

美图公司 (01357.HK)

不断深耕垂类功能，AI 持续提升产品力，付费用户发展顺利

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 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	执证编码: S0980521120004
证券分析师:	陈淑媛	021-60375431	chenshuyuan@guosen.com.cn	执证编码: S0980524030003

事项:

事项: 近期, 美图视频创作平台 MOKI 营销视频功能全新上线。

国信互联网观点:

美图视频创作平台 MOKI 营销视频功能全新上线, 海量热点模板库, 降低操作门槛, 生产效率提升 200%。MOKI 提供海量创意视频模板, 支持用户通过简单替换模板内的商品图, 一键生成个性化营销视频, 助力内容传播效率大幅提升。适用场景包括: ①电商广告: 快速制作商品展示短片; ②品牌 IP 打造: 为潮玩、手办等 IP 类产品设计故事化宣传视频; ③社媒运营: 生成适配抖音、小红书的 15s 内短视频。可以零门槛智能操作, 上传商品图即可自动完成主体替换、场景融合, 生成 AI 爆款营销视频。具备多模型生成技术, 提供美图奇想大模型、VIDU、可灵三种各具特色的视频生成模型。

25Q1 AIGC 赛道用户数增长势头良好, 美图持续在垂类 “know-how” 方面深耕。根据 Questmobile, 25 年 3 月 AI 图像、AI 创作设计、AI 视频赛道月活跃用户环比增长 33.1%/24.8%/14.5%, 位列 AI 应用增长榜 2/5/6。其中美图 Whee 位于 AI 图像处理用户增长 TOP1, 一季度周活跃用户数复合增长 26%。美图以生活场景 (如美颜相机、美图秀秀) 为基础, 向生产力场景 (电商设计、商业修图) 延伸, 构建 “工具+服务” 生态。并且通过长期用户行为数据积累, 精准捕捉细分需求, 在产品上不断打磨细分功能。比如美图秀秀 3 月更新, 面部重塑、小头支持背景保护, 无痕修图不损画质; 视频美容新增 3D 身材美型; 4 月更新整形牙齿, 新增智能全修、去牙套污渍等。

美图产品力提升推动付费用户增长, 我们预计 24Q1 付费用户数增长良好。24 年美图付费用户数增长 1261 万, 季度增长约 292 万, 我们预计 25Q1 付费用户数增长可达 300 万+。预计全年订阅收入增长可达 45%, 主要由付费渗透率提升驱动, 预计 25 年付费渗透率可达 6%, 同比增长 1.3pct (23/24 年增长 1.3pct/1.1pct)。付费用户增长良好主要来自美图秀秀、美图设计室、开拍等, 驱动力主要系产品力提升。比如老功能 AI 优化的 “AI 去下巴” “AI 瘦身” 是拉新 TOP1 功能。同样, 美图设计室亦持续进行智能抠图的迭代。

投资建议: 公司订阅渗透率以及海外进展顺利。公司未来催化包括: ①产品力提升不断推动付费用户增长: 除了新功能外, 公司老业务 AI 重做亦可成为付费用户数增长主要驱动。②生产力场景特别是海外生产力业务增长: 公司未来更大的增长空间来自生产力场景, 特别是海外生态更优。公司重整海外团队, 预计 26 年能够看到更明显海外业务增长。当前美图东南亚等地区在销售费用极低情况下, 用户数增长顺利。

考虑到付费用户增长顺利, 上调盈利预期, 预计 25-27 年公司调整后净利润分别为 8.9/11.9/14.3 亿元, 同比增长 51%/35%/32%, 上调幅度 4%/6%/0%。继续维持 “优于大市” 评级。

风险提示: 宏观经济波动; 下游需求不及预期; AI 伦理风险等。

评论:

◆ 美图视频创作平台 MOKI 营销视频功能全新上线

美图视频创作平台 MOKI 营销视频功能全新上线，一键生成爆款商品视频。美图旗下 AI 视频创作平台 MOKI，作为 AI 营销视频创作工具全新上线。MOKI 提供海量创意视频模板，支持用户通过简单替换模板内的商品图，一键生成个性化营销视频，助力内容传播效率大幅提升。适用场景包括：①电商广告：快速制作商品展示短片，突出卖点与使用场景；②品牌 IP 打造：为潮玩、手办等 IP 类产品设计故事化宣传视频；③社媒运营：生成适配抖音、小红书的 15s 内短视频，精准吸引目标用户。

