

分歧中稳健前行，海内外双线并举

华泰研究

2025 年 10 月 14 日 | 中国香港

更新报告

互联网

本报告聚焦更新公司 AI 方向进展，核心在于未来生活场景海外的增长前景以及与阿里生态的深度融合。我们认为，大模型功能的外溢并非颠覆性影响，而是进一步放大公司在审美与工具结合上的差异化优势，为生活与生产力场景带来更强渗透力。与此同时，海外生产力工具保持快速增长，在替代高昂人工设计成本、挖掘中小商户的潜在需求方面具备显著空间，整体有望推动公司在“场景多元化+全球化拓展”的驱动下，逐步构筑长期竞争壁垒。我们看好公司在大模型功能溢出下的差异化优势，推荐具备审美积累、工具化能力和全球化拓展优势的相关应用，给予公司买入评级。

生活场景中欧美高付费地区产品有望焕新加速

2025 年 7 月美图子公司 Pixocial 组织架构调整，美图定位欧美市场产品或迎来较大更新，并重新激活欧美市场。当前美图系产品在欧美地区处于头部梯队，产品矩阵兼具广覆盖的免费功能与可扩展的付费墙设计，在实用性与娱乐性之间形成互补，具备释放更高 ARPU 的潜力。随着亚洲审美趋势在韩流和 Tiktok 传播影响下在欧美年轻群体中流行，美图在肤质处理和风格化滤镜上的算法优势将更易被感知，公司在亚洲长期积累的审美理解与算法能力，正通过美图系海外产品实现“东亚美学”的全球迁移，并在功能层面契合欧美用户对肤感与细节修图的偏好，助推用户规模和付费渗透率的双轮提升，产品在全球市场具备较高成长潜力。

AI 生产力突围，RoboNeo 验证产品力，阿里协同加速商业化落地

美图旗下 AI agent Roboneo 于 2025 年 7 月中旬发布，在“0”推广的情况下迅速破圈并突破百万 MAU。其速度、细节与效率相较竞品优势突出，展现生活与生产力双场景潜力。除了本身产品能力和商业模式的完善之外，公司或将“Agent+编辑器”思路贯穿产品，用户体验提升前提下，有助于付费率加速提升。中期有望通过与 Vmake、DesignKit、AirBrush 等形成协同，打开“工具+审美”的复合增长路径。我们测算 Roboneo Mau 或达到 200 万-500 万，付费率在 8%-12%，对公司收入贡献约在 1.14 亿-4.34 亿元。同时公司依托和阿里的生态协作，接入通义万相降低算力成本、Wearwow 直链电商闭环提升转化，整体协同空间持续放大。

海外生产力双引擎成型，分别切入口播与电商设计赛道

Vmake 完成口播工具化转型，功能链条完整，在广告与电商素材制作上突出商用效率与成片质量，展现工具化优势与清晰的订阅变现路径。X-Design 定位 AI 电商设计平台，具备智能抠图、AI 试衣与多版本调优能力，适配跨境商家批量化需求，有望成为美图在电商设计赛道的核心增长引擎。

盈利预测与估值

我们维持美图 25-27 年收入预测 41/51/61 亿元，维持调整后归母净利润预测 9.5/13.1/16.8 亿元。选取全球订阅类、AI 应用类可比公司，其 26 年 PE/PS 均值为 30.0 倍/7.7 倍。我们给予生活场景/广告业务 40 倍/12 倍 PE 不变，因公司生活场景在 AI 催化下的增长潜力给予估值溢价，因广告业务进入稳态发展给予估值折价；给予生产力场景 20 倍 PS，因其处于发展初期，后续增长动能强劲给予估值溢价，整体对应目标价 12.83 港币（不变），维持买入评级。

风险提示：图像大模型进展不及预期；行业内竞争加剧；和阿里合作细节变化。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

12.83

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

苏燕妮

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

研究员

suyanni@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

邵浩岚

SAC No. S0570124070056
SFC No. BWH250

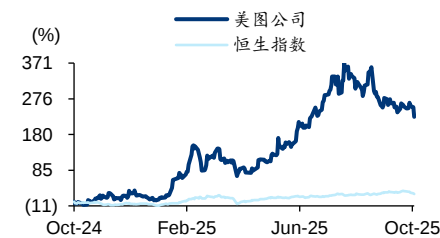
联系人

shaohaolan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (港币 截至 10 月 14 日)	8.36
市值 (港币百万)	38,173
6 个月平均日成交额 (港币百万)	864.56
52 周价格范围 (港币)	2.40-12.56

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	3,341	4,058	5,073	6,126
+/-%	23.93	21.48	24.99	20.75
归母净利润 (百万)	805.18	890.84	1,257	1,602
+/-%	112.85	10.64	41.07	27.51
归母净利润 (调整后, 百万)	586.17	946.98	1,314	1,683
+/-%	59.16	61.55	38.74	28.09
EPS (调整后, 最新摊薄)	0.13	0.21	0.29	0.37
PE (调整后, 倍)	59.33	36.78	26.51	20.70
PB (倍)	6.92	4.53	4.40	4.30
ROE (调整后, %)	12.83	14.90	16.84	21.00
EV EBITDA (倍)	16.60	14.06	10.99	9.16
股息率 (%)	0.93	1.02	1.44	1.84

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



正文目录

核心观点	3
生活场景：欧美高付费地区产品有望焕新加速	4
生产力场景：Roboneo 提级率先打开局面，阿里合作如期推进	7
RoboNeo：横向评比表现优异，产品矩阵承接 Agent 能力或释放后续潜力	7
携手阿里：基座赋能与生态协同双线推进	10
Vmake + X-design：海外生产力产品双引擎空间可期	12
Vmake：口播工具化转型，商业化空间可期	12
X-design：渗透跨境电商卖家平台 Etsy 展现商业化潜力	13
盈利预测与估值	15
风险提示	15

核心观点

10月10日公司在厦门举办投资者日，会上公司对于生活场景（wearwow）和生产力场景（美图设计室、开拍）的核心AI产品进行了效果展示，并进行了管理层深入交流。我们认为美图作为互联网AI应用标杆，其影响与设计产品业务受AI功能加持，付费率在1H25得到加速。我们已于8月19日报告（详见华泰证券2025年8月19日报告“美图公司：AI付费逻辑兑现，生产力空间可期”）上调全年调整后利润预期和目标价。当前虽有竞争担忧，但我们坚持认为通用化大模型在特定场景里是相对低效的，AI应用在垂直赛道仍肩负产品化落地的重要使命。当前我们重申美图生活场景为基、生产力场景期权的双线投资价值，并挖掘海外2C产品、Roboneo等新看点。

生活场景：欧美高付费地区产品有望焕新加速

2025年7月美图子公司Pixocial组织架构调整，美图定位欧美市场产品或迎来较大更新，并重新激活欧美市场。Pixocial为美图控股子公司，旗下主要产品包括Airbrush、BeautyPlus和Vmake等，主要面向欧美市场。Pixocial曾于2023年独立融资，2023年ARR 9500万美元，2022年净利润7500万人民币，占当期公司总体68.2%。我们此前发布深度报告（详见华泰证券2025年5月13日报告“AI图像系列（二）生活场景产品力制胜，AI锦上添花”），看好欧美成熟市场具有更高的付费率、ARPU，此次调整下，美图海外产品正在依托东亚美学与肤质算法顺应亚洲审美在欧美地区的流行，有望短期内快速实现用户扩张与付费转化。

