

生活场景全球“爆款”功能频出，看好用增提速

核心观点

- 核心观点：**Q4 美图 AI 功能和创意玩法频频迭代，潮流审美力全球出圈，我们认为美图作为垂直厂商的审美积淀，将持续受益于底模技术的提升，AI 玩法研发提效同时效果升级，而非市场认为的通用大模型替代垂直应用。因此我们看好美图在生活场景的用增提速，全球影响力提升，且品牌效应进一步帮助其生产力业务拓展。
- 生活场景：**AI 玩法频繁上新，全球表现不俗，审美力和创意产出持续性得到验证。我们梳理了美图秀秀公众号披露的功能更新情况，截至 25 年 10 月，美图秀秀共上新功能 51 项，已接近 24 全年 55 项新功能的水位，其中 AI 功能（非拼图、裁剪功能）占比接近 96%（24 年为 78%）。此外，基于团队对潮流趋势共性的敏锐把握，以及精细化本地运营的策略，美图秀秀新功能在全球层面的出圈概率提升。如 10 月凭借“AI 合照”功能美图秀秀登顶欧洲 14 国 iOS 下载总榜和 30 国分类榜、11 月凭借“AI 雪景”功能登顶德国、土耳其、韩国等 29 个国家和地区的应用商店总榜和英国等 119 个国家和地区的分类榜。我们看好美图产品全球用增提速，AI 创意玩法更好更快地满足不同地区用户共性需求。
- 生产力场景：**关注美图设计室和阿里合作进展。此前美图设计室已接入阿里生意管家千牛后台，其“AI 商品图”功能为淘宝、天猫商家提供相应的 AI 视觉生成服务。我们认为美图图像能力是传统优势，和阿里合作或能带来更多电商行业的洞察，有望进一步提升产品能力。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 25~27 年经调整归母净利润为 9.43/12.34/15.93 亿元，采取 PE 估值。根据可比公司的平均估值水平，给予美图 2026 年 45xPE 估值，对应市值 555 亿元人民币，以 0.911 的港元/人民币汇率进行换算，则对应 609 亿港元，目标价 13.33 港元/股，给予“买入”评级。

风险提示

生活产品迭代不及预期、海外业务拓展不及预期、生产力产品进展不及预期

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,696	3,341	3,902	4,859	5,995
同比增长(%)	29.3%	23.9%	16.8%	24.5%	23.4%
营业利润(百万元)	205	524	990	1,319	1,719
同比增长(%)	159.0%	155.9%	88.9%	33.3%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	378	805	610	936	1,314
同比增长(%)	301.8%	112.8%	-24.2%	53.3%	40.4%
每股收益(元)	0.08	0.18	0.14	0.21	0.29
毛利率(%)	61.4%	68.7%	74.8%	75.4%	75.8%
净利率(%)	13.7%	17.5%	24.2%	25.4%	26.6%
净资产收益率(%)	9.7%	17.6%	11.3%	14.9%	17.5%
市盈率(倍)	95	42	56	37	26
市净率(倍)	8	7	6	5	4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 14 日）	8.38 港元
目标价格	13.33 港元
52 周最高价/最低价	12.5/2.6 港元
总股本/流通 H 股（万股）	456,618/456,618
H 股市值（百万港币）	38,265
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.59	0.24	-21.95	181.26
相对表现%	-1.85	-4.21	-26.08	144.54
恒生指数%	1.26	4.45	4.13	36.72



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

多模态技术周期产品力重估，AI 赋能全球 2025-09-10
掘金：——美图首次覆盖报告

图 1：可比公司估值情况

公司	代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
奥多比	ADBE.O	9,817	595.2	634.3	693.1	755.4	16	15	14	13
科大讯飞	002230.SZ	1,155	5.6	8.8	12.2	13.7	206	131	95	84
万兴科技	300624.SZ	129	-1.6	0.2	1.0	1.6	-79	632	131	80
知乎	ZH.N	26	-1.0	0.2	1.0	2.2	-27	173	26	12
快手-W	1024.HK	2,644	177.2	204.2	237.3	279.1	15	13	11	9
均值								106	45	35

