

2025 年 06 月 20 日

美图公司 (01357)

—— AI 与美学交融，国内影像领军新成长 (GenAI 系列之 60)

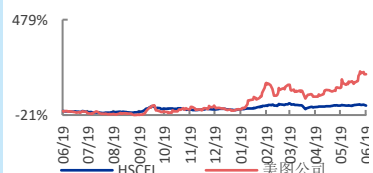
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 06 月 19 日

收盘价 (港币)	7.66
恒生中国企业指数	8410.94
52 周最高/最低 (港币)	8.36/2.07
H 股市值 (亿港元)	349.77
流通 H 股 (百万股)	4,566.18
汇率 (人民币/港币)	1.0944

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818x
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **美图公司是国内影像工具领军，穿越周期。**公司于 2008 年成立，以影像编辑软件“美图秀秀”为起点，逐步构建覆盖影像工具（如美颜相机、Wink）、设计产品（如美图设计室）、美业解决方案（如美图宜肤、美得得）的多元生态。拍摄美化是小而美赛道，产品力需要审美（用户需求洞察）+技术（需求实现，主要基于 AI），有一定运营和技术门槛。美图推出产品较早且持续深耕，十余年积累深厚技术能力+审美数据+用户心智。
- **公司 2023 年后基本面发生实质性变化：1) 管理层更换，业务聚焦。**2023 年 6 月 1 日，创始人兼 CEO 吴欣鸿先生接替蔡文胜先生出任公司董事长；已出售全部加密货币，表示“将会更加专注于核心影像与设计产品业务上的发展”。2) **GenAI 提升公司产品力。**美图以研发驱动而非销售驱动，2010 年即成立核心研发部门美图影像研究院 (MT Lab)；研发费用 2020-2024 年绝对值逐年增加，2024 年在三费中占比超过 50%。GenAI 使得 toC 生活场景增加付费点+AI 特效引流；扩充 toB 生产力场景产品新品类。
- **toC 生活场景悦己消费属性被低估。**美图 toC 核心产品为美图秀秀和美颜相机。拍摄美化满足悦己、社交需求；从用户画像看，女性，90 后、00 后是主要用户，代际迁移是拍摄美化行业付费率提升的重要驱动。出游是拍摄美化的重要场景，拍照、修图等软件付费较其他旅游支出金额更低，而分享“美化”图片至社交网络可充分满足甚至升级用户社交需求和出游体验。我们判断国内 toC 长期付费率至少还有一倍提升空间。
- **toB 生产力场景国内竞争极大缓解。**美图核心 toB 核心产品为美图设计室、开拍，均使用 AI 操作代替传统棚拍，帮助电商商家有效降本。美图在淘天及抖店 AI 商拍比赛均领先，验证强产品力。此前市场主要担心竞争；美图 2025 年 5 月 20 日公告与阿里巴巴战略合作，阿里将在旗下的电商平台优先推广美图 AI 电商工具，同时协助美图开发以数据驱动的电商生图及生视频的新工具及新功能。美图生产力工具有望加速向淘天、Lazada 等阿里系国内海外电商平台的中小电商客户渗透。
- **出海加大投入后已有成效。**美图 24H2 以来加大投入，已经在海外多地设立办公室并招聘海外工作人员，并将业务骨干投向海外市场拓展业务。“AI 发型”、“AI 换装”等爆款 AI 功能发布推动美图海外 MAU 重回增长通道。美图 toC 产品海外出圈实际上是技术积累进步+文化相似性共振+本地化运营的结果，BeautyCam（美颜相机海外版），Meitu（美图秀秀海外版）在海外均起量。toB 海外产品也已上线，是中长期期权。
- **首次覆盖给予买入评级。**我们预计公司 2025-2027 年调整后归母净利润为 8.51/11.63/15.09 亿元，同比增长 45%/37%/30%。给予 25 年目标 PE50x（可比公司虹软科技、金山办公、Adobe25 年平均 PE 为 53x），对应目标市值 466 亿港元，较 2025 年 6 月 19 日收盘有 33% 上涨空间，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**美图产品迭代不及预期，国内海外影像工具竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,696	3,341	4,224	5,106	5,927
同比增长率 (%)	29%	24%	26%	21%	16%
调整后归母净利润 (百万元)	368	586	851	1,163	1,509
同比增长率 (%)	233%	59%	45%	37%	30%
每股收益 (元/股)	0.08	0.13	0.19	0.25	0.33
净资产收益率 (%)	%	%	%	%	%
市盈率	87	55	38	27	21
市净率	8	6	6	5	4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

目标市值 466 亿港元，首次覆盖给予买入评级。选择国内和海外典型数字创意软件、计算机视觉算法、生产力软件公司虹软科技、金山办公、万兴科技、Adobe 作为可比公司。其中万兴科技根据 Wind 一致预测 25 年扭亏为盈，利润仍较薄。剔除万兴科技的可比公司 25 年平均 PE 为 53x；美图公司产品力强，toC 满足悦己社交需求 toB 有效降低电商商家成本，付费增长确定性强，利润增速高于可比公司，但考虑处于港股市场给予一定折价，给予 25 年目标 PE50x，对应目标市值 466 亿港元，较 2025 年 6 月 19 日收盘有 33% 上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

我们认为影像与设计产品付费仍是公司核心增长驱动；toC 生活场景满足悦己社交需求；toB 生产力场景帮助电商商家有效降本，战略合作阿里后竞争极大缓解；在海外凭借强产品力+本地化运营，toC 已起量，toB 是中长期期权；将带动付费率和 ARPPU 提升；我们预计公司影像与设计产品 2025-2027 年收入增速为 42%/29%/21%。

有别于大众的认识

我们认为公司 2023 年后基本面发生实质性变化：1) 管理层更换，业务聚焦。2023 年 6 月 1 日，创始人兼 CEO 吴欣鸿先生接替蔡文胜先生出任公司董事长；已出售全部加密货币，表示“将会更加专注于核心影像与设计产品业务上的发展”。2) GenAI 提升公司产品力。toC 生活场景增加付费点+AI 特效引流；扩充 toB 生产力场景产品新品类。

toC 生活场景悦己消费属性被低估。拍摄美化满足悦己、社交需求；从用户画像看，女性是主要用户，但男性对修图亦有较高接受度，90 后、00 后是主要用户，代际迁移是拍摄美化行业付费率提升的重要驱动。出游是拍摄美化的重要场景，拍照、修图等软件付费较其他旅游支出金额更低，而分享“美化”图片至社交网络可充分满足甚至升级用户社交需求和出游体验。

股价表现的催化剂

美图产品功能出圈（验证产品力）；toB 生产力场景增加战略合作；出海超预期（如类似 AI 换装的功能运营带动用户增长、付费增长加速）。

核心假设风险

美图产品迭代不及预期，国内海外影像工具竞争加剧。

目录

1. 国内影像工具领军，穿越周期，GenAI 焕新.....	6
2. toC 生活场景悦己消费属性被低估	12
3. toB 生产力场景国内竞争极大缓解	18
4. 出海加大投入后已有成效	20
5. 盈利预测和估值.....	25
风险提示.....	27

图表目录

图 1：美图公司历史沿革.....	6
图 2：美图公司产品矩阵.....	6
图 3：全球创意工具市场空间及美图针对该领域的产品矩阵.....	7
图 4：美图公司业务结构（%）	8
图 5：美图公司分业务 YoY（%）	8
图 6：美图公司营业收入（亿元，%）	8
图 7：美图公司调整后归母净利润（亿元）	8
图 8：美图公司费用结构（百万元）	9
图 9：美图公司与可比公司费用结构（%）	9
图 10：美图设计室生成式 AI 功能	11
图 11：修图人群的兴趣度占比.....	12
图 12：25 年 1 月女性用户拍摄美化 APP 行业代际分布	12
图 13：25 年 1 月拍摄美化 APP 行业性别分布	12
图 14：25 年 1 月女性用户拍摄美化 APP 行业代际分布	12
图 15：部分拍摄美化 APP 代际分布	13
图 16：2024 年 5 月拍摄美化行业用户规模 TOP5 APP 及用户使用间隔分布	13
图 17：美图秀秀用户活跃时间.....	14
图 18：美图秀秀用户活跃节点.....	14
图 19：美图秀秀和美颜相机 MAU（期末，百万）	15
图 20：美图秀秀 MAU（百万）	15
图 21：24 年 5 月拍摄美化行业用户规模 TOP5 APP MAU（百万）	15
图 22：25 年 1 月拍摄美化行业用户规模 TOP5 APP 女性 MAU（百万）	15
图 23：美图公司国内生活场景付费空间测算.....	16
图 24：泛娱乐典型公司 2024 年付费率（%）	16
图 25：泛娱乐典型公司 2024 年月 ARPPU（元）	16
图 26：美图设计室 workflow.....	18
图 27：开拍 workflow	18
图 28：美图公司海外 MAU（百万）	20
图： 年 月美颜相机 AI 换装功能推出后在多个东南亚国家登顶下载总榜 .	

