



MiniMax (0100.HK)

8월 ARR 8억 달러 기록

- 4Q25 대비 1H26 외형성장 확대, 수익성은 둔화. 8월 ARR은 8억달러로 큰 폭 상승
- MiniMax 차별화 전략: Text와 Multimodal 병행 및 가격 대비 성능 향상 집중
- 현재 주가는 P/ARR 17배 수준. 차세대 모델 성능 확인이 중요할 것

상반기 외형성장 확대됐으나, 수익성 둔화. 8월 ARR 8억달러

1H26 매출은 1.2 억달러(YoY +283%), Non-IFRS 순이익은 -3 억달러(적자지속)를 기록했다. 코딩 등 高토큰 소비 영역으로 LLM 활용이 확대되면서 기업/API(매출, YoY +703%)가 외형성장을 견인했다. 다만 수익성은 YoY 개선세가 유지됐으나, Text Model 매출 확대와 대규모 R&D 투자로 4Q25 대비 둔화됐다. 특히 중국 내 경쟁심화로 상반기 신규 모델 출시에도 API 가격이 하락한 점이 부정적으로 작용했다.

한편 M3 가 중국 프론티어 모델과 성능 격차를 보이고 있음에도 8 월 ARR 이 8 억달러로 예상치를 상회한 점은 긍정적이다. 중국 LLM 시장이 상업화 초기 단계로 시장의 구조적 성장 수혜로 판단된다. 중국 내 토큰 수요가 본격화되고 있다는 점을 감안하면 기존 2026 년 연말 ARR 목표치 10 억달러를 상회할 가능성도 존재한다.

MiniMax 차별화 전략: Multimodal 병행 및 가성비 향상 집중

MiniMax 는 Text 와 Multimodal 을 병행하고, 절대적인 프론티어 성능 경쟁보다는 가격 대비 성능을 높이는 차별화 전략에 집중하고 있다. 현재 토큰 수요가 Coding·Agent 등 Text 중심으로 집중되고 있으나 향후 Video 를 비롯한 Multimodal 영역으로 확대될 가능성이 있다는 점은 중장기 성장 측면에서 긍정적이다(H3 는 현재 비디오 관련 부문에서 Artificial Analysis 2~4 위 기록 중). 다만 제한된 컴퓨팅, 자본 등 자원을 Text 와 Multimodal 에 동시에 배분해야 한다는 점은 Text Model 에 집중하는 경쟁사 대비 부담 요인이다. 또한 가격 대비 성능을 중심으로 한 시장에서는 DeepSeek 등과의 경쟁이 불가피해 높은 가격 결정력을 확보하기 어렵다는 한계도 존재한다.

현재 주가는 P/ARR 17배 수준. 차세대 모델 성능 확인이 중요

현재 주가는 P/ARR 기준 17 배 수준으로 모델 경쟁력 우려가 주가에 상당 부분 반영 중인 것으로 판단한다. 다만 현재의 성능 열위가 차세대 모델까지 이어진다고 단정하기는 어려우며, 차세대 모델의 성능 확인이 중요할 전망이다. 연내 추가 모델 출시가 예정된 가운데 유의미한 성능 개선이 확인될 경우 현재 밸류에이션 수준에서는 탄력적인 주가 반등이 가능할 것으로 예상된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.8.26): HKD 303.00

목표주가 컨센서스: HKD 708.31

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
84%	16%

Stock Data

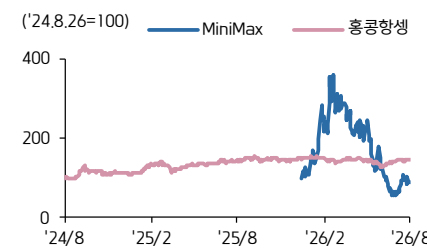
산업분류	소프트웨어
홍콩항생 (8/26)	25,652.97
현재주가/목표주가	303 / 708.31
52주 최고/최저 (HKD)	1330 / 186.2
시가총액 (백만 HKD)	105,832
유통주식 수 (백만)	157
일평균거래량 (3M)	7,720,004

Earnings & Valuation

(백만 USD)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	31	79	400	1,143
영업이익	-501	-1,873	-689	-835
OPM(%)	-1,642.3	-2,371.4	-172.1	-73.1
순이익	-465	-1,872	-778	-749
EPS	-4.3	-17.2	-2.3	-2.5
증가율(%)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-	54.6	-61.6	-
홍콩항생	0.1	2.8	-2.8	0.5



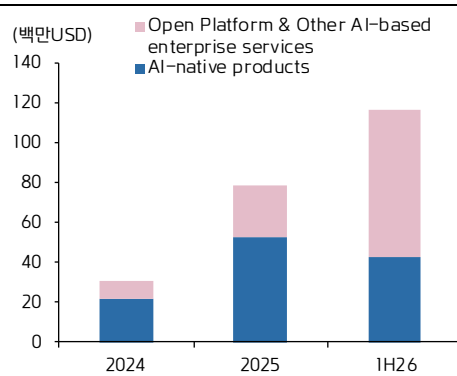
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

MiniMax 상세실적표

(단위: 백만USD)	1H25	2H25	1H26	YoY(%)	HoH(%)
매출	30	49	117	283%	140%
매출원가	27	32	96	258%	197%
매출총이익	4	16	21	465%	27%
GPM	12%	34%	18%	6%p	-16%p
판매 및 마케팅 비용	33	19	27	-18%	42%
일반관리비	33	4	27	-18%	579%
R&D	15	238	30	104%	-87%
순이익	(402)	(1469)	(358)	적자지속	적자지속
NPM	-1322%	-3023%	-307%	1015%p	2716%p
Non-IFRS 순이익	(139)	(112)	(293)	적자지속	적자지속
NPM	-456%	-231%	-251%	205%p	-21%p
사업부문별					
AI-native products	21	32	43	101%	34%
Open Platform & Other AI-based enterprise services	9	17	74	703%	341%
지역별					
중국	9	13	46	434%	257%
해외	22	36	71	224%	98%

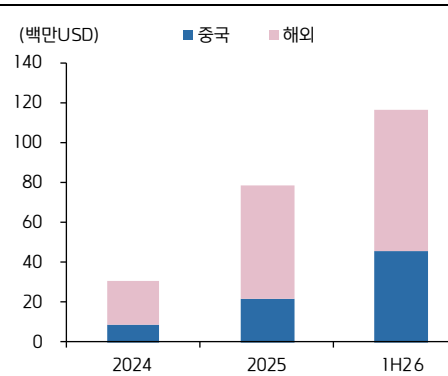
자료: MiniMax, 키움증권 리서치

MiniMax 매출 구조



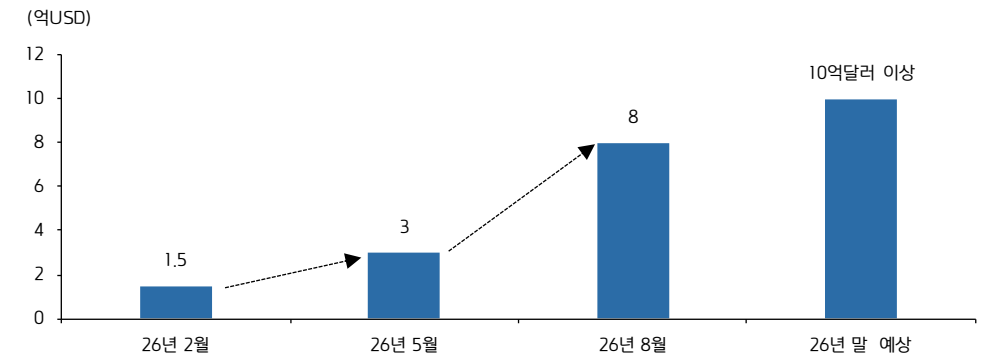
자료: MiniMax, 키움증권 리서치

MiniMax 지역별 매출



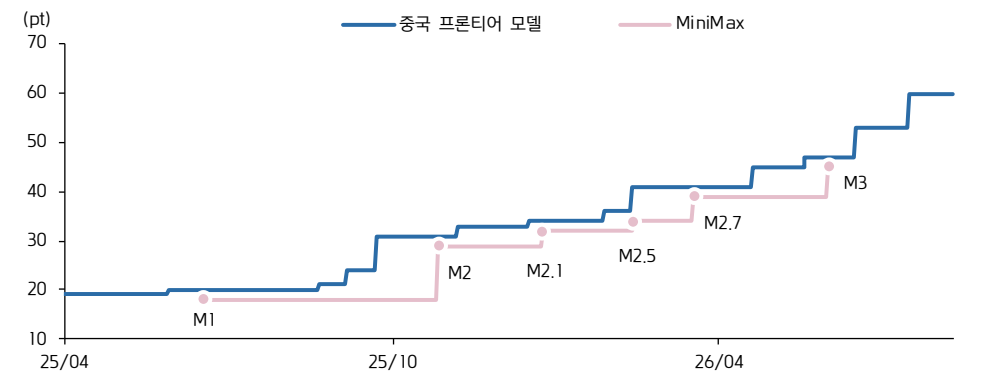
자료: MiniMax, 키움증권 리서치

MiniMax ARR 추이



자료: MiniMax, 언론종합, 키움증권 리서치

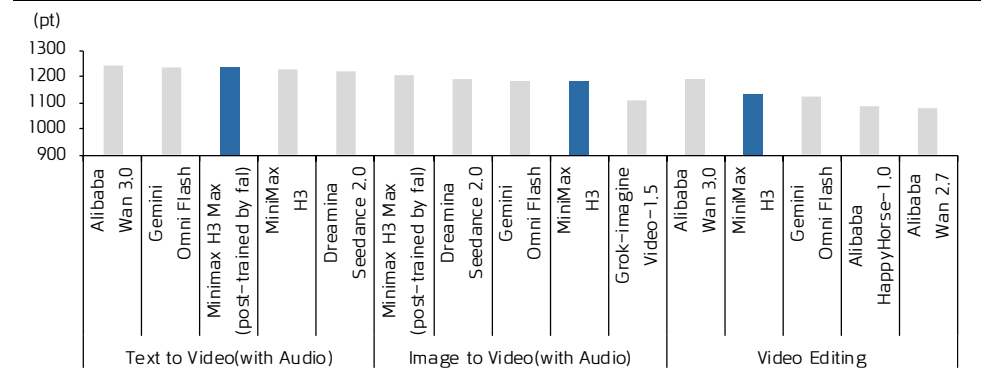
MiniMax 모델 성능 비교



주: Artificial Analysis Intelligence Index 기준

자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치

글로벌 Video 부문 성능 비교



주: Artificial Analysis Intelligence Index 기준

자료: Artificial Analysis, 키움증권 리서치

미국 및 중국 주요 LLM 기업 ARR, 기업가치 비교

국적	기업	기업가치 (십억달러)	기준 시점	ARR (십억달러)	기준 시점	P/ARR
미국	OpenAI	852	2026.03	25	2026.02	34x
	Anthropic	965	2026.05	47	2026.05	21x
중국	Z.ai	61	2026.08	1	2026.07	65x
	MiniMax	13	2026.08	0.8	2026.08	17x
	DeepSeek	52	2026.05	0.4~0.5	2026.06	104~130x
		71	목표			142~178x
	Moonshot AI	20	2026.05	0.3	2026.06	67x
		50	목표	0.3		167x

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.