生产力场景：Roboneo 提级率先打开局面，阿里合作如期推进

美图旗下AI agent Roboneo于2025年7月中旬发布，在“0”推广的情况下迅速破圈，公司现已提高项目级别。除了本身产品能力和商业模式的完善之外，RoboNeo率先接入美图设计室，赋能现有产品矩阵已提上日程。公司未来或将“Agent+编辑器”思路贯穿产品，用户体验提升前提下，有助于付费率加速提升。我们测算Roboneo Mau或达到200万-500万，付费率在8%-12%，对公司收入贡献约在1.14亿-4.34亿元。

美图于5月20日宣布与阿里合作。基座赋能与生态协同双线推进：1）大模型方面，美图基于通义万相接入首尾帧生视频、图生视频及文生视频等模型，显著提升垂直场景训练与功能迭代效率；2）生态协作方面，面向C端的AI试衣产品WearWow已于2025年9月初上线，当前采用淘宝客分成模式，我们期待AI试衣将来在淘宝商品界面获得入口；此外，美图设计室也于2025年9月30日接入淘宝商家后台——千牛，得到更高曝光，有望带来流量加持。美图与阿里的合作是持续探索、长期推进的，我们看好未来有更深层次、更有利的双边合作形式出现。

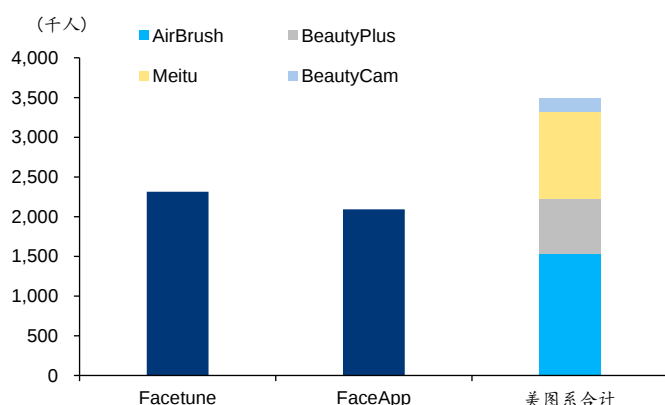
海外生产力产品Vmake、X-design亦有版本更新，如我们于2025年4月7日发布的报告“AI图像系列（一）：乘平权之势，破泛生产力之局”所言，我们看好公司凭借在AI图像生产力领域的深厚积累与全球化布局能力，有望把握“AI工具化+出海弯道超车”的产业机遇，在新一轮行业格局重塑中持续受益。

生活场景：欧美高付费地区产品有望焕新加速

美图定位欧美市场产品或迎来较大更新，并重新激活欧美市场。2025 年 7 月美图子公司 Pixocial 组织架构调整，Pixocial 为美图控股子公司，旗下主要产品包括 Airbrush、BeautyPlus 和 Vmake 等，主要面向欧美市场。Pixocial 曾于 2023 年独立融资，2023 年 ARR 9500 万美元，2022 年净利润 7500 万人民币，占当期公司总体 68.2%。此次组织架构调整或面向欧美市场产品战略重组。我们此前发布深度报告（详见华泰证券 2025 年 5 月 13 日报告“AI 图像系列（二）生活场景产品力制胜，AI 锦上添花”），看好欧美成熟市场具有更高的付费率、ARPU，此次调整下，美图海外产品正在依托东亚美学与肤质算法顺应亚洲审美在欧美地区的流行，有望短期内快速实现用户扩张与付费转化。

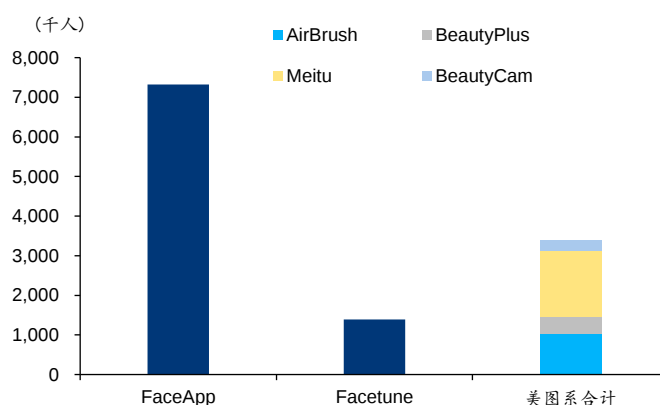
美图系产品（包括 AirBrush、BeautyPlus、Meitu 与 BeautyCam）已跻身欧美美颜应用市场前列。根据 Sensor Tower 数据显示，当前在北美市场，美图系产品合计 MAU 达约 350 万人，整体用户规模已超越主要竞品，位居市场首位；在欧洲市场，美图系 MAU 仅次于 FaceApp，显著高于 Facetune，稳居第二。

图表1：北美市场主要美颜应用 MAU 对比



注：该 MAU 为 2025 年 8 月数据
资料来源：Sensor Tower，华泰研究

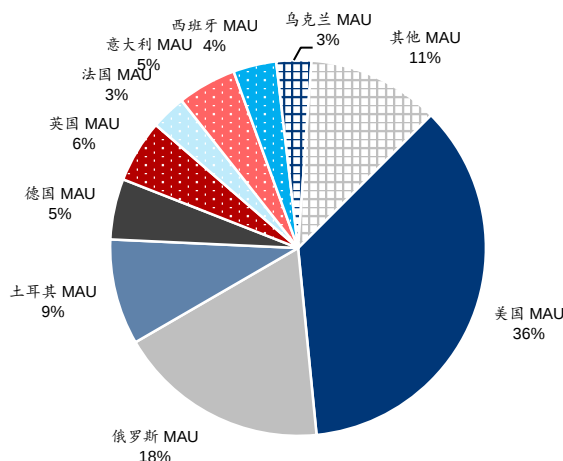
图表2：欧洲市场主要美颜应用 MAU 对比



注：该 MAU 为 2025 年 8 月数据
资料来源：Sensor Tower，华泰研究

北美有较成熟付费体系，而东欧及南欧市场在 AI 特效与娱乐化内容需求增长下，仍是未来提升渗透率的关键。Sensor Tower 数据显示，欧美美颜应用用户分布差异明显，根据 Sensor Tower 截至 25 年 8 月的 MAU 数据，美国占比约 36%、俄罗斯 18%、土耳其 9%，为主要用户来源。德国、意大利、法国合计约 13%，西班牙与乌克兰共约 7%，其余国家占 11%，欧洲用户分布较为分散。

图表3：欧美主要美颜 APP 活跃用户分布



注：该 MAU 为 2025 年 8 月数据，包括：FaceApp, Facetune, Airbrush, BeautyPlus, 美图秀秀和美颜相机
资料来源：Sensor Tower，华泰研究

就市场定位而言，FaceApp 与 Facetune 分别占据“社交爆款特效”和“专业精修”两端，依靠先发优势和差异化定位锁定高价值用户；AirBrush 则通过广谱覆盖与 AI 增强切入市场，同时结合本地化运营，积累用户稳居第三；BeautyPlus 则定位“消费者娱乐导向”，强调趣味性与社交属性特效，主打轻量级美颜与娱乐化体验；美图秀秀与美颜相机则代表公司在“东亚审美体系”与视觉算法积累方面的产品化延伸，为欧美用户提供更贴合东方审美趋势的影像风格与滤镜体验。