海量热点模板库，降低操作门槛，生产效率提升 200%。MOKI 营销视频功能亮点包括：①海量热点模板库：整合全平台多种热门视频，一键复用爆款视频的创意框架，生产效率提升 200%。②零门槛智能操作：无需专业设计技能，上传商品图即可自动完成主体替换、场景融合，生成 AI 爆款营销视频。③多模型生成技术：提供美图奇想大模型、VIDU、可灵三种各具特色的视频生成模型，并且能自动匹配最合适的模型。

图1: Moki AI 视频创作平台示例



资料来源：美图公司，国信证券经济研究所整理

◆ 25Q1 AIGC 赛道用户数增长势头良好，美图持续在垂类 “know-how” 方面深耕

25Q1 AIGC 赛道用户数增长势头良好。根据 Questmobile，25 年 3 月 AI 图像、AI 创作设计、AI 视频赛道月活跃用户环比增长 33.1%/24.8%/14.5%，位列 AI 应用增长榜 2/5/6。其中美图 Whee 位于 AI 图像处理用户增长 TOP1，一季度周活跃用户数复合增长 26%。

图2: 25 年 3 月 AI 赛道活跃用户规模环比增长 TOP10

图3: 25 年 3 月 AI 赛道活跃用户规模 TOP10



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

美图专注垂类深耕，在 “know-how” 方面发力。美图以生活场景（如美颜相机、美图秀秀）为基础，向生产力场景（电商设计、商业修图）延伸，构建 “工具+服务” 生态。并且通过长期用户行为数据积累，精

准捕捉细分需求。比如美图秀秀 3 月更新，面部重塑、小头支持背景保护，无痕修图不损画质；视频美容新增 3D 身材美型；4 月更新整形牙齿，新增智能全修、去牙套污渍等。

图4: 美图秀秀面部重塑、小头支持背景保护



图5: 美图视频美容新增 3D 身材美型



资料来源：美图公司，国信证券经济研究所整理

资料来源：美图公司，国信证券经济研究所整理

图6: 美图影像与设计产品全家桶



资料来源：美图公司，国信证券经济研究所整理

◆ 产品力提升推动付费用户增长，预计 24Q1 美图付费用户数增长良好

我们预计 25Q1 美图付费会员数量增长加速。24 年付费用户数增长 1261 万，季度增长约 292 万，我们预计 25Q1 付费用户数增长可达 300 万+。我们预计全年订阅收入增长可达 45%，主要由付费渗透率提升驱动，预计 25 年付费渗透率可达 6%，同比增长 1.3pct(23/24 年增长 1.3pct/1.1pct)。付费用户增长良好主要来自美图秀秀、美图设计室、开拍等，驱动力主要系产品力提升。比如老功能 AI 优化的“AI 去下巴”“AI 瘦身”是拉新 TOP1 功能。同样，美图设计室亦持续进行智能抠图的迭代。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

公司订阅渗透率以及海外进展顺利。公司未来催化包括：①产品力提升不断推动付费用户增长：除了新功能外，公司老业务 AI 重做亦可成为付费用户数增长主要驱动。②生产力场景特别是海外生产力业务增长：公司未来更大的增长空间来自生产力场景，特别是海外生态更优。公司重整海外团队，预计 26 年能够看到更明显海外业务增长。当前美图东南亚等地区在销售费用极低情况下，用户数增长顺利。

考虑到付费用户增长顺利，上调盈利预期，预计 25-27 年公司调整后净利润分别为 8.9/11.9/14.3 亿元，同比增长 51%/35%/32%，上调幅度 4%/6%/0%。继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

经营风险

第一，宏观经济波动。宏观经济波动，产业变革及新技术的落地节奏将受到影响。

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，行业竞争激烈的风险。目前公司聚焦于图像视频编辑类产品，尽管渗透率不断提升，但是随着相关互联网企业不断加大投入进入 AI+影像领域，公司可能面临行业竞争加剧的风险。

