

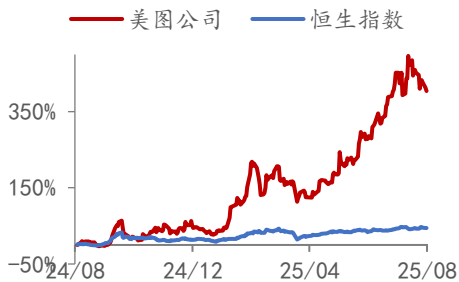
2025H1 点评：AI 驱动产品创新，付费率进一步提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-25

收盘价（港元）	10.63
近 12 个月最高/最低（港元）	12.08/1.95
总股本（百万股）	4,566
流通股本（百万股）	4,566
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	485
流通市值（亿港元）	485

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.2024 年业绩点评：AI 带动付费用户增长，全球化布局加速 2025-03-25

2.2023 年业绩点评：AI 助力营收利润强劲增长，付费转化率持续提高 2024-03-18

3. MiracleVision4.0 版本推出，看好付费转化率进一步提升 2023-12-06

主要观点：

● 2025H1 业绩：

1) 整体业绩：1) 整体业绩：2025 年上半年总收入 18.21 亿元，同比增长 12.3%。经调整归母净利润 4.67 亿元，同比增长 71.3%。毛利率录得 73.6%，同比提升 8.7 个百分点，盈利能力显著增强。

2) 分业务看：影像与设计产品业务收入 13.51 亿元，同比增长 45.2%，占总收入比重提升至 74.2%；广告业务收入 4.34 亿元，同比增长 5.0%；美业解决方案业务收入 0.30 亿元，同比下降 88.9%，系公司持续聚焦核心业务，战略性收缩低毛利业务所致；其他业务收入 622 万元。

● 全球化战略成效显著，海外用户增长强劲

截至 2025 年 6 月，美图全球月活跃用户（MAU）达 2.80 亿，同比增长 8.5%。其中，海外用户增长尤为突出，MAU 达 9800 万（占比 35%），同比增长 15.3%，增速远超国内市场（国内市场 MAU 为 1.82 亿，同比 +5.2%）。AI 创新功能成为海外扩张的重要引擎，例如“AI 换装”功能在东南亚、美国、英国等市场广受好评，带动美颜相机海外用户显著增长。新推出的“AI 闪光灯”功能上线首月即触达全球约 190 万用户，尤其在东南亚及欧洲市场反响热烈。此外，公司针对印尼、日本等市场进行本地化功能优化，并积极拓展生产力工具出海，海外生产力工具 MAU 同比增长超过 90%。

● AI 赋能产品创新，付费订阅提升

AI 技术深度赋能产品矩阵，有效提升了用户付费意愿和盈利能力。截至 2025 年 6 月，美图付费订阅用户数达约 1540 万，同比增长超过 42.0%，创下历史新高，付费订阅渗透率提升至 5.5%。Wink 的“画质修复”、美图秀秀的“AI 闪光灯”等 AI 功能，通过优化核心用户体验，直接带动了付费转化。公司业务结构持续优化，高毛利率的影像与设计产品业务成为增长核心，同时公司在 2025 年 7 月正式推出 AI 设计助手 RoboNeo，在没有美图产品矩阵导流下 MAU 快速突破百万，预计 8 月底或 9 月初上线完整的订阅和单购付费机制，有望打开新的增长空间。

● 投资建议

在 AI 加持下，我们看好公司付费率转化进一步提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 40.16/50.53/61.05 亿元(25-26 年前值 41.05/49.85 亿元)，同比增长 20.2%、25.8%、20.8%，NON-IFRS 归母净利润为 9.50/11.89/15.58 亿元(25-26 年前值 9.04/11.95 亿元)，同比增长 62.1%、25.1%、31.1%，维持“买入”评级。

● 风险提示

竞争环境恶化风险；产品上线发展不如预期风险。

● 重要财务指标

单位：千元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,340,761	4,015,690	5,052,937	6,104,943
收入同比 (%)	23.9%	20.2%	25.8%	20.8%
归母净利 (NON-IFRS)	586,167	950,219	1,189,034	1,558,389
归母净利 (NON-IFRS) 同比	59.2%	62.1%	25.1%	31.1%
毛利率 (%)	69%	74%	75%	76%
EPS (元)	0.18	0.18	0.25	0.32
PE	1.69	1.05	0.84	0.64