图 30: 25 年 2 月美颜相机发布的 AI 换装功能, 可实现较为出色的一键换装效果21

图 31: BeautyCam 在全球 iOS 摄影与录像免费榜不同排名区间的国家和地区数量22

图 32: Meitu 在全球 iOS 摄影与录像免费榜不同排名区间的国家和地区数量....22

图 33: Meitu 与 Hypic 在全球 iOS 摄影与录像免费榜不同排名区间的国家和地区数量
.....23

表 1: 国内主要拍摄美化产品上线时间7

表 2: 蔡文胜先生、吴欣鸿先生过往履历8

表 3: 美图影像研究院 (MT Lab) 2023-2025 部分技术成果9

表 4: 美图秀秀 2023 版本更新情况.....10

表 5: 2025 年春季 90 后、00 后人群偏好 APP TOP10.....13

表 6: 部分节假日国内出游数据14

表 7: 美图系与字节系核心拍摄美化 APP 会员订阅价格比较 (元, 使用 iOS 价格) 15

表 8: 国内海外悦己消费会员定价比较16

表 9: 美图生活场景产品与生产力场景产品 iOS 会员订阅价格比较 (元)18

表 10: 美图设计室针对电商场景持续更新迭代优化功能19

表 11: 2025/6/14 部分国家 iOS 摄影与录像免费榜 TOP5.....21

表 12: 海外核心 B 端设计工具对比, 美图主打轻量级电商等设计场景23

表 13: 全球 B 端生产力场景创意工具梳理 (单位: 百万美元)24

表 14: 美图公司盈利预测 (百万元, %)25

表 15: 美图公司可比估值.....26

表 16: 美图公司目标估值.....26

1. 国内影像工具领军，穿越周期，GenAI 焕新

美图公司于 2008 年成立，是一家以美为内核，以人工智能为驱动力的科技公司。公司以影像编辑软件“美图秀秀”为起点，逐步构建覆盖影像工具（如美颜相机、Wink）、设计产品（如美图设计室）、美业解决方案（如美图宜肤、美得得）的多元生态。

图 1：美图公司历史沿革



资料来源：美图公司官网，申万宏源研究

图 2：美图公司产品矩阵



资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

创意工具整体市场仍将保持扩容。根据 Adobe 测算，2024 年图像生产力行业市场空间为 亿美元，潜在客户群体包括 万专业设计师（对应 亿市场空间）、 亿

传播者（对应 310 亿市场空间）、40 亿大众用户（对应 70 亿市场空间），并预计 27 年市场空间为 910 亿美元，对应 CAGR 为 13%。

图 3：全球创意工具市场空间及美图针对该领域的产品矩阵



资料来源：Adobe 官网，美图官网，申万宏源研究

以 Adobe 为代表的专业设计工具，强调图片编辑的自由度，并提供丰富、高效的辅助工具，旨在让用户更精细、更深入地对图片进行修改，但通常学习门槛较高、普通用户使用有一定难度。美图产品初衷即为“让变美这件事情简单化”。

拍摄美化是小而美赛道，产品力需要审美（用户需求洞察）+技术（需求实现，主要基于 AI），有一定运营和技术门槛。美图推出产品较早且持续深耕，十余年积累深厚技术能力+审美数据+用户心智。腾讯系、海外 SNOW 资源投入不足，字节系发力较晚（2018 年收购 FaceU 脸萌）。

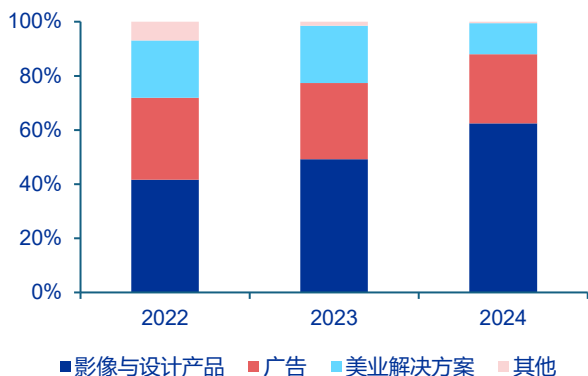
表 1：国内主要拍摄美化产品上线时间

	美图系	腾讯系	字节系	SNOW (韩国)
图片美化	美图秀秀 (2008PC 版, 2011 移动版)	天天 P 图 (2014)	醒图 (2020)	
拍照摄影	美颜相机 (2013)		FaceU (2015, 2018 年被字节收购) 轻颜相机 (2018)	B612 咔叽 (2016)

资料来源：美图公司官网，点点数据，界面新闻，申万宏源研究

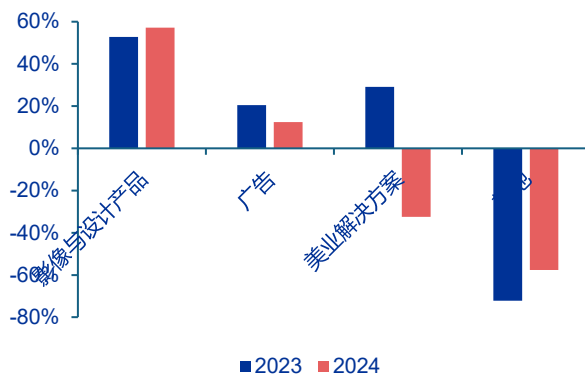
付费转型成功，驱动公司业绩高增。公司影像软件 20 年起转型付费，24 年收入占比已达到 62%（影像与设计产品业务口径），是当前公司增速最快的业务；利润率较高，带动公司 22-24 年整体调整后归母净利润增速高于收入增速。

图 4：美图公司业务结构（%）



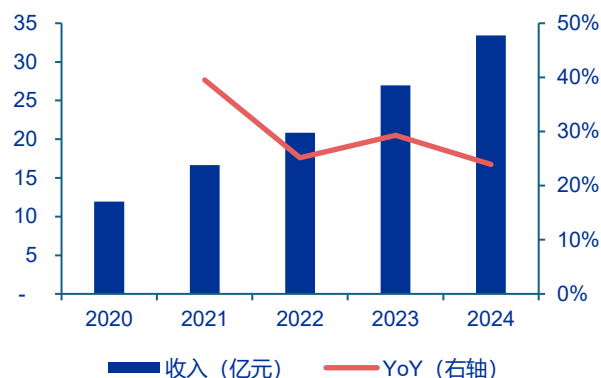
资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

图 5：美图公司分业务收入 YoY（%）



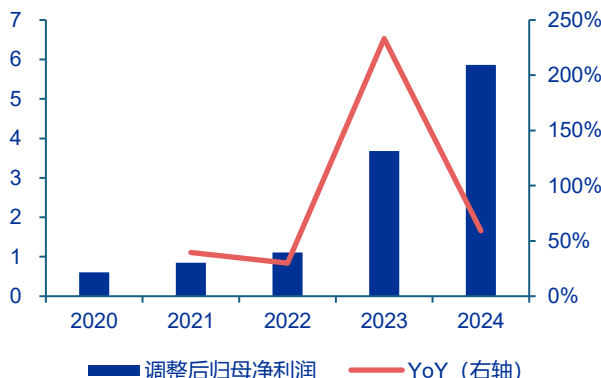
资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

图 6：美图公司营业收入（亿元，%）



资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

图 7：美图公司调整后归母净利润（亿元，%）



资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

我们认为公司 2023 年后基本面发生实质性变化：1) 管理层更换，业务聚焦；2) GenAI 提升公司产品力。

管理层更换，业务聚焦。2023 年 6 月 1 日，创始人兼 CEO 吴欣鸿先生接替蔡文胜先生出任公司董事长。公司截至 2024 年 12 月 4 日出售全部加密货币，获利 5.71 亿元，其中 80% 作为特别股息，剩余部分作为一般运营资金。公司表示“将会更加专注于核心影像与设计产品业务上的发展”。

截至 2024 年 12 月 31 日，蔡文胜先生持股 23.45%，吴欣鸿先生持股 12.44%。根据公司公告，蔡文胜先生于 2025 年 2 月 17 日至 2 月 21 日减持 2.81%；吴欣鸿先生将于 2025 年 3 月 18 日后于适当时候增持公司股份，此前未减持过，2018 年 5 月 10 日后多次增持。

表 2：蔡文胜先生、吴欣鸿先生过往履历

过往履历

	过往履历
蔡文胜	2004 年 8 月创立北京二六五科技有限公司（网络导航服务），任董事长至 2008 年，主导公司战略发展。2007 年该公司被谷歌收购。 - 曾投资暴风集团、58 同城、飞鱼科技。 2009 年 1 月至 2013 年 10 月任 4399 网络股份有限公司董事长。
吴欣鸿	- 从 3 岁开始学习画画，中学时期在中国美术学院进修 2 年，学习油画。 - 曾推出 520.com、火星文输入法等产品。

