

美图公司 (01357.HK)

视觉经济领跑者，AIGC 驱动商业化加速

2025 年 06 月 10 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张可（分析师）

荀月（分析师）

zhangke1@kysec.cn

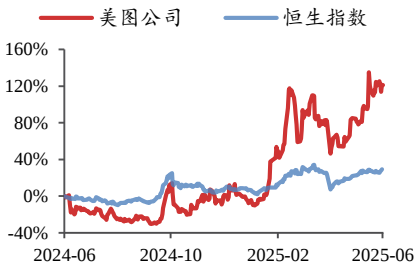
xunyue@kysec.cn

证书编号：S0790523070001

证书编号：S0790524110001

日期	2025/6/10
当前股价(港元)	7.420
一年最高最低(港元)	7.500/2.070
总市值(亿港元)	338.81
流通市值(亿港元)	338.81
总股本(亿股)	45.66
流通港股(亿股)	45.66
近 3 个月换手率(%)	102.28

股价走势图



数据来源：聚源

● **聚焦影像与设计产品，AI 赋能驱动商业化加速，首次覆盖给予“买入”评级**

AI 赋能影像生态，全球化与生产力场景打开增长天花板，付费渗透率有望持续提升，我们预计公司 2025-2027 年收入 41.4/49.9/58.2 亿元，对应同比增速 23.8%/20.6%/16.6%，经调整净利润 8.5/11.4/14.6 亿元，对应 EPS 0.19/0.25/0.33 元，对应同比增速 44.7%/33.9%/27.9%，当前股价对应 2025-2027 年 PS 7.5/6.2/5.3 倍、PE 36.5/27.3/21.3 倍。C 端具备庞大用户基础，影像产品丰富度及易用性抢占心智，B 端切入垂直场景布局，AI 深化驱动付费率持续提升，积极布局全球扩张，首次覆盖给予“买入”评级。

● **AI 打开影像美化增量空间，美图凭借用户+场景+技术优势从工具向生态进化**

（1）行业：国内影像美化市场 C 端用户规模稳定，付费意愿持续提升；B 端 AI 降低创作门槛，降本增效成为首要价值，电商广告、影像制作等场景需求快速增长，商业化提速。目前国内影像美化领域 C 端应用繁荣，B 端仍处于探索期。C 端核心厂商包括工具类应用如美图秀秀、互联网公司如字节跳动的醒图及剪映等，B 端海外 Adobe 及 Canva 等国际产品占据高端生产力市场。（2）美图依靠用户+场景+技术构建核心优势，通过 C 端庞大用户基础构建精准需求挖掘体系，聚焦垂直场景将 AI 模型能力封装产品化，产品丰富度及易用性抢占用户心智，从工具应用向影像生态进化。2024 年 12 月，美图 MAU 达到 2.66 亿，同比增长 6.7%。

● **战略聚焦 AI 深化、全球化、生产力，付费渗透率有望持续提升**

（1）国内 C 端生活场景用户规模提升空间有限，B 端生产力场景及全球化成为美图撬动新增量的核心战略。2024 年 12 月，美图中国内地市场 MAU1.71 亿，同比基本持平，中国内地以外市场 MAU 达到 9,451 万，同比增长 21.7%。（2）AI 赋能+全球化+生产力场景有望驱动付费渗透率及 ARPU 提升。2024 年美图生活及生产力场景付费用户渗透率为 4.7%，参考腾讯音乐 2024Q4 付费渗透率为 21.8%、Canva 付费率 10%左右，付费渗透率仍有较大提升空间。

● **风险提示：**技术迭代风险、用户流失风险、监管政策变动

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,696	3,341	4,136	4,986	5,816
YOY(%)	29.3	23.9	23.8	20.6	16.6
经调整净利润(百万元)	356	587	850	1,138	1,456
YOY(%)	334.9	64.8	44.7	33.9	27.9
毛利率(%)	61.4	68.7	70.5	74.2	75.3
净利率(%)	13.2	17.6	20.6	22.8	25.0
ROE(%)	8.7	11.3	13.9	15.3	16.0
EPS(摊薄/元)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
P/E(倍)	87.1	52.8	36.5	27.3	21.3
P/B(倍)	7.5	6.2	5.2	4.3	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所（2025 年 6 月 6 日，1HKD=0.9158RMB）

目 录

1、美图公司：视觉经济领跑者，AIGC 驱动商业化加速	4
1.1、概览：聚焦影像与设计产品，AI 助力生产力场景及全球化扩张	4
1.2、发展历程：以“美”为基历经沉浮，AI 驱动转型加速	5
1.3、股权集中结构稳定，管理团队履历深厚	6
2、行业：影像美化需求持续扩容，AI 打开增量市场空间	7
2.1、C 端用户基数庞大，B 端商业化加速	7
2.2、工具类应用分化，生态化竞争成关键	9
3、用户+场景+技术构建优势，生产力和全球化空间广阔	10
3.1、美图：用户+场景+技术构建核心优势，从工具应用向影像生态进化	10
3.2、未来：聚焦 AI 深化、全球化及生产力，付费渗透率有望持续提升	13
3.2.1、AI 赋能深耕垂直场景，生活场景为基本盘，生产力场景齐头并进	13
3.2.2、推进全球化战略，挖掘海外用户增量	14
4、盈利预测与投资建议	16
4.1、盈利预测	16
4.2、估值与投资建议	17
5、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1：2024 年公司收入同比增长 23.9%	4
图 2：2024 年公司调整后净利润同比增长 64.8%	4
图 3：美图公司主要业务涵盖影像与设计产品、美业解决方案及广告业务	5
图 4：美图公司以美学为核心，AI 驱动转型加速	6
图 5：公司股权结构较为集中	7
图 6：中国影像数字化市场空间超过百亿元	8
图 7：拍摄美化 APP 月活跃用户基本稳定	8
图 8：2022 年美颜拍摄类 APP 用户以 35 岁以下、居住在一二线城市的女性为主	9
图 9：影像数字化市场 C 端应用繁荣，B 端尚处于探索期	10
图 10：2024H2 美图中国内地市场 MAU 基本保持稳定	11
图 11：2024H2 美图除中国内地以外市场 MAU 增长	11
图 12：简单易用为用户使用美颜拍摄类 APP 的主要动机	12
图 13：美图奇想大模型为全系产品提供 AI 模型能力	13
图 14：美图影像与设计产品付费渗透率持续提升	13
图 15：AI 赋能美图生活及生产力场景	14
图 16：美图海外 MAU 持续增长	15
图 17：2025 年 2 月美图旗下 APP 出海应用情况	15
图 18：2024 年 12 月 Adobe、Canva、Figma、miro ARR 及估值	15
表 1：核心管理团队经验丰富	7
表 2：生态化及 AI 融合成为行业竞争关键	10
表 3：美图影像美化产品差异化场景布局	12

