

业务结构快速优化, AI 产品力带动用户与付费增长

美图公司 (1357.HK) 2025 中报点评

核心观点

影像与设计业务收入持续增长, 美业及其他业务快速战略调整优化。2025 上半年付费订阅用户数快速增长, 带动高毛利核心业务影像与设计产品收入占比持续提升, 影像与设计业务营收同比+45.2%至 13.51 亿元, 广告业务同比+5.1%至 4.34 亿元, 二者占总收入的 98%。截至 2025H1, 公司整体毛利率环比+4.9 个百分点至 73.6%, 经调整归母净利润同比+71.34%达 4.7 亿元, 落于自愿性公告上沿 (65%-72%)。

公司注重垂类模型能力扎实发展, AI 赋能推动内地用户回升, 海外用户持续增长。公司通过调用三方多模态大模型整合自主微调的闭源模型, 受益于基础大模型能力的不断提升与垂类高质量数据的长期积累, 持续沉淀 AI 产品力。截至 2025H1, 公司 MAU 同比+8.6%, 较 2024 年末+5.3%增长 1400 万至 2.8 亿。订阅用户数达 1540 万, 同比+42.5%, 环比+22.1%, 订阅渗透率自 2024 年底增长 0.8 个百分点至 5.5%。内地市场 MAU 同比+5.2%至 1.82 亿, 环比+6.2% (去年同期+0.9%, 前值-1%); 海外 MAU 同比+15.7%至 9800 万, 环比+3.7% (去年同期+9.1%, 前值+11.5%)。海外增长主要原因系全球化战略的本地化举措: 1. 例如 Wink 和 Vmake 产品在本地化时参考印尼流行发色、日本配音习惯等; 2. 与本地 KOL 合作。海外生产力工具开始进入增长通道, MAU 同比+90%, 付费用户增速更快。

投资建议及盈利预测

美图公司业务结构快速优化, 聚焦核心影像与设计业务, MAU 与付费用户数加速增长。生产力场景应用逐渐深化: 1. AI 设计 Agent “RoboNeo” 以交互形式进行编辑与设计的创新推出; 2. 与阿里巴巴的业务合作将于年内落地签署, 促进电商场景应用与垂类 AI 发展。我们持续看好公司作为具备商业化落地能力的 AI 应用标的, 维持目标价 12.11 HKD。

风险提示: AI 技术的提升和落地不及预期, 市场竞争风险, 全球地缘政治环境波动影响 AI 产品出海。

重要数据

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3341	4075	5062	6174
(+/-) (%)	23.93	21.98	24.21	21.97
归母净利润	805	994	1365	1750
(+/-) (%)	112.84	23.49	37.27	28.22
EPS (元/股)	0.13	0.22	0.30	0.38
P/E	76.21	41.32	30.10	23.48

数据来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部

*为剔除虚拟货币收益影响, 2024 年使用经调整归母净利润计算 EPS 和 PE (仅在此处做修改, 使用归母净利润计算的 2024 年 EPS 为 0.18, PE 为 51.03)。