图表4: Airbrush、BeautyPlus、FaceApp 和 Facetune 对比

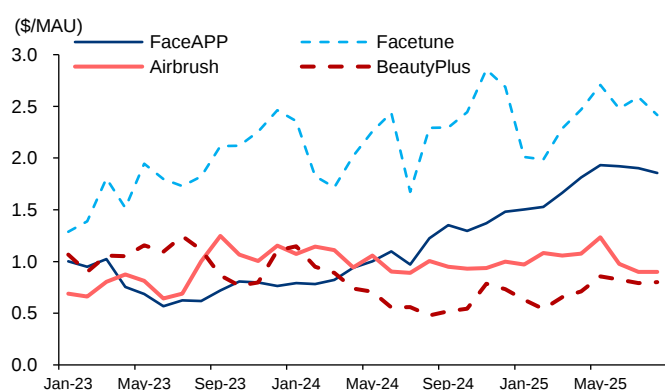
	Airbrush	BeautyPlus	美图秀秀	美颜相机	FaceApp	Facetune
定位	精准美颜 AI 滤镜	娱乐导向 AI 滤镜	视觉创意 兼具社区属性	轻量级自拍 视频美颜	特色效果 一键美颜	精准美颜
包年月均价格	\$4.58(首年每月 \$3.21)	\$5.00	\$5.00	\$5.00	\$5.00	\$6.50
免费功能特点	基础美颜、美妆、 简单美体	基础美颜、美妆、 简单美体	基础美颜、滤镜、 贴纸、拼图	基础磨皮、美白、 实时滤镜、妆容特效	基础特效、简单滤 镜	少量基础修图
付费功能特点	高级修图、AI 功 能、大量模板	修图、AI 功能、AI 滤镜等无限制试用	一键自然瘦身、AI 创意滤镜等	高质感滤镜、AI 一 键美颜、画质提升、 AI 写真	爆款滤镜、面部重 塑	精细化光影、五官 修饰
付费墙设置逻辑	广覆盖+深扩展：基 础免费，进阶收费	广覆盖+深扩展：基 础免费，进阶收费	广覆盖+效果驱动： 侧重创作与分享	刚需场景：基础免 费，高阶美颜收费	效果驱动：热门玩 法锁在付费墙	精修导向：大部分 功能需付费

注：MAU 数据截取 2025 年 8 月的数据

资料来源：Airbrush、BeautyPlus、美图秀秀、美颜相机、FaceApp、Facetune、Sensor Tower、华泰研究

美图系产品和市场龙头在付费墙与功能定位上形成差异化格局。美图系产品均采用“广覆盖+深扩展”路径，但侧重点有所不同：AirBrush 侧重半专业和生产力属性，通过 AI 精准修图逐步实现付费转化，而 BeautyPlus 则以娱乐化与社交特效强化用户留存，美图秀秀与美颜相机则以 AI 创意生成与视频美颜为主要付费驱动，前者聚焦创作与分享场景，后者依托高频实时拍摄形成刚性付费转化；FaceApp 以“效果驱动”为核心，依靠爆款滤镜和社交传播拉新，核心玩法置于付费墙内，定位更偏娱乐与分享；而 Facetune 则采取“精修导向”，免费功能极少，大多数高精度修图工具需要付费，面向高 ARPU 的专业细分用户群体。整体来看，AirBrush 与 BeautyPlus 当前开放免费功能相对更多，具备较大付费潜力；未来若通过丰富高阶功能组合并打造社交化爆款，有望进一步提升付费渗透率和用户黏性。

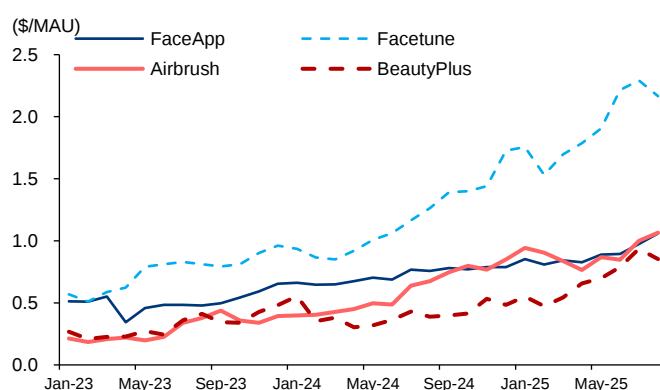
图表5: 北美市场主要美颜应用 ARPU 值对比



注：仅统计 App Store 与 Google Play 两个渠道

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

图表6: 欧洲市场主要美颜应用 ARPU 值对比



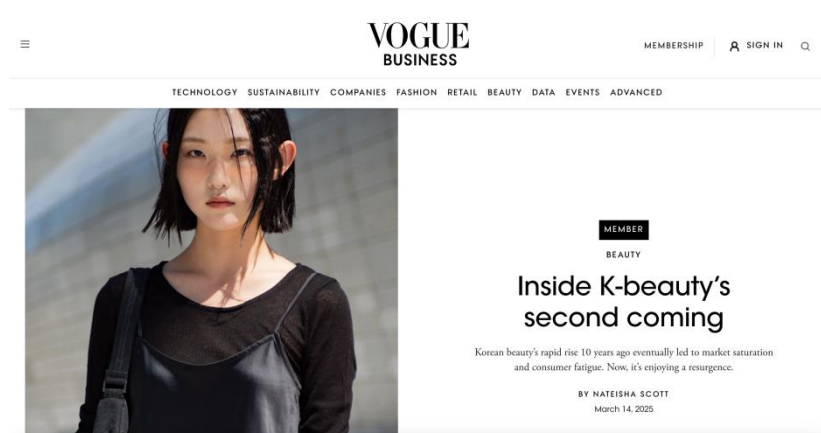
注：仅统计 App Store 与 Google Play 两个渠道

资料来源：Sensor Tower，华泰研究

亚洲审美趋势正逐渐在欧美年轻群体中流行，并通过 TikTok 等平台持续放大传播。根据 Credence Research 预测，美国 K-beauty 市场规模将从 2024 年的 275.6 亿美元增长至 2032 年的 551.2 亿美元，CAGR 约 9%。根据 Cosmetics Business 报道，K-beauty 在经历最初的十步护肤和“glass skin”热潮后，因社交媒体的二次传播而再度兴起，美国对“milky toner”的搜索在 2024 年大幅上升逾 150%，而“glass skin”“skiminalism”等趋势也在欧美

年轻消费者中快速扩散。与此同时，Jing Daily 报道显示，“Douyin makeup（抖音妆）”风格正通过 TikTok 加速出圈，其强调高光、通透底妆与局部细节修饰的东亚审美特征，正在被欧美用户模仿并本土化演绎。

图表7：K-beauty 在欧美借助社交媒体再次走红



资料来源：VOGUE BUSINESS，华泰研究

在这一审美趋势加速扩散的背景下，美图正成为“东亚美学”全球化传播的重要推动者。依托在亚洲市场长期积累的审美理解与算法能力，公司通过 AI 影像产品使“通透”“自然”“细节还原”等东亚美学特征在欧美用户中获得广泛共鸣。美图系产品凭借 17 年的产品迭代与功能沉淀，形成了丰富的影像编辑能力与稳定的用户基础。AI 功能的引入进一步激活了老功能潜力，通过串联滤镜、美颜、合照等多场景能力，满足用户个性化与互动化创作需求，根据美图公司官方公众号，为之后公司以“可玩性+传播性”为核心的出海打法奠定了基础。

本次美图秀秀 AI 合照功能在欧洲市场的出圈传播，是公司战略重组后首次面向欧美市场的主动投放，验证了产品“可玩性+传播性”的打法优势。AI 生成功能与创作者二次创作相结合，推动话题在社交平台快速扩散，显著提升了产品在欧洲市场的渗透力。根据美图公司官方公众号，10 月 4 日，美图应用进入欧洲 6 个国家/地区 App Store 下载总榜前 10；10 月 5 日进一步扩展至 17 国；截至 10 月 9 日，已在 29 个欧洲国家跻身前 10，并在意大利、德国、法国、荷兰、希腊等 12 国登顶榜首。

