

AI 主题研究

AI 应用商业化快速落地

全球大模型市场空间广阔，在大模型迭代及 AI 应用渗透率提升的推动下，未来有望实现强劲的收入增长。据 CIC，2029 年全球大模型市场规模有望达到 2065 亿美元（2024-2029 CAGR 80.7%）。其中大模型应用市场将是主要增长驱动力，预计 2029 年市场规模达到 1515 亿美元（同期复合增速 84.4%）。本报告将聚焦 C 端 AI 应用，我们认为具备模型能力、产品能力及财务资源三大优势的厂商有望在各自细分赛道取得领先。分赛道我们看好：1) AI 通用助手：字节跳动、腾讯、阿里巴巴；2) AI 娱乐陪伴：Minimax；3) 视觉生成：快手。

■ **AI 通用助手：预计头部厂商将持续整合市场。** AI 通用助手赛道，OpenAI、Anthropic、Google、xAI 已在海外市场形成第一梯队，从模型能力、用户量等多方面取得领先；在中国市场，我们则认为竞争格局仍处于早期并持续动态变化，我们看好字节、腾讯、阿里巴巴、DeepSeek 未来形成第一梯队，其他厂商如 Kimi、Minimax 虽然目前在模型能力方面取得优势，但未来随着 AI 通用助手赛道竞争加剧，体量较小的厂商或在基建与流量获取方面面临一定劣势。25 年 12 月字节豆包/DeepSeek/腾讯元宝周活跃用户分别达 1.55/0.82/0.21 亿（据 QuestMobile）。未来随着腾讯和阿里提升 C 端 AI 应用的战略优先级，我们看好元宝和阿里千问用户量缩小与字节的差距。

■ **AI 娱乐陪伴：模型能力提升带动需求快速增长。** AI 陪伴应用目前仍处于早期发展阶段，大模型文本与多模态能力的迭代快速提升 AI 陪伴应用的渗透率与用户消费。根据 Ark Investment 数据，在基准情景下，2030 年 AI 陪伴应用在全球网络用户的渗透率有望超过 40%，全球市场年收入规模有望达到约 700 亿美元（约相当于 2023 年游戏市场规模的 35%），2023-2030 年化复合增速达到 200%。全球领先的 AI 陪伴类应用包括 Character AI/Minimax Talkie AI/字节猫箱，2025 年 12 月 MAU 分别达到 3090/2350/470 万。Minimax 旗下 Talkie 已是全球领先的 AI 陪伴应用之一，9M25 月活跃用户达到 2005 万（同比增长 62%），期间内付费用户数达到 1390 万（同比增长 184%）。

■ **AI 视觉生成：可灵 AI 持续领先，短期迎来多项催化。** 我们看好中长期全球 AI 视觉生成应用市场空间，我们测算 2027 年全球 AI 视觉生成应用市场规模有望达到 166 亿美元（2025-27 年 CAGR 66%）。赛道中我们看好具备领先模型能力、产品能力和财务资源的头部 AI 视觉生成厂商，包括 Google Veo 和快手可灵等。快手可灵短期迎来多项催化：1) 可灵 AI 在 2025 年 12 月“灵感周”发布多项更新，可灵 2.6 视频模型全新上线“动作控制”功能在海外市场获得较高热度，带动可灵 App 在欧美与亚洲等多个主流市场的 iOS 免费榜排名快速提升，吸引大量海外新增用户。2) 可灵 AI 宣布 2025 年 12 月当月收入突破 2000 万美元，对应 ARR 达 2.4 亿美元。3) Minimax 1 月完成香港公开发售，进一步提升市场对于 AI 应用赛道的关注。截至 1 月 12 日收盘及我们估算，Minimax 当前估值对应约 222x 2025E ARR。考虑到 Minimax 刚上市后较高的市场关注度以及产品 TAM 上的差异，我们保守地给予快手可灵相对于 Minimax 70-90% 的估值折让（对应 20-60x 2025E ARR），测算可灵估值约 28-56 亿美元，大约相当于快手市值 6-18%。

优于大市
(维持)

中国 互联网 行业

贺赛一, CFA

(852) 3916 1739

hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA

(852) 3850 5226

franktao@cmbi.com.hk

马泽慧

(852) 3761 8838

joannama@cmbi.com.hk

相关报告：

1. [中国互联网 - 2026 展望：承前启后，关键之年 - 9 Dec 2025](#)
2. [美国互联网与软件 - 2026 展望：应用持续起量，关注投资回报周期 - 9 Dec 2025](#)
3. [海外软件互联网龙头公司业绩启示 - 因需求强劲上调 Capex 指引，利润率影响程度分化 - 5 Nov 2025](#)
4. [AI 主题研究 - 关注产业链协同发展布局的投资机会 - 17 Oct 2025](#)
5. [互联网 - 2025 云栖大会：AI 投资主线叙事再次强化 - 25 Sep 2025](#)
6. [互联网 - 关注中国互联网软件板块估值提升的结构性机会 - 19 Sep 2025](#)
7. [AI 主题研究 - 政策加速 AI 应用与商业化落地 - 29 Aug 2025](#)
8. [软件 & IT 服务 - 海外云厂商：营收增速环比加快，利润率表现分化 - 6 Aug 2025](#)
9. [互联网 - WAIC 大会：聚焦科技创新、普惠、协同共治 - 30 Jul 2025](#)
10. [AI 主题研究 - 模型能力持续提升，商业化持续推进 - 27 Jun 2025](#)