资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

AI 是美图公司产品的基础。根据公司财报，83%用户在美国产品中使用 AI 功能（24 年 12 月 16 日-24 年 12 月 22 日均值）。**美图 2010 年成立了核心研发部门——美图影像研究院（MT Lab），**致力于计算机视觉、深度学习、计算机图形学等 AI 相关领域的研发。曾先后荣获国家科学技术进步奖、教育部技术发明奖，同时在 CVPR、ICCV、ECCV 等国际计算机视觉顶级赛事中斩获十余项冠军亚军奖项，并在人工智能领域顶级会议与顶级期刊上累计发表 49 篇学术论文（截至 24 年 5 月）。

表 3：美图影像研究院（MT Lab）2023-2025 部分技术成果

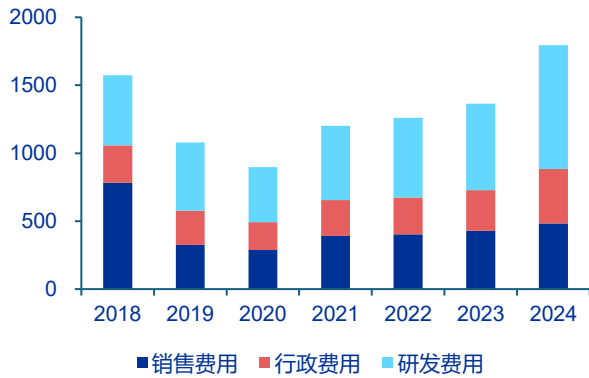
时间	技术成果
2023	MT Lab 与中国科学院大学提出正则化方法 DropKey，用于缓解 Vision Transformer 中的过拟合问题，该论文已被 CVPR 2023 接收。
	MT Lab 与中国科学院大学共同提出盲人脸图像修复方法 DiffBFR，用于修复退化模型未知的低质量图像，该论文已被 ACM MM 2023 接收。
	MT Lab 与中国科学院大学突破性地提出基于文生图模型的视频生成新方法 EI ² ，用于提高视频编辑过程中的语义和内容两方面的一致性，该论文已被 NeurIPS 2023 接收。
2024	MT Lab 与中国科学院信息工程研究所、北京航空航天大学、中山大学共同提出了 3D 场景编辑方法——CustomNeRF，同时支持文本描述和参考图像作为 3D 场景的编辑提示，该研究成果已被 CVPR 2024 接收。
	CVPR 2024 举办的第 3 届野外像素级视频理解挑战赛（The 3rd Pixel-level Video Understanding in the Wild, PVUW），MT Lab 斩获视频语义分割（VSS）、复杂场景视频目标分割（MOSE）双赛道亚军，视频全景分割挑战赛（VPS）赛道季军。
	MT Lab 受邀出席第 33 届国际人工智能联合会议（International Joint Conference on Artificial Intelligence, 简称 IJCAI）。
2025	MT Lab 联合中国科学院大学提出了基于扩散模型的单张图像人脸风格化新方法 StyO，用于生成指定风格的人脸图像，尽可能保持原人脸图像内容和姿态，已被 AAAI 2025 接收。
	MT Lab 联合北京交通大学提出了超高分辨率抠图方法 MEMatte (Memory Efficient)，一个显存友好的自然图像抠图框架用于在显存受限的场景下（如商用显卡与边缘设备）进行高清图像的精细抠图。文章已被 AAAI 2025 接收。
	MT Lab 联合清华大学、新加坡国立大学、北京理工大学、北京交通大学等知名高校发布的 5 篇论文入选 CVPR 2025，均聚焦于图像编辑领域，分布在生成式 AI、交互式分割、3D 重建三个方面。

资料来源：美图影像研究院公众号，申万宏源研究

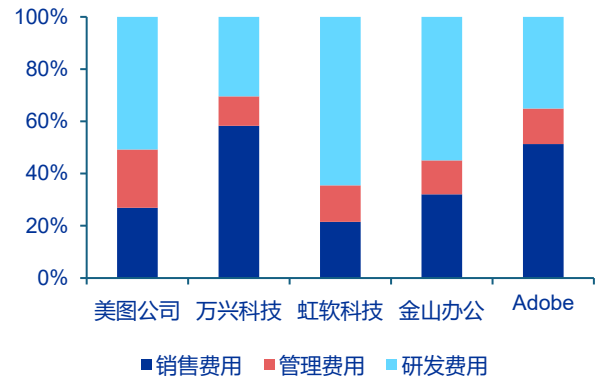
从费用结构看，公司为研发驱动而非销售驱动，24 年进一步加大研发投入。公司自 19 年起，研发费用在三费中占比最高；24 年进一步加大 AI 投入，研发费用同比增长 43%，在三费用占比超过 50%。

图 8：美图公司费用结构（百万元）

图 9：美图公司与可比公司 2024 年费用结构（%）



资料来源：美图公司财报，申万宏源研究



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

注：Adobe 使用 FY24 数据

GenAI 拓展美图公司产品边界：

对于 toC 生活场景：此前通过深度学习 AI 算法已可实现部分功能，GenAI 增加了更多身材、五官、妆容调整功能，比如直角肩、去双下巴、卷发等效果。此外、动漫特效等 AI 特效效果易引发用户尝鲜，实现产品导流。

表 4：美图秀秀 2023 版本更新情况

版本更新日期	版本号	更新日志
2023/1/5	9.7.60	【图片美化】新增「AI 照相馆」；【面部丰盈】支持卧蚕、眉弓、嘴角等部位调整；【男生轻修】首页新增功能
2023/2/11	9.8.00	【美容修容笔】新增画笔素材，支持自由取色；【老照片上色】首页新增功能
2023/2/23	9.8.10	【面部重塑】新增「下颌线」；【面部丰盈】新增「鼻基底」
2023/3/11	9.8.20	【视频美容】美颜新增「祛眼袋」，【身材美型】「小头」新增手动模式。新增部位「直角肩」「天鹅颈」「瘦手臂」「丰胸」；【去水印】功能支持「文字消除」；【创意玩法】新增「真人撕漫」和「特效」
2023/3/24	9.8.30	【人像美容】美发功能新增「直发」，面部丰盈新增「面颊」，双眼皮功能新增「内双」效果
2023/4/7	9.8.50	【AI 动漫】一键导入真人视频，变身动漫人物；【创意玩法】新增 bling、鱼眼、过曝等效果
2023/4/20	9.8.60	AI 玩法新增【文生图】【AI 动漫】【AI 简笔画】【创意玩法】；【美容美发】新增「增发量」
2023/5/4	9.8.70	美化创意玩法上线超多 AI 特效，照片变漫画；【美容一键美颜】新增表情生成素材
2023/5/19	9.8.80	面部重塑新增表情重塑，自然微调表情
2023/6/2	9.8.90	AI 生成童年照，新增“内眼角”、“瞳瞳大小调整”
2023/6/15	9.9.00	【美容修容笔】新增「肤色」
2023/7/4	9.9.15	AI 扩图智能填补画面；【面部重塑】新增「去双下巴」；【增高塑形】新增「手动美体」；【视频美容】新增「美发」功能，染发蓬松补发缝，新增「身体磨皮」，「精致五官」新增下颌线，眼部精修
2023/7/13	9.9.20	消除笔新增「AI 移除」，无痕消除画面多余元素；【图片美容】美发发型新增自然「卷发」效果；【面部重塑】新增发际线、外眼角、眼尾等部位
2023/7/27	9.9.30	消除笔「AI 移除」；「AI 扩图」扩展画幅，支持自由选区和不同比例；新增「AI 调色」支持导入目标图片生成滤镜效果；【面部重塑】新增「面部流畅」及更多脸型部位。
2023/8/10	9.9.50	美容 AI 美发新增「光泽发」；【美容美白】支持手动涂抹和擦除，精准局部美白
2023/8/29	9.9.60	美化编辑新增「AI 扩图」，支持自由比例扩展画幅
2023/9/8	9.9.70	美化新增「AI 字体」智能生成真实材质风格文字，首期上新气球文字、橡皮泥文字
2023/9/21	9.9.80	【相机美颜】新增嘟嘟唇、颅顶调节；【视频美容】新增手动去油光、肤质调节、瞳孔大小
2023/10/11	9.9.90	【面部重塑】新增面部倾斜、嘴唇倾斜；【拼接拼图】新增横拼模式
2023/11/23	9.10.10	首页新增「AI 写真」在家拍大片，AI 生成场景妆造
//	..	【美容美白】重磅更新「匀肤」功能；相机风格妆新增「局部美妆」

版本更新日期	版本号	更新日志
2023/12/7	9.10.30	【增高塑形】新增「美胯」「脖子粗细」；【美化文字】新增「字号」调整；【相机美颜】五官新增「丰唇」
2023/12/21	9.10.51	AI 写真新增「概念写真」用 1 张照片生成质感大片；美化创意玩法新增「魔法天空」轻松一键换天；【图片美容】支持多人脸重新识别；增高塑形新增「脖子长短」