图表8：美图秀秀凭借 AI 合照功能在欧洲市场出圈传播



资料来源：美图公司官方公众号，华泰研究

生产力场景：Roboneo 提级率先打开局面，阿里合作如期推进

RoboNeo 于 2025 年 7 月中旬上线，在零推广条件下实现快速破圈，后续或以“Agent+编辑器”思路完善产品矩阵，在提升用户体验的同时推动付费率加速提升。与此同时，美图与阿里在“基座+生态”双线协同：大模型接入显著加快功能迭代，Wearwow 接入淘宝电商生态，导流和变现路径已初步形成。整体来看，美图的生产力产品在 Agent 和电商场景的双重驱动下，有望打开长期成长空间。

RoboNeo：横向评比表现优异，产品矩阵承接 Agent 能力或释放后续潜力

RoboNeo 在 B/C 两端均展现出明显的需求切入点。B 端方面，电商与品牌方在内容生产中面临拍摄成本高、周期长、素材多等痛点，RoboNeo 通过 AI 模特替换、服装叠加与视频/海报生成，显著降低传统拍摄依赖，并在双 11、黑五等促销节点满足高频批量素材生产需求。C 端方面，用户在社交媒体运营中追求高频个性化输出但受限于创作能力，RoboNeo 以表情替换、虚拟人生成和风格迁移降低门槛，在没有内部矩阵导流、零市场预算的情况下实现 MAU 突破百万，生成 emoji 功能在社交媒体出圈，展现未来增长潜力。

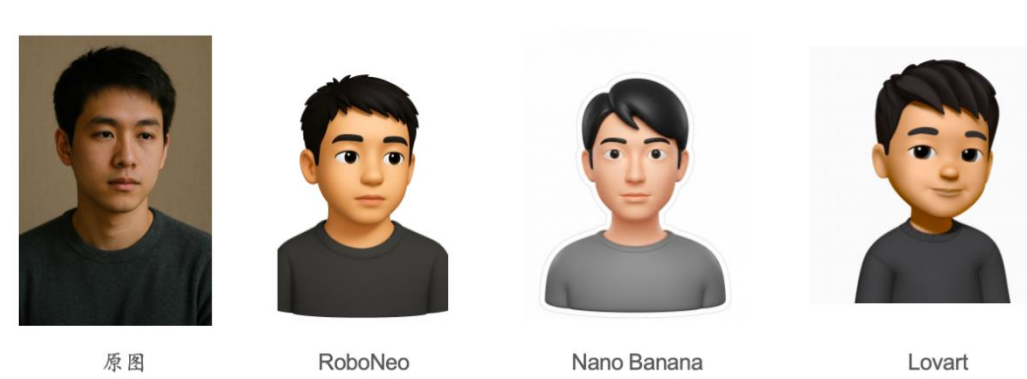
RoboNeo 在性价比和用户适配度上具备优势。横向对比来看，Nano Banana 虽在价格层面最低，但该价格主要针对开发者 API 调用场景，对普通用户而言接入门槛较高，缺乏友好的前端界面和订阅体系，限制了其在 C 端与中小商户中的适用性。与 Lovart 相比，RoboNeo 单张图片生成价格更低，在相同预算下可生成更多图片，整体性价比更突出，更契合个人用户和中小从业者对“低成本+高频生成”的核心需求，同时也有助于培养用户的长期付费习惯。

图表9：RoboNeo, Nano Banana 和 Lovart 价格对比

	Robo Neo	Nano Banana	Lovart
价格	连续包月：1000 个算力萝卜，一个月有效 美区 id: \$14.95 国内 id: ¥ 68	每 100 万个 token 30 美元	月付：分 Starter, Basic, Pro, Ultimate 四个套餐 Starter: \$19, 2000 算力 Basic: \$32, 3500 算力 Pro: \$90, 11000 算力 Ultimate: \$199, 27000 算力
生成照片数量	200 张/每月	约 775 张	Starter: 100 张/每月 Basic: 175 张/每月 Pro: 550 张/每月 Ultimate: 1350 张/每月
生成单张图片价格	美区 id: \$0.075 国内 id: ¥ 0.34	\$0.039	Starter: \$0.190 Basic: \$0.182 Pro: \$0.164 Ultimate: \$0.147

资料来源：RoboNeo 官网、谷歌 GEMINI API 文档、Lovart 官网、华泰研究

RoboNeo 在生活场景中的生成体验明显优于竞品。在测试中，RoboNeo 生成 emoji 速度快、风格贴近 Apple 官方表情，细节还原度高且算力利用效率佳；Nano Banana 生成效果不够像，Lovart 虽能接近目标，但需多次调用模型、耗时更长且算力浪费明显。整体来看，RoboNeo 在速度、效果与效率上更契合用户对“快、准、省”的需求。


图表10: RoboNeo、Nano Banana 和 Lovart 生成 emoji 效果对比


资料来源: RoboNeo, Nano Banana, Lovart, 华泰研究

在生产场景场景中，RoboNeo 对衣服的识别更为精准，能够准确捕捉服装的版型与细节，在颜色、质感及光影效果的还原度上表现更优，生成结果整体更贴近真实拍摄效果。相比之下，其他产品往往出现颜色偏差或材质模糊的问题，难以满足电商对商品展示图的高标准要求。需要说明的是，对 RoboNeo、Nano Banana 和 Lovart 的测试结果均为未经调整的初始生成。RoboNeo 仅在鞋子识别上出现轻微偏差；Nano Banana 完全未能识别裤子，且衣服的颜色与质感与原图存在明显差距；Lovart 则完全未能识别出服装。综合来看，RoboNeo 的表现更契合中小商户对低成本、高还原度内容生产的核心需求。

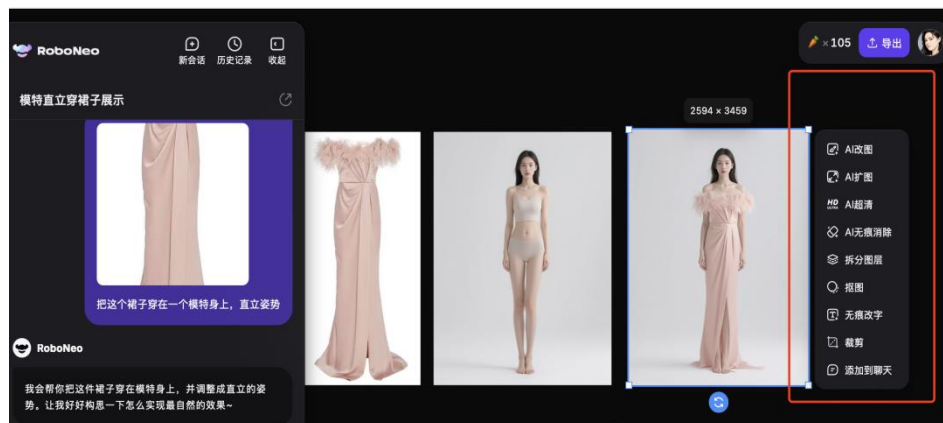
图表11: RoboNeo、Nano Banana 和 Lovart 换衣效果对比


资料来源: RoboNeo, Nano Banana, Lovart, 华泰研究

美图在垂直方向的长期积累强化了 RoboNeo 的生成优势。在 AI 换衣、emoji 与风格变换等方向，美图已历经多轮迭代，积累了大量涵盖真实照片、模特形象、不同服装材质、光照环境及姿态变化的训练样本。这种在人物穿搭、材质还原与表情风格上的垂直沉淀，使模型在相关元素的识别与生成上更为精准，也为产品在速度、效果与细节还原度上的优势奠定了基础。

除此之外，RoboNeo 上线节点功能，强化了 AI 生成过程的透明度与可控性。该功能将思考步骤拆分并可回溯修改，用户可在中间环节灵活调整；同时配套 AI 改图、AI 扩图、无痕擦除等细节工具，降低二次编辑成本。整体上，节点功能提升了生成结果的精度与落地效率，为电商和设计等场景的商业化应用提供了更强支撑。

