尾帧、赛博科幻、壁纸海报、动漫动画、绘画插画等
Sora2	storyboard、AI Baby Meme、AI Bikini、AI Princess Carry、AI Flying Girl等



数据来源：官网，国信证券经济研究所整理

表：Minimax视频生成模型部分合作内容

合作方式	对象	主要内容/反馈
校企合作	复旦大学、中国传媒大学、上海交通大学等高校	设立AI影像创作工作坊、开设海螺AI校园视频创作大赛等
政企合作	徐汇区政府部门	探索游戏设计等内容
企业合作	腾讯	为腾讯视频及天美工作室提供视频生成技术，实现影视创作与游戏内容的生产
企业合作	Veed	提供数字人相关服务
企业合作	快看	正式发布 AI 陪伴互动漫画，将 AI 技术与完整世界观、角色互动等进行结合，MiniMax提供视频生成支持
企业合作	蜜雪冰城	联合PV制作让雪王形象在任何生成内容中都保持一致性，动作自然、表情真实

数据来源：MiniMax官网，国信证券经济研究所整理

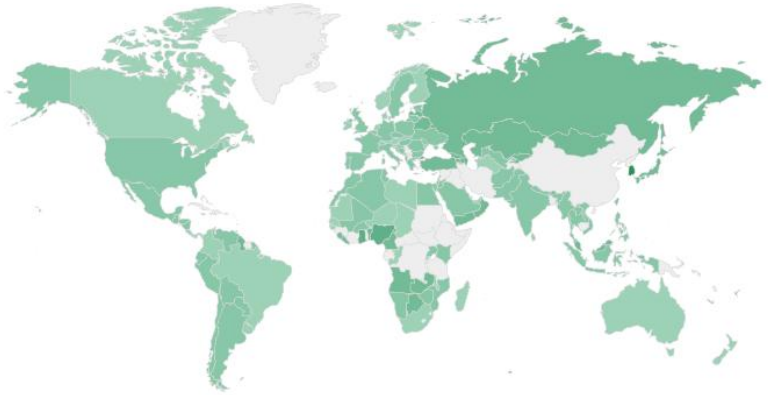
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

原生AI产品1：海螺AI视频性价比高，适合高频测试与批量生产

➢25M9海螺收入1746万美元。活跃用户达到564万，付费用户31万，付费率为5.5%。

➢海螺AI积极布局海外。24年10月，海螺AI海外版（Hailuo AI）登顶AI产品榜·全球增速榜，月访问量达1173万，同比增长高达2772.92%。 2024年12月和2025年1蝉联全球AI产品榜“出海总榜”和“视频生成”类。根据人民网，25年6月，Hailuo 02生成的“猫跳水”视频，在海外社交平台发布后一周内，获3亿现象级播放量。基于Hailuo 02在复杂动作上的突破，“动物奥运会”这一AI视频新品类被开创。

图：海螺AI全球布局情况



数据来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图：快手可灵与minimax海螺流水预测

海螺AI	2024	2025E	2026E	2024M9	2024M9
用户数（千）	5,735			36	42,348
平均活跃用户数（千）	2,172	6,500	10,000	36	5,648
付费用户数（千）	65	390	800	-	311
yoy					
付费率	3.0%	6.0%	8.0%		5.5%
arppu（美元）	36	60	100		56
收入（万美元）	235	2,340	8,000	-	1,746
可灵	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2024M9**	**2024M9**
总计收入		12,500	28,193		
yoy			126%		
C端：					
用户数（千）					45,000
平均活跃用户数（千）		9,811	13,000		
付费用户数（千）		687	1170		
yoy					
付费率		7.0%	9.0%		
arppu（美元）		118	140		
收入（万美元）		8,125	16,380		6,408
P端：					
收入（万美元）		4,375	11,813		3,451
占比		35%	42%		