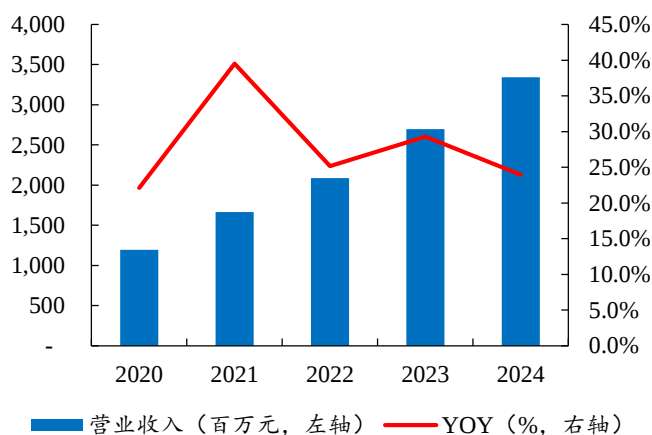
表 4：美图盈利预测一览	16
表 5：美图公司 2025-2027 年 PS、PE 低于可比公司均值	17

1、美图公司：视觉经济领跑者，AIGC 驱动商业化加速

1.1、概览：聚焦影像与设计产品，AI 助力生产力场景及全球化扩张

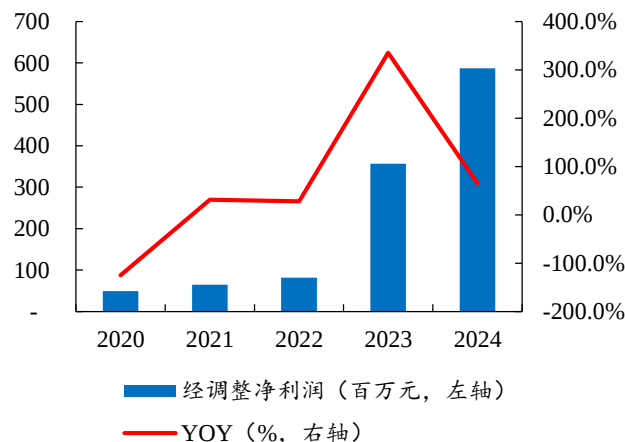
美图公司成立于2008年，是一家以美学为核心、人工智能技术驱动的科技公司，于2016年12月在香港联合交易所主板挂牌上市。公司秉承“让艺术与科技美好交汇”的使命，致力于通过技术创新为用户提供卓越的影像与设计产品，同时推动美业领域的数字化升级。公司的主要业务涵盖影像与设计产品、美业解决方案以及广告业务，形成了 toB 与 toC 全面覆盖的产品矩阵。2024 年美图公司收入 33.4 亿元，YOY+23.9%，其中影像与设计产品订阅收入 20.9 亿元，YOY+57.1%；广告收入 8.5 亿元，YOY+12.5%；美业解决方案收入 3.9 亿元，YOY-32.4%。

图1：2024 年公司收入同比增长 23.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2024 年公司调整后净利润同比增长 64.8%

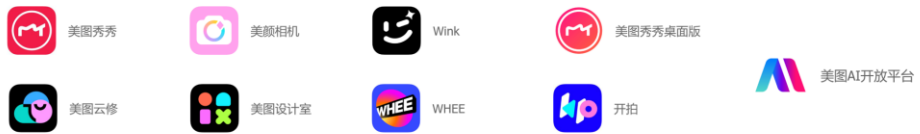


数据来源：公司公告、开源证券研究所

美图公司作为影像生成和美化领域的综和解决方案服务商，主营业务包括：(1) 影像与设计产品，致力于让图像、视频、设计制作变得更简单，包括面向 C 端用户生活场景的美图秀秀、美颜相机、Wink 以及面向 B 端生产力场景的美图云修、美图设计室、WHEE、开拍，此外还推出 AI 服务平台，提供算法服务和解决方案。截至 2024 年 6 月 30 日，美图公司月活跃用户数达到 2.58 亿，其中中国内地以外的月活跃用户数为 8473 万，显示出其产品在全球范围内的广泛影响力。根据 QuestMobile 数据，2008 年美图秀秀上线以来在图片美化赛道长期保持用户规模第一。(2) 美业解决方案，包括美图宜肤及美得得，助力产业数字化升级。

图3：美图公司主要业务涵盖影像与设计产品、美业解决方案及广告业务

影像与设计产品



美业解决方案



核心技术



资料来源：美图公司官网、开源证券研究所

1.2、发展历程：以“美”为基历经沉浮，AI 驱动转型加速

奠定美学经济基础，美图秀秀引领影像编辑潮流（2008 年-2012 年）。美图公司自 2008 年创立之初，便以“让美更简单”为核心理念，同年推出首款图像处理工具美图秀秀 PC 版，凭借一键美化、人像精修等创新功能迅速吸引用户。2010 年，美图成立了美图影像研究院（MT Lab），致力于人工智能相关领域的研发，以此来推动公司业务发展。2011 年移动端美图秀秀上线，依托移动互联网的普及快速抢占市场，至 2012 年末实现 PC 端用户破亿、全平台用户总量突破 2 亿的里程碑。此后，公司逐步构建以“美”为核心的产品矩阵，陆续推出美颜相机、美图贴贴等工具，覆盖修图、自拍、创意设计等多元场景，同时启动对智能硬件及内容生态的前瞻性探索，为后续业务扩展奠定基础。

多元化业务探索，硬件与内容营销并行（2013 年-2018 年）。2013 年起，美图加速跨界布局，5 月推出首款搭载专业美颜功能的自拍手机“MeituKiss”，凭借差异化定位迅速打开市场，此后迭代多款机型，推动智能硬件业务成为营收主力。然而，伴随主流手机厂商强化影像功能及行业竞争加剧，美图手机市场份额逐渐萎缩，最终于 2018 年终止硬件业务并授权小米运营。同期，公司也开启了多领域尝试：2014 年上线短视频社区美拍，切入内容创作赛道；2015 年试水手游推出“美美小店”；2017 年推出美妆电商平台“美图美妆”，探索垂直消费场景。此外，海外市场拓展同步推进，BeautyPlus 等产品覆盖全球用户。此阶段虽经历硬件业务的起伏，但为后续战略聚焦积累了经验，并进一步巩固了其在影像编辑领域的市场地位。