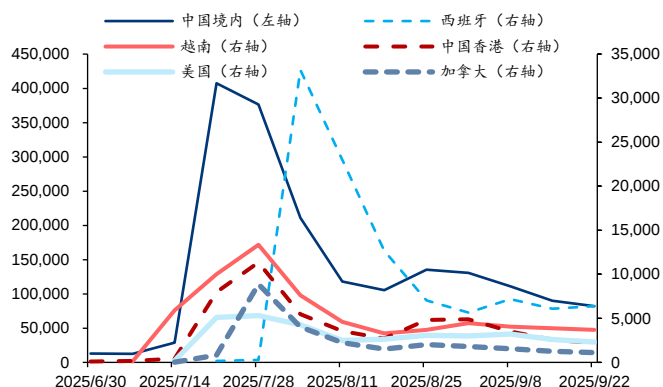
图表12: RoboNeo 的节点功能及配套编辑工具



资料来源: RoboNeo, 华泰研究

RoboNeo 的变现潜力呈现出地域分化特征: WAU 方面, 中国境内市场占据绝对主导, 并在七月中旬冷启动条件下迅速放量至峰值, 凸显产品力与用户获取能力; 周收入/WAU 方面, 中国台湾、中国香港及马来西亚表现突出, 体现美图在东亚市场的品牌渗透与高付费转化, 美国和西班牙次之, 用户付费意愿较强, 未来具备规模化放大的潜力。

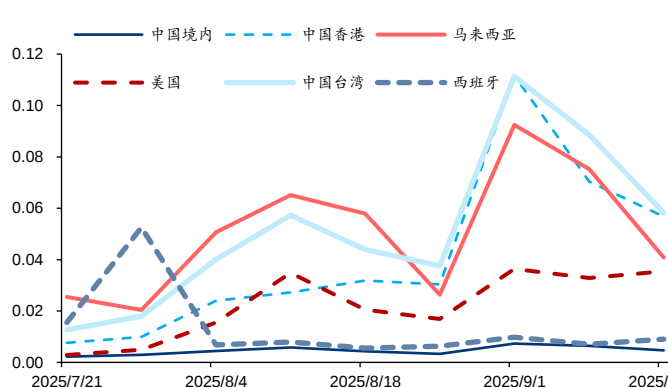
图表13: RoboNeo WAU 表现



注: 仅统计 App Store 渠道的周活跃用户情况

资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表14: RoboNeo 周收入/WAU 表现



注: 仅统计 App Store 渠道的收入情况

资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

商业化方面, RoboNeo 在无产品矩阵导流的冷启动条件下, 上线仅一个月 MAU 即突破百万, 充分验证了其产品力与用户需求匹配度。其订阅模式海外连续包月约 14.95 美元/月, 国内约 68 元/月, 考虑包年优惠后, 折算月度 ARPPU 取 8.5 美元进行保守估算: 预计在保守情景下 (MAU200 万、付费率 8%) 年化收入约 0.16 亿美元; 中性情景下 (MAU300 万、付费率 10%) 约 0.31 亿美元; 乐观情景下 (MAU500 万、付费率 12%) 约 0.61 亿美元。

图表15: RoboNeo 订阅收入预测

情景	假设条件	年化收入预测 (美元)	年化收入预测 (人民币)
保守	MAU = 200 万, 付费渗透率 = 8%	1600 万	1.14 亿
中性	MAU = 300 万, 付费渗透率 = 10%	3100 万	2.21 亿
乐观	MAU = 500 万, 付费渗透率 = 12%	6100 万	4.34 亿

注: 人民币美元汇率选取 7.12, 付费率假设参考美国同类生产力产品 1H25 付费率合计 8%

资料来源: 华泰研究预测

RoboNeo 已率先接入美图设计室，用户可通过自然语言生成商品图与海报，显著提升设计生产效率，预计后续会嵌入美图全产品体系。展望后续，RoboNeo 与公司产品矩阵具备协同潜力：与 Vmake 结合有望实现“零模特、零拍摄”的商品内容方案；与 AirBrush、美图秀秀结合预计将承接娱乐化流量与 C 端创作需求，推动跨产品渗透与转化。该系列协同若能落地，将进一步释放公司在 B/C 两端的 AI 工具价值，巩固其在全球 AI 影像设计领域的竞争优势。

图表16：美图设计室嵌入 RoboNeo 的 Agent 功能



资料来源：RoboNeo 官网，华泰研究

携手阿里：基座赋能与生态协同双线推进

在基座层面，美图与阿里巴巴基于通义万相展开深度合作，显著提升了垂直场景模型训练与应用的效率。阿里为美图提供了包括首尾帧生视频、图生视频、文生视频及全能编辑模型 VACE 在内的核心模型能力。依托这些底层技术，美图多款 App 在短时间内快速迭代：美图秀秀、Wink 上线“动漫特效”“AI 变身”等玩法，用户上传照片即可生成舞动或漫画风格的视频内容；开拍推出“创意片头”功能，帮助创作者一键生成具有网感的短视频开场；Wink 与 RoboNeo 引入视频转绘风格，满足用户将实拍视频转化为动漫风格的需求；RoboNeo 更是深度集成文生视频功能，用户仅需输入一句话即可生成动态短视频，大幅降低了视频创作的门槛。

图表17：基于通义万相首尾帧生视频模型的功能迭代

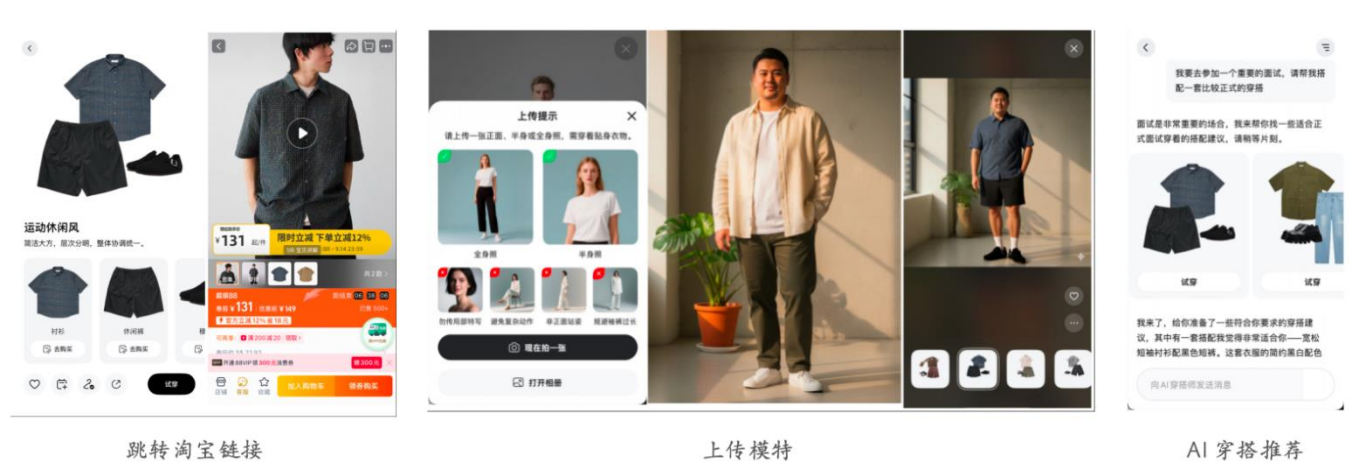


资料来源：美图秀秀，Wink，华泰研究

相比以往依赖自研训练的模式，通义万相的接入大幅降低了训练与算力成本，缩短了功能迭代周期。展望未来，其持续优化不仅有助于 C 端在娱乐与社交场景中增强用户粘性与付费转化，也有望帮助 B 端在商品图与广告视频生产中实现降本增效，从而为公司订阅渗透率与 ARPPU 的长期提升奠定边际改善的基础。