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:千元					单位:千元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:	2,518,729	2,524,868	2,533,165	2,541,561	营业收入	3,340,761	4,015,690	5,052,937	6,104,943
%总资产	35.74%	32.53%	29.09%	25.56%	增长率	24%	20%	26%	21%
存货	73,457	54,379	100,377	79,192	营业成本	1,046,550	1,051,001	1,272,321	1,476,313
贸易应收款项	407,014	549,103	639,824	796,633	%销售收入	31%	26%	25%	24%
现金及现金等价物	1,301,412	1,755,645	2,351,282	3,255,822	毛利	2,294,211	2,964,689	3,780,616	4,628,630
其他	2,746,065	2,876,875	3,082,512	3,268,445	销售及营销开支	483,400	646,876	813,963	976,791
非流动资产:	2,518,729	2,524,868	2,533,165	2,541,561	行政开支	399,889	492,477	621,678	751,808
%总资产	35.74%	32.53%	29.09%	25.56%	研发开支	910,703	1,043,862	1,364,293	1,648,334
物业及设备	469,863	474,562	479,307	484,100	金融资产的减值亏损净	2,751	21,590	10,106	12,210
使用权资产	52,100	52,100	52,100	52,100	其他收入	23,618	24,647	29,540	35,174
无形资产	519,602	519,602	519,602	519,602	其他(亏损)/收益净额	-364,785	22,493	28,303	34,196
长期投资	1,413,516	1,413,516	1,413,516	1,413,516	融资收入净额	50,664	74,541	91,196	108,614
其他	63,648	65,088	68,640	72,242	无形资产减值亏损/(亏损)	639,556	32,918	75,794	91,574
资产总额	7,046,677	7,760,870	8,707,159	9,941,652	应占以权益法入账的投	-23,668	-6,465	-5,053	-6,105
流动负债	1,820,264	1,955,959	2,234,684	2,537,695	除所得税前利润/(亏损)	822,853	908,018	1,190,356	1,502,940
%总负债	90.38%	88.94%	90.13%	91.16%	%销售收入	24.6%	22.6%	23.6%	24.6%
贸易及其他应付款项	786,428	786,428	786,428	786,428	所得税开支	-16,693	-82,544	-50,529	-61,049
其他	870,209	1,005,904	1,284,629	1,587,640	净利润	806,160	825,474	1,139,826	1,441,890
非流动负债	193,851	243,197	244,628	246,130	%销售收入	24.1%	20.6%	22.6%	23.6%
%总负债	9.62%	11.06%	9.87%	8.84%	本公司持有人	805,176	864,166	1,193,252	1,509,475
负债总额	2,014,115	2,199,155	2,479,311	2,783,825	%销售收入	24%	22%	24%	25%
本公司拥有人应占权	5,026,735	5,555,887	6,222,021	7,152,000	非控股权益	984	-38,692	-53,426	-60,269
非控股权益	5,827	5,827	5,827	5,827	%销售收入	0.0%	-1.0%	-1.1%	-1.0%
总权益	5,032,562	5,561,714	6,227,848	7,157,827	归母净利润 (non-IFRS)	586,167	950,219	1,189,034	1,558,389
负债和股东权益	7,046,677	7,760,870	8,707,159	9,941,652	%销售收入	17.5%	23.7%	23.5%	25.5%

现金流量表					财务比率				
单位:千元						2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	回报率				
除税前利润	822,853	908,018	1,190,356	1,502,940	净资产收益率	12.82%	17.94%	20.17%	23.28%
折旧摊销及减值准备	84,219	85,061	85,912	86,771	总资产收益率	9.15%	12.83%	14.44%	16.71%
经营活动现金净流量	745,807	737,818	930,360	1,264,551	投入资本收益率	15.70%	14.82%	18.27%	20.12%
资本支出	-52,973	-55,000	-56,000	-57,000	增长率				
投资活动现金净流量	7,165	-55,000	-56,000	-57,000	营业总收入增长率	23.93%	20.20%	25.83%	20.82%
融资活动现金净流量	-104,074	-228,585	-278,724	-303,011	EBIT 增长率	88%	10%	31%	26%
现金净流量	648,898	454,233	595,636	904,540	归母净利润增长率	59%	62%	25%	31%
期初现金	640,629	1,301,412	1,755,645	2,351,282	总资产增长率	22.19%	10.14%	12.19%	14.18%
期末现金	1,301,412	1,755,645	2,351,282	3,255,822	资产管理能力				
					应收款项周转天数	43.4	43.5	42.9	42.9
					应付款项周转天数	265.3	273.1	225.6	194.4
					存货周转天数	22.2	22.2	22.2	22.2
					总资产周转率	52%	54%	61%	65%
					偿债能力				
					资产负债率	28.58%	28.34%	28.47%	28.00%
					流动比率	2.5	2.7	2.8	2.9

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

分析师：赵亮，悉尼大学金融学硕士，主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域，2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010525070001

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。