目录

互联网 - AI 应用商业化快速落地 1

AI 应用行业：多项催化拉动板块估值提升..... 3

图 1: 恒生科技：PE Band3

图 2: AI 应用：板块估值.....3

大模型应用：市场空间广阔，关注商业化加速 4

图 3: 全球大模型市场规模4

图 4: 全球大模型应用市场格局.....4

图 5: AI 应用：变现方式.....5

AI 通用助手：预计头部厂商持续整合市场..... 5

图 6:通用语言大模型：智能指数5

图 7: 全球大模型市场份额（按周 Token 调用量计，1 月 5 日-11 日）6

图 8: 中国：AI 通用助手周活跃用户（2025 年 12 月）6

AI 陪伴：模型能力提升带动需求快速增长..... 7

图 9: 全球：AI 陪伴市场收入规模7

图 10: 全球：AI 陪伴市场收入规模 vs 其他可比市场规模7

图 11: AI 陪伴应用：MAU 对比（2025 年 12 月）7

图 12: Minimax: Talkie/星野全模态交互平台8

AI 视觉生成：可灵 AI 持续领先，短期迎来多项催化..... 8

图 13: AI 视觉生成市场规模测算8

图 14: 领先视频大模型：质量评分与 API 价格对比.....9

图 15: 领先图像大模型：质量评分与 API 价格对比.....9

图 16: AI 视觉生成应用：最新 ARR 规模对比.....10

图 17: 可灵 AI：海外主要地区 iOS 免费榜排名.....10

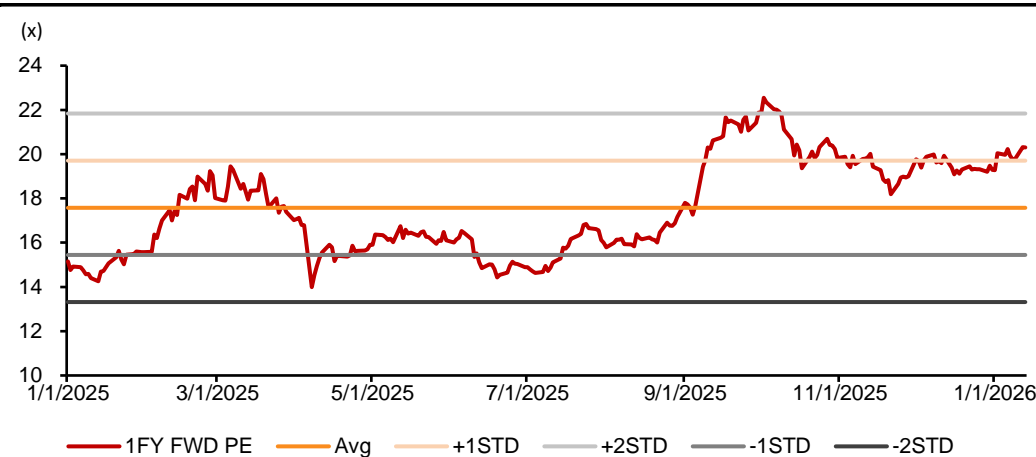
图 18: 可灵 AI：Motion Control 动作控制功能11

图 19: Minimax vs 可灵 AI：估值对比11

AI 应用行业：多项催化拉动板块估值提升

年初媒体关于 DeepSeek V4 将于 2 月发布的报道，叠加中国头部模型应用厂商 Minimax 的港股上市，带动市场对于 AI 大模型与应用的关注度和风险偏好提升，进一步推动板块估值上修。截至 1 月 12 日收盘，恒生科技 1 年远期 PE 提升至 20.3x，YTD 上涨约 5%。AI 相关标的美图/金蝶/快手/百度/商汤/阿里巴巴 YTD 分别上涨 28%/23%/23%/17%/14%。