AI 技术驱动商业化转型，VIP 订阅与 SaaS 业务崛起（2019 年至今）。2019 年起，美图公司开始全面拥抱人工智能技术，推动业务向 B 端和 SaaS 领域拓展。公司将 AI 技术作为核心引擎，于 2019 年 5 月推出了 AI 测肤品牌“美图宜肤”，为护肤品牌和医美机构提供智能测肤解决方案，并于 2021 年收购美妆零售 ERP SaaS 服务领导者“美使得”，进军供应链管理领域。在影像产品方面，公司自 2020 年起大力推广旗下如美图秀秀、美颜相机等应用的 VIP 订阅服务，成功打造专注于影像行业的新商业模式，订阅收入迅速增长。2023 年，美图公司发布了自研视觉大模型 MiracleVision 及多款 AI 影像生产力工具，进一步提升了产品的技术竞争力，实现技术与商业化深度融合。截至 2023 年底，公司旗下应用的 VIP 会员数已超过 911 万，

AI 技术的商业化应用成为推动公司增长的核心动力。2024 年，大模型技术全面赋能旗下产品，叠加 3 月收购“站酷”强化设计资源库，公司加速向全球化影像科技企业转型，形成“工具+服务+生态”的立体商业模式。

图4：美图公司以美学为核心，AI 驱动转型加速

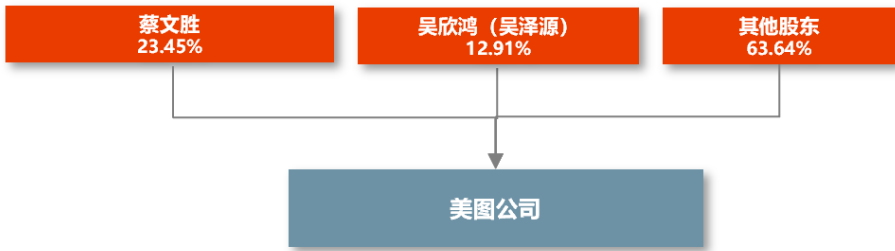


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.3、股权集中结构稳定，管理团队履历深厚

目前公司股权集中，形成以吴欣鸿为核心的治理架构，战略决策权进一步集中，为业务聚焦与技术创新提供稳定性保障。截止 2024 年 12 月 31 日，第一大股东蔡文胜持股比例 23.45%，自 2013 年起担任董事长至 2023 年卸任后仍保持核心股东地位。创始人兼首席执行官吴欣鸿（原名吴泽源）作为第二大股东，持股比例达 12.91%，自 2018 年起多次增持公司股份，展现长期发展信心。

图5：公司股权结构较为集中



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2024 年 12 月 31 日）

核心管理层经验丰富：董事长兼 CEO 吴欣鸿深耕影像领域，早年创立多款流量产品，2008 年推出美图秀秀奠定行业地位，其艺术与技术融合的思维贯穿公司发展。技术研发由影像研究院（MT Lab）负责人刘洛麒领衔，主导视觉大模型 MiracleVision 等 AI 创新。

表1：核心管理团队经验丰富

姓名	职务	简介
吴泽源（吴欣鸿）	执行董事、董事长兼首席执行官	吴泽源先生，亦称吴欣鸿先生，44 岁，为本集团创始人、执行董事及首席执行官兼董事长，负责公司整体管理，同时也是多家公司的董事。他自 2000 年起涉足中国互联网行业，2019 年完成东北财经大学工商管理本科学业，2001 年获得高中文凭。自 2020 年 9 月起，吴先生涉足域名注册业务，2008 年开始开发影像编辑软件，推出多款流行产品。吴先生自泉州好易计算机网络有限公司 2001 年成立起担任董事，直至 2017 年 10 月公司自愿注销。
颜劲良	首席财务官兼公司秘书	颜劲良先生，41 岁，担任首席财务官兼公司秘书，2015 年 6 月加入集团，负责整体财务战略、投资者关系及公司秘书事宜。他曾任云游控股有限公司首席运营官和首席财务官，UBS AG 董事和香港及中国互联网研究主管，拥有宾夕法尼亚大学沃顿商学院经济学学士学位，是特许金融分析师，并在泡泡玛特国际集团有限公司上市后担任独立非执行董事。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、行业：影像美化需求持续扩容，AI 打开增量市场空间

2.1、C 端用户基数庞大，B 端商业化加速

国内影像数字化市场保持增长，C 端用户付费意愿持续提升，B 端应用场景持续拓展。目前影像数字化市场包括了 C 端个人用户对美颜拍摄、视频剪辑的需求，也包括 B 端市场中小型团队、大型企业商业摄影修图、皮肤检测、营销内容设计等场景的需求。根据艾瑞咨询数据，2022 年中国影像数字化市场空间约为 125 亿元，其中商业摄影、医美美妆、零售营销、内容设计场景分别约为 20/50/10/45 亿元，预计 2025 年整体市场空间接近 160 亿元，各场景市场空间分别约 25/70/15/50 亿元。

图6：中国影像数字化市场空间超过百亿元

影像数字化场景	中国影像数字化市场空间（亿元）	
	2022	2025e
商业摄影	~ 20	~ 25
医美美妆	~ 50	~ 70
零售营销	~ 10	~ 15
内容设计	~ 45	~ 50