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

原生AI产品2：Talkie/星野是AI陪伴产品，更具人味

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **海外版Talkie与国内版星野是AI陪伴产品，专注于实时人机交互体验。**支持用户与具备记忆、情绪及动态个性的虚拟场景和角色进行共创、定制及互动。除了自由聊天外，用户还可以与智能体互动，参与脚本式或主题式的“故事”，这些故事是半引导式叙事。故事可以由用户创作，也可以取材于热门的模板，支持结构化叙事和开放式对话。根据灼识咨询的数据，截至25M9，Talkie／星野在全球大模型应用中平均每日使用时间排名前五，用户每天平均花费超过70分钟。
- **以强情感链接、多模态互动打破赛道同质化：Talkie角色塑造要求高更人性，沉浸感强。**

✓ 竞品Character AI上，用户只需输入一句问候语就能生成角色，后续还能随时调整性格设定。而Talkie要求用户必须填写角色的背景、性格、社会关系，甚至预设特殊对话的情绪反应。比如会抱怨和发牢骚，并且具有随机惊喜性。用户沉没成本更高，情感粘性显著优于仅需简单问候语即可生成角色的竞品。

✓ 其他竞品：猫箱主动话题引导，Talkie/星野均不预设使用场景，对话更自然，沉浸感更强。

- **Talkie的另一个亮点是“卡牌收集”机制。**用户在聊天过程中有机会触发并抽取代表AI角色的精美CG卡牌。这些卡牌可以收藏、交易，甚至为原创角色卡牌的创作者带来收益。除此以外，这一机制巧妙融合了二次元文化，提升了用户的参与度和粘性

图：Talkie/星野用户界面



数据来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图：星野智能体介绍、等级、语言对话、音频FM界面



数据来源：星野，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

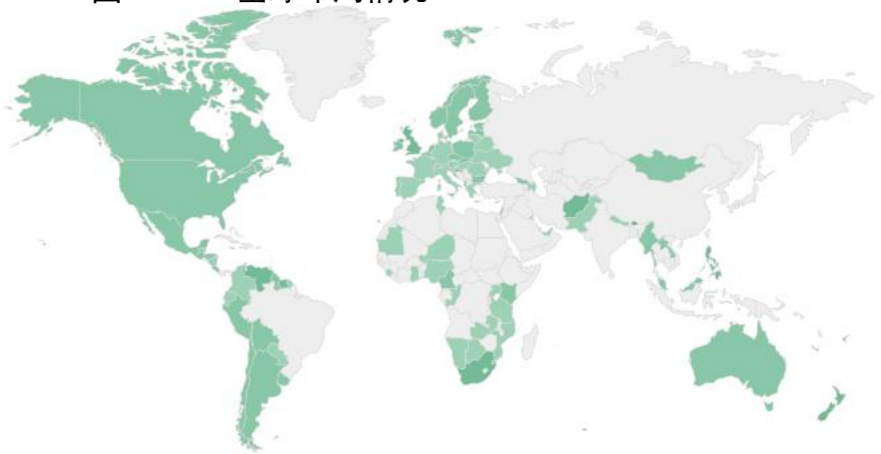
原生AI产品2：Talkie/星野受到欧美国家喜爱

- **Talkie曾霸榜欧美娱乐榜。**23年Talkie聚焦海外市场，以AI虚拟角色互动、类乙游剧情为核心，通过超10万组投放素材买量破局，精准切入情感陪伴赛道，以美国为核心，英国、加拿大、澳大利亚、新加坡及菲律宾等地为次核心，覆盖全球超200个国家及地区，曾于23年末连续一个月霸榜美、英等国娱乐免费榜前10。24年11月因数据合规问题及苹果政策冲突，先后从日本、美国应用商店下架。2025年2月，MiniMax推出新版本Talkie Lab，完成核心海外市场的重新上架。

- ✓ **月活跃用户数与Character.AI相当。**截至2025年8月，Character.AI拥有超2.15亿注册用户，月活跃用户超过2000万。截至25年9月，Talkie/星野累计服务用户1.47亿，同比+124%，月活2000万，同比+62%。