图 1: 恒生科技：PE Band



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 2: AI 应用：板块估值

| 公司 | 股票代码 | 收盘价 (Local) | 市值 (US\$mn) | PE (x) | | PS (x) | | 收入 CAGR |
|---------------|---------|----------------|----------------|--------|-------|--------|-------|---------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 24-26E |
| 互联网/C 端 AI 应用 | | | | | | | | |
| 腾讯 | 700 HK | 623.0 | 733,230 | 19.7 | 17.4 | 6.8 | 6.1 | 14% |
| 阿里巴巴 | BABA US | 166.3 | 396,836 | 27.2 | 19.1 | 2.7 | 2.4 | 9% |
| 百度 | BIDU US | 152.3 | 53,382 | 20.4 | 18.7 | 2.9 | 2.7 | 3% |
| 快手 | 1024 HK | 80.3 | 43,851 | 14.9 | 13.2 | 2.2 | 2.0 | 12% |
| Minimax | 100 HK | 367.0 | 14,553 | NA | NA | 179.7 | 67.5 | NA |
| 美图 | 1357 HK | 8.9 | 5,257 | 38.8 | 29.1 | 9.2 | 7.4 | 23% |
| 平均 | | | | 24.2 | 19.5 | 33.9 | 14.7 | |
| 大模型/B 端 AI 应用 | | | | | | | | |
| 商汤 | 20 HK | 2.5 | 12,958 | NA | NA | 18.7 | 14.7 | 30% |
| 金蝶 | 268 HK | 16.3 | 7,414 | NA | NA | 7.4 | 6.5 | 15% |
| 明略科技 | 2718 HK | 257.6 | 4,805 | NA | NA | 22.4 | 20.2 | NA |
| 金山云 | 3896 HK | 6.8 | 3,922 | NA | NA | 2.9 | 2.5 | 22% |
| 滴普科技 | 1384 HK | 76.0 | 3,181 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 迈富时 | 2556 HK | 51.4 | 1,688 | NA | NA | 5.2 | 4.0 | NA |
| 平均 | | | | NA | NA | 11.3 | 9.6 | |

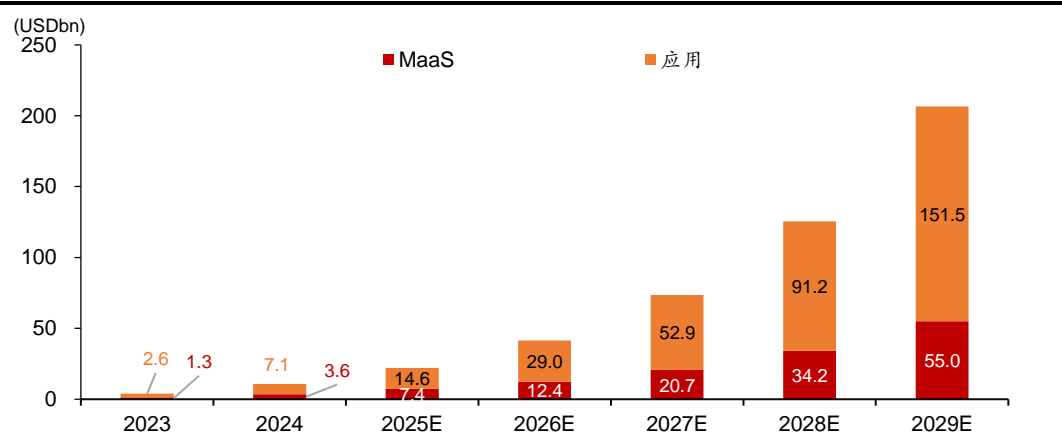
资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：截至 1 月 12 日收盘

大模型应用：市场空间广阔，关注商业化加速

全球大模型市场空间广阔，在大模型持续迭代以及 AI 应用渗透率提升的推动下，未来有望实现强劲的收入增长。根据 CIC 数据，全球大模型市场规模有望从 2024 年的 107 亿美元增长至 2029 年的 2065 亿美元，复合增速 80.7%。其中，大模型应用市场将是主要增长驱动力，预计市场规模由 2024 年的 71 亿美元增长至 2029 年的 1515 亿美元，复合增速 84.4%。

图 3: 全球大模型市场规模



资料来源：CIC，招银国际环球市场

全球大模型应用市场具体可分为 C 端与 B 端两大方向，并根据底层模型和应用场景的不同分为四大赛道：1) 生产力应用：头部应用包括 ChatGPT、DeepSeek、Grok 和豆包等 AI 通用助手；2) 娱乐陪伴应用：头部应用包括 CharacterAI、Talkie、星野和猫箱等娱乐陪伴型 AI 应用；3) 视觉生成应用：头部应用包括 Sora、Veo、可灵和海螺等视觉生成应用；4) 音频生成应用：头部应用包括 ElevenLabs、Suno、Minimax 等音频生成应用。

本报告将聚焦 C 端 AI 应用赛道，我们认为具备以下三大优势的厂商有望在各自应用赛道取得领先：1) 大模型能力优势：获取和留存用户的基础；2) 产品能力优势：进一步提升用户体验与巩固市场份额；3) 财务资源优势：能够充分支持 AI 应用基建、大量研发投入以及营销获客投入，直到商业模式形成正循环。