当前消费者在电商购物中主要面临“上身效果难以真实展现、缺乏个性化穿搭指导”两大痛点。Wearwow 针对性推出多维功能：1) 虚拟试穿：多风格服饰一键搭配，效果贴近真实视觉，并可直链跳转淘宝完成购买；2) 上传模特：支持真人照片或 AI 生成模特，提升试穿效果的个性化和参考价值；3) 衣橱管理：相册导入或拍照上传单品，形成专属穿搭组合库；4) AI 推荐：对话式交互生成个性化穿搭方案，结合身材特征与生活场景，降低用户决策成本。

图表18: Wearwow 的部分功能

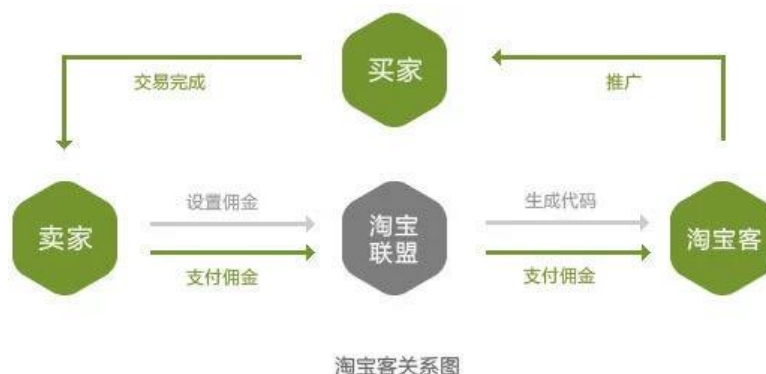


资料来源: Wearwow, 华泰研究

整体体验来看, Wearwow 的试穿效果在细节保真度和穿搭风格匹配度上表现优于同类应用, 尤其在“模特上传 + 淘宝直链购买”的一体化路径上实现了闭环, 预计后续或提升用户购物的转化效率。

Wearwow 与阿里生态具备天然的协同空间:一方面, 淘宝直链功能打通了从“种草”到“购买”的完整链路, 缩短了转化路径; 另一方面, 基于美图在图像生成与 AI 模特技术上的积累, 阿里商家可利用 Wearwow 提升商品展示效率, 在促销节点实现低成本多风格素材供给。我们认为, 这种“AI 试穿 + 电商导购”模式, 不仅能增强 C 端用户粘性, 也能解决 B 端商家退货率居高不下的痛点。

图表19: 淘宝客分佣机制



资料来源: 淘宝网, 华泰研究

Wearwow 有望通过淘宝客模式实现分佣变现。淘宝客是淘宝联盟的核心导购工具，商家可在后台设定佣金比例(一般为商品售价的 10%–30%)，由推广方按成交额分成。若 Wearwow 未来嵌入该体系后，不仅能够将 AI 试穿带来的流量直接转化为订单，还可通过分佣机制建立稳定的变现路径，实现 C 端体验提升与 B 端效率优化的双重价值。

Vmake + X-design：海外生产力产品双引擎空间可期

美图在海外生产力赛道加速布局，Vmake 定位于 AI 口播视频生产，降低创作者与中小商户的制作门槛；X-Design 则聚焦电商视觉设计，提供 AI 商品图与模特生成，助力卖家提升效率与付费转化，两者共同构成公司海外商业化的重要引擎。

Vmake：口播工具化转型，商业化空间可期

2025 年 1 月，Vmake 退出 AI 电商赛道，转型为 AI 口播视频工具，定位与 Mirage(原 Captions)趋同，主要面向创作者、教育者及中小商户。产品采用免费+订阅制，付费版(\$9.99/月)不仅提供去水印、高清导出及商业用途等功能，还会按月发放一定数量的 credits，用户可用来生成 AI 视频。

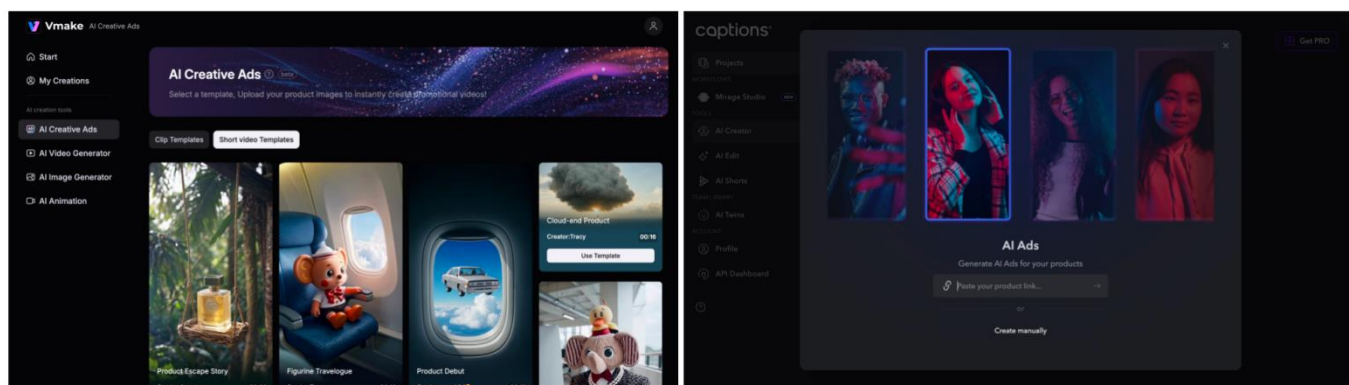
图表20：Vmake 与 Mirage 对比

	Vmake	Mirage
MAU	截止 2025 年 6 月 30 日，约 200 万	截止 2025 年 4 月，约 300 万
定价	\$9.99/月 (100 credits)，视频生成需 2–10credits/条； Pro 层级可生成约 10–50 个视频/月	Pro: \$9.99 (200 credits)； Max: \$24.99 (500 credits)； Scale: \$69.99 (1400 credits)； 按视频秒数计费(约 40–700 个视频/月不等)
可用模型	付费版可完全解锁 Seedance 1.0 Lite/Pro、Wan 2.2、Kling 2.0、Google Veo 3、VIDU 等模型	仅 Max 与 Scale 可调用更高阶模型(Ray 2、Veo 3、Pika 2.2、Kling 等)
用户分布	印度占 37.5%，美国占 9.2% (桌面版用户占 69.2%)， 印尼 8.5%，巴基斯坦 5.2%，巴西 3.7%	印度 12.4%，巴西 10.3%，美国 10.3%，印尼 6.3%， 菲律宾 3.8%
收入规模	暂无	2024 年收入约 610 万美元，另有口径统计 900 万美元

资料来源：美图官网、36 氪、Vmake、Mirage、Semrush、Similarweb、Starter Story、华泰研究

Vmake 在商业模式与用户结构上展现出兼具灵活性与增长潜力的特点。其优势主要体现在定价简洁、credits 消耗透明，并已开放多款高阶模型(Seedance、Wan、Kling、Veo、VIDU)的全量调用，对中小商户和创作者更具灵活性。用户结构上，Vmake 不仅在印度等新兴市场渗透率高，在美国市场也展现出潜力——其中 69.2%的用户通过桌面端使用，凸显了其在电商图文制作、广告视频生成等生产力场景的工具属性，有望带来更高 ARPPU 与更稳定的付费转化。整体而言，新兴市场的用户规模增长叠加成熟市场的付费能力，将为 Vmake 的长期商业化提供双重支撑。