- ✓ 根据24Q2的Data.ai数据，Talkie日活跃用户中美国用户占比为55.18%。

图：Talkie全球布局情况



数据来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

原生AI产品2：Talkie/星野在线营销是主要收入来源，订阅收入是主要驱动

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **Talkie/星野变现：在线营销是主要收入来源，订阅收入是主要驱动。**25M9，Talkie/星野收入1875万美元，同比增长39%。
- Talkie/星野产品收入来源是广告、内购、订阅。①订阅和内购：生态内星野6元=600星钻，解锁单张星念卡需200星钻。Talkie提供9.99美元/月无广告、角色编辑标准版与24.99美元/月具备对话回溯功能专业版。截至25M9，付费用户数139万，同比提升184%，付费率为6.9%，同比提升3pct。25M9，订阅和内购收入分别为660/95.8万美元，同比增长126%/35%，占比Talkie/星野收入35%/5%。②在线营销：25M9收入1119万美元，同比提升13%。

图：Talkie/星野主要运营数据

Talkie/星野	2023	2024	2024M9	2025M9
用户数（千用户）	10,445	96,055	65,566	147,100
yoy		820%		124%
平均活跃用户数（千用户）	2,905	14,692	12,399	20,051
yoy		406%		62%
付费用户数（千用户）	120	586	489	1,390
yoy		389%		184%
付费率	4.1%	4.0%	3.9%	6.9%
arppu（美元）	5	7	6	5
收入(千美元)	758	19,458	13,529	18,750
yoy		2467%		39%
-订阅收入	594	3,960	2,917	6,604
yoy		567%		126%
-应用内充值	164	897	712	958
-在线营销		14,601	9,900	11,188
yoy				13%

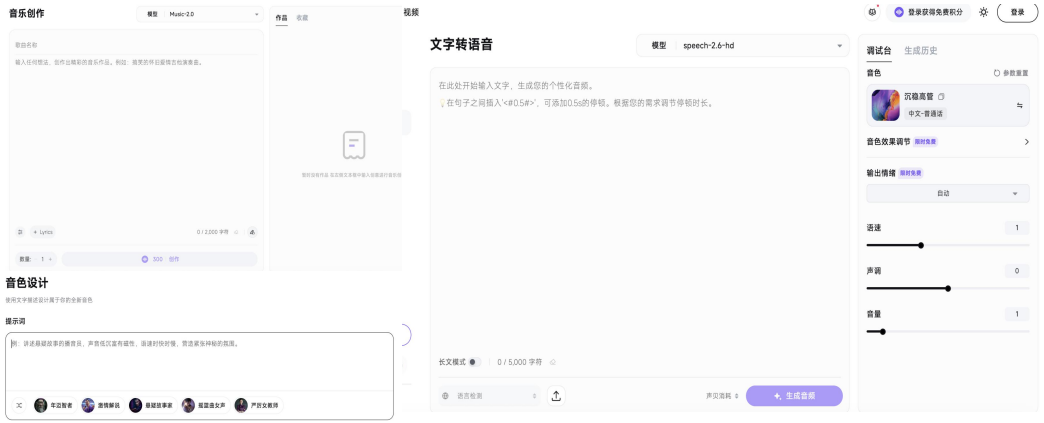
数据来源：Apple Store，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

原生AI产品3：MiniMax语音全场景提供高性能AI解决方案

- **MiniMax语音是MiniMax面向全场景的语音AI解决方案。**依托Speech-02系列及2.6升级版本，以低延迟、高自然度、多语种适配为核心优势，覆盖语音合成、声音克隆、实时交互、音乐创作等核心功能。
- **MiniMax语音关键特性是长文本处理能力。**支持单次输入最高10,000,000字符或50MB文档，异步生成语音，无需在合成前手动分割长文本，这大幅简化了有声读物及播客创作流程。
- **MiniMax语音采用内购和会员的商业模式。**每百万积分收费50.0美元。此外，用户还可以从每月5.0美元的“基础”计划至每月99.0美元的“专业”计划中选择分级的月度订阅计划。高级订阅权益包含加速语音生成、生成具有特定情绪和语言音，以及访问100多种音色扩展库。此外，MiniMax语音的月费用户还可拥有生成音频的商业使用许可。25M9，Minimax语音活跃用户数为49.4万，付费率达12%，收入105万美元。