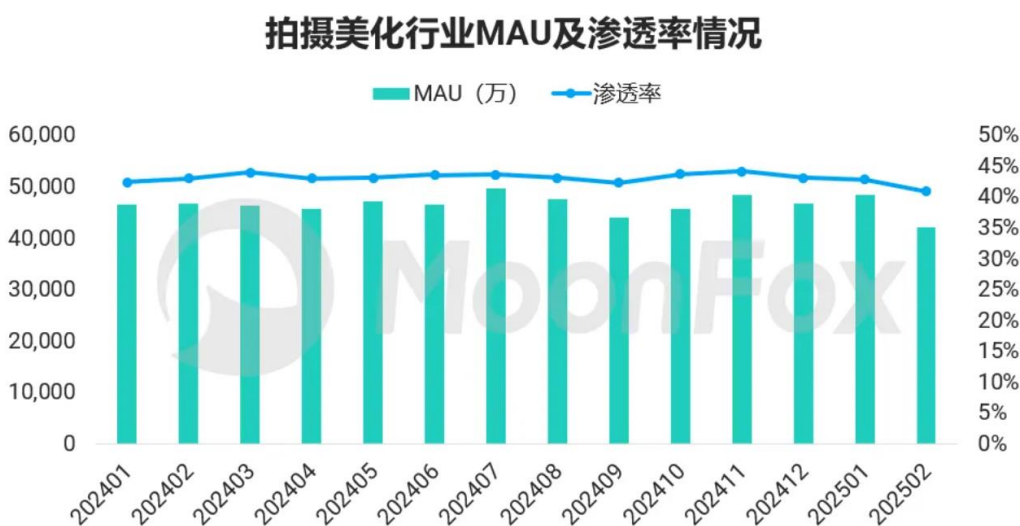
↓

百亿元影像数字化潜在市场空间

资料来源：艾瑞咨询研究院

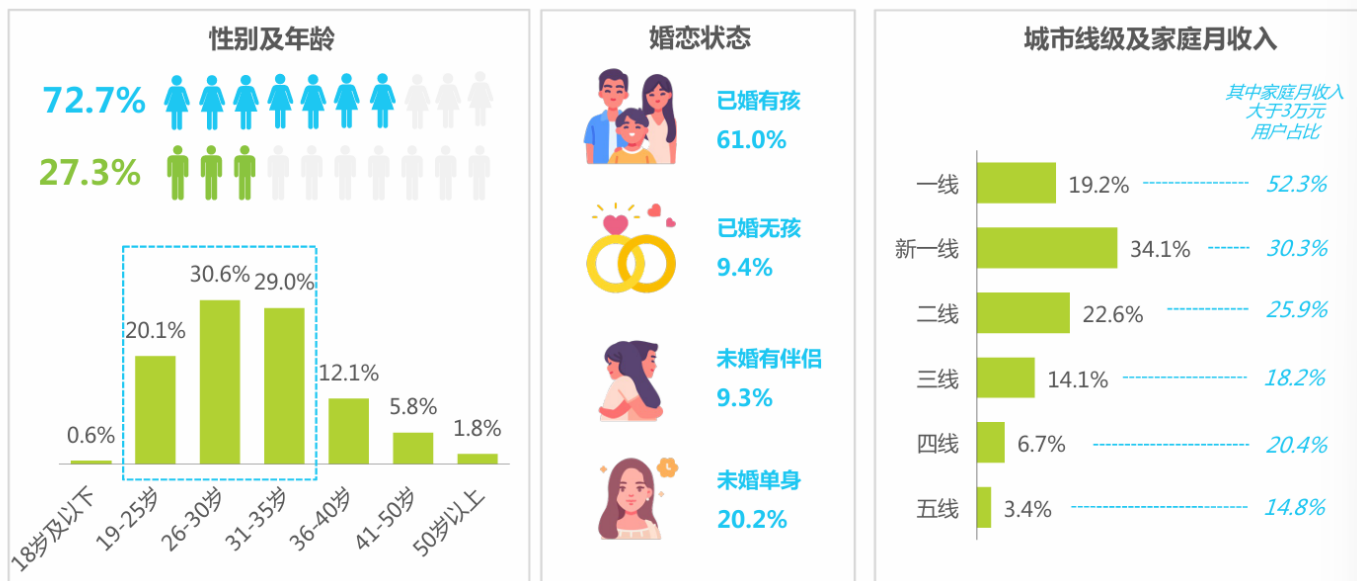
C 端用户规模稳定，拍摄美化应用承载对美的追求及社交需求，付费意愿持续提升。（1）用户规模：根据极光月狐流量数据，近一年移动互联网拍摄美化行业月活跃用户规模在 4.5 亿水平浮动，行业平均渗透率维持在 40%以上。（2）用户画像：根据艾瑞咨询 2022 年调查，美颜拍摄类核心用户为 35 岁以下、居住在一二线城市的年轻女性，具备较强消费力；用户在线上内容发布活跃度较高，短图文、短视频等内容形式创作门槛低；偏好使用美颜拍摄类 APP 一键出片；超半数用户曾为美颜拍摄类 APP 付费。

图7：拍摄美化 APP 月活跃用户基本稳定



资料来源：月狐数据公众号

图8：2022 年美颜拍摄类 APP 用户以 35 岁以下、居住在一二线城市的女性为主



资料来源：艾瑞咨询

B 端 AI 降低创作门槛，电商广告、影像制作等场景需求快速增长，商业化提速。

B 端影像数字化产品价值包括提升效率、激发创意及数据赋能。首要价值为降本增效，如批量、自动化修图，以及多样化预设模板选择和参数智能预测，大幅节省人力在重复性工作的投入。此外，凭借内置的大量预设模板帮助从业者快速完成基础工作。此外，AI 在影像领域应用能够快速让想法落地，通过外部输入及自我迭代成为灵感来源。

2.2、工具类应用分化，生态化竞争成关键

从行业竞争格局看，目前国内影像美化领域 C 端应用繁荣，B 端仍处于探索期。分消费场景看：（1）C 端影像美化功能服务于图片社交，核心厂商包括工具类应用如美图秀秀及互联网公司，如字节跳动的醒图及剪映、快手快影、腾讯秒剪等。从全球看，来自中国、韩国、日本等亚洲国家的美颜拍摄类 APP 产品功能设计更加符合本土偏好；欧美地区以 Snapchat、Instagram 为代表的产品并非专注美颜拍摄功能，社交属性更强。（2）B 端应用仍处于探索期，海外 Adobe 及 Canva 等国际产品占据高端生产力市场。

图9：影像数字化市场 C 端应用繁荣，B 端尚处于探索期

厂商名称	代表产品	业务覆盖情况			
		图文/视频功能		产业/消费场景	
美图	美图秀秀、美颜相机、Wink、美图宜肤、美图云修	图文	视频	产业	消费
字节跳动	剪映、醒图、Faceu激萌、轻颜相机	图文	视频		消费
稿定设计	稿定、花瓣、PS设计助理	图文	视频	产业	消费
咖瓦信息	Canva可画、Canva可画企业版	图文		产业	消费
腾讯	秒剪、天天P图	图文	视频		消费
哔哩哔哩	必剪		视频		消费
快手	快影、一甜相机	图文	视频		消费
小影科技	小影、VivaCut		视频		消费
开贝影擎	开贝修图max、鲲鹏修图、开贝设计	图文		产业	
星图速云	咻图AI	图文		产业	

资料来源：艾瑞咨询

工具类应用分化，生态化竞争及 AI 融合成关键。纯工具类应用由于用户停留时长短，广告变现天花板低，通过功能分层（免费基础功能+付费高级功能）或场景延伸（如接入电商、社交）提升 ARPU，如美图 C 端产品包括美图秀秀（面向大众用户）、美颜相机（面向年轻用户）、Wink（聚焦视频美化），B 端产品包括美图云修（人像精修）、美图设计室（面向电商场景）等形成产品矩阵。互联网厂商产品则主要关注将工具嵌入业务链条，如字节跳动醒图、剪映与抖音帐号体系打通，用户修图后可直接发布内容，形成“创造-美化-分发”闭环。

表2：生态化及 AI 融合成为行业竞争关键

APP	渗透率	AI 功能
剪映	20.50%	√
美图秀秀	16.00%	√
醒图	8.60%	√
美颜相机	6.60%	√
快影	4.70%	√
一甜相机	2.20%	√
轻颜相机	2.10%	√
Wink	1.90%	√
B612 咔叽	1.70%	√
FaceU 激萌	1.20%	√