图 4: 全球大模型应用市场格局



资料来源：CIC，招银国际环球市场

从商业化变现的角度看，目前 C 端 AI 应用的变现模式仍处于早期探索阶段，AI 通用助手、视觉生成和音频生成应用以会员订阅制收费为主，部分 AI 通用助手如 ChatGPT 逐渐开始探索广告和电商等变现方式，而娱乐陪伴 AI 应用主要是广告营销和会员订阅结合的商业模式。

图 5: AI 应用: 变现方式

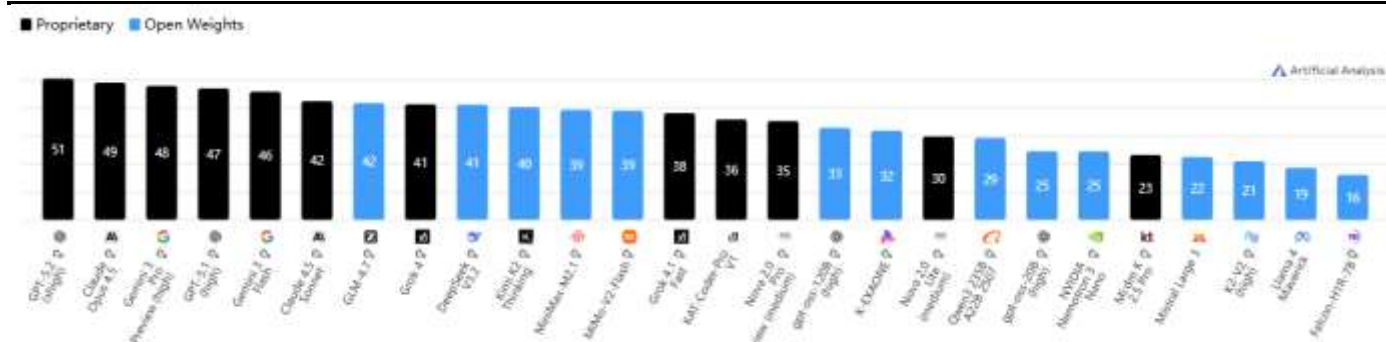
| AI 应用 | 底层模型 | 典型产品 | 主要变现方式 |
|------------|---------------|---------------------|--------------------|
| 通用助手/Agent | 文本/视频/语音多模态模型 | ChatGPT, Grok, 豆包 | 订阅、广告、基于 Token 的购买 |
| 娱乐陪伴 | 文本/视频/语音多模态模型 | CharacterAI, Talkie | 订阅、广告、应用内购买 |
| 视觉生成 | 视频/图像模型 | Veo、可灵、海螺 | 订阅、基于 Token 的购买 |
| 语音生成 | 语音模型 | ElevenLabs、Minimax | 订阅、基于 Token 的购买 |

资料来源：招银国际环球市场

AI 通用助手：预计头部厂商持续整合市场

在 AI 通用助手赛道，OpenAI、Anthropic、Google、xAI 目前已在海外市场形成明确的第一梯队，从模型能力、用户使用量等多方面取得领先；而在中国市场，我们认为竞争格局仍然处于相对早期，竞争格局持续动态变化，我们看好字节、腾讯、阿里巴巴、DeepSeek 在未来形成第一梯队，字节豆包用户规模目前处于领先但在模型能力方面并不突出（根据 Artificial Intelligence 智能指数），腾讯元宝/阿里千问在用户规模方面落后，但随着两家公司提升 C 端 AI 应用的优先级，加大在研发与获客方面的投入，未来有望缩小与豆包的用户规模差距，其他厂商例如 Kimi、Minimax 虽然目前在模型能力方面取得一定优势，但未来随着 AI 通用助手赛道竞争加剧，体量较小的厂商或在研发与流量获取方面面临较大劣势。

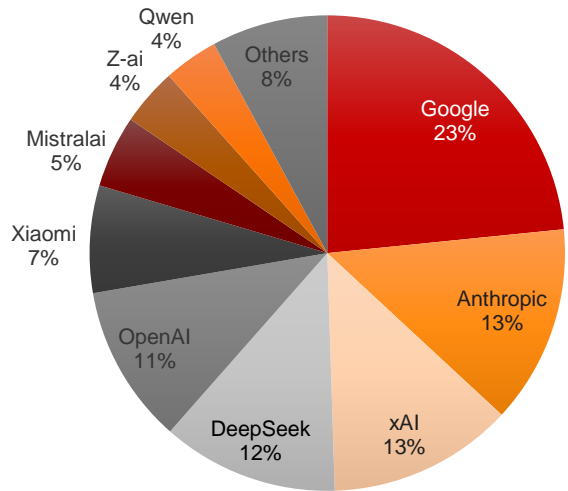
图 6:通用语言大模型：智能指数



资料来源：Artificial Intelligence、招银国际环球市场

根据 OpenRouter 数据, Google/Anthropic/xAI/OpenAI 已在海外形成第一梯队, 按 Token 调用量计全球市场份额分别为 23%/13%/13%/11%。考虑四家厂商在模型能力、产品能力与财务资源 (包括融资能力) 方面的领先, 我们预计四家厂商有望持续维持领先优势, 逐渐整合海外 AI 通用助手市场。