图：MiniMax语音主要功能界面



图：MiniMax语音关键运营数据

MiniMax语音	2025M9
用户数（千用户）	3,742
平均活跃用户数（千用户）	494
付费用户数（千用户）	60
付费率	12.1%
arppu（美元）	18
收入(千美元)	1,050

数据来源：MiniMax语音官网，国信证券经济研究所整理

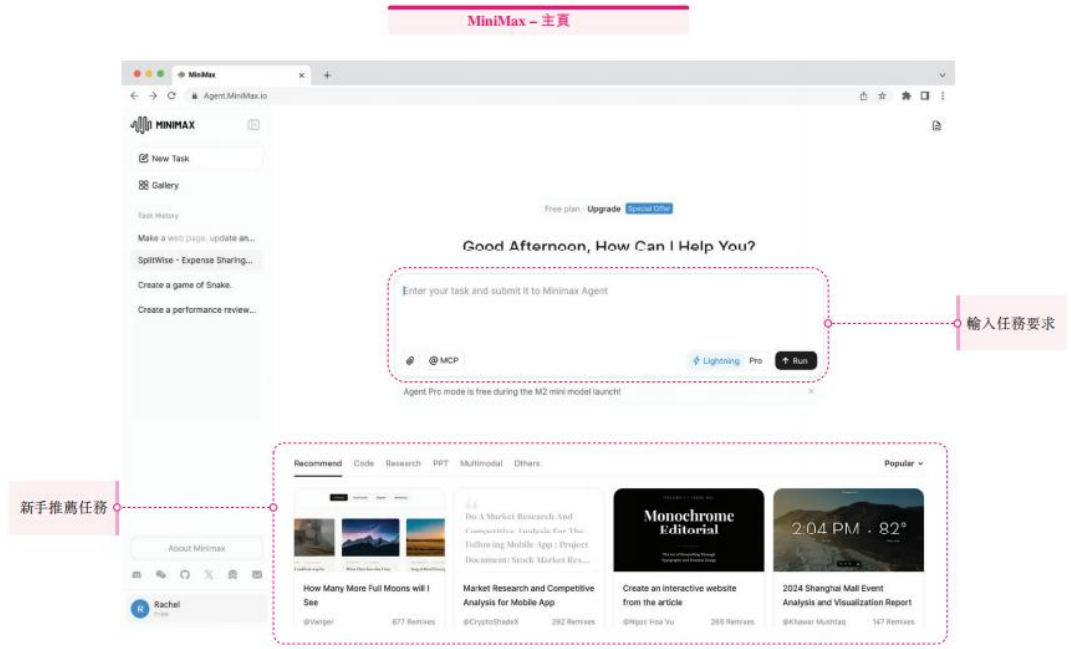
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

原生AI产品4：MiniMax Agent是通用智能体

- MiniMax Agent是公司旗下通用智能体应用，通过任务规划与拆解、多工具集成协作、多模态输出、安全与可追溯等功能覆盖代码开发、研究分析、文档创作、演示设计等长程场景，提供闪电模式（轻量任务）和专业模式（复杂任务）双入口。
- **MiniMax Agent支持通过输入界面调用集成工具，包含一系列内置及第三方服务。**内置集成包含谷歌地图（用于位置查询）和MiniMax MCP协议（通过插件市场扩展MiniMax Agent的功能）。用户可通过MCP市场可激活Slack、Notion、GitHub、Figma及MySQL Server等第三方工具。激活后，这些服务可在执行任务过程中支持项目跟踪、API调用和外部数据提取，从而实现协作与跨平台功能。