数据来源：月狐数据、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 2 月）

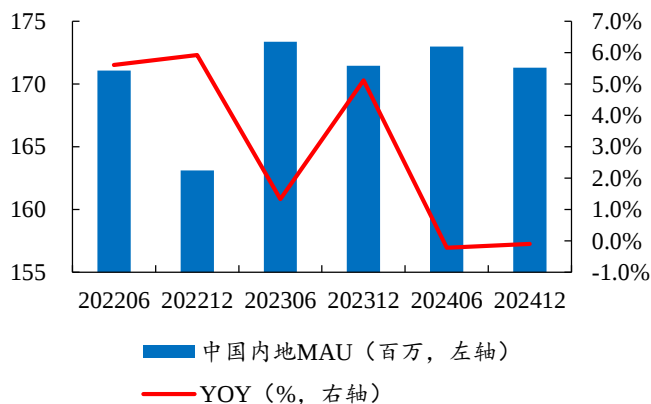
3、用户+场景+技术构建优势，生产力和全球化空间广阔

3.1、美图：用户+场景+技术构建核心优势，从工具应用向影像生态进化

用户基数庞大，形成超级影像入口，为产品快速验证迭代提供有力支持：2024 年 12 月，美图 MAU 达到 2.66 亿，同比增长 6.7%，其中中国内地市场 MAU1.71 亿，同比基本持平，中国内地以外市场 MAU 达到 9,451 万，同比增长 21.7%。根据 QuestMobile 发布的《2024 年度中国移动互联网实力价值榜》，美图秀秀以 2024Q4

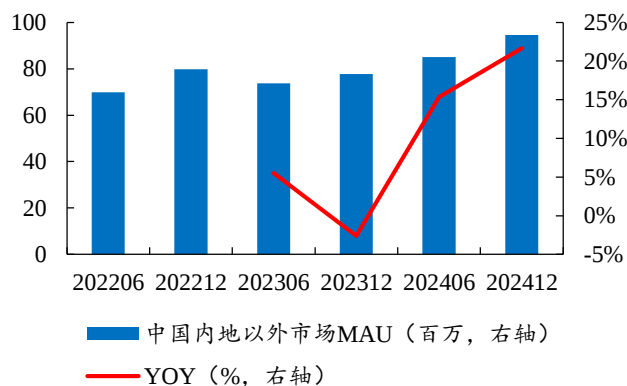
平均 MAU9,791 万蝉联中国图片美化赛道用户规模第一名,美颜相机以 2024Q4 平均 MAU4,386 万蝉联中国拍照摄影赛道用户规模第一名。

图10: 2024H2 美图中国内地市场 MAU 基本保持稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2024H2 美图除中国内地以外市场 MAU 增长

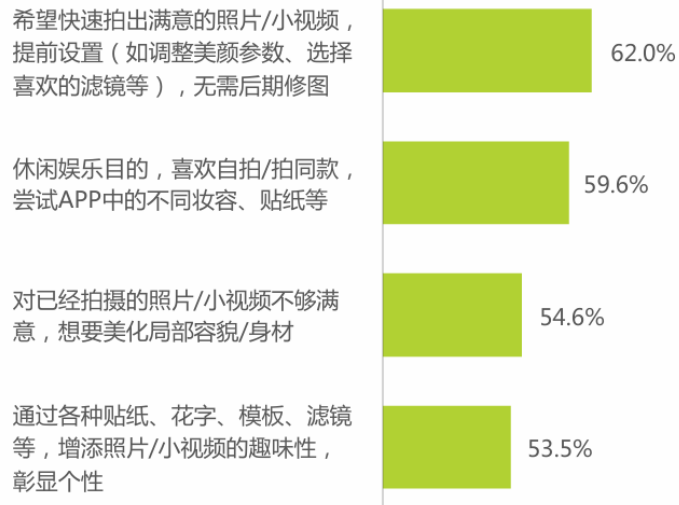


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

产品丰富度及易用性抢占用户心智, 差异化场景布局建立生态。(1) C 端: 功能复杂、同质化与个性化缺失、对于高效便捷的需求迫切是影像美化行业用户痛点, 美图通过 C 端庞大用户基础构建精准需求挖掘体系, 通过产品矩阵协同实现新品低成本冷启动。以 Wink 为例, 其前身是美图秀秀 APP 的视频美容模块, 通过独立运营实现用户场景深度切割, 据公司公告, 截至 2024 年 12 月, Wink 的 MAU 已突破 3000 万, 而据极光月狐 iApp 数据, 2024 年 Wink 在国内移动应用市场的平均月新增用户在 144 万左右, 迅速成长为美图 C 端产品矩阵中的第三大应用。(2) B 端生产力场景美图设计室、开拍聚焦电商设计、口播等垂直场景, 美图设计室为例, 其将 C 端积累的影像处理能力转化为商业生产力工具, 为 B 端用户生成电商商品物料, 2024 年其收入为 2 亿元, 按年同比翻倍。

图12：简单易用为用户使用美颜拍摄类 APP 的主要动机

2022年中国美颜拍摄类APP用户主要使用动机



注释：样本N=1607，X：您使用美颜拍摄类APP的主要动机有以下哪些？于2022年6月通过艾瑞iClick社区联机调研获得。

资料来源：艾瑞咨询

表3：美图影像美化产品差异化场景布局

产品	简介
美图秀秀	全能修图 AI 剪片神器，全球累计超 10 亿用户。据 QuestMobile 数据显示，美图秀秀自 2008 年上线以来在图片美化赛道长期保持用户规模第一。
美颜相机	面向年轻用户推出的潮流个性相机 APP，以人像为核心，为用户提供强大而简单的变美功能。据 QuestMobile 数据显示，美颜相机用户规模及月活均位列行业第一。
Wink	Wink 是一款超受年轻用户喜爱的视频剪辑软件，独创的视频画质修复作为 Wink 核心亮点功能，广受年轻用户好评，同时视频人像美容也让修视频像照片一样简单，一键轻松变美。 面向生产力场景推出了桌面端 WinkStudio，目前已经覆盖了 Mac、Windows 双平台。未来将提供更多的 APP 与桌面端的互通服务，拓展包含 AI 动漫、AI 消除笔、AI 马赛克修复、AI 调色等不同的视频 AI 工具集辅助创作者生产视频。
美图秀秀桌面版	针对商用场景推出的全新系列产品，已覆盖 Web、Windows、Mac、Linux 多平台。面向电商、行政办公、新媒体、市场营销等人员，提供图片处理及在线设计服务。
美图云修	专业级 AI 人像精修软件，应用全球领先的 AI 影像技术，为商业摄影后期提供全方位智能修图服务，打造真实、自然、干净、通透的人像精修效果，又好又快地完成照片批量处理工作，助力企业降本、提效、增收。
美图设计室	美图于 2022 年推出的 AI 设计工具，聚焦在商品营销各个环节物料设计，从商品图、模特图生成，到海报设计、修图改图，帮助用户一站式智能生成商品物料。截至 2024 年 11 月，美图设计室核心功能之一的“AI 商拍”累计生成超过 1.8 亿张商品图；“智能抠图”累计服务用户 5597 万，完成抠图 9.3 亿张。
WHEE	在线生成的 AI 视觉创作工作，面向大众用户及专业视觉创作者，以“工作流”作为核心功能串联，提供文生图、图生图、画面拓展及局部修改等 AIGC 图像服务。
开拍	高清口播视频创作神器，从脚本创作灵感到视频人像美化拍摄、后期智能剪辑，全链路提高视频爆款率及出片效率，让创作者拍的快、剪的快、涨粉快。