资料来源：AppStore，点点数据，申万宏源研究

对于 toB 生产力场景：不需要实际拍摄、布景修图，即可实现虚拟模特试衣和商品渲染。toB 产品扩展打开美图收入空间，从泛生活领域切入电商商家、自媒体等客群。

图 10：美图设计室生成式 AI 功能

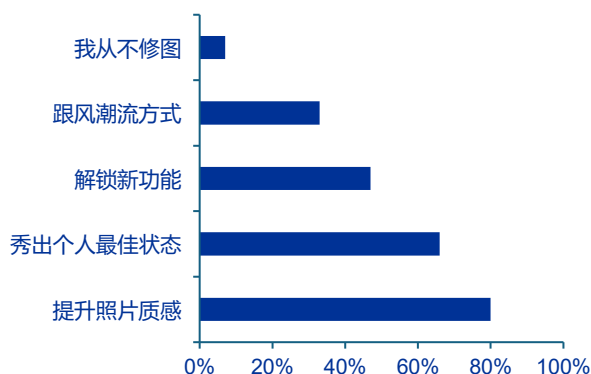


资料来源：美图公司，申万宏源研究

2. toC 生活场景悦己消费属性被低估

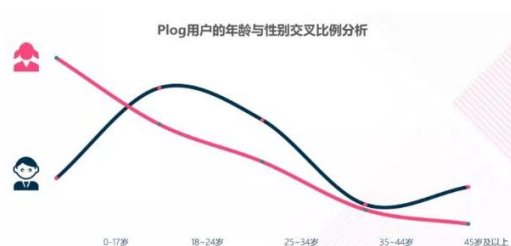
拍摄美化满足悦己、社交需求，年轻用户需求更旺盛。用户在社交平台分享照片满足了分享个人生活方式、获取圈层认同等心理需求；“出片”已经成为小红书等平台的热词。根据美图公司《2020 女性 Plog 行为研究报告》，超过 90% 用户对修图都具有兴趣，25 岁以下用户（即 95 后）在 Plog 用户中渗透率更高。

图 11：修图人群的兴趣度占比



资料来源：美图公司《2020 女性 Plog 行为研究报告》，申万宏源研究

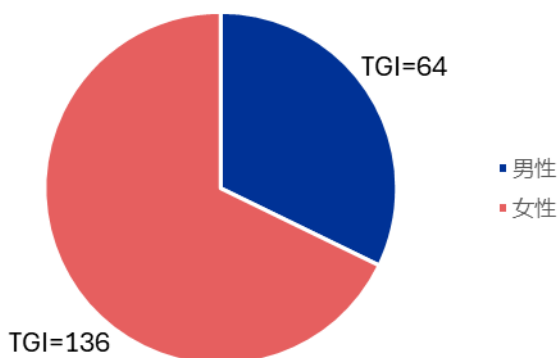
图 12：Plog 用户的年龄与性别交叉比例分析



资料来源：美图公司《2020 女性 Plog 行为研究报告》，申万宏源研究

从拍摄美化活跃用户画像看：1) 按性别，女性是主要用户，但男性对修图亦有较高接受度。根据 QuestMobile 数据，2025 年 1 月拍摄美化 APP 用户中女性占比超过 67%，女性用户渗透率高于全网。根据美图公司 2023 年发布的《男生修图偏好 11 问》，根据用户调研，大部分男生表示“觉得修图很正常，他们也希望能把照片修的好看把更美好的东西分享给大家”。2) 按年龄，90 后、00 后是主要用户，根据公众号数聚世界，美图秀秀及醒图 90 后+00 后用户占比均超过 50%。90 后、00 后具有更好的互联网付费习惯，代际迁移是拍摄美化行业付费率提升的重要驱动。

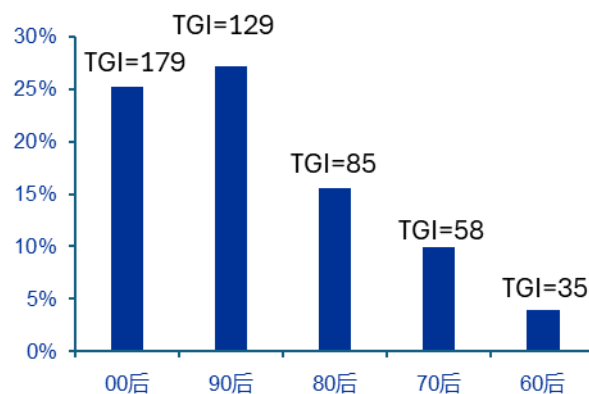
图 13：25 年 1 月拍摄美化 APP 行业性别分布



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

注：活跃占比 TGI，目标人群某个标签属性的月活跃除以全网具有该标签属性的月活跃占比*100

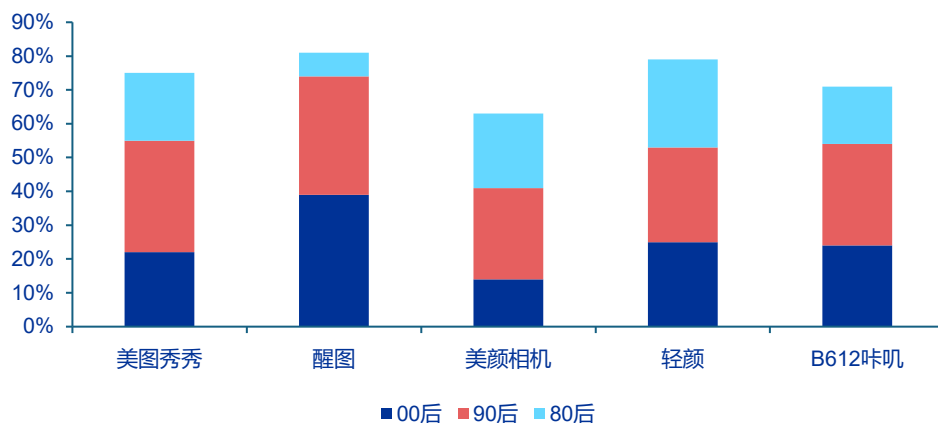
图 14：25 年 1 月女性用户拍摄美化 APP 行业代际分布



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

注：活跃占比 TGI，目标人群某个标签属性的月活跃除以全网具有该标签属性的月活跃占比*100

图 15：部分拍摄美化 APP 代际分布



资料来源：公众号数聚世界，申万宏源研究

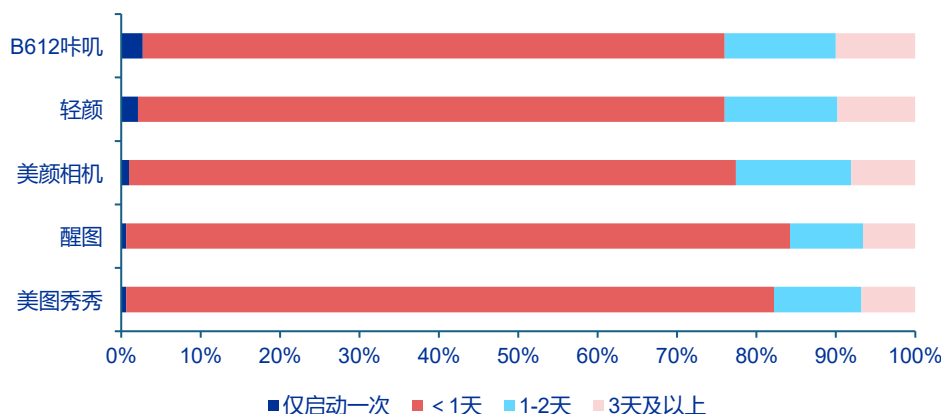
表 5：2025 年春季 90 后、00 后人群媒介偏好 APP TOP10

	90 后	00 后
1	得物	哔哩哔哩
2	网易云音乐	芒果 TV
3	芒果 TV	得物
4	闲鱼	网易云音乐
5	携程旅行	小红书
6	哔哩哔哩	微博
7	微博	美图秀秀
8	优酷视频	快手
9	美图秀秀	优酷视频
10	汽水音乐	闲鱼

资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

拍摄美化粘性较高。拍摄美化虽然为工具型产品，但解决用户重要需求，使用频次较高，根据 QuestMobile24 年 5 月数据，拍摄美化行业前五大 APP 使用间隔小于 1 天的用户占比超过 70%。

图 16：2024 年 5 月拍摄美化行业用户规模 TOP5 APP 及用户使用间隔分布



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

出游是拍摄美化的重要场景。根据美图公司《2020 女性 Plog 行为研究报告》，周末、节假日、用餐时刻是用户活跃高峰期。2019 年人均启动次数省份 TOP5 分别为海南、新疆、云南、广西、福建，旅游资源均较为丰富。