图：MiniMax Agent示意图



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

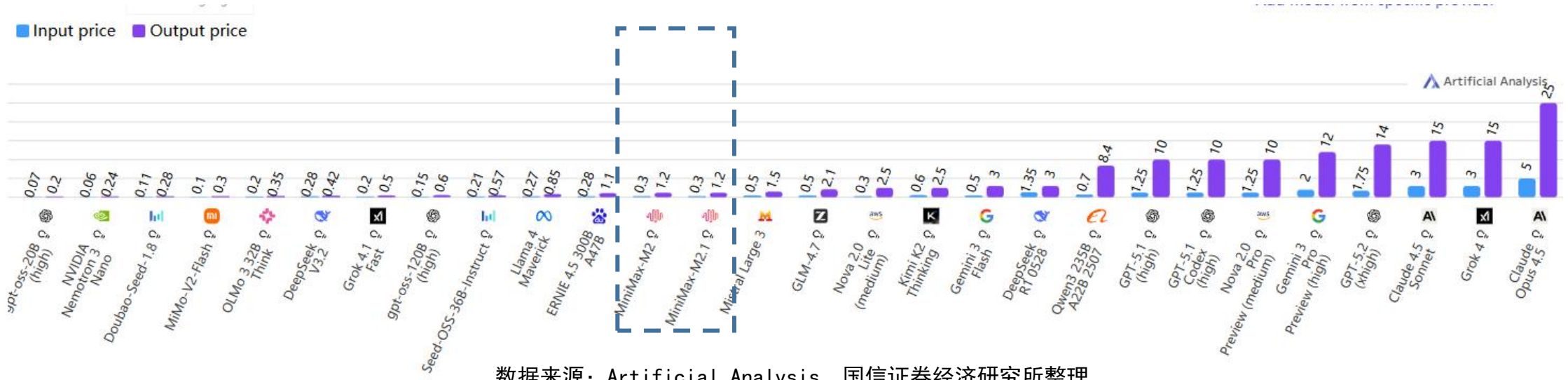
MiniMax开放平台具有多模态能力，追求性价比

- **MiniMax开放平台具有竞争力的性价比。**MiniMax开放平台支持智能终端、医疗健康、文旅、金融和互联网服务等关键行业的快速业务部署。服务覆盖100多个国家及地区。该平台每天处理数十亿token。MiniMax开放平台设置Coding Plan、语音资源包、视频资源包、按量计费等多种订阅套餐以满足不同需求客户。开放平台输入价格为0.4-1.3美元/百万Token，输出价格2.2美元/百万Token。
- **全模态能力全覆盖，场景适配更全面。**MiniMax平台整合M系列大语言模型、Speech语音模型、Hailuo视频模型、Music音乐模型，形成完整多模态生态，实现一站式满足内容创作、智能交互、数字人等复杂场景需求。
- **25M9，MiniMax开放平台收入1542万美元，同比+160%。**25M9，开放平台付费用户2500个，24M9为400个，单付费用户收入6167美元。

图：MiniMax开放平台关键运营数据

开放平台	2023	2024	2024M9	2025M9
用户数（千用户）	13	42	34	132
yoy		223%		288%
平均活跃用户数（千用户）	4	5	4	16
yoy		25%		300%
付费用户数（千用户）	0.1	0.7	0.4	2.5
yoy		600%		525%
付费率	3%	14%	10%	16%
arppu（美元）	27,020	12,454	14,813	6,167
收入(千美元)	2,702	8,718	5,925	15,417
yoy		223%		160%

表：主要大模型平台定价情况（美元/百万token）



数据来源：Artificial Analysis，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

定价策略：MiniMax构建按月订阅、API计量定价体系实现差异化定价

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 定价逻辑：通过以积分/功能/等级为标准的分层套餐、动态模型版本定价，兼顾ToC与ToB客户需求；此外还设置周期优惠提升长期订阅吸引力。