图表21：Vmake 和 Mirage 在生成广告功能上的对比



资料来源：Vmake、Mirage、华泰研究

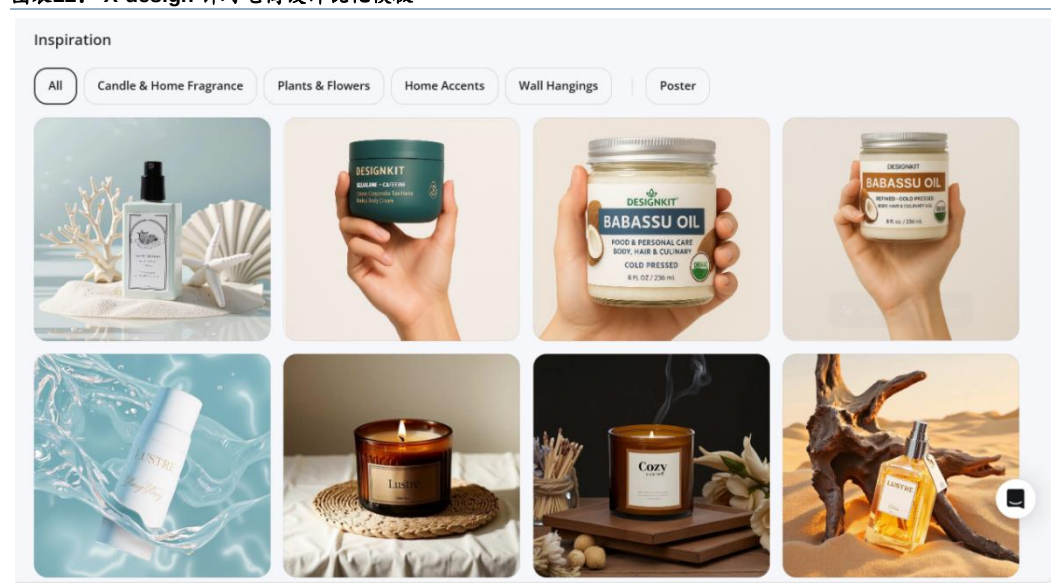
Vmake 在口播制作上的生产力属性更为突出。它提供广告模板一键生成、背景去除、动态开场 Hook 和缩略图生成，以及跨端提词器支持，不仅降低了制作门槛，也让生成的口播视频更自然、更贴近商用标准，能够直接满足电商商户和中小企业的广告需求。相比之下，Captions 虽强调虚拟人口播和商品链接导入的一键生成，但生成结果往往需要多次微调，算力消耗大，落地效率较低。整体而言，Vmake 通过完整链条和务实功能，为创作者与中小商户提供了更高效、成本更优的口播视频解决方案，更契合商业化落地的需求。

随着用户规模增长与付费转化率提升，Vmake 有望在美国矩阵中成为生产力赛道的核心口播工具，为公司在海外市场构建稳定的订阅收入支柱。按当前 MAU 约 200 万测算，若付费渗透率维持在保守的 8%（参考美图 1H25 生产力产品付费率合计为 8%），年化收入约为 1920 万美元；若逐步对齐国内开拍约 14% 的水平，即使 MAU 不变，年化收入也有望提升至 3360 万美元。

X-design：渗透跨境电商卖家平台 Etsy 展现商业化潜力

X-design 以服务跨境电商卖家为核心切入点，天然对接 Etsy 平台的视觉需求。根据 marketplace pulse，在 2024 年，Etsy 平台拥有约 540 万活跃卖家与近 8,850 万买家，平台年营收持续突破 28 亿美元级别。对于多数 Etsy 卖家而言，产品图像是销售转化的关键环节。X-design 针对这一核心痛点，针对 Etsy 品类与审美偏好定制了“真实自然”的模板风格、背景替换、AI 模特试衣等功能，能够帮助卖家更快生产出合规、美观且高转化率的展示素材。随着跨境电商的持续增长，若能在 Etsy 卖家群体中加速渗透，X-design 有望成为公司新的增长引擎。

图表22：X-design 针对电商设计优化模板



资料来源：X-design，华泰研究

X-design 在电商设计场景中展现出较强的 Etsy 适配度与差异化优势。模板风格真实自然，避免冗余信息，契合 Etsy 美学要求，减少商家二次修改成本；场景化叙事丰富，支持多角度、多类别背景生成，并结合 ChatGPT 实现语义化拓展，满足个性化展示需求。核心功能覆盖自定义上传、AI 生成、多版本调优及视频分辨率提升/背景消除等，整体生成质量优于多数竞品，有望成为跨境电商卖家的高效生产力工具。



图表23: X-design 与 Etsy 的适配性

功能	X-design	竞品表现	X-design 优势
模板	仅 4 类, 均为 Etsy 热销品类 (香薰、家居装饰等), 无多余文字, 符合“真实自然”风格	易可图/Pic Copilot/LinFox: 模板偏淘宝/亚马逊, 文字多; Photoroom/InsMind: 非电商模板多, 找品效率低; Mokker: 分类粗; Pebblely: 模板数量少且不真实	模板无冗余信息, 直接契合 Etsy 美学要求, 商家无需二次删改
场景化叙事	场景丰富, 背景分类细 (自然 / 餐厅 / 海滨等), 生成多角度情景图, 含特殊效果 (烛光效果), 支持 ChatGPT 生成场景	易可图/LinkFox: 场景丰富匹配度高; Photoroom/InsMind/Mooker/Pic Copilot: 场景少或不真实; Pebblely: 不提供预览效果只能选择风格	场景贴合手作氛围 (如烛光香薰), 支持个性化需求, 传递情感价值
合规性辅导	模板、背景图中均无文字或促销等元素	模板中多为促销商品图, 背景功能中没有文字或促销元素	模板无促销文字 / 水印, 无需担心 Etsy 违规
图片尺寸调整	支持各种一键选择各种电商/社交媒体尺寸	Mooker/Pic Copilot 无该功能, 其他都有	方便商家批量操作

资料来源: X-design、美图设计室、易可图、Pic Copilot、LinFox、Photoroom、InsMind、Mokker、Pebblely、华泰研究

盈利预测与估值

图表24: SOTP 估值表

	Revenue	yoy	marginNon-GAAP profit	yoy	PS	PE	Valuation
影像与设计产品	4054	32%	27.0%	1,094	54%	47.5	52,030
‘-生活场景	3366	26%	28.4%	957	35%	40.0	38,280
‘-生产力场景	688	72%	20.0%	138	-	20	13,750
美业解决方案	30	-50%	0.0%	-	-	-	-
广告	977	8%	22.5%	219	10%	12.0	2,632
其他业务	12	-	-	-	-	-	-
Total (RMB)	5,073	25%	26.0%	1,314	45%	41.6	54,662
Total (HKD)							58,569
shares							4,566
Price (HKD)							12.83

资料来源: 华泰研究

图表25: 可比公司估值表

股票代码	公司	股价 (交易货币)	PE			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
ADBE US	Adobe	339.3	20.6	18.6	16.2	6.2	5.5	4.9
TME US	腾讯音乐	23.2	23.4	25.4	21.9	8.0	7.1	6.4
9899 HK	云音乐	248.0	16.6	21.4	18.6	6.2	5.6	5.1
IQ US	爱奇艺	2.2	87.0	33.0	25.6	1.6	1.5	1.4
300413 CH	芒果超媒	31.8	40.3	34.2	30.6	4.6	4.3	4.0
688111 CH	金山办公	321.7	81.0	63.7	52.3	25.4	21.4	17.7
META US	Meta	715.7	25.2	23.8	20.9	9.4	8.0	6.9
MSFT US	Microsoft	514.1	35.3	30.7	26.1	12.7	11.0	9.6
CRM US	Salesforce	248.8	21.9	19.5	17.2	5.8	5.4	4.9
可比公司均值			26.2	30.0	25.5	8.9	7.7	6.8