证券研究报告

股票代码 01357.HK

公司评级 增持

评级变动 维持

收盘价 9.78

目标价 12.11

近 1 年股价走势



分析师

周楠 S0650525050001

联系邮箱: zhouxie@mgzq.com

相关研究

《美图公司(1357.HK): 国内 B 端+海外 C 端战略效果显著, 上半年业绩盈喜》
2025.07.23

《美图公司(1357.HK): AI 提升核心竞争力, 商业化兑现提速——2024 年度业绩点评》
2025.03.23

《美图公司(1357.HK): AI 赋能全球化产品力, B 端突围拓展应用场景》
2025.02.20

正文目录

一、 影像与设计核心业务结构快速优化，利润水平提升	3
二、 海外战略与生产力工具布局效果显著，用户&订阅持续增长	4

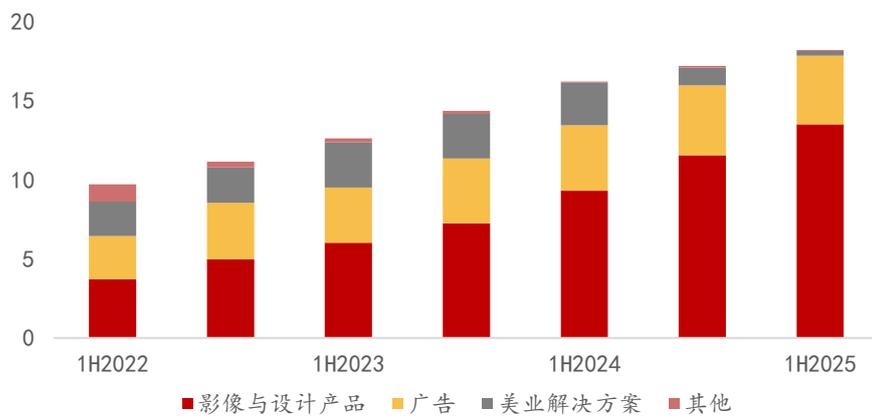
图表目录

图 1：美图分业务营收表现（亿元）	3
图 2：美图经调整归母净利润（亿元，%）	3
图 3：美图三大费用率变化（%）	3
图 4：美图订阅用户与渗透率变化（千人，%）	4
图 5：美图生活&生产力 MAU（千人，%）	4
图 6：美图海内外 MAU（千人，%）	4

一、影像与设计核心业务结构快速优化，利润水平提升

公司影像与设计产品业务收入持续增长，美业及其他业务快速战略调整优化。2025 上半年影像与设计业务营收同比+45.2%至 13.51 亿元，广告业务同比+5.1%至 4.34 亿元，二者占总收入的 98%。公司聚焦 AI 赋能图像与设计应用，专注打造满足各类创作者多元需求的产品矩阵，从 C 端向 P 端（Prosumer）及 B 端辐射，包含大众用户、KOL、专业设计师、小型企业等。作为深耕垂类场景的 AI 应用提供商，公司通过调用三方多模态大模型整合自主微调的闭源模型，受益于基础大模型能力的不断提升与垂类高质量数据的长期积累，持续沉淀 AI 产品力，包括在 7 月推出 AI 设计 Agent 产品 RoboNeo 推动生产力产品创新与应用。同时，公司与阿里巴巴的业务合作将在促进全球电商合作、开发 AI 模型与技术、算力与云服务等方面落地（业务合作协议将于年内签署），进一步推动生产力工具发展。

图1：美图分业务营收表现（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

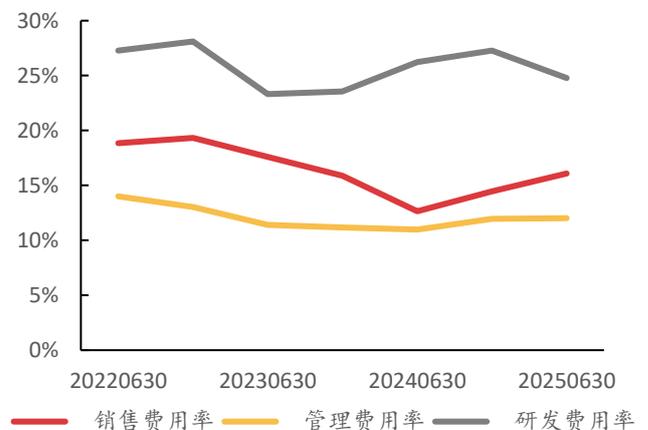
在业务结构快速优化的背景下，公司利润水平显著提升。截至 2025H1，公司整体毛利率环比+4.9 个百分点至 73.6%，毛利较 2024 年同期的 10.53 亿元增长 27.3%至 13.4 亿元；经调整归母净利润同比+71.34%达 4.7 亿元，落于自愿性公告上沿（65%-72%）。三大费用上，营销费用及占比增长主要源于内地 B 端与海外 C 端推广，研发费用占比下降主要系视觉大模型底层训练已基本完成且公司聚焦垂直模型训练。