表：Minimax主要产品定价情况

产品	货币	价格范围	定价等级/套餐	关键定价因素
按月订购计划				
MiniMax	美元	19－69	2级及团队计划（按每席位15美元计价，含共享积分）	等级对应积分量级
海螺AI	美元	9.99－199.99	5级按月订阅	积分量级+功能差异
MiniMax语音	美元	5－99	4级按月订阅	用量上限+技术能力
Talkie	美元	1.49－29.99	4级按月订阅	功能组合+用户等级（含区域）
星野	人民币	11－35	4级按月订阅	功能组合+订阅类型
开放平台	美元	5－999	5级按月音频计划	积分量级+功能差异
API套餐（分级）				
开放平台	美元	1000-6000	4级视频API套餐	积分量级+RPM选项
基于Token/项目				
开放平台（输入）	美元	0.4－1.3美元/百万Token	基于Token的API访问M-1计划	输入长度差异化
开放平台（输出）	美元	2.2美元/百万Token	基于Token的API访问M-1计划	输入/输出差异化
海螺AI（片段）	美元	0.28－0.56美元/片段	片段API访问海螺02计划	片段时长+质量差异化
MiniMax语音	美元	60－100美元/百万字符	speech02计划	模型版本（02-hd/turbo）差异化

数据来源：Minimax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目录

01 MiniMax是多模态布局的全球化的大模型公司

02 MiniMaxAI视频和AI音频是全球第一梯队

03 AI陪伴产品受到欧美喜爱，25年AI视频兴起

04 MiniMax收入高增，亏损率大幅收窄

营业收入：25M9收入同比增长175%，海螺AI和开放平台成为主要驱动

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **营业收入：25M9收入同比增长175%。**24年收入3052万美元；25M9收入5344万美元，同比增长175%。
- ✓ **Talkie/星野：用户规模大，但ARPPU低，广告收入增长放缓。**24年AI原生产品收入主要来自Talkie/星野，24年收入1946万美元，占比总收入64%；25M9收入1875万美元，同比增长39%，占比总收入35%。
- ✓ **海螺AI：25年视频工具收入增长迅猛。**25M9海螺AI收入达到1746万美元，占比总收入33%。
- ✓ 开放平台及其他基于AI的企业服务收入24年收入872万美元，25M9收入1542万美元，同比增长160%。

图：MiniMax产品收入及增速

收入（千美元）	2023	2024	2024M9	2025M9
AI原生产品	758	21,805	13,529	38,020
-MiniMax	-	-	-	756
-海螺AI	-	2,347	-	17,464
-MiniMax语音	-	-	-	1,050
-Talkie/星野	758	19,458	13529	18,750
开放平台	2,702	8,718	5925	15,417
总收入	**3,460**	**30,523**	**19,454**	**53,437**
yoy：				
AI原生产品		2777%		181%
-Talkie/星野		2467%		39%
开放平台		223%		160%
总收入		**782%**		**175%**

数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：MiniMax产品月活用户及增速

平均月活跃用户（千用户）	2023	2024	2024M9	2025M9
AI原生产品	3,144	19,106	14,601	27,622
-MiniMax	239	2,195	2,166	1,429
-海螺AI	-	2,172	36	5,648
-MiniMax语音	-	47	-	494
-Talkie/星野	2,905	14,692	12,399	20,051
开放平台	4	5	4	16
合计	**3,148**	**19,111**	**14,605**	**27,638**
yoy：				
AI原生产品		508%		89%
-MiniMax		818%		-34%
-海螺AI				15589%
-MiniMax语音				
-Talkie/星野		406%		62%
开放平台		25%		300%
合计		**507%**		**89%**