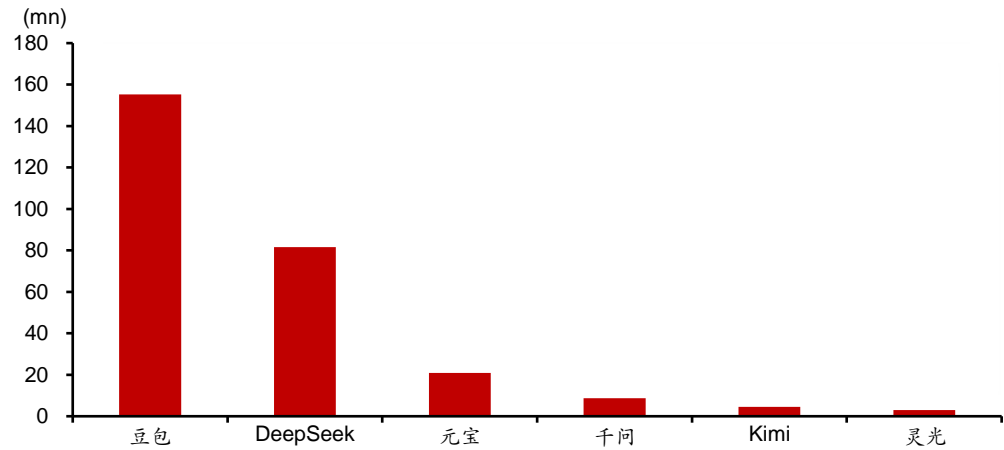
图 7: 全球大模型市场份额（按周 Token 调用量计，1 月 5 日-11 日）



资料来源: OpenRouter, 招银国际环球市场

中国 AI 通用助手市场格局目前仍然处于早期阶段，头部厂商字节豆包/DeepSeek/腾讯元宝 2025 年 12 月周均活跃用户分别为 1.55/0.82/0.21 亿。随着腾讯和阿里巴巴提升 C 端 AI 应用的战略优先级，我们看好元宝和千问用户量增长。2025 年 12 月腾讯宣布升级大模型研发架构，成立 AI Infra 部、AI Data 部和数据计算平台部，进一步强化大模型的研发体系与核心能力；2025 年 11 月阿里巴巴正式推出“千问”公测版，基于开源模型 Qwen3，对标全球领先的 AI 通用助手。

图 8: 中国：AI 通用助手周均活跃用户（2025 年 12 月）

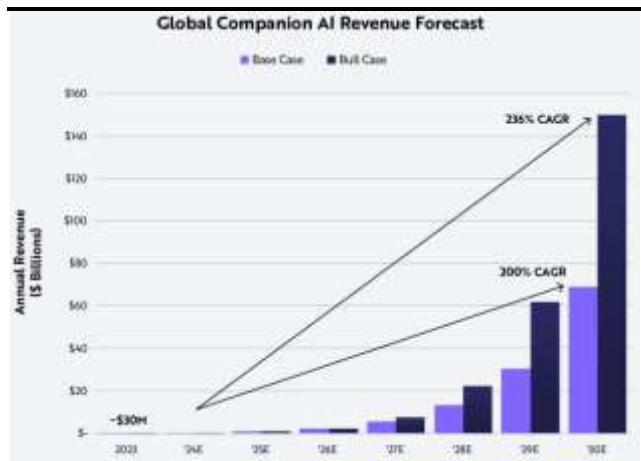


资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

AI 陪伴：模型能力提升带动需求快速增长

AI 陪伴应用目前仍处于早期发展阶段，大模型文本与多模态能力的迭代快速提升 AI 陪伴应用的渗透率与用户消费。根据 Ark Investment 数据，在基准情景下，2030 年 AI 陪伴应用在全球网络用户的渗透率有望超过 40%，全球市场年收入规模有望达到约 700 亿美元（约相当于 2023 年游戏市场规模的 35%），2023-2030 年化复合增速达到 200%。