资料来源：美图公司官网、开源证券研究所

深耕技术体验优先，聚焦垂直场景将 AI 模型能力封装产品化提高产品力。垂直场景自研+采购+开源方式获取模型能力，2023 年推出自研美图奇想大模型 MiracleVision V5 版本，采用美图自研 DiT 技术架构，涵盖图像大模型、视频大模

型、音频大模型和文本大模型；同时在自研基础上，部署调用优质模型的能力，驱动产品力持续提升。

图13：美图奇想大模型为全系产品提供 AI 模型能力

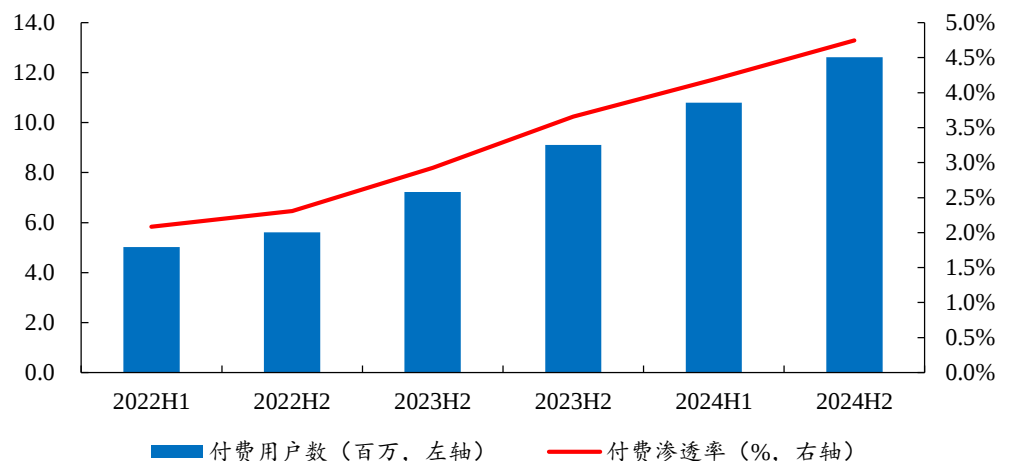


资料来源：美图公司官网

3.2、未来：聚焦 AI 深化、全球化及生产力，付费渗透率有望持续提升

影像产品订阅收入=用户数*付费渗透率*ARPU。用户数方面，国内 C 端生活场景用户规模提升空间有限，关注 B 端生产力场景及全球化战略。付费渗透率及 ARPU 方面，AI 赋能产品力提升有望驱动 C 端及 B 端付费渗透率及 ARPU 持续提升，海外有更大市场空间及付费心智，有望复制国内路径。2024H2 美图生活及生产力场景付费用户 1,261 万，付费用户渗透率为 4.7%。

图14：美图影像与设计产品付费渗透率持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.1、AI 赋能深耕垂直场景，生活场景为基本盘，生产力场景齐头并进

国内影像美化行业 C 端用户规模提升空间有限，竞争重点由单纯的用户争夺转

向提升用户体验及优化商业模式；美图生活场景用户基数庞大，AI 赋能带来更低使用门槛、更高质量创作体验提升用户付费意愿。据极光月狐 iApp 数据显示，近一年来，移动互联网拍摄美化行业月活跃用户规模在 4.5 亿水平上浮动，据美图财报，2024 年 12 月美图中国内地市场 MAU 约 1.71 亿，渗透率近 40%；美图生活场景 MAU2.44 亿，同比增长 5.2%。庞大用户群体推动更大规模研发投入，不断缩短产品开发周期，持续开发迭代 AI 功能模块，如 AI 捏捏、AI 长头发、AI 换装等，满足图片美化、人像美容等各场景下的精细化需求，参考腾讯音乐 2024Q4 付费渗透率为 21.8%、阅文集团 2024 年付费渗透率 5.5%，C 端用户付费渗透率有望持续提升。

B 端生产力场景拓展增量，AI 赋能深耕垂直场景。美图生产力工具聚焦垂直场景下需求痛点，将 AI 模型能力封装产品化，应用场景主要集中在电商设计和口播视频制作。以主打在线设计、聚焦电商场景的美图设计室为例，其将 C 端积累的影像处理能力转化为商业生产力工具，为 B 端用户生成电商商品物料。截至 2024 年 12 月，美图生产力工具 MAU2,218 万，同比增长 25.6%；美图设计室付费订阅用户数达 113 万，同比增长 29.9%，产品收入达 2 亿元，按年同比翻倍增长。

图15：AI 赋能美图生活及生产力场景

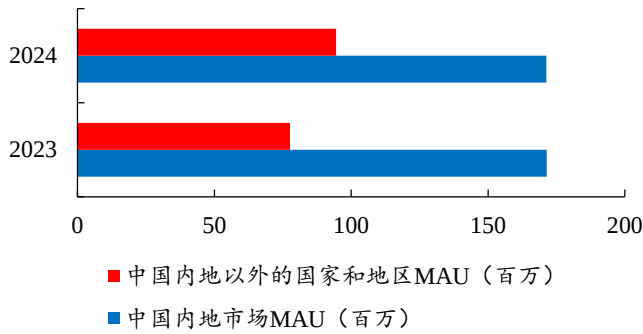


资料来源：美图公司公众号

3.2.2、推进全球化战略，挖掘海外用户增量

生活场景应用：全球化成为美图撬动新增量的核心战略，海外用户数持续增长。依靠产品驱动+社交媒体放大的增长策略，产品侧针对不同国家和地区的多元化需求进行更加本地化的产品开发，AI 赋能功能效果提升及拓展创新空间。2025 年 2 月，美颜相机推出 AI 换装功能，在全球范围内突破 7200 万 MAU，登顶新加坡、泰国、越南等 12 个国家和地区的 iOS App Store 总榜；据极光月狐 iApp 海外版数据监测，2025 年 2 月，在出海应用的摄影与录像赛道中，美图旗下三款应用进入了下载量前十榜单，其中美颜相机 BeautyCam 成为美图旗下海外下载量最高的应用。截至 2024 年 12 月，美图中国内地以外国家及地区 MAU 为 9,451 万，同比增长 21.7%，占整体 MAU 的 36%。