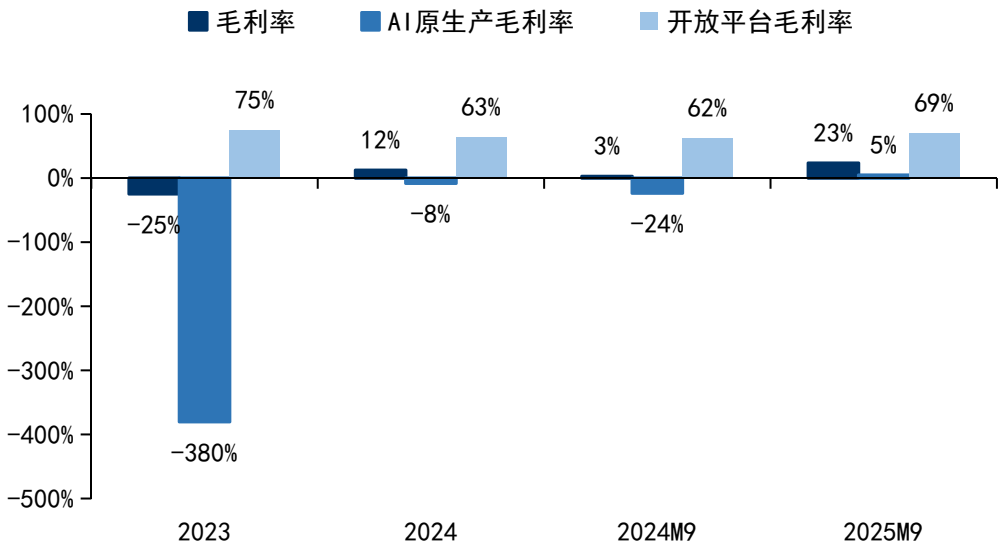
数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

25M9毛利率为23%，AI原生产品毛利率转正，亏损率大幅收窄

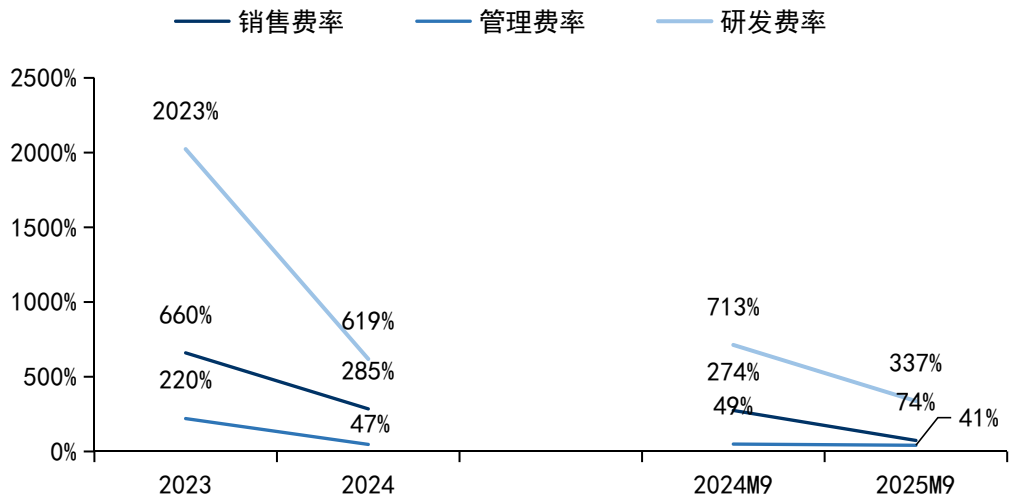
- **25M9毛利率为23%，同比提升21pct。**1）开放平台：25M9毛利率69%，同比提升7pct，主要系持续降低每份token的边际成本。2）AI原生产品：25M9毛利率为5%，较24年同期-24%有较大提升，反应基础设施利用率的提高使推理效率提升以及产生规模效应。
- 费率来看，研发费率大幅下降。25M9，销售/管理/研发费率为74%/41%/337%，同比-201/-8/-375pct。
- 经调整利润：24年调整后净亏损2.44亿美元；25M9调整后净亏损1.86亿美元，调整后亏损率为349%。