注: 1) 中、港股数据截至10月13日, 美股数据截至10月13日; 2) 可比公司估值表采用的是基于调整后归母净利润所算 pe, 首页底部为以 IFRS 净利润所算 pe; 3) 不包括大于 80 倍的 PE

资料来源: 公司公告, Wind 一致预期, Bloomberg 一致预期, 华泰研究

风险提示

图像大模型进展不及预期: 公司 Miracle Vision 大模型进展效果不及预期。

行业内竞争加剧: AI 商业化应用参与者多, 竞争加剧。

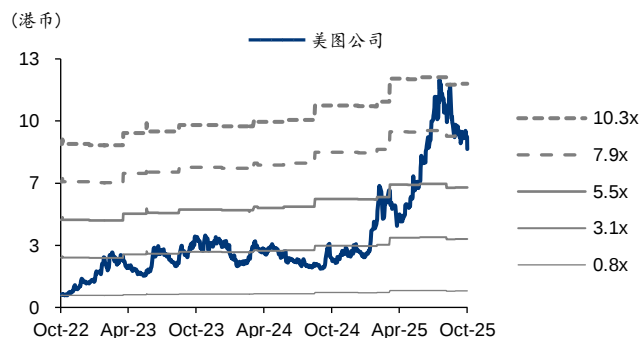
和阿里相关合作细节变化: 当前合作暂未敲定更多细节, 后续可能会有变化。

图表26: 美图公司 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表27: 美图公司 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,696	3,341	4,058	5,073	6,126
销售成本	(1,040)	(1,047)	(1,035)	(1,275)	(1,542)
毛利润	1,656	2,294	3,023	3,798	4,584
销售及分销成本	(428.19)	(483.40)	(649.34)	(786.27)	(918.83)
管理费用	(300.92)	(399.89)	(487.00)	(558.00)	(643.18)
其他收入/支出	121.48	295.64	46.99	54.09	51.51
财务成本净额	(635.48)	(910.70)	(1,006)	(1,167)	(1,348)
应占联营公司利润及亏损	(19.06)	(23.67)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
税前利润	438.08	822.85	958.00	1,382	1,777
税费开支	(71.67)	(16.69)	(111.60)	(167.40)	(214.39)
少数股东损益	(11.88)	0.98	(44.44)	(42.21)	(40.10)
净利润	378.29	805.18	890.84	1,257	1,602
非通用准则调整项	(9.99)	(219.01)	56.14	57.14	80.40
调整后归母净利润	368.30	586.17	946.98	1,314	1,683
折旧和摊销	(244.84)	(274.84)	(281.53)	(288.66)	(295.41)
EBITDA	1,318	2,008	2,246	2,837	3,420
EPS (人民币, 基本)	0.09	0.18	0.20	0.28	0.35

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	53.84	73.46	1.30	81.55	8.65
应收账款和票据	1,307	1,329	1,586	1,693	1,871
现金及现金等价物	1,174	2,733	4,395	4,780	4,635
其他流动资产	233.69	393.11	393.11	393.11	393.11
总流动资产	2,769	4,528	6,376	6,948	6,908
固定资产	464.13	469.86	616.52	692.71	768.71
无形资产	775.75	519.60	883.78	937.79	991.80
其他长期资产	1,759	1,529	1,592	1,598	1,597
总长期资产	2,998	2,519	3,092	3,229	3,358
总资产	5,767	7,047	9,468	10,177	10,266
应付账款	735.21	786.43	651.22	1,119	1,022
短期借款	44.94	127.49	26.90	26.90	26.90
其他负债	484.28	906.35	906.35	906.35	906.35
总流动负债	1,264	1,820	1,584	2,052	1,956
长期债务	45.35	27.24	30.00	30.00	30.00
其他长期债务	343.72	166.62	166.62	166.62	166.62
总长期负债	389.07	193.85	196.62	196.62	196.62
股本	0.28	0.29	0.28	0.28	0.28
储备/其他项目	4,109	5,026	7,681	7,921	8,107
股东权益	4,109	5,027	7,682	7,922	8,107
少数股东权益	4.84	5.83	5.83	5.83	5.83
总权益	4,114	5,033	7,687	7,928	8,113

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	89.68	43.19	39.10	27.72	21.74
PB	8.26	6.92	4.53	4.40	4.30
调整后 PE (倍)	92.11	59.33	36.78	26.51	20.70
调整后 ROE	9.35	12.83	14.90	16.84	21.00
EV EBITDA	26.23	16.60	14.06	10.99	9.16
股息率 (%)	0.45	0.93	1.02	1.44	1.84
自由现金流收益率 (%)	1.22	4.47	3.61	6.82	6.91

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,318	2,008	2,246	2,837	3,420
融资成本	635.48	910.70	1,006	1,167	1,348
营运资本变动	(298.99)	10.31	(320.67)	281.03	(201.79)
税费	(71.67)	(16.69)	(111.60)	(167.40)	(214.39)
其他	(1,170)	(2,167)	(1,220)	(2,281)	(2,738)
经营活动现金流	413.23	745.81	1,600	1,837	1,614
CAPEX	(417.87)	(427.32)	(438.85)	(435.05)	(434.69)
其他投资活动	(226.76)	686.25	532.64	500.00	520.00
投资活动现金流	(644.63)	7.17	93.79	64.95	85.31
债务增加量	52.14	64.43	(97.82)	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.01	(0.01)	0.00	0.00
派发股息	(65.89)	(151.32)	(322.07)	(356.34)	(502.69)
其他融资活动现金流	(67.41)	49.85	382.87	(1,167)	(1,348)
融资活动现金流	(81.16)	(104.07)	(37.03)	(1,523)	(1,850)
现金变动	(312.56)	648.90	1,657	378.85	(151.36)
年初现金	946.60	640.62	1,301	2,964	3,349
汇率波动影响	6.50	11.89	6.00	6.00	6.00
年末现金	640.62	1,301	2,964	3,349	3,204

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	29.27	23.93	21.48	24.99	20.75
毛利润	39.47	38.55	31.78	25.63	20.68
营业利润	84.20	50.50	31.88	29.94	23.09
净利润	301.87	112.85	10.64	41.07	27.51
调整后净利润	233.18	59.16	61.55	38.74	28.09
EPS (基本)	301.87	107.62	10.46	41.07	27.51
盈利能力比率 (%)					
毛利率	61.43	68.67	74.49	74.87	74.83
EBITDA	48.91	60.12	55.34	55.93	55.83
净利润率	14.03	24.10	21.95	24.77	26.16
调整后净利润率	13.66	17.55	23.33	25.90	27.47
ROE	9.60	17.63	14.02	16.11	19.99
调整后 ROE	9.35	12.83	14.90	16.84	21.00
ROA	7.02	12.57	10.79	12.79	15.68
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(26.37)	(51.29)	(56.48)	(59.63)	(56.47)
流动比率	2.19	2.49	4.02	3.39	3.53
速动比率	2.15	2.45	4.02	3.35	3.53
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.50	0.52	0.49	0.52	0.60
应收账款周转天数	156.44	142.03	129.29	116.36	104.72
应付账款周转天数	254.34	261.71	250.00	250.00	250.00
存货周转天数	13.75	21.89	13.00	11.70	10.53
现金转换周期	(84.15)	(97.79)	(107.71)	(121.94)	(134.75)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	0.09	0.18	0.20	0.28	0.35
EPS (调整后, 基本)	0.08	0.13	0.21	0.29	0.37
每股净资产	0.92	1.10	1.68	1.73	1.78

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 美图公司（1357 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1% 或以上。
- 美图公司（1357 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、苏燕妮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 美图公司（1357 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1% 或以上。
- 美图公司（1357 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司