图16: 美图海外 MAU 持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

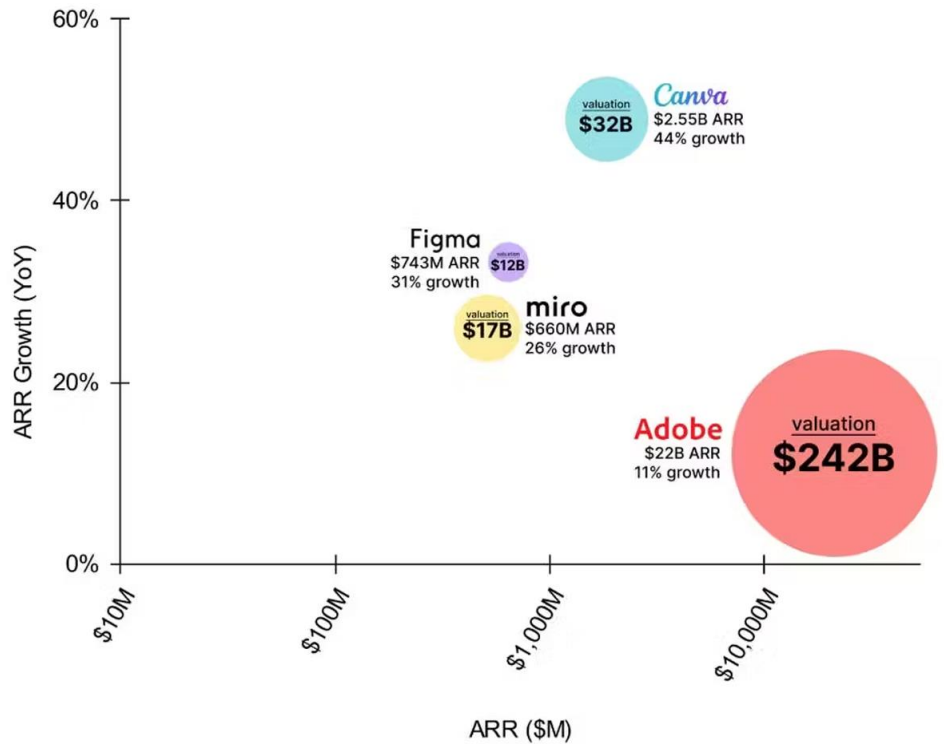
图17: 2025 年 2 月美图旗下 APP 出海应用情况

App	下载量 (万)	收入量 (万)
BeautyCam	1099.1	185.5
Meitu	955.8	1974.0
Wink	897.5	355.2
BeautyPlus	357.3	367.4
AirBrush	80.0	553.2
開拍	35.1	38.7

资料来源: 月狐数据公众号

生产力工具: 海外用户对于生产力工具需求更为刚性, 付费意愿更强。根据彭博及 IDC 数据, 全球创意设计软件市场其中 Adobe 占比约 70%份额, Canva 占据约 4%左右份额; 据 SACRA, 截止 2024 年 11 月, Canva MAU 约 2.2 亿 MAU (月活用户), ARR 约 25.5 亿美元, 参考 Canva 官网定价, 假设 ARPU 为 100-120 美元/年, 则付费渗透率约为 9.7%-11.6%。2024 年美图针对海外市场推出商拍设计及口播视频产品, 并在美国西岸、悉尼等地组建本地化团队, 未来全球生产力市场有望驱动长期业绩增长。

图18: 2024 年 12 月 Adobe、Canva、Figma、miro ARR 及估值



资料来源: SACRA

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

收入端：我们预计公司 2025-2027 年收入 41.4/49.9/58.2 亿元，对应同比增速 23.8%/20.6%/16.6%。分业务看，（1）影像与设计产品收入=用户数*付费订阅率*ARPU，用户数方面，国内用户数预计保持稳定，海外用户数有望持续增长，我们预计 2025-2027 年美图产品整体月活跃用户数为 2.8/2.9/3.0 亿，对应同比增速 4.9%/3.0%/2.5%；付费订阅率方面，AI 赋能深耕垂直场景，付费订阅率有望持续提升，我们预计 2025-2027 年付费率为 5.6%/6.1%/6.6%；ARPU 方面，考虑到海外用户付费能力较强及 B 端生产力场景持续扩张，预计 2025-2027 年 ARPU 持续提升为 207/224/237 元。综上，我们预计公司 2025-2027 年影像与设计产品收入为 29.3/37.3/44.5 亿元，对应同比增速 40.4%/27.2%/19.5%。（2）美业解决方案方面，考虑到毛利较低的化妆品供应链业务持续收缩，预计 2025-2027 年收入 2.7/2.3/2.3 亿元，对应同比增速-30%/-15%/0%；（3）广告业务，活跃用户数保持增长下预计随转化率提升稳健增长，我们预计 2025-2027 年广告收入复合增速为 10%。

成本及费用端：（1）成本端：考虑到影像与设计产品收入占比持续提升，我们预计公司 2025-2027 年毛利率持续提升，分别为 70.5%/74.3%/75.3%；（2）销售费用率：预计随用户心智稳固持续收窄，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率为 12.0%/11.5%/11.3%；（3）研发费用率：随自研模型转向自研与开放生态，预计研发费用率持续降低，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率为 26.0%/25.5%/24.5%。（3）行政费用率：我们预计 2025-2027 年公司行政费用率为 11.5%/11.3%/11.0%。

利润端：综和以上收入及成本费用端假设，我们预计公司 2025-2027 年经调整净利润为 8.5/11.4/14.6 亿元。

表4：美图盈利预测一览

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	2,696	3,341	4,136	4,986	5,816
YOY (%)	29.3%	23.9%	23.8%	20.6%	16.6%
影像与设计产品 （百万元）	1,327	2,086	2,928	3,725	4,451
YOY (%)	52.8%	57.1%	40.4%	27.2%	19.5%
MAU（百万）	249	266	279	290	301
YOY (%)	2.6%	6.7%	4.9%	3.0%	2.5%
付费渗透率 (%)	3.7%	4.7%	5.6%	6.1%	6.6%
ARPU（元）	180	192	207	224	237
美业解决方案（百万元）	569	385	269	229	229
YOY (%)	29.1%	-32.4%	-30.0%	-15.0%	0.0%
广告（百万元）	759	853	939	1,033	1,136
YOY (%)	20.5%	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	61.4%	68.7%	70.5%	74.2%	75.3%
销售费用率 (%)	15.9%	14.5%	12.0%	11.5%	11.3%
研发费用率 (%)	23.6%	27.3%	26.0%	25.5%	24.5%
行政费用率 (%)	11.2%	12.0%	11.5%	11.3%	11.0%

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经调整净利润（百万元）	356	587	850	1,138	1,456
YOY (%)	334.9%	64.8%	44.7%	33.9%	27.9%
经调整净利率 (%)	13.2%	17.6%	20.6%	22.8%	25.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