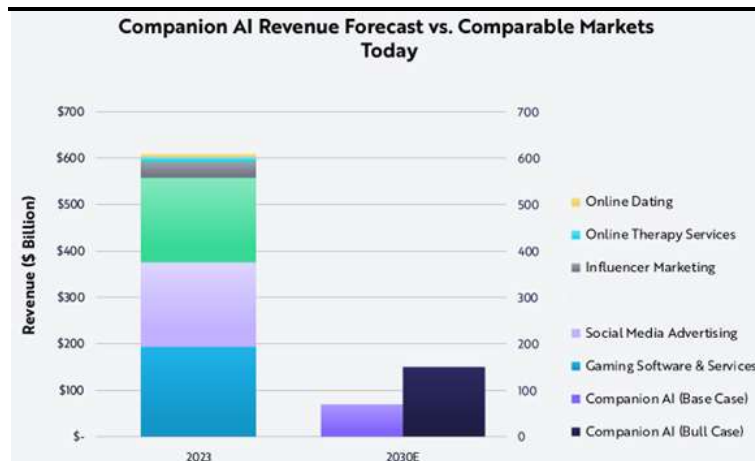
图 9：全球：AI 陪伴市场收入规模



资料来源：Ark Investment、招银国际环球市场

注：基准情景预计平台按照每小时 0.10 美元对用户进行变现，2030 年平台总使用时长约 7000 亿小时；乐观情景预计平台按照每小时 0.16 美元对用户进行变现，2030 年平台总使用时长约 9000 亿小时

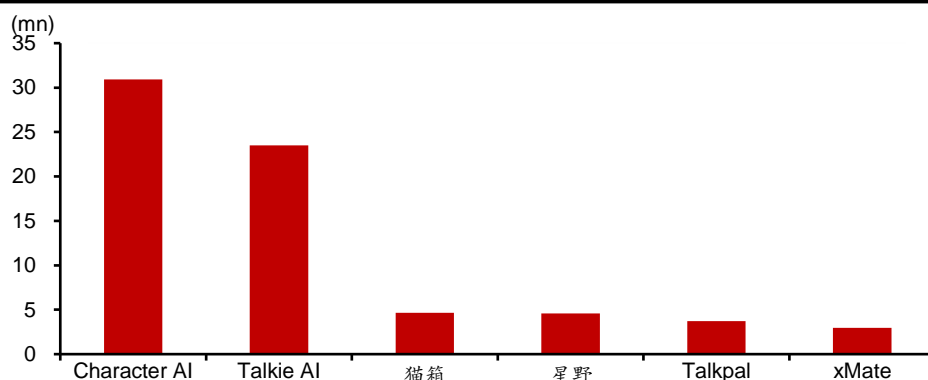
图 10：全球：AI 陪伴市场收入规模 vs 其他可比市场规模



资料来源：Ark Investment、招银国际环球市场

全球领先的 AI 陪伴类应用包括 Character AI/Minimax Talkie AI/字节猫箱，2025 年 12 月 MAU 分别达到 3090/2350/470 万。Minimax 旗下 Talkie 已是全球领先的 AI 陪伴应用之一，9M25 月活跃用户达到 2005 万（同比增长 62%），期间内付费用户数达到 1390 万（同比增长 184%）。

图 11：AI 陪伴应用：MAU 对比（2025 年 12 月）



资料来源：AI 产品榜，招银国际环球市场

图 12: Minimax: Talkie/星野全模态交互平台



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

AI 视觉生成：可灵 AI 持续领先，短期迎来多项催化

我们看好中长期全球 AI 视觉生成应用市场空间，我们测算 2027 年全球 AI 视觉生成应用市场规模有望达到 166 亿美元，对应 2025-2027 年复合增速为 66%。赛道中我们看好具备领先模型能力、产品能力和财务资源的头部视觉生成厂商，包括 Google Veo、快手可灵、OpenAI Sora 以及 Minimax 海螺 AI 等。

图 13: AI 视觉生成市场规模测算

| 视觉生成 AI 工具 TAM (亿美元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| AI 视觉生成工具市场规模 | | 60.2 | 108.6 | 165.8 |
| YoY | | | 80.4% | 52.8% |
| 职业视觉创意工作者 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 全球职业视觉创意工作者 (百万) | 68.0 | 71.4 | 75.0 | 78.7 |
| AI 采用率 | | 15% | 25% | 35% |
| 全球职业视觉创意工作者 (百万) - AI 用户 | | 10.7 | 18.7 | 27.6 |
| 付费渗透率 | | 85% | 85% | 85% |
| 付费用户数 (百万) | | 9.1 | 15.9 | 23.4 |
| 月 ARPPU (美元) | | 45.0 | 46.0 | 47.0 |
| AI 视觉生成工具 TAM - 职业视觉创意工作者 | | 49.2 | 87.9 | 132.1 |
| YoY | | | 78.9% | 50.2% |
| 业余视觉创意工作者 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 全球业余视觉创意工作者 (百万) | 900.0 | 927.0 | 954.8 | 983.5 |
| AI 采用率 | | 10% | 15% | 20% |
| 全球业余视觉创意工作者 (百万) - AI 用户 | | 92.7 | 143.2 | 196.7 |
| 付费渗透率 | | 11% | 12% | 13% |
| 付费用户数 (百万) | | 10.2 | 17.2 | 25.6 |
| 月 ARPPU (美元) | | 9.0 | 10.0 | 11.0 |
| AI 视觉生成工具 TAM - 业余视觉创意工作者 | | 11.0 | 20.6 | 33.8 |
| YoY | | | 87.3% | 63.7% |