图2：美图经调整归母净利润（亿元，%）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图3：美图三大费用率变化（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

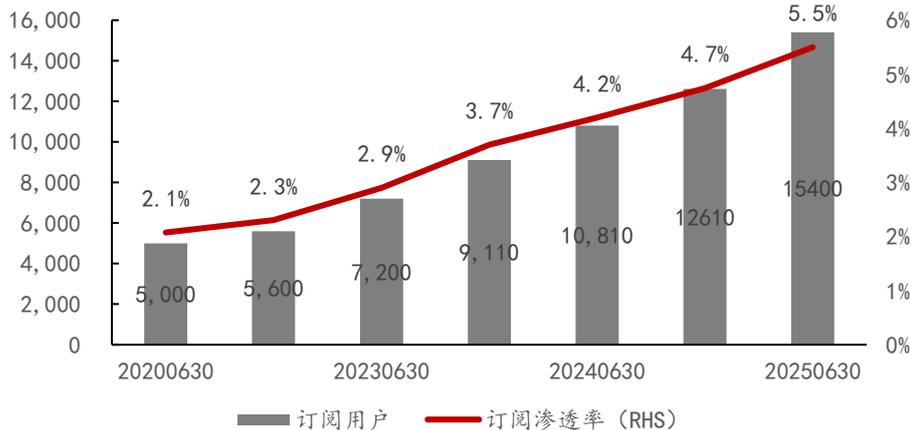
二、海外战略与生产力工具布局效果显著，用户&订阅持续增长

AI 持续推动影像与设计产品功能提升完善，MAU 与付费用户提速增长。截至 2025H1，公司 MAU 同比+8.6%，较 2024 年末+5.3%增长 1400 万至 2.8 亿。订阅用户数达 1540 万，同比+42.5%，环比+22.1%，订阅渗透率自 2024 年底增长 0.8 个百分点至 5.5%。

分应用场景来看，生活场景 MAU 增速提升而生产力略有放缓。生活场景同比+7.7%至 2.57 亿，环比+5.5%（去年同期 3%，前值 2.1%）；生产力同比+19.8%至 2300 万，环比+3.7%（去年同期 8.7%，前值 15.5%）。

分地区来看，内地 MAU 增速有所回升海外持续增长，海外生产力工具开始进入增长通道。内地市场 MAU 同比+5.2%至 1.82 亿，环比+6.2%（去年同期+0.9%，前值-1%）；海外 MAU 同比+15.7%至 9800 万，环比+3.7%（去年同期+9.1%，前值+11.5%）。海外增长主要原因系全球化战略的本地化举措：1. 例如 Wink 和 Vmake 产品在本地化时参考印尼流行发色、日本配音习惯等；2. 与本地 KOL 合作。如此前在盈喜预告点评【美图公司(1357.HK)：国内 B 端+海外 C 端战略效果显著，上半年业绩盈喜(2025.7.23)】中提及，海外生活场景工具在两个 AI 功能的流行下有所突破：2 月“AI 换装”助力美颜相机在东南亚、美国、英国等地区或好评，6 月“AI 闪光灯”助力美图秀秀在东南亚及欧洲部分地区流行，上线首月触达全球约 190 万用户。海外生产力工具开始进入增长通道，MAU 同比+90%，付费用户增速更快。