图：MiniMax产品毛利率



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

图：MiniMax费率情况



数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

客户集中度：Top5客户营收占比持续下降，依赖风险降低

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **Top5客户营收占比持续大幅下降，客户结构从单一开发者生态，逐步纳入至ToC互动产品，依赖风险持续降低。**
  - ✓ **集中度持续下降：**23/24/25M9 Top5客户营收分别为210/1340/1160万美元，占总营收比重60.5/44.1/21.7%，单一最大客户营收分别为130/940/780万美元，占比37.2/30.9/14.7%，依赖风险显著降低；
  - ✓ **客户结构稳定优化：**新增新加坡科技企业（主要合作Talkie）、中国AI厂商，驱动收入结构优化。
- **供应商集中度稳定，主要购入云计算服务：**22/23/24/25M9 Top5供应商采购额分别为450/4980/14900/14360万美元，占总采购比重 63.9/63.0/57.3/62.5%，其中采购云计算服务占比为92/86/90/100%；单一最大供应商采购额分别为160/2300/7280/5490万美元，占比22.8/29.1/28.0/23.9%，匹配模型训练、业务扩张需求。

表：前五大客户营收情况

2023年							
排名	客户	所属产品类型	背景描述	业务关系概约年期	信贷期	收入（百万美元）	占总营收百分比（%）
1	客户A	开放平台	总部上海，综合性文化产业集团，以数字阅读为基础，聚焦知识推荐与电商融合	2023 年起	月结 15 天	1.3	37.2
2	客户B	开放平台	办公生产力软件商，提供文字处理、电子表格、演示文稿解决方案	2023 年起	月结 45 天	0.4	12.3
3	客户C	开放平台	社交电商平台，集生活分享、产品评测、线上购物为一体	2023 年起	月结 45 天	0.2	6.2
4	客户 D	开放平台	线上招聘平台，提供人力资源解决方案及职位匹配服务	2023 年起	月结 44 天	0.1	2.7
5	客户 E	开放平台	数字阅读创新公司，专注知识蒸馏开发与沉浸式阅读体验，融合科技与文化创意	2023 年起	月结 20 天	0.1	2.1
2024年							
排名	客户（含供应商关联）	所属产品类型	背景描述	业务关系概约年期	信贷期	收入（百万美元）	占总营收百分比
1	客户 F（供应商 K）	Talkie	新加坡科技公司，提供数字广告、云计算及在线服务解决方案	2024 年起	月结 30 天	9.4	30.9
2	客户A	开放平台	上海综合性文化产业集团，聚焦数字阅读 + 知识电商（同 2023 年客户 A）	2023 年起	月结 30 天	1.1	3.7
3	客户B	开放平台	办公生产力软件商，提供文字 / 表格 / 演示解决方案（同 2023 年客户 B）	2023 年起	月结 45 天	1	3.4
4	客户C	开放平台	社交电商平台，集生活分享 + 购物（同 2023 年客户 C）	2023 年起	月结 45 天	1	3.2
5	客户G（供应商I）	Talkie	新加坡注册实体，从事数字营销及移动应用变现服务	2024 年起	月结 30 天	0.9	2.9
2025M9							
排名	客户（含供应商关联）	所属产品类型	背景描述	业务关系概约年期	信贷期	收入（百万美元）	占总营收百分比
1	客户 F（供应商 K）	Talkie	新加坡科技公司，提供数字广告、云计算及在线服务解决方案（同 2024 年客户 F）	2024 年起	月结 30 天	7.8	14.7
2	客户 H	开放平台及其他 AI 企业服务	基于 AI 的数字人及视频合成平台，全球提供超写实数字人创建、多语言视频生成服务	2025 年起	月结 45 天	1.2	2.2
3	客户 I	开放平台及其他 AI 企业服务	开发者中心平台，提供生成式 AI 模型（图像 / 音频 / 视频）及高速推理 API	2024 年起	月结 14 天	1	1.8
4	客户 J	开放平台及其他 AI 企业服务	中国 AI 大数据公司，专注智能客服解决方案及对话式 AI 平台	2024 年起	月结 30 天	0.9	1.6
5	客户 K	Talkie	移动科技企业，为全球运营商、OEM 及广告主提供端到端分发与变现解决方案	2024 年起	月结 60 天	0.7	1.4

数据来源：MiniMax招股书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

风险提示

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游数字化需求不及预期，相关的数字化投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，AI伦理风险。AI可能会生产违反道德、常规、法律等内容。

第四，核心技术水平升级不及预期的风险。 AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032