图 17: 美图秀秀用户活跃时间

图 18: 美图秀秀用户活跃节点



资料来源: 美图公司《2020 女性 Plog 行为研究报告》，申万宏源研究



资料来源: 美图公司《2020 女性 Plog 行为研究报告》，申万宏源研究

我们认为美图公司 2023 年后付费快速增长，除公司战略聚焦，自身产品迭代有关，也与出游恢复强相关。“精装的朋友圈，毛坯的旅行体验”等走红，拍照、修图等软件付费较其他旅游支出金额更低，而分享“美化”图片至社交网络可充分满足甚至升级用户社交需求和出游体验。

表 6: 部分节假日国内出游数据

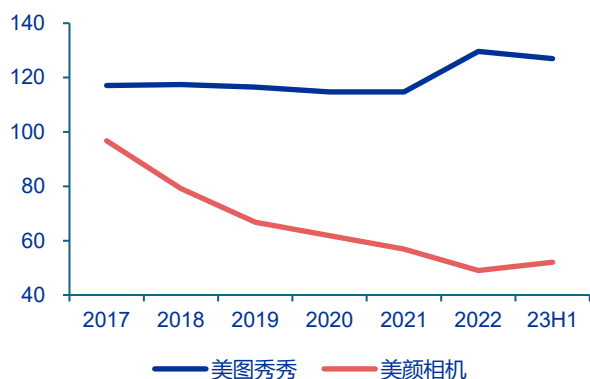
年份	假期	天数	出游人次 (亿)	YoY	每人每天花费 (元)
2023	春节	7	3.08	23.1%	174
	五一	5	2.74	70.8%	108
	中秋+国庆	8	8.26	71.3%	114
2024	春节	8	4.74	34.3%	167
	五一	5	2.95	7.6%	113
	国庆		.	.%	

年份	假期	天数	出游人次 (亿)	YoY	每人每天花费 (元)
2025	春节	8	5.01	5.9%	169
	五一	5	3.14	6.4%	115

资料来源：文旅部，申万宏源研究

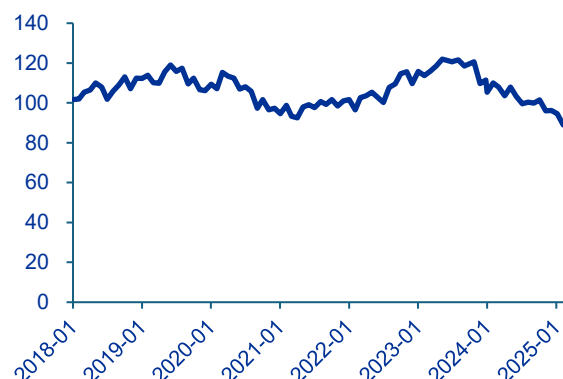
美图公司稳居国内拍摄美化赛道领军，已形成强用户心智。美图公司国内两大核心产品美图秀秀、美颜相机分别在国内图片美化和拍照摄影赛道保持领军位置。拍照摄影赛道竞争较为激烈，APP 较多（美颜相机、轻颜、B612 咔叽等），并且有手机原生相机竞争，美颜相机用户有一定下滑。图片美化赛道竞争卡位相比拍照摄影更重要，美图秀秀当前仍是美图公司用户量最大的产品，整体用户规模较稳定，并且已集成拍照功能，美图秀秀当前主要竞品为字节系醒图，与美图秀秀用户规模仍有差距。

图 19：美图秀秀和美颜相机 MAU（期末，百万）



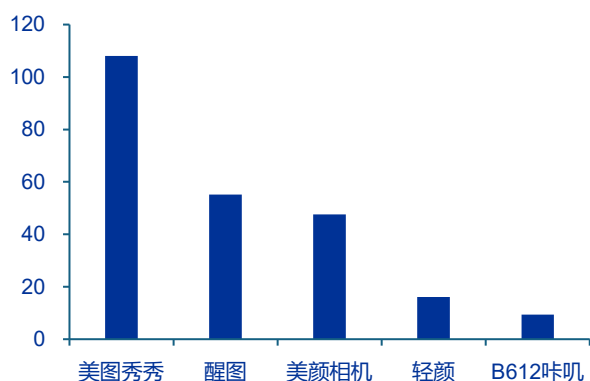
资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

图 20：美图秀秀 MAU（百万）



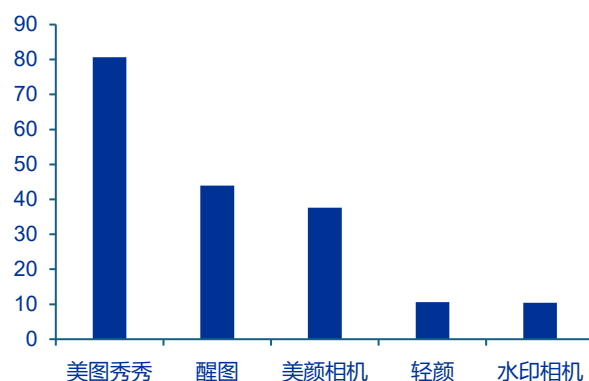
资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 21：24 年 5 月拍摄美化行业用户规模 TOP5 APP MAU（百万）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 22：25 年 1 月拍摄美化行业用户规模 TOP5 APP 女性 MAU（百万）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

表 7：美图系与字节系核心拍摄美化 APP 会员订阅价格比较（元，使用 iOS 价格）

公司	产品	连续包月	连续包年	产品	连续包月	连续包年
美图系	美图秀秀	15	128	美颜相机	15	118
字节系	醒图	18	118	轻颜	12	98

资料来源：各 APP，申万宏源研究

怎么看付费空间：

- MAU：美图秀秀、美颜相机均保持细分赛道领军，形成强用户心智，预计保持稳定。
- 付费率：拍摄美化产品在 90 后、00 后渗透率较高，出游是重要场景，代际迁移是付费率提升的重要驱动；美图公司推出的针对欧美的“美图秀秀”产品 AirBrush 于 22 年付费率即已达到 10%，欧美付费率更高，欧美对于拍摄美化的需求弱于国内但付费意识更强，中性预计国内付费率天花板为 10%。
- ARPPU：用户实际 ARPPU 已经较为接近名义定价，对比美国，国内拍摄美化定价与长视频、音乐等其他订阅制泛娱乐定价价差不大（年费口径比较），而美国有价差（也是影响付费率天花板的因素），判断提价空间较小，通过收减折扣等提升 ARPPU。

表 8：国内海外悦己消费会员定价比较

	修图	音乐	长视频
国内	美图秀秀	QQ 音乐	芒果 TV
会员定价	VIP 连续包月-15 元 VIP 连续包年-128 元 SVIP 连续包月-30 元	豪华绿钻连续包月-15 元 超级会员连续包月-30 元	VIP 连续包月-22 元 SVIP 连续包月-28 元
美国	AirBrush	Spotify	Netflix
会员定价	月费-12.99 美元 年费-43.99 美元	学生订阅月费-5.99 美元 个人订阅月费-11.99 美元	含广告月费-7.99 美元 标准套餐月费-17.99 美元

资料来源：各 APP，申万宏源研究

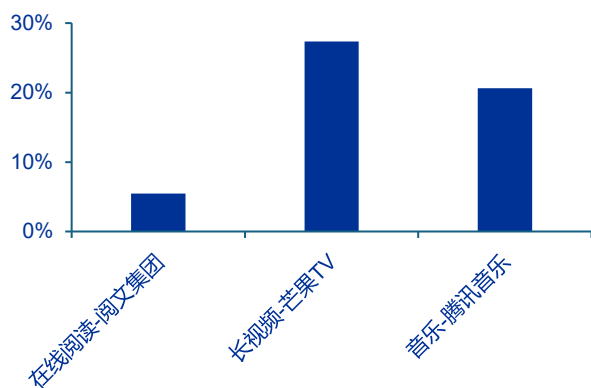
图 23：美图公司国内生活场景付费空间测算

	2022	2023	2024	假设条件→	长期
付费收入 (百万元)	450	538	893		2,702
期末 MAU (百万)	153	154	150	产品已形成强用户心智，用户盘稳固	150
期末付费率 (%)	2.5%	3.3%	4.5%	更早进行会员订阅变现的海外版“美图秀秀” Airbrush23年付费率已达到12%	10.0%
期末付费用户数 (百万)	3.8	5.1	6.8		15
月ARPPU (元)	11.0	10.0	12.5	VIP连续包月为15元，SVIP连续包月为30元	15

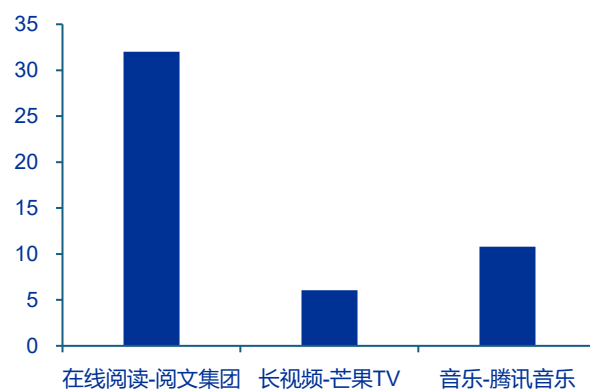
资料来源：美图公司财报，申万宏源研究测算

图 24：泛娱乐典型公司 2024 年付费率 (%)

图 25：泛娱乐典型公司 2024 年月 ARPPU (元)



资料来源：各公司财报，QuestMobile，申万宏源研究



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

3. toB 生产力场景国内竞争极大缓解

美图核心 toB 产品包括：1) 美图设计室，主打 AI 商品图与 AI 商品视频等商品物料制作；2) 开拍，主打商品口播视频，提供生成及剪辑能力。

图 26：美图设计室 workflow



资料来源：美图公司，申万宏源研究

图 27：开拍 workflow



资料来源：美图公司，申万宏源研究

toB 有效降本，需求成立，客单价更高。美图设计室使用 AI 操作代替传统棚拍，大幅减少人力，缩短时间。根据《经济观察报》对某电商商家访谈，此前每月上新需要在摄影棚内拍摄，提前 10 天和摄影师打好招呼，每月花费数千元；现在一个人一台手机，半小时就能做完；使用美图设计室，批量导入商品图，AI 可以自动完成抠图和商品图、海报的生成，并且图片尺寸可以自动适配不同电商平台。

表 9：美图生活场景产品与生产力场景产品 iOS 会员订阅价格比较（元）

	美图秀秀	美颜相机	美图设计室	开拍
--	------	------	-------	----

	美图秀秀	美颜相机	美图设计室	开拍
连续包月	15	15	30	30
连续包年	128	118	218	218

资料来源：AppStore，申万宏源研究

美图设计室产品持续迭代，收入起量。AI 商品图功能 23 年 4 月上线；截至 24 年 3 月，服务电商用户 218 万，累计生成商品图 1.3 亿张。24 年收入 2 亿元，同比翻倍；期末会员数 113 万，对应月 ARPPU 为 16.7 元。

表 10：美图设计室针对电商场景持续更新迭代优化功能

推出时间及版本	功能	功能简介
2024 年 6 月-美图设计室 V3	AI 批量设计	导入一大批商品原图，AI 就能自动完成抠图，生成商品图和海报，并自动适配电商平台的多种物料尺寸
	AI 商品视频	包括商品图转视频、3D 商品及视频设计等功能，可实现用手机快速完成 3D 商品、视频生成
	团队协作	设计师可将 Logo、品牌色、字体、模板等设计资源，上传到共享资源库，团队成员均可访问资源完成设计
2023 年 12 月	AI 商拍	聚焦商品拍摄的智能解决方案
2023 年 6 月-美图设计室 V2	AI 潮鞋	线稿图转化为创意效果图，为鞋服行业提供辅助设计服务
	AI 商品图	上传商品图，AI 生成场景图，帮助电商从业者解决产品拍摄难题
	AI 模特	上传图片，定制专属 AI 模特，解决商家没有模特的问题
	AI 试衣	无需模特拍摄，AI 生成试穿图，降低商家模特图拍摄成本
	AI 海报	AI 一键生成宣传海报，优化商品宣传

资料来源：美图官网，申万宏源研究

美图在淘天及抖店 AI 商拍比赛均领先，验证强产品力。2023 淘宝天猫开放生态 AIGC 挑战赛，以“AI 生产电商商品主图”为主题，“服饰鞋靴、快消美妆、家装家电”三大行业赛道，63 家公司参赛，美图设计室斩获“快消美妆”和“家装家电”的双赛道冠军。2023 抖店开放生态创新应用大赛，开放“内容创作工具”“AI 创新应用”“移动端经营提效”三大赛道，美图设计室“AI 商拍”荣获 AI 创新应用赛道一等奖。

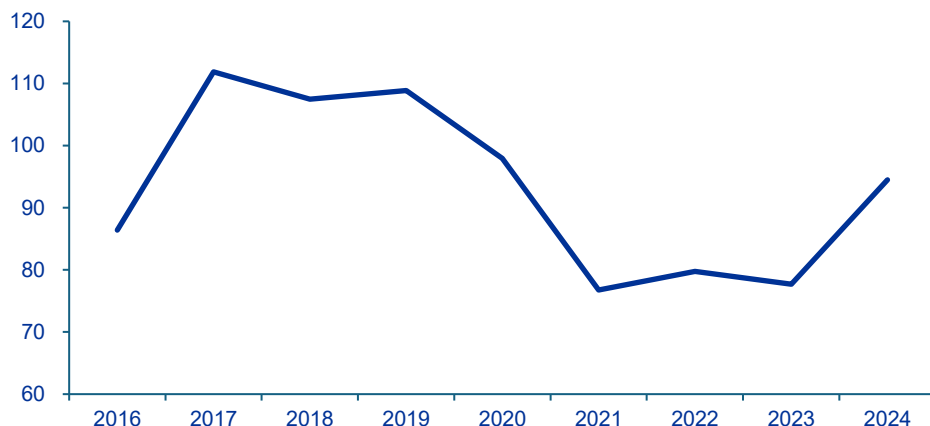
对于 toB 生产力场景，此前市场主要担心竞争，特别是电商平台相关产品，美图对比其他独立厂商用户心智更强。美图战略合作阿里，竞争问题极大缓解。

阿里投资美图加强合作，体现美图在设计领域的产品力优势，合作将有效实现电商场景引流，美图生产力场景变现确定性提升。2025 年 5 月 20 日，美图公告阿里巴巴以可转债形式向美图投资 2.5 亿美元，转股行权价为 6 港元。阿里巴巴将在旗下的电商平台优先推广美图 AI 电商工具，同时协助美图开发以数据驱动的电生图及生视频的新工具及新功能。美图公司则承诺未来三年向战略投资者阿里巴巴采购不低于 5.6 亿元的云服务。本次合作为双方业务互补，美图生产力工具有望在阿里巴巴的支持下加速向淘天、Lazada 等国内海外电商平台的中小电商客户渗透。

4. 出海加大投入后已有成效

美图 2014 年即开始出海，24H2 以来加大投入，已经在美国、澳大利亚、英国等地设立办公室并招聘海外工作人员，并将业务骨干投向海外市场拓展业务，根据当地市场差异化需求进行产品设计。2024 年美图海外 MAU 为 9450.5 万，同比增长 22%，占整体 MAU 的 36%。

图 28：美图公司海外 MAU（百万）



资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

C 端海外：AI 换装功能成为爆款，美图有望凭借出色体验持续拓展市场

生活场景来看，美图公司已形成海外产品矩阵，在欧美、东南亚等地区形成影响力，包括 Meitu(美图秀秀海外版)、BeautyCam(美颜相机海外版)、AirBrush(人脸修图 APP)等产品。

爆款 AI 功能发布推动美图海外 MAU 重回增长通道。“AI 发型”让美图秀秀海外版登顶印尼 App Store 总榜。2025 年 2 月，“AI 换装”使得美颜相机海外版登顶新加坡、泰国、越南等 12 个国家和地区的 App Store 总榜。

图 29：25 年 2 月美颜相机 AI 换装功能推出后在多个东南亚国家登顶下载总榜



资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

从生活场景工具来看，欧美市场与东南亚市场有较大差异：

欧美市场：从用户需求来看，欧美用户对于生活场景美颜需求不高（追求自然），整体付费习惯较好。美图旗下的 AirBrush 主打集成出色美颜功能与 AI 玩法，在欧美市场占据一席之地。

东南亚市场：由于文化的相似性，用户审美、人像编辑需求和中国类似，但用户付费习惯还在培养中。美图在美颜相机中推出的 AI 换装功能成为爆款应用，推动美颜相机 MAU 快速增长，实际上是对用户需求深刻理解的结果。从竞争来看，东南亚市场仍在付费订阅习惯养成的初期，美图具备较强竞争力。

表 11：2025/6/14 部分国家 iOS 摄影与录像免费榜 TOP5

排名	美国	加拿大	英国	法国	澳大利亚
1	CapCut	CapCut	CapCut	CapCut	CapCut
2	Instagram	Instagram	Instagram	Instagram	Instagram
3	Twitch	Canva	Canva	Canva	Canva
4	YouTube	Snapchat	Edits	Snapchat	Snapchat
5	Snapchat	YouTube	Snapchat	Adobe Photoshop	YouTube
排名	日本	韩国	新加坡	泰国	马来西亚
1	Instagram	SNOW	CapCut	Meitu	Meitu
2	Canva	CapCut	Meitu	Canva	CapCut
3	CapCut	Meitu	Hypic	Fomz	Canva
4	BeautyPlus	Dazz	Instagram	BeautyCam	Instagram
5	Meitu	EPIK	Picsart	CapCut	YouTube

资料来源：七麦数据，申万宏源研究

AI 换装的成功，实际上是技术积累进步+文化相似性共振+本地化运营的结果。美颜相机的 MAU 提升，更多凭借 AI 换装功能的出色表现+社交传播为主，KOL 营销为辅，体现产品力带来的正向推动作用。