考虑到公司为国内影像美化赛道龙头，基于主营业务及订阅变现模式的类似性，我们选取港股公司腾讯音乐-SW、A 股公司金山办公、美股公司 Adobe 作为可比公司，基于订阅业务模式及国内、海外持续增长，采用 PS 估值。

表5：美图公司 2025-2027 年 PS、PE 低于可比公司均值

股票代码	公司简称	货币单位	市值（亿）	总收入（亿）			2024-2026 E CAGR	PS		
				FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2025E	FY2026E	FY2027E
ADBE	ADOBE	USD	1,774	234.5	257.2	282.4	9.7%	7.6	6.9	6.3
1698.HK	腾讯音乐-SW	RMB	2,088	312.3	344.4	377.4	9.9%	6.7	6.1	5.5
688111.SH	金山办公	RMB	1,294	61.5	73.9	88.5	20.0%	21.1	17.5	14.6
	平均值							11.8	10.2	8.8
1357.HK	美图公司	RMB	310	41.4	49.9	58.2	18.5%	7.5	6.2	5.3
				经调整净利润（亿）			2024-2026 E CAGR	PE		
				FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2025E	FY2026E	FY2027E
ADBE	ADOBE	USD	1,774	88.4	97.2	107.5	10.3%	20.1	18.2	16.5
1698.HK	腾讯音乐-SW	RMB	2,088	93.4	102.7	116.3	11.6%	22.4	20.3	18.0
688111.SH	金山办公	RMB	1,294	19.2	23.4	28.4	21.6%	67.3	55.3	45.6
	平均值							36.6	31.3	26.7
1357.HK	美图公司	RMB	310	8.5	11.4	14.6	30.9%	36.5	27.3	21.3

数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所（注：A 股公司盈利预测来自 Wind 一致预期、港美股公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期，市值按照 2025 年 6 月 10 日收盘价计算，1USD=7.8457HKD，1HKD=0.9158RMB）

用户基数庞大，形成超级影像入口，为产品快速验证迭代提供有力支持，AI 赋能深耕垂直场景，付费渗透率有望持续提升，我们预计公司 2025-2027 年收入 41.4/49.9/58.2 亿元，对应同比增速 23.8%/20.6%/16.6%，当前股价对应 PS 7.5/6.2/5.3 倍，低于可比公司 PS 均值 11.8/10.2/8.8 倍。公司影像产品丰富度及易用性抢占用户心智，差异化场景布局建立生态，AI 深化驱动付费率持续提升，C 端庞大用户基础构建精准需求挖掘体系，扩张 B 端生产力工具，积极布局全球扩张，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

技术迭代风险：AIGC 赛道竞争加剧，头部厂商算法差距缩小，功能易被复制；

用户流失风险：互联网厂商通过流量优势抢夺市场份额；

政策监管变动：AI 生成内容合规性要求增加成本。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,769	2,705	4,032	5,570	6,868
现金	641	608	1,494	3,041	3,988
应收账款	388	508	625	659	756
存货	54	33	13	41	21
其他流动资产	1,687	1,556	1,901	1,829	2,104
非流动资产	2,998	3,843	3,941	4,048	4,164
固定资产及在建工程	464	534	587	646	711
无形资产及其他长期资产	2,534	3,309	3,354	3,402	3,453
资产总计	5,767	6,548	7,974	9,618	11,032
流动负债	1,265	995	1,478	1,835	1,598
短期借款	15	15	15	15	15
应付账款	735	630	1,043	1,096	995
其他流动负债	514	350	420	724	589
非流动负债	389	373	363	356	352
长期借款	135	135	135	135	135
其他非流动负债	254	239	228	222	217
负债合计	1,654	1,369	1,840	2,192	1,950
股本	0	0	0	0	0
储备	84	168	255	255	255
归母所有者权益	1,565	1,195	1,580	1,931	1,690
少数股东权益	5	5	5	5	5
负债和股东权益总计	5,767	6,548	7,974	9,618	11,032

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	74	107	1,060	1,726	1,134
税前利润	438	823	867	1,294	1,655
折旧和摊销	(214)	(585)	65	66	68
营运资本变动	(197)	(215)	42	367	(589)
其他	46	84	87	- 0	- 0
投资活动现金流	(52)	(73)	(80)	(88)	(97)
资本开支	(56)	(120)	(161)	(171)	(183)
其他	5	48	81	83	86
融资活动现金流	(81)	(20)	(12)	(8)	(5)
股权融资	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
银行借款	97	- 0	- 0	- 0	- 0
其他	(178)	(20)	- 0	- 0	- 0
汇率变动对现金的影响	7	- 0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	(313)	(33)	887	1,547	947
期末现金总额	641	608	1,494	3,041	3,988

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,696	3,341	4,136	4,986	5,816
营业成本	(1,040)	(1,047)	(1,221)	(1,284)	(1,439)
营业费用	(1,064)	(1,394)	(1,572)	(1,845)	(2,082)
管理费用	(301)	(400)	(476)	(563)	(640)
其他收入/费用	(9)	344	- 0	- 0	- 0
营业利润	300	156	867	1,294	1,655
净财务收入/费用	44	51	- 0	- 0	- 0
其他利润	94	616	- 0	- 0	- 0
除税前利润	438	823	867	1,294	1,655
所得税	(72)	(17)	(104)	(155)	(199)
少数股东损益	1	- 0	701	1,456	- 0
归母净利润	366	806	763	1,138	1,456
EBITDA	593	823	867	1,294	1,655
经调整净利润	356	587	850	1,138	1,456
EPS(元)	0.08	0.13	0.19	0.25	0.33

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	29.3	23.9	23.8	20.6	16.6
营业利润(%)	(48.0)	(47.9)	454.8	49.2	27.9
归属于母公司净利润(%)	334.9	64.8	44.7	33.9	27.9
获利能力					
毛利率(%)	61.4	68.7	70.5	74.2	75.3
净利率(%)	13.2	17.6	20.6	22.8	25.0
ROE(%)	8.7	11.3	13.9	15.3	16.0
ROIC(%)	6.2	9.0	10.7	11.8	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	20.9	23.1	22.8	17.7
净负债比率(%)	(11.9)	(8.8)	(21.9)	(38.9)	(42.3)
流动比率	7.1	7.2	11.1	15.6	19.5
速动比率	2.1	2.7	2.7	3.0	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.0	7.5	7.3	7.8	8.2
应付账款周转率	2.8	1.5	1.5	1.2	1.4
存货周转率	19.3	32.0	96.5	31.5	69.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	0.0	0.2	0.4	0.3
每股净资产(最新摊薄)	0.9	1.2	1.4	1.7	2.0
估值比率					
P/E	87.1	52.8	36.5	27.3	21.3
P/B	7.5	6.2	5.2	4.3	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn