

美图公司(01357)

报告日期: 2025 年 07 月 02 日

成长视角: 受益 AI 时代新红利, 再迎阶梯式跃迁

——美图公司深度报告

投资要点

□ 移动互联网红利下, 构筑流量壁垒

移动互联网红利是公司第一轮结构性增长的核心驱动力, 公司通过发布一系列移动端爆款 App, 快速构建自身流量壁垒, 并通过在线广告业务变现, 实现了第一层阶梯的跨越 (2018 年软件业务营收接近 10 亿元量级)。

□ AI 时代红利下, 达成场景商业化闭环

AI 产业变革正在引领公司第二轮结构性增长, AI 能力对公司全场景产品的赋能加强了用户使用体验, 同时对于 B 端场景下高付费能力客户的挖掘进一步完成了商业化闭环, 助力公司对第二层阶梯的跨越 (2022 年软件订阅业务营收突破 20 亿元量级)。

□ 全球化战略推进, 撬动海外新增量

公司在海外市场的战略调整对公司具有重要意义, 一方面国内美颜修图领域 MAU 总数以及竞争格局稳定, 未来的用户增量主要靠海外市场贡献, 国内业务聚焦于付费用户转化; 另一方面海外用户付费能力高于国内用户, 进一步带动海外营收增长的加速效应。我们认为随着公司在海外市场的布局深入, 海外增量用户所带来的量价齐升效应有望在未来助力公司完成第三层阶梯的跨越 (收入突破百亿量级)。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 41.13、51.25、64.04 亿元, 归母净利润分别为 8.43、11.68、15.79 亿元。

我们采用相对估值法对公司进行估值, 参考可比公司估值水平以及考虑到不同市场间的估值差异给予一定估值折价, 给予公司 2025 年 60x PE, 对应目标市值为 551 亿港元, 对应目标价为 11.1 港元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

公司 AI 产品推广不及预期、海外业务拓展不及预期、对于生产力工具场景的空间测算包含主观假设

投资评级: 买入(首次)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: S1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 刘静一

执业证书号: S1230523070005

liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$8.47
总市值(百万港元)	38,675.54
总股本(百万股)	4,566.18

股票走势图



相关报告

- 《主业逻辑持续验证, 定位大模型应用公司》2024.03.16
- 《AI 赋能与生产力场景齐发力, 订阅模式得验证》2023.10.12

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3341	4113	5125	6404
(+/-) (%)	23.93%	23.10%	24.61%	24.96%
归母净利润	805	843	1168	1579
(+/-) (%)	112.84%	4.71%	38.51%	35.19%
每股收益(元)	0.18	0.18	0.26	0.35
P/E	15.06	41.86	30.22	22.36

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 41.13、51.25、64.04 亿元, 归母净利润分别为 8.43、11.68、15.79 亿元。
- 2) **估值指标:** 我们采用相对估值法对公司进行估值, 参考可比公司估值水平以及考虑到不同市场间的估值差异给予一定估值折价, 给予公司 2025 年 60x PE, 对应目标市值为 551 亿港元, 对应目标价为 11.1 港元。
- 3) **投资评级:** 买入。

● 关键假设

- 1) 影像与设计业务营收=MAU*订阅渗透率*ARPPU, 其中:
 - MAU: 生活场景应用 MAU 主要增量由海外市场贡献、生产力工具 MAU 受益于 AI 功能对 B 端客户的效率提升有望保持高速增长的态势;
 - 订阅渗透率: 受益与 B 端客户较强的付费能力, 订阅渗透率有望持续提升;
 - ARPPU: 海外市场的拓展以及 B 端场景的发力助力 ARPPU 值进一步提升;
- 2) 广告业务: 相对成熟稳定, 保持年化 10% 的增速

● 我们与市场的观点的差异

【市场担心】公司的高增态势在未来是否可持续。

【我们认为】公司未来的成长性具有多重支撑:

- 1) **短期: 生产力工具在 B 端用户的拓展, 带动公司订阅渗透率提升。**从产业市场规模的角度来看, 一方面内容创作产业规模足够大, 赋予内容创作者较强的付费能力, 另一方面内容创作生态竞争加剧, 内容创作者借助 AI 工具提质增效的诉求增强。
- 2) **中长期: 海外市场开拓, 同步提升公司用户规模以及用户价值量, 公司预期海外生产力工具市场有望在 2026 年迎来放量。**中国视听类应用在全球影响力持续走强, 海外市场有望成为公司未来增量用户的贡献主力; 同时, 海外用户对工具的付费意愿更强, 加速公司营收释放。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 公司订阅渗透率以及 ARPPU 提升超预期;
- 2) 公司海外业务拓展超预期, 海外应用下载量及付费用户转化率持续提升。

● 风险提示

公司 AI 产品推广不及预期、海外业务拓展不及预期、对于生产力工具场景的空间测算包含主观假设。

正文目录

1 第一层阶梯：移动互联网红利下，构筑流量壁垒	6
1.1 公司发展复盘：“工具→平台→生态”路径	6
1.2 公司产品体系：以影像技术为核心，分层覆盖多场景需求	9
1.3 关键业务转型：聚焦软件订阅，收入利润双升	12
2 第二层阶梯：AI 时代红利下，达成场景商业化闭环	13
2.1 增长引擎切换：从流量规模向流量转化率	13
2.2 公司 AI 领域核心壁垒：稳定用户规模+明确需求场景+付费用户生态	14
2.3 海外对标：以 Adobe 为例，实质性受益于 AIGC 变革	19
2.3.1 Adobe AI 产品迭代路径：向多模态、多模型、Agent 方向发展	19
2.3.2 为什么看好 Adobe 在 AIGC 领域的发展前景	20
2.3.3 商业化进展方面，当下 AIGC 为 Adobe 带来的变化	22
3 第三层阶梯：全球化战略推进，撬动海外新增量	22
4 盈利预测与估值分析	25
5 风险提示	28

图表目录

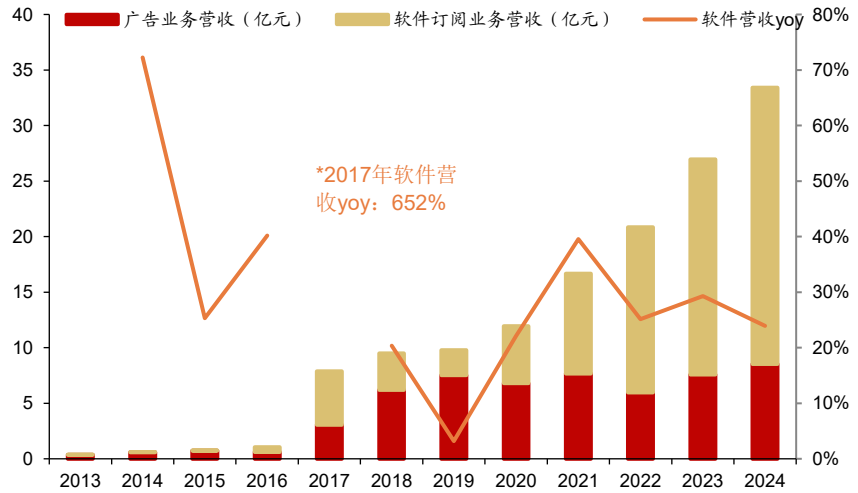
图 1: 公司 2013-2024 软件业务 (广告+软件订阅) 营收.....	6
图 2: 公司 MAU 变化 (2013-2024)	7
图 3: 公司美图手机销量 (2013-2018)	7
图 4: 公司营业收入 vs 营业利润 (2013-2017)	7
图 5: 公司核心应用 MAU vs 总 MAU 变化趋势.....	8
图 6: 公司营收结构情况 (2016-2019; 单位: 亿元)	8
图 7: 公司付费订阅用户数 vs 付费用户渗透率 (2020-2024)	9
图 8: 公司营业收入结构 (2020-2024; 单位: 亿元)	9
图 9: 公司营收及 yoy (2018-2024)	9
图 10: 公司营业利润及 yoy (2018-2024)	9
图 11: 美图宜肤 V-面部皮肤检测产品硬件	11
图 12: 美图宜肤门店 SaaS 解决方案	11
图 13: 美得得-美妆连锁 ERP 系统	11
图 14: 公司营业收入 vs 营业利润 (2015-2024)	12
图 15: 公司毛利率 vs 营业利润率	12
图 16: 公司销售、研发、管理费用投入及 yoy (单位: 亿元)	12
图 17: 公司三费费用率 vs 人均创利	12
图 18: 美图公司 AI 产品生态.....	13
图 19: 公司付费用户数量 vs MAU 数量	13
图 20: 公司影像与设计产品收入增速 vs 订阅渗透率.....	13
图 21: 美图公司 AI 领域核心竞争壁垒.....	14
图 22: QuestMobile 移动端 AI 应用规模榜 (2025 年 3 月)	14
图 23: 中国网络视听细分应用用户规模 (单位: 亿人)	16
图 24: 中国网络视听企业类型.....	16
图 25: 网络消费行为动机统计.....	16
图 26: 内容创作生态创作者规模 vs 产出作品数量趋势.....	17
图 27: 创作者商单作品数量 vs 广告投放金额.....	17
图 28: 2024.1-2025.3 开拍 ARPDau 数据	17
图 29: 公司生产力工具营收空间敏感性测算 (单位: 亿元)	18
图 30: Adobe AI 平台体系	19
图 31: Adobe AI 业务迭代梳理	19
图 32: Adobe 营销领域 10 个专业 AI 智能体.....	20
图 33: 海外创意设计软件用户数量对比.....	21
图 34: Adobe AIGC 功能订阅直接 ARR.....	22
图 35: 美图公司海外业务及 MAU 发展历程.....	23
图 36: 中国视听类应用在全球影响力凸显	24
表 1: 美图公司主要发展阶段.....	6
表 2: 公司多场景业务探索情况.....	8
表 3: 美图公司最新业务分类口径.....	10
表 4: 公司影像与设计业务主要产品总结梳理.....	10
表 5: 美图公司影像及设计产品主要 AI 功能总结	15

表 6: 公司生产力工具市占率提升对其营收空间弹性的影响	18
表 7: Adobe 生成式 AI 主要产品	20
表 8: 市场主要 AIGC 应用对比	21
表 9: Adobe AIGC+创意云产品矩阵	21
表 10: 2025 年 2 月美图旗下出海应用情况	25
表 11: 美图公司 2025-2027 营收预测 (单位: 百万元)	26
表 12: 美图公司 2025-2027 费用预测 (单位: 百万元)	27
表 13: 可比公司估值分析	27
表附录: 三大报表预测值	29

1 第一层阶梯：移动互联网红利下，构筑流量壁垒

美图公司成立于 2008 年，定位于图片处理软件提供商，向用户提供电脑版美图秀秀软件。2011 年公司推出移动版美图秀秀，正式涉足移动互联网领域。从软件业务的营收结构来看（考虑到公司智能手机业务已于 2019 年剥离，我们剔除公司智能手机业务的影响），公司自成立以来经历了两轮结构性增长（2013-2018 和 2020-2024），两轮营收增长中的主要驱动力分别为广告业务和软件订阅业务。

图1：公司 2013-2024 软件业务（广告+软件订阅）营收



资料来源：公司招股说明书、公司公告、wind、浙商证券研究所

我们认为，移动互联网红利是公司第一轮结构性增长的核心驱动力，公司通过发布一系列移动端爆款 App，快速构建自身流量壁垒，并通过在线广告业务变现，实现了第一层阶梯的跨越（2018 年软件业务营收接近 10 亿元量级）。

1.1 公司发展复盘：“工具→平台→生态”路径

我们认为公司主要经历了三个发展阶段，遵循“工具→平台→生态”路径：早期以免费工具获取流量，中期试错多元化变现但受制于业务分散、部分新场景应用黏性不足，后期通过订阅制+AI 生产力工具突破盈利瓶颈。随着 AI 大模型的能力持续提升，AI 对 B 端场景的赋能（如电商设计、商业修图）成为第二增长曲线，推动公司从“娱乐应用”向“生产力工具”转型，实现盈利结构根本性优化。

表1：美图公司主要发展阶段

时间区间	核心业务特点	主要营收构成	主要经营数据	主要财务表现
2008-2016	爆款应用积累流量，手机硬件主导收入	智能手机销售+广告	应用 MAU: 0.88 亿(2013)→4.46 亿(2016) 智能手机销量 3 万(2013)→75 万(2016)	营收 CAGR (2013-2016): 164% (总营收); 45% (剔除手机业务) 营业利润: 亏损扩大
2017-2019	多元化变现探索，剥离非核心业务	智能手机+广告+互联网增值服务（主要为直播打赏）	MAU 峰值 4.81 亿 (2017H1)，其中美图秀秀+美颜相机 MAU 稳定在 2 亿左右 广告收入 0.6 亿元(2016)→7.52 亿元(2019)	营收 CAGR (2017-2019): 11% (剔除手机业务) 营业利润: 亏损波动加剧
2020-至今	订阅制转型，AI 赋能 B 端工具	软件订阅+广告	付费订阅用户 170 万(2020)→1261 万(2024) 订阅渗透率 0.7%(2020)→4.7%(2024)	营收 CAGR (2020-2024): 29% 营业利润: 扭亏并创新高

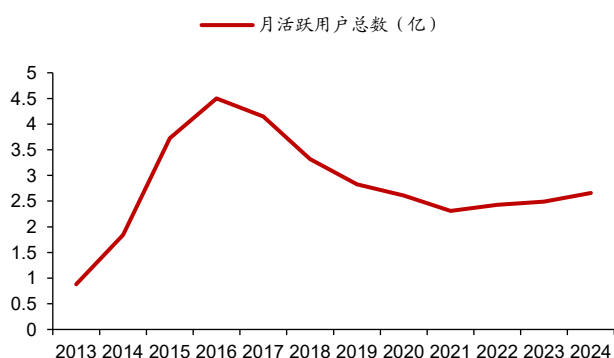
资料来源：公司招股说明书、公司公告、wind、浙商证券研究所

1) 2008-2016: 打造爆款应用, 快速积累优质流量

公司 2008 年推出 PC 版美图秀秀, 凭借低门槛的图片处理功能获得众多用户喜爱, PC 端用户量于 2012 年突破 1 亿。2011 年公司从传统 PC 软件向移动端软件转型, 推出移动版美图秀秀, 并于 2013-2015 年陆续发布美颜相机、BeautyPlus (海外版美颜相机)、美拍及美妆相机等爆款应用, 形成影像编辑产品矩阵。在此期间, 受益于移动互联网的快速发展, 公司用户规模实现爆发式增长, 月活跃用户数 (MAU) 从 2013 年的 0.88 亿攀升至 2016 年的 4.5 亿, 覆盖全球超 11 亿台设备。

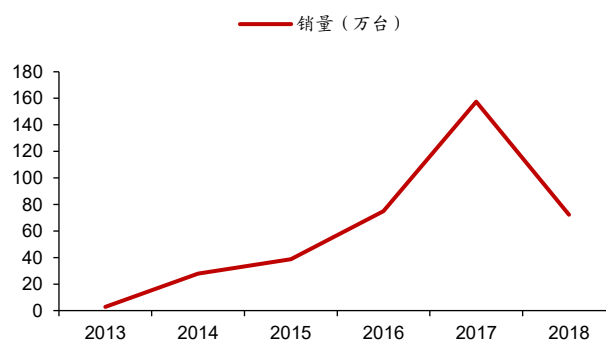
公司此阶段营收主要依赖智能手机销售和在线广告投放。美图手机定位自拍细分市场, 销量从 2013 年的 3 万台增至 2016 年的 75 万台, 并于 2016 年总营收占比达到 93%。

图2: 公司 MAU 变化 (2013-2024)



资料来源: 公司公告、公司招股书、浙商证券研究所

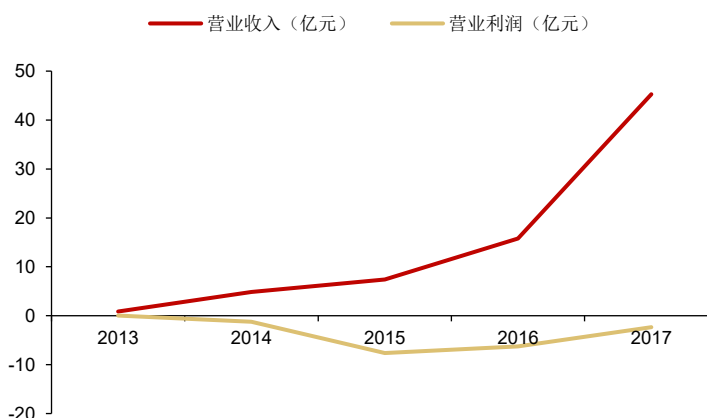
图3: 公司美图手机销量 (2013-2018)



资料来源: 公司公告、公司招股书、浙商证券研究所

从财务表现来看, 公司在这一阶段的主要财务表现为营收快速增长, 营业利润亏损呈现扩大趋势。其中营收的快速增长主要得益于美图手机出货量的快速提升, 但公司仍处于产品研发和投入期, 营业利润呈现扩大趋势。

图4: 公司营业收入 vs 营业利润 (2013-2017)



资料来源: wind、浙商证券研究所

2) 2017-2019: 核心应用流量稳定, 业务多元化拓展&调整, 探索多场景变现

基于移动互联网时代前期积累的流量优势, 公司在多领域场景尝试变现, 包括直播 (美拍)、电商 (美图美妆)、手游等。公司核心应用 (美图秀秀+美颜相机) 用户规模稳定

维持在高位，为广告业务的变现提供了精准的用户画像以及优质的客群基础。但由于部分应用的用户黏性未能达到预期，该阶段的多元化探索对公司的营收及利润造成了一定拖累，公司及时调整经营思路，对电商、直播与手机业务进行了剥离。

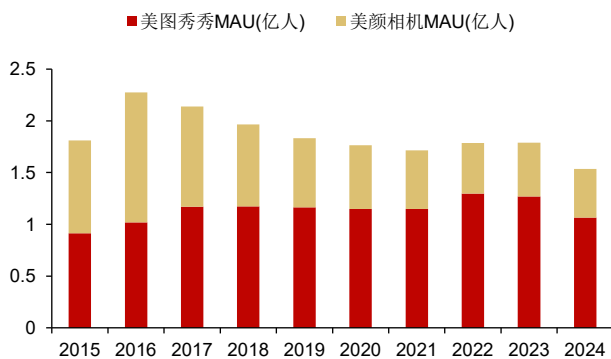
表2：公司多场景业务探索情况

应用	发布时间	业务定位	业务调整情况
美拍	2016.1 开通直播业务	美图公司旗下的短视频与直播平台	2018 年，美拍开始转型为泛知识视频平台，以差异化运营应对竞争
美图美妆	2017.10 正式上线	美图旗下的专业美妆智能服务平台	2018.11.15 宣布停止
美美小店	2015.7.22 正式发布	美图公司推出的一款主打店铺经营与服装搭配玩法的女性时尚休闲手游	目前仍在线上状态，但非公司主要聚焦业务，不再继续投入资源
美图手机	2013.5.16 发布首款智能手机	美图公司自主研发的主打自拍的安卓智能手机系列	2018 年底将美图手机品牌与业务授权于小米，2019 年 4 月正式关闭手机业务

资料来源：百度百科、36Kr、中国基金报、浙商证券研究所

在这一阶段公司的营收主要包括智能手机销售、在线广告投放、互联网增值服务（主要为直播业务打赏收益），其中智能手机营收呈现收缩趋势，在线广告营收持续放量增长，互联网增值服务营收短暂爬升后开始收缩。

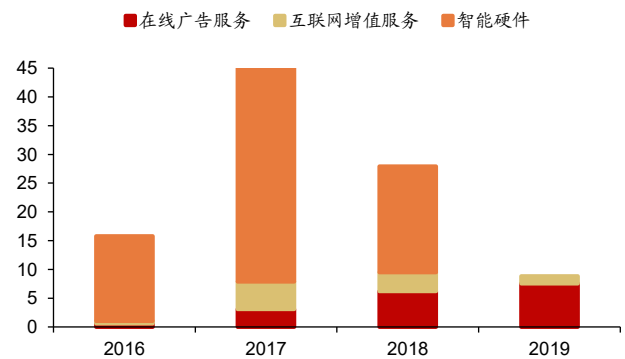
图5：公司核心应用 MAU vs 总 MAU 变化趋势



资料来源：公司公告、QuestMobile、浙商证券研究所

*注：2023 年 MAU 数据参考公司 2023 半年报披露数据（公司 2023 年报未拆分具体应用 MAU 数据）

图6：公司营收结构情况（2016-2019；单位：亿元）



资料来源：wind、浙商证券研究所

从财务表现来看，公司在这一阶段的主要财务表现为营收增长降速（新布局业务板块不及预期），同时由于随着新业务投入增大、手机业务拖累，公司营业利润亏损波动加剧。

3）2020-至今：聚焦软件订阅模式，强化 B 端场景布局

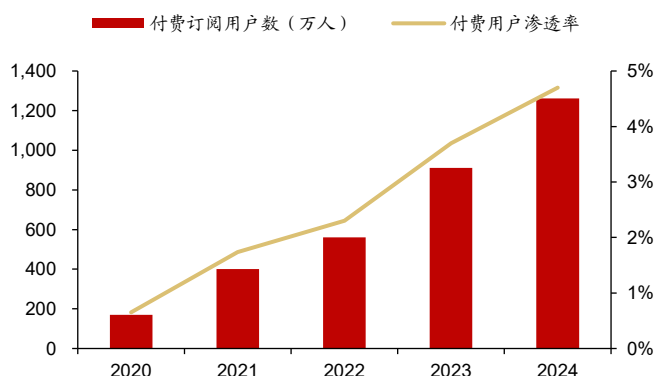
业务方面，公司战略重心转向软件订阅付费模式，并强化 B 端生产力工具布局。同时公司于 2023 年发布视觉大模型 MiracleVision，赋能 7 款影像生产力工具，2024 年升级 AI 工作流产品（如 MOKI 短片工具），并开放商业 API，构建影像处理及设计应用生态。具体而言：

- **C 端订阅**：2020 年起在美图秀秀、美颜相机等应用推出 VIP 服务，提供高级 AI 修图、AI 滤镜等付费功能；

- **B端工具**：推出美图云修（AI批量修图）、美图设计室（电商设计）、开拍（AI口播视频）、WHEE（AI文生图/图生图）等生产力工具，覆盖商业摄影、电商设计等场景；
- **企业服务应用**：推出美图宜肤和美得得，专注于美妆行业企业级SaaS服务，定位于产业互联网服务平台，赋能新零售数字化升级。

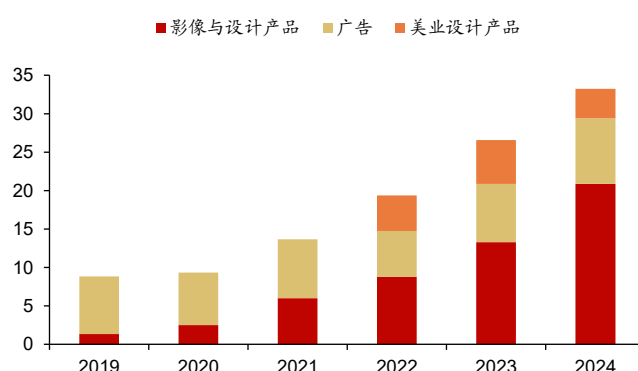
在这一阶段公司的营收主要包括影像与设计软件收入、在线广告投放、企业服务应用收入，其中影像与设计软件订阅收入占比最高。

图7：公司付费订阅用户数 vs 付费用户渗透率（2020-2024）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

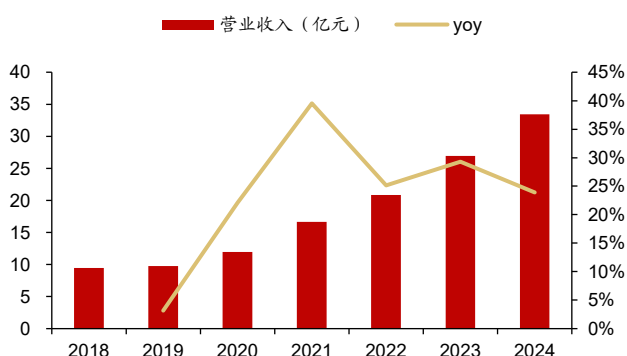
图8：公司营业收入结构（2020-2024；单位：亿元）



资料来源：wind、浙商证券研究所

从财务表现来看，公司在这一阶段财务显著改善，一方面营收重新回到快速增长轨道，另一方面高毛利软件收入的提升带来营业利润的持续改善，2024年实现近5亿元营业利润。

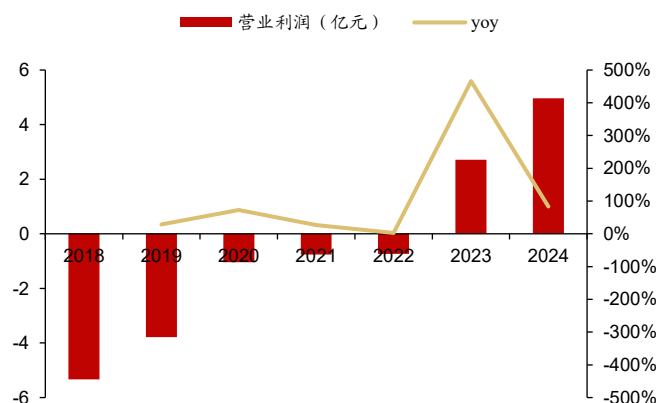
图9：公司营收及yoy（2018-2024）



资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

注：考虑到公司2019年正式剥离智能手机业务，2018年营收为“持续经营业务”口径下的营收

图10：公司营业利润及yoy（2018-2024）



资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

注：考虑到公司2019年正式剥离智能手机业务，2018年营业利润用“持续经营业务之经调整亏损净额”代替

1.2 公司产品体系：以影像技术为核心，分层覆盖多场景需求

公司最新业务划分口径分为三个部分：1）影像与设计产品作为核心引擎，通过生活场景应用（如美图秀秀）服务C端娱乐需求，以及生产力工具（如美图设计室）赋能B端专业创作，依托AI大模型实现订阅用户数快速提升；2）广告业务承接流量价值，基于精

准用户画像为品牌提供流量衍生变现；3）美业设计产品聚焦垂直行业数字化，以“硬件+SaaS”服务美业及美妆行业企业。

我们认为，公司通过构建以影像技术为核心、分层覆盖多场景需求的业务体系，实现了从硬件依赖（2016 年手机营收占比 93%）向高毛利软件订阅业务主导（2024 年影像与设计产品营收占比 62%）的质变，未来有望依赖 AI 图像/视频工具全球化及 B 端生态深化实现进一步增长。

表3：美图公司最新业务分类口径

业务类别	业务介绍	代表产品	2024 营收占比	2022-2024 营收 CAGR	公司战略定位
影像与设计产品	生活场景及生产力工具应用软件	 美图秀秀	62%	55%	核心引擎，未来业务聚焦全面 AI 赋能
		 美图相机			
		 Wink			
		 美图秀秀桌面版			
		 美图云修			
		 美图设计室			
		 WHEE			
		 开拍			
广告	在线广告展示		26%	16%	成熟稳健的现金流业务
美业设计产品	美妆行业 2B 解决方案	 美图直联	12%	-7%	非核心战略业务，增长放缓预期

资料来源：公司官网、公司公告、wind、浙商证券研究所

1) 影像与设计产品

美图公司影像与设计产品分为生活场景应用和生产力工具两大方向：

- 生活场景应用：面向 C 端用户的娱乐化需求（AI 修图、滤镜特效等功能），以美图秀秀、美颜相机、Wink 等 App 为核心，通过 App 内付费订阅模式进行变现。2024 年公司持续在生活场景应用中融入大量生成式 AI 技术，推动用户增长及订阅转化。
- 生产力工具应用：面向 B 端/专业用户的效率需求，包括美图设计室、美图云修、开拍及 WHEE 等应用，服务中小商家、摄影师、内容创作者等 B 端/专业用户，采用“订阅+按量付费”模式变现。公司生产力工具自推出以来发展迅速，截至 2024 年 12 月 31 日，主打在线设计的美图设计室去年单产品收入约人民币 2 亿元，营收同比翻倍。此外，主打口播视频制作的开拍已成为中国“口播视频制作”赛道用户数量第一的应用。

表4：公司影像与设计业务主要产品总结梳理

产品名称	产品定位	产品介绍	发布时间	收费模式	MAU（国内，2024）
美图秀秀	生活场景	美颜修图 App	2011（移动版）	订阅付费 VIP：15 元/月或 128 元/年 SVIP：30 元/月或 218 元/年	1.08 亿
美颜相机		美颜修图 App	2013	订阅付费，10 元/月或 118 元/年	0.47 亿
Wink		视频画质修图 App	2022	订阅付费，39 元/月或 298 元/年	0.3 亿
美图云修	生产力工具	专业级修图软件	2020	按修图数量收费，0.2-0.3 元/图	0.2 亿
美图设计室		电商 AI 设计工具	2022	订阅付费，30 元/月或 218 元/年	
开拍 App		口播视频创作软件	2023	订阅付费，30 元/月或 218 元/年	
WHEE		AI 视觉创作工具	2023	订阅付费，58 元/月或 518 元/年	

资料来源：公司官网、QuestMobile、美图秀秀 App、美颜相机 App、公司公告、Wink 网站、美图云修网站、经济观察报、美图设计室网站、开拍网站、WHEE App、浙商证券研究所

2) 广告业务

广告业务聚焦效果广告与品牌展示，依托美图系应用的用户画像优势（超 70%为女性，Z 世代占比显著），通过程序化投放系统为电商、奢侈品、快消等行业客户提供精准营销。根据公司介绍，公司 2024 年广告业务营收实现同比增长 13%，其中程序化广告业务收入同比增长 35%，主要原因为公司对程序化广告的运营进行了优化，如允许更多的广告主实时竞价，提升广告竞价单价；同时在广告质量、投放精准度等方面进行优化，提升广告点击率，带动了广告收入增长。

3) 美业解决方案

美业设计产品以美图宜肤（AI 智能测肤仪硬件+肌肤分析 SaaS）和美得得（美容院管理 SaaS）为核心，为美容品牌、医美机构及零售门店提供数字化解决方案。公司 2024 年美业解决方案营收 3.85 亿元，同比下降 32.4%，公司对美业解决方案业务收入增幅预期保持谨慎。但考虑到美业解决方案非核心战略业务且毛利率低，美业解决方案业务的收缩对公司利润影响较低。

图 11：美图宜肤 V-面部皮肤检测产品硬件



资料来源：美图宜肤网站、浙商证券研究所

图 12：美图宜肤门店 SaaS 解决方案



资料来源：美图宜肤网站、浙商证券研究所

图 13：美得得-美妆连锁 ERP 系统

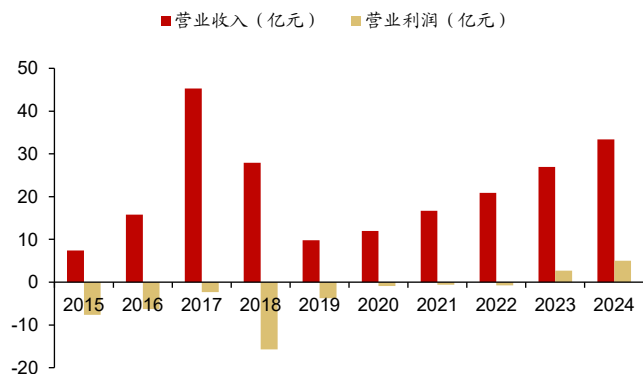


资料来源：美得得网站、浙商证券研究所

1.3 关键业务转型：聚焦软件订阅，收入利润双升

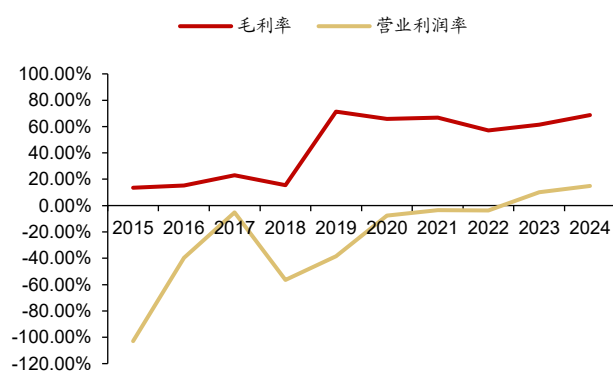
我们认为，2020 年的业务聚焦和 2022 年的 AI 布局是公司两个重要战略拐点：1）2020 年公司将战略聚焦至影像与设计产品，专注 App 内订阅付费的变现模式，同时剥离一众亏损的非核心业务后，公司盈利能力获得显著改善；2）2022 年下半年，公司宣布接入 AI 功能，并于 2023 年发布 7 款 AI 产品，2023-2024 年影像与设计产品连续两年保持 50% 的同比增速，且得益于软件付费订阅模式的高毛利，公司于 2023 年实现营业利润扭亏，2024 年营业利润同比大增 83% 至 5 亿元。

图14：公司营业收入 vs 营业利润（2015-2024）



资料来源：wind、浙商证券研究所

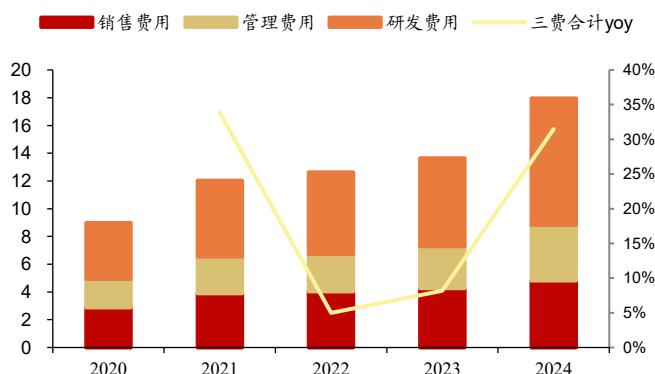
图15：公司毛利率 vs 营业利润率



资料来源：wind、浙商证券研究所

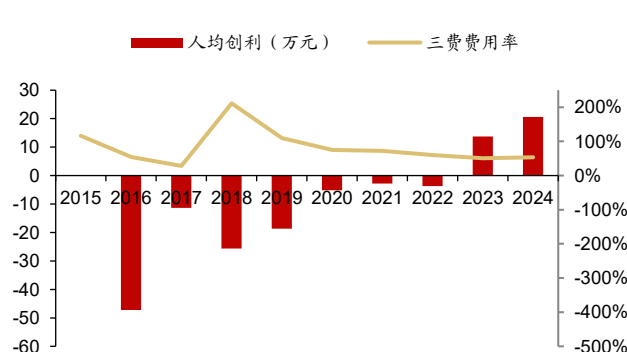
公司对业务的战略聚焦也同步释放了费用端压力，进一步促进利润释放。从费用投入绝对值来看，公司三费投入持续增加，2020-2024 年三费合计投入 CAGR 约为 19%，其中研发费用 2020-2024 年 CAGR 约为 23%，体现出公司在 AI 领域研发投入的侧重。但从费用率看，公司三费费率自 2019 年以来下降趋势显著，费用投入产出效能明显提升，人均创利持续走高。

图16：公司销售、研发、管理费用投入及 yoy（单位：亿元）



资料来源：wind、浙商证券研究所

图17：公司三费费用率 vs 人均创利



资料来源：wind、浙商证券研究所

2 第二层阶梯：AI 时代红利下，达成场景商业化闭环

2022 年下半年，公司宣布接入 AI 功能，并于 2023 年基于底层 AI 视觉大模型 MiracleVision 发布 7 款 AI 产品，定位于具有付费意愿以及付费能力的 B 端及专业内容生产用户（如社交平台上的自媒体人、电商平台上的电商卖家、摄影工作室等）。

图18：美图公司 AI 产品生态



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

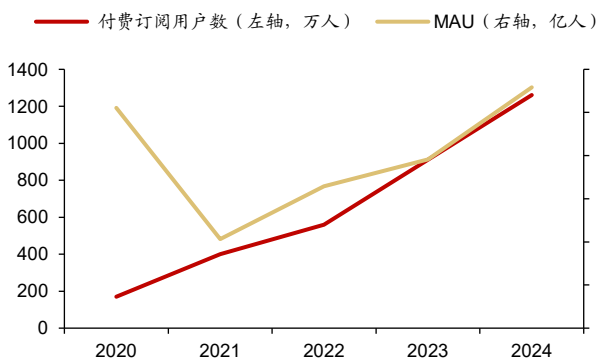
根据公司，在生产工具领域，影像类工具的全球市场展现出广阔潜力，尤其是部分国家用户对生产工具的付费意愿显著较强。当前专注于影像生产工具的企业收入规模已明显高于聚焦生活场景应用的公司。

我们认为，AI 产业变革正在引领公司第二轮结构性增长，AI 能力对公司全场景产品的赋能加强了用户使用体验，同时对于 B 端场景下高付费能力客户的挖掘进一步完成了商业化闭环，助力公司对第二层阶梯的跨越（2022 年软件订阅业务营收突破 20 亿元量级）。

2.1 增长引擎切换：从流量规模向流量转化率

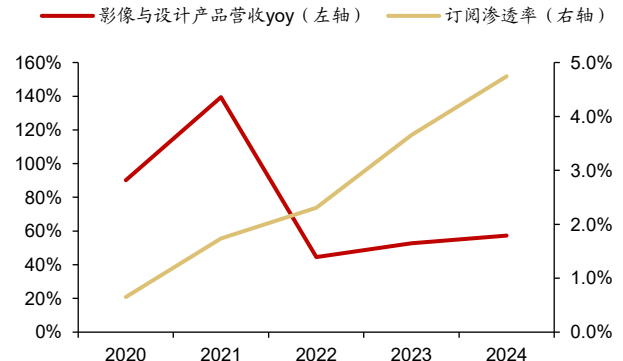
随着公司的业务模式由平台内流量多场景变现转变为应用订阅付费，公司业务增长的核心驱动力由流量规模的扩张向付费用户转化率切换，具体到跟踪的运营指标而言，由 MAU 数量切换为付费订阅用户数以及订阅渗透率。

图19：公司付费用户数量 vs MAU 数量



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图20：公司影像与设计产品收入增速 vs 订阅渗透率



资料来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

*注：由于公司营收披露口径发生变化，2020-2021 年影像与设计产品营收我们用“高级订阅+互联网增值”营收进行估算

2.2 公司 AI 领域核心壁垒：稳定用户规模+明确需求场景+付费用户生态

我们认为，公司在 AI 领域的核心壁垒在于三个方面：1）移动互联网时期积累的流量池基础，为公司带来**稳定用户规模**，构成付费用户转化的基础；2）公司“图片+视频+设计”产品矩阵构筑 AI 功能落地的**明确需求场景**，并同时赋予公司洞察用户需求的先机；3）B 端**高付费能力用户生态**使得公司 AI 产品具有**原生变现能力**。

图21：美图公司 AI 领域核心竞争壁垒



资料来源：公司公告、新榜、浙商证券研究所整理绘制

1) 稳定用户规模

公司在美颜修图市场市占率领先，用户规模庞大，为公司的 AI 功能带来稳定用户规模。美图秀秀和美颜相机两款核心应用 2024 年 MAU 合计达到 1.56 亿，总 MAU 规模与移动端 AI 应用规模排名第五的 App 相当；就单一应用而言，美图秀秀在美颜修图市场市占率达到 57%，2024 年 MAU 约 1.08 亿，接近豆包 MAU，单一应用 MAU 体量可排进移动端 AI 应用前十名（移动端 AI 应用规模参考 QuestMobile 2024 年 3 月数据）。

图22：QuestMobile 移动端 AI 应用规模榜（2025 年 3 月）

序号	应用类型	AI赛道	应用名称	月活跃用户规模(万)
1	AI应用插件	AI搜索引擎	百度AI-百度	29,086.19
2	AI应用插件	AI搜索引擎	AI搜-抖音	20,323.34
3	AI原生App	AI搜索引擎	DeepSeek	19,360.81
4	AI应用插件	AI搜索引擎	AI搜索-微信	16,339.73
5	AI原生App	AI综合助手	小艺	15,710.91
6	AI原生App	AI综合助手	小布助手	14,845.32
7	AI原生App	AI综合助手	豆包	11,596.93
8	AI原生App	AI综合助手	超级小爱	8,178.39
9	AI应用插件	AI专业顾问	蚂蚁小财-支付宝	7,863.32
10	AI应用插件	AI搜索引擎	新闻妹-腾讯新闻	7,792.27

美图秀秀+美颜相机 MAU 合计 1.56 亿

美图秀秀 MAU 约 1.08 亿

资料来源：QuestMobile、浙商证券研究所

2) 明确需求场景

一方面，我们认为对于大模型落地而言，需求场景越精准明确，用户对 AI 功能的使用体验越好。公司影像及设计产品矩阵内的各类应用定位以及用户群体明确，聚焦于帮助用户解决业务场景中的具体问题，从而有效提升用户工作效率。

表5: 美图公司影像及设计产品主要 AI 功能总结

产品名称	产品介绍	主要 AI 功能
美图秀秀	美颜修图 App	自动消除、智能抠图、AI 括图、表情重塑
美颜相机	美颜修图 App	AI 写真制作、AI 换装、AI 视频特效
Wink	视频画质修图 App	视频画质修复、去水印、视频人像精修、AI 消除笔、AI 翻译、AI 马赛克
美图云修	专业级修图软件	批量转档、批量/智能精修
美图设计室	电商 AI 设计工具	AI 商品图制作（商品图、模特视窗图等）、AI 带货视频制作、AI 设计（Logo、PPT、海报、文案等）
开拍 App	口播视频创作软件	AI 脚本创作、文案提取、智能字幕添加、AI 数字人
WHEE	AI 视觉工具	文生图/图生图/AI 改图，文生视频/图生视频

资料来源：美图秀秀 App、美颜相机 App、Wink 网站、美图云修网站、美图设计室网站、开拍网站、WHEE App、浙商证券研究所

另一方面，公司产品矩阵覆盖创作全链路，可以捕捉用户在日常修图、创意剪辑、高效设计等创作行为中产生的海量、真实且细分的需求信号，作为精准的“需求传感器”，为公司捕捉用户需求、引领 AI 创意工具发展提供先发优势与决策依据。根据公司介绍，2021 年美图发现有用户在用美图秀秀做一些粗糙的商品图，随后就推出了定位电商场景的产品美图设计室，并在 AI 加持下迅速跑通付费功能。

公司 2025 年 5 月 20 日宣布与阿里达成战略合作，阿里以 2.5 亿美元可转债形式进行注资，为期三年，年利率为 1%，初步换股价设定为 6 港元。业务层面，双方将在电商平台、AI 影像生成及云计算领域展开深度合作。以公司“美图设计室”在电商 B 端场景的卡位价值为例，可从商品图、模特图智能生成，到海报设计、修图改图，提供一站式物料生产解决方案，深度赋能淘宝平台上的商户，能降低中小商家的内容制作门槛与成本。

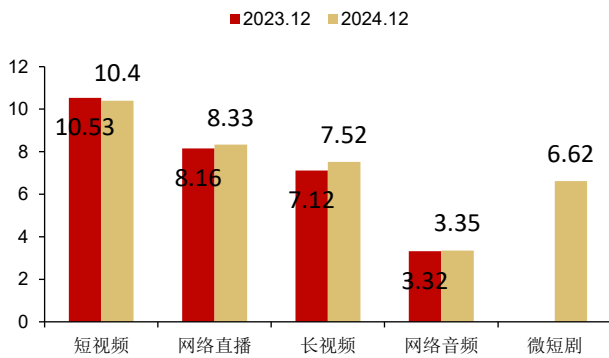
3) 高付费能力用户生态

公司面向 B 端的生产力工具产品聚焦于专业内容创作领域，受益于内容变现的通路成熟且多元，用户天然具有付费能力和付费意愿。

从产业市场规模的角度来看，一方面内容创作产业规模足够大，赋予内容创作者较强的付费能力，另一方面内容创作生态竞争加剧，内容创作者借助 AI 工具提质增效的诉求增强。具体而言：

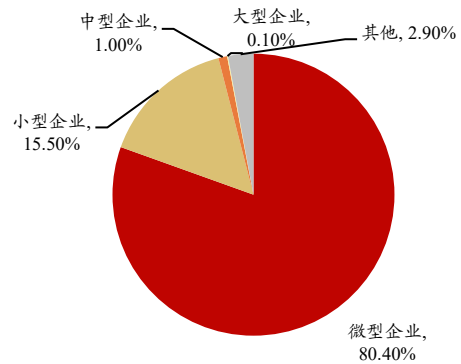
- **内容创作产业规模达到万亿级：**根据中国网络视听协会数据，2024 年我国网络视听市场总规模达到 1.22 万亿元，同比增长 6.1%，其中小微企业是市场参与主力，占比达到 95.9%。

图23：中国网络视听细分应用用户规模（单位：亿人）



资料来源：广电业内公众号、浙商证券研究所

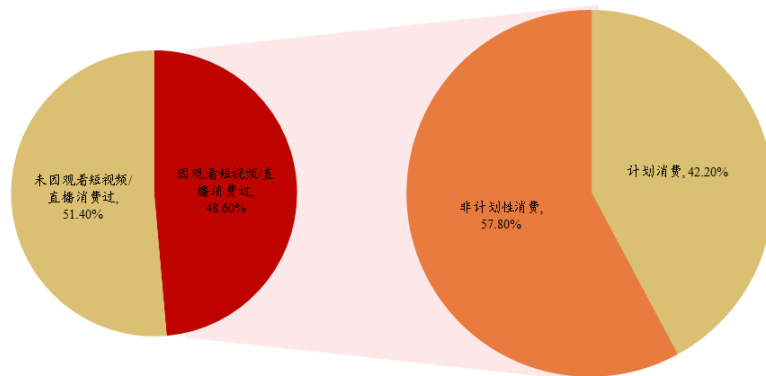
图24：中国网络视听企业类型



资料来源：广电业内公众号、浙商证券研究所

- 内容创作对消费拉动作用显著，广告主投放意愿增强：**根据国家统计局数据，2024年全国网上零售额15.5万亿元，其中约48.6%消费者因观看短视频、直播而消费过。进一步拆分消费行为数据，在因观看短视频/直播而消费的购买行为中，57.8%属于非计划性消费，即消费行为完全由观看短视频/直播内容出发。内容创作生态对网上消费的拉动作用促使广告主投放意愿进一步增强，根据新榜数据，预计2024年创作者投放市场规模达到489亿元，同比增长15%。

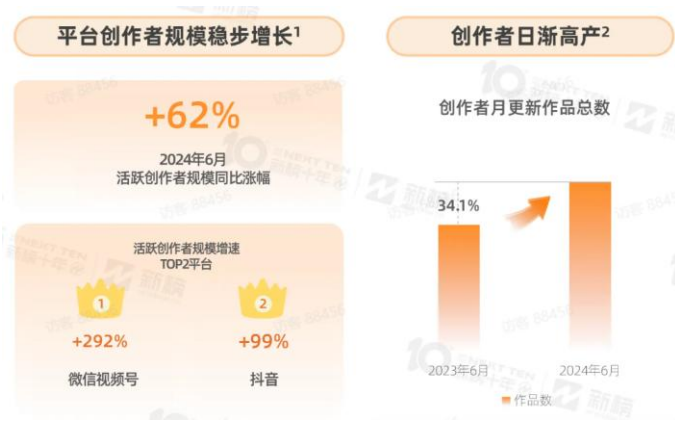
图25：网络消费行为动机统计



资料来源：广电业内公众号、浙商证券研究所

- 内容创作生态竞争加剧，高效创作工具需求增强：**根据新榜数据，截至2024年6月头部内容发布平台活跃创作者规模同比增长62%，创作者月更新作品总数同比增长34.1%，从业人员数量以及内容发布增速显著高于广告主投放预算增算，意味着行业竞争加剧，对于优质内容的高效产出需求大幅增加（抖音平台500强创作者月均产出作品数为大盘均值的2.7倍）。根据中国网络视听协会数据，生成式AI工具渗透率提升趋势显著，在2024.6至2024.12半年时间内，使用AI工具进行图片、视频制作的用户占比由25.6%提升至31%。

图26：内容创作生态创作者规模 vs 产出作品数量趋势



资料来源：新榜、浙商证券研究所

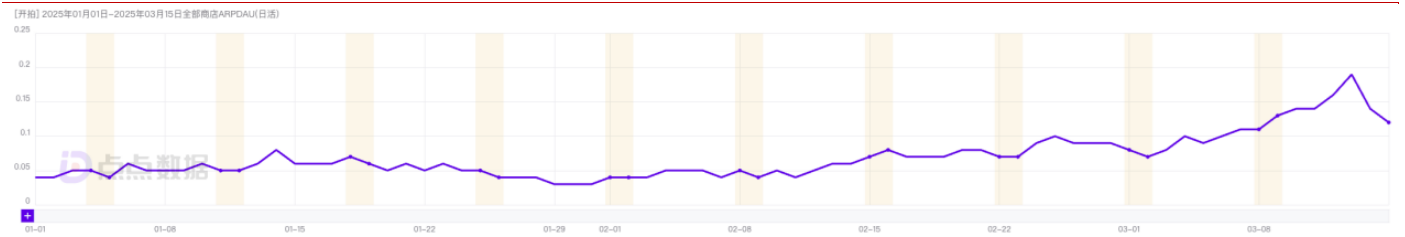
图27：创作者商单作品数量 vs 广告投放金额



资料来源：新榜、浙商证券研究所

从公司的收入结构来看，公司生产力工具用户付费能力高于生活场景用户。根据公司披露数据，2024年美图设计室订阅用户113万，整体生产力工具月活为0.22亿，对应付费订阅渗透率约为5.1%（考虑到美图设计室订阅用户不代表全部生产力工具订阅用户数量，实际生产力工具订阅渗透率会更高，尤其是面向AI口播视频领域的开拍付费渗透率高达12.8%），高于公司综合订阅渗透率4.7%。

图28：2024.1-2025.3 开拍 ARPAU 数据



资料来源：白鲸出海、浙商证券研究所

若仅考虑广告投放作为内容创作者的主要收入来源（不考虑直播带货收入变现的场景），根据我们测算，基于2024年的自媒体从业人员数量、2024年互联网广告市场规模、2024年公司生产力工具MAU数量（对应的生产力工具产品市占率约为14%），当内容创作广告投放占比达到30%（2024年约为8%）、生成式AI工具渗透率达到60%（2024年渗透率约为31%）时，公司生产力工具营收可达到18亿元（使得公司影像与设计应用收入相较于2024年接近翻倍），此时对应的生产力工具付费渗透率约为46%。

图29： 公司生产力工具营收空间敏感性测算（单位：亿元）

		创作者投放渗透率								
		8%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
生成式 AI 渗透率	31%	2	3	5	6	8	9	11	12	14
	35%	16	4	5	7	9	11	12	14	16
	40%	18	4	6	8	10	12	14	16	18
	45%	20	5	7	9	11	14	16	18	20
	50%	23	5	8	10	13	15	18	20	23
	55%	25	6	8	11	14	17	19	22	25
	60%	27	6	9	12	15	18	21	24	27
	65%	29	7	10	13	16	20	23	26	29
	70%	32	7	11	14	18	21	25	28	32
*对应公司生产力工具付费渗透率（基于公司2024年生产力工具MAU）										
		创作者投放渗透率								
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
生成式 AI 渗透率	31%	6%	8%	12%	16%	20%	24%	28%	32%	36%
	35%	41%	9%	14%	18%	23%	27%	32%	36%	41%
	40%	46%	10%	15%	21%	26%	31%	36%	41%	46%
	45%	52%	12%	17%	23%	29%	35%	41%	46%	52%
	50%	58%	13%	19%	26%	32%	39%	45%	52%	58%
	55%	64%	14%	21%	28%	35%	43%	50%	57%	64%
	60%	70%	15%	23%	31%	39%	46%	54%	62%	70%
	65%	75%	17%	25%	33%	42%	50%	59%	67%	75%
	70%	81%	18%	27%	36%	45%	54%	63%	72%	81%

资料来源：公司公告、AI 大智大通、中国网络视听协会、中关村互动营销实验室、新榜、浙商证券研究所整理测算

考虑到：1）公司生产力工具 MAU 仍在快速增长（2024 年公司生产力工具 MAU 同比增加 26%），未来公司生产力工具产品市占率仍有较大提升空间；2）互联网广告市场规模每年仍保持一定速度增长（2024 年同比增速为 13.55%）；3）自媒体从业人员数量仍会继续增长，我们看好公司生产力工具产品在中长期的收入弹性。

表6： 公司生产力工具市占率提升对其营收空间弹性的影响

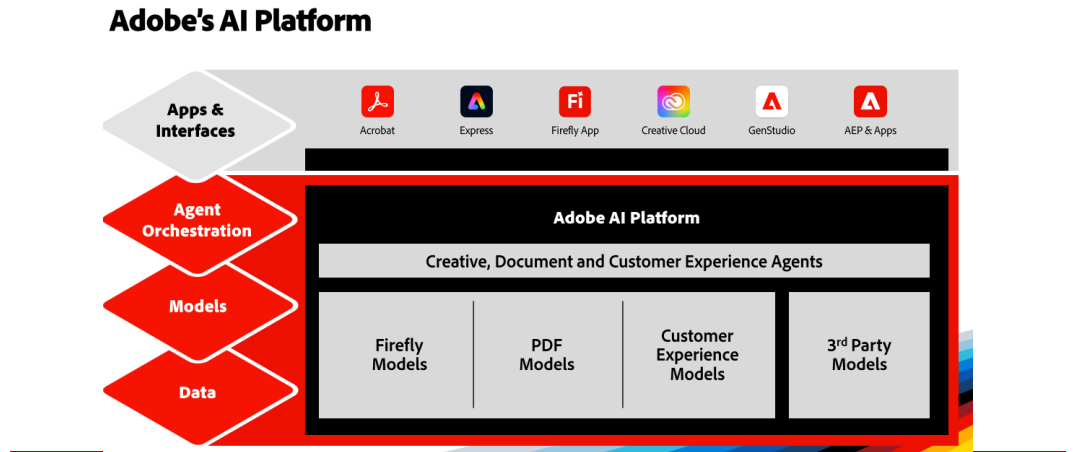
公司生产力工具市占率	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
公司生产力工具营收（亿元）	18	21	23	26	28	31	33	36	38

资料来源：浙商证券研究所整理测算

2.3 海外对标：以 Adobe 为例，实质性受益于 AIGC 变革

我们认为公司的发展路径与 Adobe 具有一定相似性，主要体现在：1）商业模式上，均以订阅收入为主要收入来源；2）同时面向专业设计者和内容创作者客户群体；3）AIGC 领域具有相似的核心壁垒，且未来有望受益于 AIGC 开启加速增长。

图30： Adobe AI 平台体系

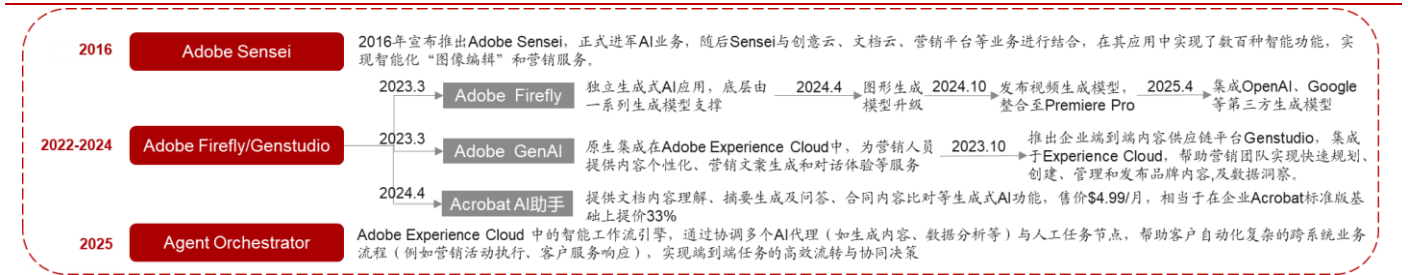


资料来源：Adobe 网站、浙商证券研究所

2.3.1 Adobe AI 产品迭代路径：向多模态、多模型、Agent 方向发展

Adobe 在 AI 领域的布局始于 2016 年宣布推出 Adobe Sensei。公司 AI 业务迭代的整体路径为：AI 辅助“图像编辑”→生成式 AI 赋能“图像创作”→多模态扩展→开放第三方模型集成→“端到端”AI 解决方案平台→AI Agent 平台。

图31： Adobe AI 业务迭代梳理



资料来源：百度百科、数英网、搜狐网、新浪财经、猫目、IT Pro、电手、Adobe 网站、浙商证券研究所总结绘制

目前 Adobe 的 AI 产品体系主要由 GenAI 和 Agent 两大板块构成：

表7： Adobe 生成式 AI 主要产品

AI 业务板块	核心应用	应用场景
Adobe GenAI	Adobe Firefly	独立生成式 AI 应用，可实现生成式填充、生成式扩展、文本生成图像、文本生成视频以及图像生成视频功能。 内嵌至创意云创意软件套件：作为 Photoshop、Lightroom、Premiere Pro 等传统应用中生成式 AI 能力的支撑。
	Adobe GenStudio	聚焦营销领域，支持营销方案、营销文案、定制化营销内容的自动化生成。
	Acrobat AI 助手	聚焦 PDF 文档领域，支持智能对话文档、内容总结与对比等功能
AI Agent	Agent Orchestrator	部署于 Adobe Experience Platform (AEP) 之上的核心系统工具，主要用于统一调度和管理其推出的 10 个专业 AI 智能体 (Agents)，实现跨智能体的任务协同、权限管控与自动化决策。

资料来源：Adobe 网站、新浪财经、浙商证券研究所

图32： Adobe 营销领域 10 个专业 AI 智能体



资料来源：Adobe 网站、浙商证券研究所

2.3.2 为什么看好 Adobe 在 AIGC 领域的发展前景

一方面，AI 算法的快速迭代以及对第三方模型的兼容开放，使得同品类 AIGC 应用间在图片生成质量和图片生成风格上的差异化定位大幅缩减。

表8：市场主要 AIGC 应用对比

产品名称	特色功能	定价	与 Firefly 对比
图像生成领域	Adobe Firefly	- Photoshop/Illustrator 无缝编辑（输出可编辑 SVG/PSD 文件） - 版权安全（100% Adobe Stock 授权数据）	Standard: \$9.99/月 Pro: \$29.99/月
	Stable Diffusion	开源免费，支持本地部署（可训练私有模型）	免费 需技术调试，技术门槛高
	Midjourney	艺术风格生成能力突出	\$10/月（基础版）\$30/月（Standard 版） 缺乏专业编辑工具；商用版权风险高
	DALL·E 3	原生集成 ChatGPT-4V 视觉理解模块	API 计费：\$0.04/张图像 缺乏专业编辑工具
视频生成领域	Adobe Firefly Video	与 Premiere Pro 深度集成 支持多语言翻译	Standard: \$9.99/月（20 段 5 秒视频） Pro: \$29.99/月（70 段） Plus: \$20/月（50 段低清视频） Pro: \$200/月（1080p）
	OpenAI Sora	支持最长 60 秒视频生成时空一致性优化	无专业软件集成，需导出二次加工
	Runway Gen-4	为长叙事设计，支持 100 秒以上微电影全流程生成	\$12+/月（按分钟计费） 需导出至 Premiere/Final Cut 二次编辑，工作流割裂

资料来源：Adobe 网站、SD 中文网、掘金网、腾讯科技、Talktop、腾讯云、悠悠谷、浙商证券研究所

另一方面，在传统专业设计领域，Adobe 的护城河短期内难以被替代。在专业设计领域 Adobe 拥有最高的客单价和最多的付费用户，AIGC 功能与传统创意生产工作流的结合构建出“生成-编辑-协作”的一体化生态，解决了 AI 工具与专业工作流割裂的痛点。

图33：海外创意设计软件用户数量对比

公司	总用户量	付费用户（万人）	年收入（亿美元）	客单价（美元/年）	主要客户群	产品关键词
Midjourney	1000 万	50	1	228	ToC/SMB	设计替代/设计灵感
Canva	1.1 亿	500	10	200	ToC/SMB	非专业设计
Figma	400 万	150	4	267	ToB	设计协作
Adobe	3000 万	3,000	176	587	ToB	专业设计
Notion	900 万	100	2	180	ToC/SMB	团队协作

资料来源：海外独角兽、浙商证券研究所

表9：Adobe AIGC+创意云产品矩阵

应用类别	应用名称	AI 功能	适用场景
Adobe 创意云原生工具	Photoshop	支持“生成填充”、智能修图、背景替换、画布扩展	商业设计、照片精修
	Premiere Pro	视频生成扩展、镜头补帧、多语言唇形同步	影视剪辑、全球化视频本地化
	Illustrator	矢量图形生成（可编辑 SVG）、生成式形状填充、智能重着色	Logo 设计、产品包装迭代
	Substance 3D	文本生成纹理或背景、2D 图像转换为 3D 场景	游戏开发、工业设计、产品渲染
	Lightroom	场景增强、生成式移除、反射消除	摄影后期、快速修图

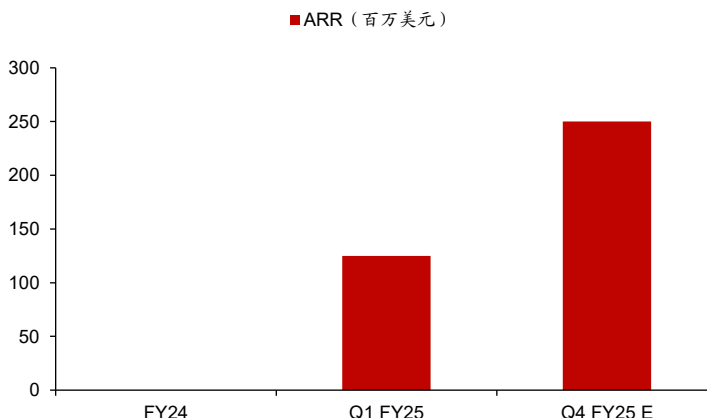
资料来源：Adobe 网站、浙商证券研究所

2.3.3 商业化进展方面，当下 AIGC 为 Adobe 带来的变化

商业化方面，AIGC 对 Adobe 的影响从两个方面体现：

- 1) **AIGC 功能订阅直接增厚营收：**根据公司披露数据，公司直接 AIGC 收入（包含 Acrobat AI 助手、Firefly App、Firefly 生成式 AI 服务以及 GenStudio 产品的合计 ARR 超过 1.2 亿美元（截至 2025Q1），并有望在 2025Q4 突破 2.5 亿美元。

图34： Adobe AIGC 功能订阅直接 ARR



资料来源：Adobe 公司、浙商证券研究所

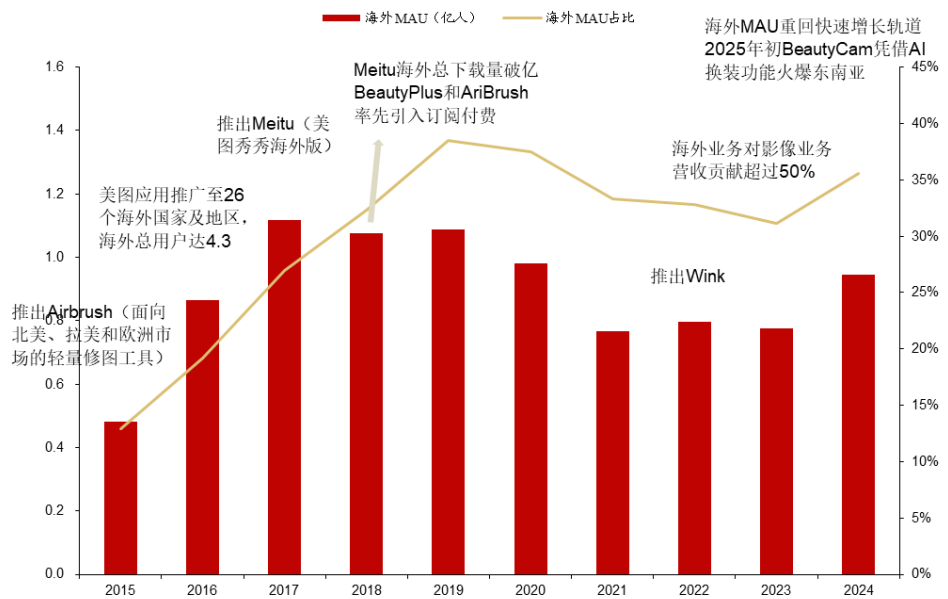
- 2) **AIGC 功能间接提升传统产品用户量、留存率以及单客价值量。**根据公司统计数据，对于公司传统产品组合而言，AI 功能在 2024 财年为公司带来的 ARR 影响超过 35 亿美元。具体而言：

- **新客户引流：**2025Q1 公司 Express 生成式 AI 月活用户总数同比增长超过 4 倍，其中新增企业客户超过 8000 家，同比增长约 6 倍，包括微软、ServiceNow、Workday、Intuit 等科技巨头。
- **客户粘性提升：**生成式 AI 功能使用频率的增加，带动传统软件客户流失率下降。以 Photoshop 为例，使用生成填充功能的用户周度流失率下降 10%。
- **ARPU 值提升：**相较于 2023 年底，公司 AI 功能带来创意云软件套件产品 ARPU 值提升 10%。

3 第三层阶梯：全球化战略推进，撬动海外新增量

公司 2013 年推出首款海外产品 BeautyPlus（美颜相机海外版），标志着公司全球化业务的开端。经过十年海外市场探索与积累，公司 2023 年海外用户和付费订阅用户占比均超过 3 成，对影像业务收入的贡献占比超过 50%。同时，公司于 2023 年进一步确定了更加清晰和积极的全球化战略，战略重心由追求用户数据增长迁移至产品力的打造，在 AIGC 技术的赋能下，2024 年海外市场收入实现了快速增长（超越内地业务增速），同时海外 MAU 也重回高速增长区间（2024 年海外 MAU 同比增长 22%，在公司总 MAU 占比进一步提升至 35.6%）。

图35：美图公司海外业务及 MAU 发展历程



资料来源：公司公告、CCTIME 飞象网、美图公司官网、创业邦、白鲸出海、浙商证券研究所

公司在海外市场的战略调整对公司具有重要意义，一方面国内美颜修图领域 MAU 总数以及竞争格局稳定，未来的用户增量主要靠海外市场贡献，国内业务聚焦于付费用户转化；另一方面海外用户付费能力高于国内用户，进一步带动海外营收增长的加速效应。我们认为随着公司在海外市场的布局深入，海外增量用户所带来的量价齐升效应有望在未来助力公司完成第三层阶梯的跨越（收入突破百亿量级）。

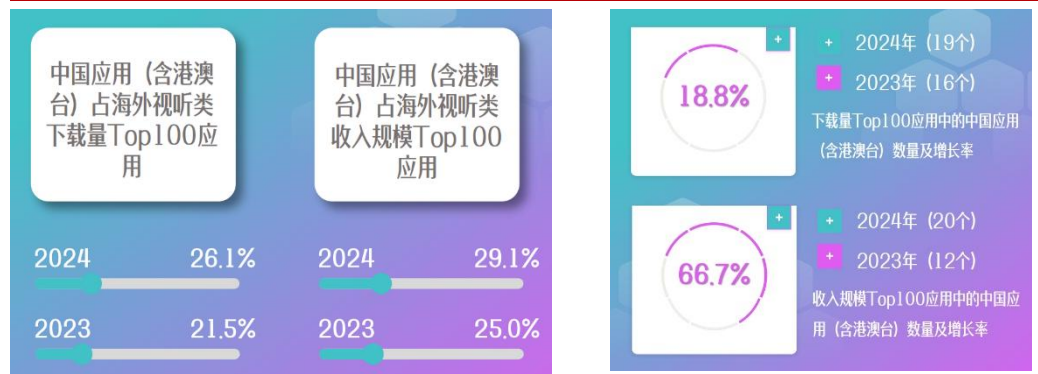
具体而言：

1) 海外市场或成为未来增量用户的贡献主力

根据极光月弧数据，国内移动互联网拍摄美化行业 MAU 基本稳定在 4.5 亿水平波动，对应渗透率在 40%-45% 左右，市场格局基本稳定，国内市场的竞争当下阶段主要聚焦于优化商业模式、拓展服务边界，从而提升应用内用户的付费转化率以及续费率。

与此同时，中国视听类应用在全球影响力持续走强，进一步激发全球内容创作市场的蓬勃发展。根据中国网络视听协会，全球 TOP100 视听类应用中 1/5 源自中国，2024 年在下载量 TOP100 应用中份额提升至 26.1%、在收入规模 TOP100 应用中份额提升至 29.1%。我们认为，中国视听类应用创新能力引领全球市场，而国内内容创作生产力工具凭借庞大的互联网用户以及内容创作者基数在场景需求的定位上具有天然先发优势，亦有望跟随视听类应用出海的步伐加速向海外市场渗透。

图36： 中国视听类应用在全球影响力凸显



资料来源：广电业内公众号、浙商证券研究所

从公司 2024 年的 MAU 结构来看，内地市场 MAU 与 2023 年基本持平，内地以外市场 MAU 同比增长 22%，意味着公司 2024 年的流量增长主要通过海外市场实现，与我们的判断基本相符。同时根据点点数据，5 款主要 ToC 产品中，美颜相机和 Wink 两款产品海外市场 MAU 增长比较明显，美图秀秀在国内海外相对平稳。

2) 海外用户付费能力显著高于国内

根据公司介绍，与中国市场相比，海外用户对工具的付费意愿更强，付费习惯较好。参考第三方机构对海内外 AI 应用落地情况的统计，国内用户男性占比 60%+，聚焦工作学习场景，用户付费率低（66.8%用户月均付费≤20 元），而海外用户年轻群体（18-35 岁占 70%）主导，娱乐与工具需求并重，订阅制模式成熟。以同属于在线创作设计赛道的 Canva 为例，目前 Canva 付费用户比例达到 10.6%，2024 年 ARPU 值约为 129 美元，高于公司现有付费率以及 ARPU 水平。

根据点点数据，2024 年 12 月中国非游戏厂商出海收入榜，美图超过腾讯位列榜单第 2，仅次于字节跳动。我们认为，公司海外拓展战略的变化加速公司本轮海外业务的高质量发展。对比公司海外业务拓展的两个主要时期：

- 1) 2015-2018 年时期：追求用户数据的增长，通过渠道购买流量，但忽视了产品力导致用户在之后年度流失。
- 2) 2024-至今：重视产品力与商业模式的构建，实现原生造血能力。底层产品打造思路为“找社媒热点，并通过上线 AI 功能辅以 KOL 营销，形成病毒式传播并再短期内获得大量下载”。以 2025 年 Q1 以来火爆东南亚的“AI 换装”功能为例，公司 2025 年 2 月在 BeautyCam 推出“AI 换装”功能，随后产品登顶新加坡、泰国、越南等 12 国和地区的 iOS App Store 总榜。

表10: 2025 年 2 月美图旗下出海应用情况

App	产品定位	下载量 (万)	收入量 (万元)
BeautyCam	美颜相机海外版	1099.1	185.5
Meitu	美图秀秀海外版	955.8	1974
Wink	AI 视频画质修复	897.5	355.2
BeautyPlus	美颜相机海外版	357.3	367.4
AirBrush	轻量修图工具	80	553.2
开拍	口播视频创作软件	35.1	38.7

资料来源: 月弧数据、浙商证券研究所

公司持续增强在海外的业务布局,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,也开始让很多核心员工到全球驻扎,未来公司海外业务增长有望进一步加速,在用户量和利润层面均有望实现占比超过 50%的目标。从时间节奏上来看,海外生产力工具有望在 2026 年下半年迎来爆发,从而引领公司跨越第三层阶梯。

4 盈利预测与估值分析

营收层面,分不同业务板块来看:

1) **影像与设计产品:** 根据“ $MAU \times \text{订阅渗透率} \times ARPPU$ ”进行营收预测,具体而言:

- MAU: 公司 2024 年总 MAU 为 2.66 亿,其中生活场景应用和生产力工具分别为 2.44 亿和 0.22 亿。我们认为 2025-2027 年生活场景应用 MAU 主要增量由海外市场贡献、生产力工具 MAU 受益于 AI 功能对 B 端客户的效率提升有望保持高速增长的趋势,预计 2025-2027 年公司 MAU 有望达到 2.9、3.25、3.7 亿。
- 订阅渗透率: 公司 2024 年付费订阅渗透率为 4.7%,考虑到公司未来聚焦于 B 端场景变现、且 B 端用户具有更强的付费能力,我们认为公司订阅渗透率有望持续提升,预计 2025-2027 年公司订阅渗透率分别有望达到 5.5%、6.2%、7%。
- ARPPU 值: 公司 2024 年单客 ARPPU 值约为 165 元,考虑到未来海外市场的拓展以及 B 端场景的发力均有助于 ARPPU 值的提升,尤其是 2026 年海外 B 端场景有望获得放量突破,我们预计 2025-2027 年公司 ARPPU 分别有望达到 175、185、190 元。
- 综合以上,我们预计公司 2025-2027 年影像与设计产品营收分别为 27.91、37.28、49.21 亿元,对应同比增速分别为 34%、34%、32%。

2) **广告业务:** 考虑到广告业务相对成熟稳定,我们预计公司 2025-2027 年广告业务保持年化 10%的增速,对应营收分别为 9.39、10.33、11.36 亿元。

3) **美业设计产品:** 考虑到目前非核心战略业务,且公司对美业设计产品有增长放缓预期,我们预计公司 2025-2027 年美业设计产品营收分别为 3.65、3.47、3.3 亿元。

4) 其他：由于其他业务收入占比低，对公司整体营收影响小，我们预计公司其他业务收入维持 2024 年水平。

表11：美图公司 2025-2027 营收预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2085.33	2695.74	3340.76	4112.51	5124.63	6403.79
YoY (%)	25.17%	29.27%	23.93%	23.10%	24.61%	24.96%
影像与设计产品	868.76	1327.38	2085.62	2791.25	3727.75	4921
YoY (%)	42%	53%	57%	34%	34%	32%
MAU (亿人)	2.43	2.49	2.66	2.90	3.25	3.70
生活场景应用	2.33	2.31	2.44	2.60	2.80	3.00
生产力工具	0.10	0.18	0.22	0.30	0.45	0.70
付费订阅用户数 (万)	560	911	1261	1595	2015	2590
YoY (%)			38%	26%	26%	29%
订阅渗透率	2.3%	3.7%	4.7%	5.5%	6.2%	7.0%
ARPPU (元)	155.14	145.71	165.39	175	185	190
广告	629.90	758.79	853.47	938.81	1032.70	1135.96
YoY (%)	-18%	20%	12%	10.0%	10.0%	10.0%
美业设计产品	441.01	569.16	384.57	365.35	347.08	329.72
YoY (%)		29%	-32%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他	145.66	40.41	17.10	17.10	17.10	17.10
YoY (%)	23%	-72%	-58%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：wind、浙商证券研究所

费用方面，我们预计公司 2025-2027 年的投入重点仍聚焦在研发团队，销售费用增速配合公司业务拓展节奏前高后低。受益于公司营收的持续提升，我们预计公司整体三费费用率有望保持下降趋势。

表12: 美图公司 2025-2017 费用预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
三费合计	1,261.33	1,364.59	1,793.99	2,134.17	2,535.02	3,014.53
占销售收入%	60.49%	50.62%	53.70%	51.89%	49.47%	47.07%
YOY		8.19%	31.47%	18.96%	18.78%	18.92%
营销费用	403.12	428.19	483.40	555.91	628.18	703.56
占销售收入%	19.33%	15.88%	14.47%	13.52%	12.26%	10.99%
YOY		6.22%	12.89%	15.00%	13.00%	12.00%
管理费用	271.85	300.92	399.89	439.88	483.87	532.25
占销售收入%	13.04%	11.16%	11.97%	10.70%	9.44%	8.31%
YOY		10.69%	32.89%	10.00%	10.00%	10.00%
研发费用	586.37	635.48	910.70	1,138.38	1,422.97	1,778.72
占销售收入%	28.12%	23.57%	27.26%	27.68%	27.77%	27.78%
YOY		8.38%	43.31%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: wind、浙商证券研究所

综合以上, 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 41.13、51.25、64.04 亿元, 归母净利润分别为 8.43、11.68、15.79 亿元。

我们采用相对估值法对公司进行估值, 参考同为 AI 应用软件公司的 Adobe、彩讯股份、万兴科技作为可比公司, 同时考虑到不同市场间的估值差异给予一定估值折价, 给予公司 2025 年 60x PE, 对应目标市值为 551 亿港元, 对应目标价为 11.1 港元。**首次覆盖, 给予“买入”评级。**

表13: 可比公司估值分析

可比公司	收盘价(元)	总市值 (亿元)	营业收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE		
	2025/7/2		24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
美图公司	8.47 港元	353 (387 港元)	33	41	51	64	8	8	12	16	42	30	22
可比公司 PE 均值											96	65	47
奥多比 (ADOBE)	392.10	1,663	215	235	259	292	56	70	77	89	24	22	19
虹软科技	47.29	190	8	10	13	16	2	2	3	4	82	61	47
万兴科技	61.75	119	14	16	19	22	-2	1	1	2	213	122	78
金山办公	271.50	1,258	51	61	74	88	16	19	23	28	65	54	44
福昕软件	66.99	61	7	9	10	13	0.3	0.4	1	1	160	62	47

资料来源: wind、浙商证券研究所

*注: Adobe 公司单位为亿美元

5 风险提示

- 1) **公司 AI 产品推广不及预期**: 可能导致公司 MAU、付费渗透率、以及 ARPPU 中任一项增长不及预期, 从而导致公司营收增长不及预期。
- 2) **海外业务拓展不及预期**: 尽管公司部分产品短期在海外取得了较大的关注度与下载量, 但长期下载量增长的可持续性以及后续变现能力仍具有一定不确定性, 可能会导致公司海外 MAU 或海外营收增长不及预期。
- 3) **对于生产力工具场景的空间测算包含主观假设**: 我们在报告中对于生产力工具场景未来的市场空间以及公司潜在收入弹性进行了测算, 但相关测算包含了我们的主观判断与假设, 可能与实际情况存在一定偏差。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,528	5,509	6,923	8,870	营业收入	3,341	4,113	5,125	6,404
现金	1,301	1,866	2,751	4,169	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	407	457	569	712	营业成本	1,047	1,275	1,563	1,921
存货	73	71	87	107	销售费用	483	556	628	704
其他	2,746	3,115	3,516	3,882	管理费用	400	440	484	532
非流动资产	2,519	2,739	2,969	3,199	研发费用	911	1,138	1,423	1,779
固定资产	470	490	520	550	财务费用	(44)	0	0	0
无形资产	572	572	572	572	除税前溢利	823	889	1,257	1,756
其他	1,477	1,677	1,877	2,077	所得税	17	44	88	176
资产总计	7,047	8,248	9,892	12,068	净利润	806	844	1,169	1,581
流动负债	1,820	2,165	2,628	3,212	少数股东损益	1	1	1	2
短期借款	267	267	267	267	归属母公司净利润	805	843	1,168	1,579
应付账款及票据	179	212	261	320					
其他	1,374	1,686	2,101	2,626	EBIT	779	889	1,257	1,756
非流动负债	194	194	194	194	EBITDA	863	889	1,257	1,756
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.18	0.26	0.35
其他	194	194	194	194					
负债合计	2,014	2,359	2,822	3,406					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	5,357	6,212	7,391	8,982	成长能力				
归属母公司股东权益	5,027	5,882	7,061	8,652	营业收入	23.93%	23.10%	24.61%	24.96%
少数股东权益	6	7	8	10	归属母公司净利润	112.84%	4.71%	38.51%	35.19%
股东权益合计	5,033	5,889	7,070	8,662	获利能力				
负债和股东权益	7,047	8,248	9,892	12,068	毛利率	68.67%	69.00%	69.50%	70.00%
					销售净利率	24.10%	20.50%	22.79%	24.65%
					ROE	16.02%	14.33%	16.54%	18.25%
					ROIC	14.40%	13.71%	15.94%	17.70%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	746	767	1,046	1,517	资产负债率	28.58%	28.60%	28.53%	28.22%
净利润	805	843	1,168	1,579	净负债比率	-20.56%	-27.17%	-35.14%	-45.06%
少数股东权益	1	1	1	2	流动比率	2.49	2.54	2.63	2.76
折旧摊销	84	0	0	0	速动比率	2.35	2.42	2.50	2.63
营运资金变动及其他	(145)	(77)	(123)	(64)	营运能力				
投资活动现金流	7	(214)	(174)	(110)	总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.58
资本支出	(53)	(20)	(30)	(30)	应收账款周转率	8.41	9.52	9.99	10.00
其他投资	60	(194)	(144)	(80)	应付账款周转率	6.54	6.50	6.61	6.62
筹资活动现金流	(104)	0	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	49	0	0	0	每股收益	0.18	0.18	0.26	0.35
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	0.16	0.17	0.23	0.33
已付股利	(148)	0	0	0	每股净资产	1.10	1.29	1.55	1.89
其他	(6)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	661	565	884	1,419	P/E	15.06	41.86	30.22	22.36
					P/B	2.46	6.00	5.00	4.08
					EV/EBITDA	13.11	37.92	26.10	17.87

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>