资料来源：Adobe 公司资料、国际劳工组织、招银国际环球市场预测

具体从视频生成赛道看，根据 Artificial Intelligence，快手可灵/谷歌 Veo/OpenAI Sora 在视频生成质量方面处于领先，且快手可灵在视频生成价格方面相较于海外视频模型具备明显优势（可灵/Veo 3.1/Sora 2 Pro API 调用价格：4.2/12.0/30.0 美元每分钟），此外国内的 Minimax 海螺 2.3 及阿里巴巴通义万象 2.5 在视频质量评分方面亦有良好表现。

图 14：领先视频大模型：质量评分与 API 价格对比

| 公司 | 模型 | ELO 质量评分 | 视频生成时间(秒) | API 调用价格(美元/分钟) |
|-----------|-----------------------------|----------|-----------|-----------------|
| Kuaishou | Kling 2.5 Turbo 1080P | 1229 | 74.2 | 4.2 |
| Google | Google Veo 3.1 Preview | 1221 | na | 12.0 |
| Google | Google Veo 3.1 Fast Preview | 1219 | na | 9.0 |
| OpenAI | Sora 2 Pro | 1212 | 444.6 | 30.0 |
| Luma AI | Ray 3 | 1208 | na | 13.2 |
| Minimax | Hailuo 2.3 | 1193 | 171.4 | 2.8 |
| Alibaba | Wan 2.5 Preview | 1167 | 142.4 | 9.0 |
| PixVerse | PixVerse v5 | 1164 | na | 14.4 |
| Vidu | Vidu Q2 | 1161 | 44.8 | 6.1 |
| ByteDance | Seedance 1.0 | 1154 | 52.5 | 7.3 |

资料来源：Artificial Intelligence、招银国际环球市场

在图像生成赛道，根据 Artificial Intelligence，字节 Seedream4.0/谷歌 Imagen 4 Ultra/ImagineArt 在图像生成质量方面处于领先，国内产品如字节 Seedream 在图像生成价格方面同样具备优势（Seedream/Imagen 4 Ultra/ImagineArt API 调用价格：30/60/30 美元每 1000 张图）。

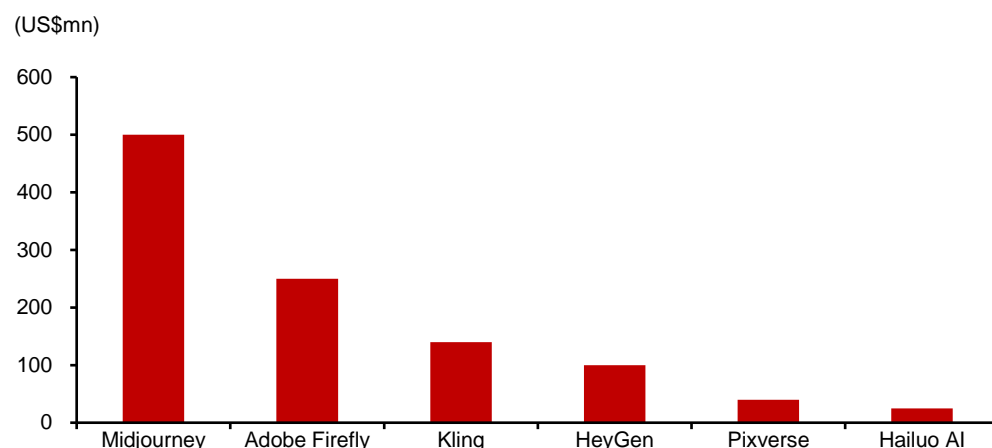
图 15：领先图像大模型：质量评分与 API 价格对比

| 公司 | 模型 | ELO 质量评分 | 图片生成时间(秒) | API 调用价格(美元/1000 张图) |
|-------------------|----------------------|----------|-----------|----------------------|
| ByteDance | Seedream 4.0 | 1185 | 14.9 | 30.0 |
| Google | Imagen 4 Ultra | 1165 | 10.4 | 60.0 |
| ImagineArt | ImagineArt 1.5 | 1155 | 23.7 | 30.0 |
| Leonardo.AI | Lucid Origin Ultra | 1122 | 22.8 | 86.7 |
| Black Forest Labs | Flux.1 Kontext (max) | 1114 | 17.8 | 80.0 |
| Recraft | Recraft V3 | 1113 | 5.4 | 40.0 |
| Vidu | Vidu Q2 | 1096 | 35.9 | 30.0 |
| Ideogram | Ideogram 3.0 | 1088 | 10.4 | 60.0 |
| HiDream.ai | HiDream-I1-Dev | 1074 | 92.7 | 22.0 |
| Alibaba | Qwen-Image | 1048 | 4.5 | 25.0 |

资料来源：Artificial Intelligence、招银国际环球市场

商业化方面，根据 ARR Club 及公司最新披露，Midjourney/Adobe AI 产品/快手可灵 ARR 分别约为 5 亿/2.5 亿/1.4 亿美元，其中 Midjourney 和 Adobe 以图像生成为主，快手可灵在视频生成赛道处于领先，对比其他视频生成应用例如 HeyGen/Pixverse/海螺 AI 最新披露（估算）的 ARR 分别为 1 亿/4000 万/2500 万美元。

图 16: AI 视觉生成应用：最新 ARR 规模对比

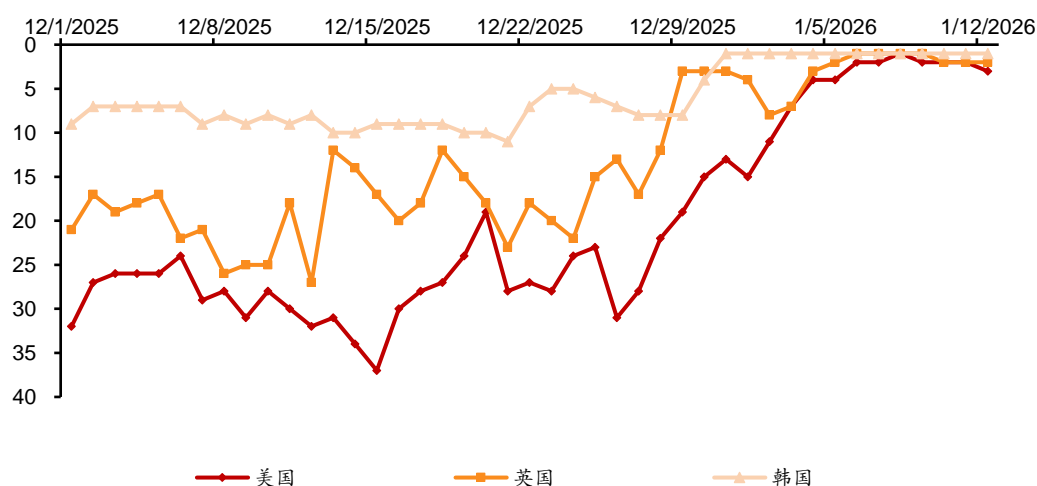


资料来源：ARR Club，公司资料，招银国际环球市场

注：海螺 AI ARR 基于 9M25 数据年化后估算

快手可灵 AI 在 2025 年 12 月 1-5 日“全能灵感周”期间发布多项产品更新，包括全球首个统一多模态视频模型可灵 O1 模型、音画同出模型可灵 2.6、可灵数字人 2.0 以及可灵 O1 “主体库”&“对比模版”。其中可灵 2.6 视频模型全新上线的“Motion Control 动作控制”功能在海外市场获得较高关注，带动可灵 App 在欧美与亚洲等多个主流市场的 iOS 免费榜排名快速提升，吸引大量海外新增用户。可灵 AI 宣布 2025 年 12 月当月收入突破 2000 万美元，对应 ARR 达 2.4 亿美元。

图 17: 可灵 AI：海外主要地区 iOS 免费榜排名



资料来源：七麦数据，招银国际环球市场

图 18: 可灵 AI: Motion Control 动作控制功能



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

Minimax 在 1 月完成香港公开发售，进一步提升市场对于 AI 应用赛道的关注，相关板块迎来潜在估值重估的机会。截至 1 月 12 日收盘及我们估算，Minimax 当前估值对应约 222x 2025E ARR。考虑到 Minimax 刚上市后较高的市场关注度以及产品 TAM 上的差异，我们保守地给予快手可灵相对于 Minimax 70-90%的估值折让（对应 20-60x 2025E ARR），测算可灵估值约 28-84 亿美元，大约相当于快手市值 6-18%。

图 19: Minimax vs 可灵 AI: 估值对比

| 公司 | 2025E 收入(US\$mn) | 市值/估值 (US\$mn) | 估值倍数 (P/S) | 收入结构 |
|---------|------------------|----------------|------------|--------------------------------|
| Minimax | 71 | 15,782 | 222x | 71%/29%AI 原生产品/开放平台与其他企业 AI 服务 |
| 快手可灵 | 140 | 2,800-8,400 | 20-60x | 60%/40%来自 PUGC/B 端 |

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

注：Minimax 市值截至 1 月 12 日收盘；Minimax AI ARR 基于 9M25 数据简单年化后估算，快手可灵 2025E 收入为我们的预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|---------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。