图4：美图订阅用户与渗透率变化（千人，%）



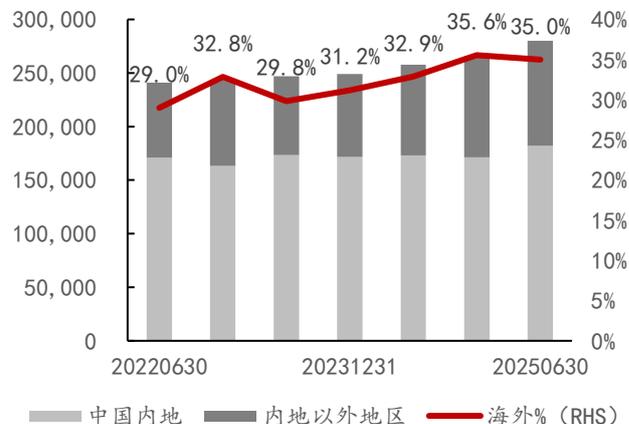
资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图5：美图生活&生产力 MAU（千人，%）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图6：美图海内外 MAU（千人，%）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

财务报告预测与估值数据汇总

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,528	5,308	6,864	8,842
现金	1,301	1,469	2,485	3,838
应收账款及票据	407	475	562	686
存货	73	57	63	75
其他	2,746	3,307	3,753	4,242
非流动资产	2,519	2,734	2,951	3,192
固定资产	470	450	418	388
无形资产	572	622	672	722
其他	1,477	1,662	1,862	2,083
资产总计	7,047	8,042	9,815	12,034
流动负债	1,820	2,071	2,480	2,949
短期借款	267	267	267	267
应付账款及票据	179	141	158	189
其他	1,374	1,663	2,055	2,494
非流动负债	194	184	184	184
长期债务	0	0	0	0
其他	194	184	184	184
负债合计	2,014	2,254	2,663	3,133
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,357	6,112	7,475	9,224
归属母公司股东权益	5,027	5,782	7,145	8,894
少数股东权益	6	6	7	7
股东权益合计	5,033	5,788	7,152	8,901
负债和股东权益	7,047	8,042	9,815	12,034

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	746	708	1,166	1,474
净利润	805	994	1,365	1,750
少数股东权益	1	0	0	1
折旧摊销	84	49	47	46
营运资金变动及其他	-145	-335	-247	-322
投资活动现金流	7	-295	-142	-114
资本支出	-53	-79	-64	-66
其他投资	60	-216	-77	-47
筹资活动现金流	-104	-244	-6	-6
借款增加	49	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-148	-238	0	0
其他	-6	-6	-6	-6
现金净增加额	661	167	1,016	1,353

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,341	4,075	5,062	6,174
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,047	1,019	1,139	1,358
销售费用	483	652	785	926
管理费用	400	489	607	741
研发费用	911	1,019	1,265	1,543
财务费用	-44	-55	-63	-111
除税前溢利	823	1,130	1,552	1,989
所得税	17	136	186	239
净利润	806	995	1,365	1,751
少数股东损益	1	0	0	1
归属母公司净利润	805	994	1,365	1,750
EBIT	779	1,075	1,488	1,878
EBITDA	863	1,124	1,535	1,924
EPS (元)	0.18	0.22	0.30	0.38

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	23.93%	21.98%	24.21%	21.97%
归属母公司净利润	112.84%	23.49%	37.27%	28.22%
获利能力				
毛利率	68.67%	75.00%	77.50%	78.00%
销售净利率	24.10%	24.40%	26.97%	28.35%
ROE	16.02%	17.20%	19.10%	19.68%
ROIC	14.40%	15.63%	17.66%	18.03%
偿债能力				
资产负债率	28.58%	28.03%	27.14%	26.04%
净负债比率	-20.56%	-20.77%	-31.02%	-40.13%
流动比率	2.49	2.56	2.77	3.00
速动比率	2.35	2.44	2.64	2.87
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.57
应收账款周转率	8.41	9.24	9.75	9.89
应付账款周转率	6.54	6.35	7.60	7.83
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.22	0.30	0.38
每股经营现金流	0.16	0.16	0.26	0.32
每股净资产	1.10	1.27	1.56	1.95
估值比率				
P/E	51.03	41.32	30.10	23.48
P/B	8.17	7.11	5.75	4.62
EV/EBITDA	13.23	35.49	25.31	19.49

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15% 以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 到 -5% 之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5% 以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或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，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，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，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。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信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com