1) 是算法精进+对美学追求积累的结果：相比于此前的 AI 换装功能，美图在图片精细化识别+切割算法上的进步带来了使用体验的跨台阶提升，在服装更换的描边细节、整体图片色彩自动跟随调整等效果上表现出色；

2) 借势文化共性推动社交传播：AI 换装借势 Kpop 明星同款服装蝴蝶裙的社媒传播，低成本撬动东南亚韩流粉丝经济。用社媒裂变代替广告硬投放；

3) 本地化运营：BeautyCam 的算法会依据东南亚人种的身形比例，将腰臀比微调至当地审美偏好的 0.7；而在越南，团队为“财神爷”服饰添加了动态红包特效，因为调研显示越南用户对中式吉祥符号的接受度较高。美图国际业务负责人曾透露，AI 模型训练时会刻意收录东南亚多元肤色、面部特征的数据集，甚至邀请当地设计师参与服饰元素创作。这种“全球框架+区域插件”的策略，让 BeautyCam 既保持了“一键换装”的普适性，又能让泰国人觉得唐装上有熟悉的金线刺绣，马来西亚用户发现头巾配色符合伊斯兰文化。

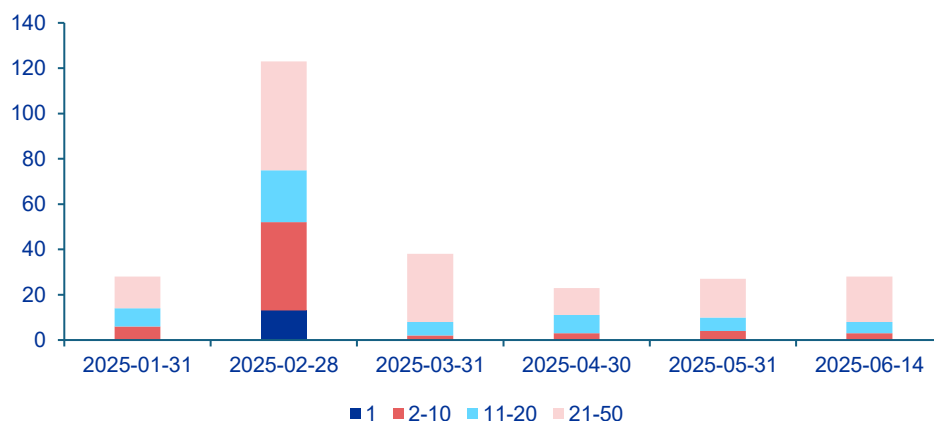
图 30：25 年 2 月美颜相机发布的 AI 换装功能，可实现较为出色的一键换装效果



资料来源：美图公司公众号，申万宏源研究

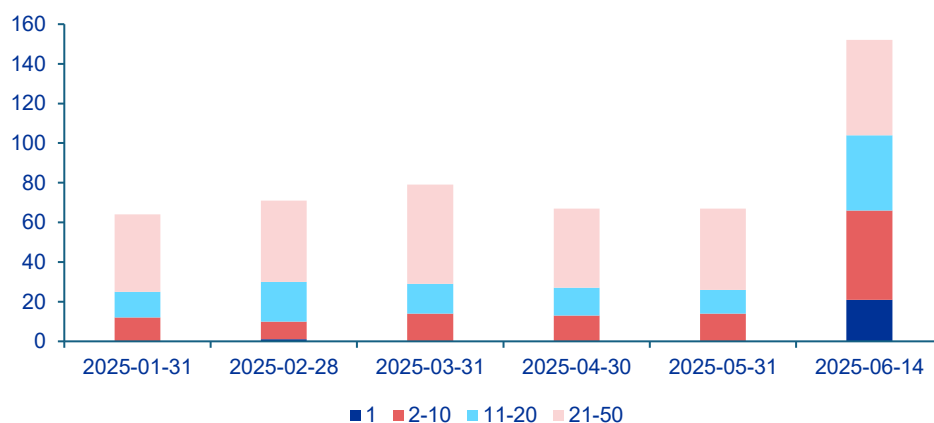
BeautyCam 后，近期 Meitu 在海外起量。根据点点数据，6月14日，Meitu 在 21 个国家和地区排名 iOS 摄影与录像免费榜第一。醒图亦有海外版 Hypic，排名在当地前 10 名的国家和地区数少于 Meitu。

图 31：BeautyCam 在全球 iOS 摄影与录像免费榜不同排名区间的国家和地区数量



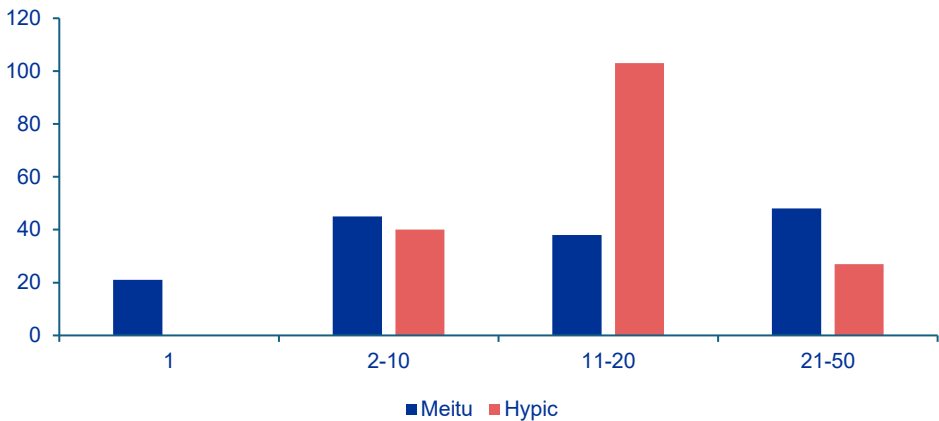
资料来源：点点数据，申万宏源研究

图 32：Meitu 在全球 iOS 摄影与录像免费榜不同排名区间的国家和地区数量



资料来源：点点数据，申万宏源研究

图 33: Meitu 与 Hypic 在全球 iOS 摄影与录像免费榜不同排名区间的国家和地区数量



资料来源：点点数据，申万宏源研究
注：为 2025/6/14 数据

B 端海外：轻量级设计市场快速扩容，美图有望占据一席之地

从核心厂商来看，专业设计工具领域 Adobe 凭借更精细的技术打磨和产品积累，已占据主导地位，Adobe Creative Cloud 在 2024 年年化收入/专业设计者市场空间约为 55%；此外，移动互联网的兴起拉动了传播者对于轻量级在线设计软件的需求，Canva（成立于 2013 年）、Figma（首个版本发布于 2016 年）通过提供便捷、编辑难度较低的在线设计软件，抢占传播者市场份额；美图主要面向电商场景。

表 12: 海外核心 B 端设计工具对比，美图主打轻量级电商等设计场景

	定价	主要功能	特点	目标用户	学习难度
美图公司-美图设计室	连续包月 30 元/月；包年 218 元/年；	AI 商拍，图像设计，PPT 设计等	主打零基础用户快速制作多场景（电商/社交/办公等）的高质量视觉内容，集成 AI 智能设计、海量模板与专业编辑工具的在线平台。	面向电商等领域的非设计师、营销人员	低
美图公司-开拍	连续包月 30 元/月；包年 198 元/年；	口播视频制作			
Adobe-Photoshop	连续包月 22.99 美元/月（个人版）；	专业平面设计、照片编辑、插图、视频、排版	精细控制： 包括对像素、矢量路径、排版、色彩空间（CMYK、Pantone 等）以及各种专业媒体（印刷、网络、视频）的输出设置的复杂调整。	专业人士、艺术家	高
Adobe-Creative Cloud All Apps	连续包月 59.99 美元/月（个人版）；		专业工具集： Photoshop 专注光栅图像处理 and 照片编辑领域，拥有先进的分层、蒙版和修饰功能。Illustrator 专注矢量图形，具有复杂的路径查找、渐变网格和精确的绘图工具。InDesign 专注专业页面布局和出版。		
Canva	包年 120 美元/年；	快速简便的图形设计、社交媒体、演示文稿	主要依赖拖放界面和大量预先设计的模板、库存照片、图形和字体库。 简化了创建社交媒体横幅、演示文稿、传单和基本视频编辑等设计任务。	非设计师、营销人员、教育工作者	低
Figma	包月 20 美元/月；包年 192 美元/年	UI/UX 设计、网页/应用原型设计、协作设计	专注于界面设计， 具有强大的矢量编辑工具、响应式设计的自动布局、交互式原型设计功能（带有过渡和动画）和可共享的设计系统等功能。基于网页，支持	UI/UX 设计师、设计团队	中等

实时协作。

资料来源：Adobe、美图、Canva、Figma 官网，申万宏源研究

全球轻量级创意工具市场格局仍在变化，后进厂商仍有拓展机会。基于专业软件基因的 Adobe 在更强调互联网属性的传播者市场未能保持压倒性优势，尽管 Adobe 在 2016 年推出 Adobe Spark (2021 年改版为 Adobe Express)，旨在轻量级设计市场保持竞争优势，但 Canva 和 Figma 仍通过主打易用性、用户使用友好抢占轻量级设计工具市场份额，2024 年 Canva/Figma 已分别实现 ARR 25.5 亿/6 亿美元。美图目前正推进美图设计室海外版 X-Design 的推广。

表 13：全球 B 端生产力场景创意工具梳理（单位：百万美元）

产品	公司	核心区域	2024 年营业收入/年化收入
Adobe Creative Cloud	Adobe	全球	13850
Figma	Figma	全球	600
Canva	Canva	全球	2550
美图（生产力工具）			
美图设计室/X-Design	美图公司	中国大陆	2 亿人民币

资料来源：点点数据，Adobe 财报，CNBC，The Information，申万宏源研究

注：除美图外，其余均为年化收入

预计美图生产力工具在 2025 年开始贡献业绩。美图在 2024 年后积极布局海外，并围绕设计和视频这两个场景，在中国内地以外的市场推出主打商品、物料制作和商品口播视频的生产力工具，生产力场景需要一定时间积累。

自身产品力积累、海外市场空间广阔为美图带来出海机会：1) 欧美等地区用户对创意工具的付费习惯培养较为充分，付费意愿较强，易实现收入；2) 东南亚等新兴市场正在快速崛起，仍有持续获取市场份额的空间；3) 美图自身已有较深的产品力积累，可根据自身灵活的产品策略、特定垂直领域的积累有望在海外取得更大市场空间。

5. 盈利预测和估值

收入端：我们认为影像与设计产品付费仍是公司核心增长驱动；toC 生活场景满足悦己社交需求；toB 生产力场景帮助电商商家有效降本，战略合作阿里后竞争极大缓解；在海外凭借强产品力+本地化运营，toC 已起量，toB 是中长期期权；将带动付费率和 ARPPU 提升；我们预计公司影像与设计产品 2025-2027 年收入增速为 42%/29%/21%。广告与产品流量有关，海外用户规模仍在增长，我们预计公司广告 2025-2027 年收入增速为 4%/4%/4%。美业解决方案等非核心业务仍将收缩。我们预计公司 2025-2027 年整体收入为 42.24/51.06/59.27 亿元，同比增长 26%/21%/16%。

利润端：利润率更高的影像与设计产品占比提升，偏固定的算力及云服务成本将被收入逐渐摊薄，公司毛利率仍将提升，我们预计公司 2025-2027 年毛利率为 70%/71%/72%。公司加大出海和 AI 投入，销售及营销开支和研发开支将增加，但是收入增长更快，仍将被摊薄。我们预计公司 2025-2027 年调整后净利润为 8.51/11.63/15.09 亿元，同比增长 45%/37%/30%。

表 14：美图公司盈利预测（百万元，%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	2,085	2,696	3,341	4,224	5,106	5,927
YoY		29%	24%	26%	21%	16%
1) 影像与设计产品	869	1,327	2,086	2,953	3,822	4,626
YoY		53%	57%	42%	29%	21%
期末 MAU	243	249	266	286	309	329
期末付费用户数	5.6	9.1	12.6	16.8	20.2	23.3
期末付费率	2.3%	3.7%	4.7%	5.9%	6.5%	7.1%
月 ARPPU (元)	15.1	15.0	16.0	16.8	17.2	17.7
2) 广告	630	759	853	889	922	956
YoY		20%	12%	4%	4%	4%
3) 美业解决方案	441	569	385	365	347	330
YoY		29%	-32%	-5%	-5%	-5%
4) 其他	146	40	17	16	15	15
YoY		-72%	-58%	-5%	-5%	-5%
毛利率	57%	61%	69%	70%	71%	72%
销售及营销开支	403	428	483	556	634	697
行政开支	272	301	400	460	520	572
研发开支	586	635	911	1,157	1,365	1,529
调整后归母净利润	111	368	586	851	1,163	1,509
YoY		233%	59%	45%	37%	30%

资料来源：美图公司财报，申万宏源研究

目标市值 466 亿港元，首次覆盖给予买入评级。选择国内和海外典型数字创意软件、计算机视觉算法、生产力软件公司虹软科技、金山办公、万兴科技、Adobe 作为可比公司。其中万兴科技根据 Wind 一致预测 25 年扭亏为盈，利润仍较薄。剔除万兴科技的可比公司年平均 PE 为 x；美图公司产品力强，toC 满足悦己社交需求 toB 有效降低电商商家

成本，付费增长确定性强，利润增速高于可比公司，但考虑处于港股市场给予一定折价，给予 25 年目标 PE50x，对应目标市值 466 亿港元，较 2025 年 6 月 19 日收盘有 33% 上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 15: 美图公司可比估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿) 2025/6/19	归母净利润 (百万)			YoY		PE	
			24A	25E	26E	25E	26E	25E	26E
688088.SH	虹软科技	182	177	239	315	35%	32%	76	58
688111.SH	金山办公	1,252	1,645	1,924	2,337	17%	21%	65	54
300624.SZ	万兴科技	123	-163	56	97	扭亏	73%	221	127
ADBE.O	Adobe	1,611	8,281	8,848	9,701	7%	10%	18	17
平均值 (剔除万兴科技)								53	43
	美图公司		586	851	1,163	45%	37%		

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究

注 1: 虹软科技、金山办公、万兴科技货币单位均为人民币, Adobe 货币单位为美元;

注 2: 虹软科技、金山办公、万兴科技使用 Wind 一致预测, Adobe 使用 Bloomberg 一致预期;

注 3: Adobe 使用财年数据。

表 16: 美图公司目标估值

美图公司估值	
25E 调整后归母净利润 (百万人民币)	851
25 年目标 PE	50
目标市值 (亿港元)	466

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 使用汇率 Rmb1=HKD\$1.0944

风险提示

美图产品迭代不及预期。美图核心工具及应用高度依赖 AI 技术驱动,若技术迭代缓慢、功能创新不及预期或无法形成有效付费转化,将直接影响核心收入增长及用户粘性。

国内海外影像工具竞争加剧。美图面临双重竞争挤压,国内巨头(如抖音、快手滤镜/编辑功能);垂直领域专业工具(如 Canva、Adobe)争夺创作者及 B 端市场。在工具同质化趋势下,若无法形成差异化壁垒或品牌溢价,将显著压缩盈利空间。

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	2,696	3,341	4,224	5,106	5,927
营业成本	-1,040	-1,047	-1,275	-1,489	-1,670
毛利	1,656	2,294	2,949	3,617	4,257
销售及营销开支	-428	-483	-556	-634	-697
行政开支	-301	-400	-460	-520	-572
研发开支	-635	-911	-1,157	-1,365	-1,529
金融资产的减值亏损净额	-19	-3	-15	-15	-15
应占以权益法入账的投资利润	-19	-24	-19	-19	-19
其他	185	349	120	120	120
除所得税前利润	438	823	863	1,185	1,547
所得税	-72	-17	-86	-119	-155
净利润	366	806	777	1,067	1,392
调整项	-11	-218	76	98	118
非控股权益	-13	2	1	1	2
调整后归母净利润	368	586	851	1,163	1,509

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,769	4,528	7,163	8,584	10,294
现金及等价物	641	1,301	2,633	3,762	5,217
受限制现金	0	33	33	33	33
应收款项	388	407	515	622	722
其他流动资产	1,740	2,786	3,983	4,167	4,322
固定资产	464	470	452	430	408
无形资产及其他资产	2,534	2,049	2,053	2,054	2,055
资产总计	5,767	7,047	9,668	11,069	12,757
流动负债	1,264	1,820	2,165	2,499	2,796
应付款项	735	786	958	1,119	1,255
其它流动负债	529	1,034	1,207	1,380	1,541
非流动负债	389	194	1,694	1,694	1,694
负债合计	1,653	2,014	3,859	4,193	4,489
普通股	0	0	0	0	0
累计亏损	-3,069	-2,299	-1,523	-457	933
少数股东权益	5	6	7	8	10
其他股东权益	7,178	7,325	7,325	7,325	7,325
股东权益	4,114	5,033	5,809	6,876	8,268
负债和股东权益合计	5,767	7,047	9,668	11,069	12,757

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	438	823	863	1,185	1,547
加：折旧摊销减值	29	52	44	42	41
营运资本变动	19	100	38	40	40
其它	-73	-229	20	10	-5
经营活动现金流	413	746	965	1,278	1,623
资本开支	-56	-53	-27	-20	-18
其它投资现金流	-588	60	-1,000	-	-
投资活动现金流	-645	7	-1,027	-20	-18
负债净变化	5	85	-	-	-
其它融资现金流	-86	-189	1,393	-129	-150
融资活动现金流	-81	-104	1,393	-129	-150
净现金流	-313	649	1,332	1,129	1,455

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。