第四，产品发展不及预期。公司发布多款新产品，可能存在产品上线时间延后、功能体验不及预期。公司未来营销、市场拓展方面的表现可能不佳。

法律风险

AI 伦理风险。目前国内对于 AI 技术的立法较为空白，未来随着法律的进一步完善，AI 可能会生产违反道德、常规、法律等内容，从而给公司带来损失。

技术风险

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。

相关研究报告：

《美图公司（01357.HK）-付费渗透率达 4.7%，生产力场景和海外场景拓展进度良好》——2025-04-05

《美图公司（01357.HK）-付费渗透率达 4.2%，经调整利润同比增长 80%》——2024-09-02

《美图公司（01357.HK）-23 年底付费渗透率达 3.7%，生产力场景拓展良好》——2024-03-18

《美图公司（01357.HK）-美图收购设计师互动平台站酷，构建 AI 生态及护城河》——2024-02-07

《美图公司（01357.HK）-公司战略明晰，关注 AI 对付费渗透率的推动》——2023-12-18

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	641	1301	3281	3609	3970	营业收入	2696	3341	4362	5287	6133
应收款项	1287	1303	1531	1670	1743	营业成本	1040	1047	1305	1526	1686
存货净额	54	73	83	87	87	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	93	169	654	793	920	销售费用	391	403	611	740	675
流动资产合计	2769	4528	7230	8176	9141	管理费用	834	878	1544	1745	1958
固定资产	464	470	472	474	476	财务费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	851	572	915	1297	1724	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	30	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1617	1424	1424	1474	1524	其他收入	(14)	(190)	0	0	0
资产总计	5767	7047	10093	11475	12918	营业利润	417	823	902	1276	1813
短期借款及交易性金融负债	15	267	1817	1752	1418	营业外净收支	21	0	0	0	0
应付款项	213	285	321	339	338	利润总额	438	823	902	1276	1813
其他流动负债	1036	1269	1879	2187	2358	所得税费用	72	17	117	166	236
流动负债合计	1264	1820	4017	4278	4114	少数股东损益	(12)	1	1	1	1
长期借款及应付债券	135	0	0	0	0	归属于母公司净利润	378	805	784	1109	1577
其他长期负债	254	194	258	269	299						
长期负债合计	389	194	258	269	299	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1653	2014	4276	4547	4413	净利润	378	805	784	1109	1577
少数股东权益	5	6	7	8	9	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4109	5027	5811	6920	8496	折旧摊销	76	63	105	107	110
负债和股东权益总计	5767	7047	10093	11475	12918	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(134)	141	(12)	54	(0)
每股收益	0.08	0.18	0.17	0.24	0.35	其它	(12)	1	1	1	1
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	308	1010	879	1271	1688
每股净资产	0.90	1.10	1.27	1.52	1.86	资本开支	0	(48)	(450)	(493)	(539)
ROIC	15%	31%	20%	24%	29%	其它投资现金流	(280)	(987)	0	(336)	(403)
ROE	9%	16%	13%	16%	19%	投资活动现金流	(528)	(843)	(450)	(879)	(993)
毛利率	61%	69%	70%	71%	72%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	30%	21%	24%	30%	负债净变化	135	(135)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	32%	23%	26%	31%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	29%	24%	31%	21%	16%	其它融资现金流	(355)	763	1551	(65)	(334)
净利润增长率	302%	113%	-3%	41%	42%	融资活动现金流	(86)	494	1551	(65)	(334)
资产负债率	29%	29%	42%	40%	34%	现金净变动	(306)	661	1979	328	361
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	947	641	1301	3281	3609
P/E	66.8	42.0	27.8	20.6	15.9	货币资金的期末余额	641	1301	3281	3609	3970
P/B	6.1	5.0	4.3	3.6	3.0	企业自由现金流	0	1147	429	779	1149
EV/EBITDA	56	27	31	23	16	权益自由现金流	0	1776	1979	714	814

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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所提及的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 层
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