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：市值为 2025 年 11 月 15 日数据。

风险提示

生活产品迭代不及预期。公司核心业务收入（订阅+广告）均以用户流量为变现基础，若产品迭代不及预期导致用户流失或付费意愿减弱，或有收入增速放缓风险。

海外业务拓展不及预期。公司推行产品全球化，若产品本地化运营出现偏差或热点把握不准确，或影响海外产品在当地的接受情况，导致海外业务拓展不及预期。

生产力产品进展不及预期。公司拓展口播、电商设计等垂直场景，若对 P 端和 B 端 workflows 和用户痛点把握不当，或有生产力业务进展不及预期风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
现金及现金等价物	641	1,301	2,015	2,971	4,335	营业收入	2,696	3,341	3,902	4,859	5,995
短期投资、定期存款等	674	1,688	1,763	1,798	1,833	营业成本	-1,040	-1,047	-984	-1,195	-1,449
应收账款	388	407	468	573	694	销售费用	-428	-483	-593	-739	-911
预付账款	920	922	866	1,052	1,275	管理费用	-301	-400	-429	-510	-618
其他流动资产	147	210	227	283	350	研发费用	-635	-911	-929	-1,118	-1,319
流动资产合计	2,769	4,528	5,339	6,676	8,488	金融资产的减值损失净额	-19	-3	-14	-16	-15
长期股权投资	1,563	1,414	1,385	1,358	1,330	其他收入	69	24	22	21	20
固定资产、使用权资产	540	522	605	705	809	其他亏损净额	-41	-365	-292	-233	-187
无形资产	776	520	546	632	719	加密货币减值亏损回拨及出售收益	268	640	-	-	-
长期定期存款	90	42	42	42	42	无形资产减值损失	-155	-	-	-	-
其他非流动资产	30	21	22	27	32	融资收入净额	44	51	58	55	52
非流动资产合计	2,998	2,519	2,600	2,763	2,934	分占按权益法入账的投资亏损	-19	-24	-24	-24	-24
资产总计	5,767	7,047	7,939	9,439	11,422	除税前利润	438	823	718	1,101	1,546
短期借款	15	103	103	103	103	所得税	-72	-17	-108	-165	-232
贸易及其他应付款项	735	786	858	1,020	1,199	净利润	366	806	610	936	1,314
合同负债	424	655	780	1,020	1,319	少数股东损益	-12	1	-	-	-
其他流动负债	225	276	277	279	280	归属于母公司净利润	378	805	610	936	1,314
流动负债合计	1,399	1,820	2,019	2,422	2,901	经调整归母净利润	368	586	943	1,234	1,593
租赁负债	45	27	23	29	36	每股收益（元）	0.08	0.18	0.14	0.21	0.29
递延税项负债	209	167	156	194	240						
非流动负债合计	254	194	179	224	276						
负债合计	1,653	2,014	2,199	2,646	3,177						
少数股东权益	4.8	5.8	5.8	5.8	5.8						
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3						
股份溢价	7,094	7,104	7,104	7,104	7,104						
储备	84	221	318	435	573						
累计亏损	-3,069	-2,299	-1,688	-753	562						
股东权益合计	4,114	5,033	5,740	6,793	8,245						
负债和股东权益	5,767	7,047	7,939	9,439	11,422						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元						2023A					
除税前利润	438	823	718	1,101	1,546	成长能力					
折旧摊销	51	84	64	74	88	营业收入	29.3%	23.9%	16.8%	24.5%	23.4%
股权激励	51	84	98	117	138	归属于母公司净利润	301.8%	112.8%	-24.2%	53.3%	40.4%
投资损失	-67	-292	292	233	187	经调整归母净利润	233.2%	59.2%	60.8%	31.0%	29.0%
营运资金变动	18	99	176	55	65	获利能力					
其它	-78	-53	-106	-164	-231	毛利率	61.4%	68.7%	74.8%	75.4%	75.8%
经营活动现金流	413	746	1,240	1,417	1,793	经调整归母净利润率	13.7%	17.5%	24.2%	25.4%	26.6%
资本支出	-57	-55	-139	-212	-223	ROE	9.7%	17.6%	11.3%	14.9%	17.5%
长期投资	-589	58	13	269	455	ROIC	6.4%	11.4%	7.7%	9.9%	11.5%
其他	-	-	-	-	-	偿债能力					
投资活动现金流	-645	7	-126	57	232	资产负债率	28.7%	28.6%	27.7%	28.0%	27.8%
债权融资	5	85	-	-	-	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	-62	-153	-377	-494	-637	流动比率	50.5%	40.2%	37.8%	36.3%	34.2%
其他	-24	-36	-36	-36	-36	速动比率	187.4%	237.2%	253.2%	263.9%	280.5%
筹资活动现金流	-81	-104	-413	-530	-673	营运能力					
汇率变动影响	7	12	12	12	12	应收账款周转率	7.30	8.41	8.92	9.34	9.46
现金净增加额	-313	649	702	944	1,352	存货周转率	26.18	16.44	12.42	12.59	12.43
						总资产周转率	0.50	0.52	0.52	0.56	0.57

每股指标（元）						估值比率					
每股收益	0.08	0.18	0.14	0.21	0.29	市盈率	95	42	56	37	26
每股经营现金流	0.09	0.17	0.28	0.31	0.40	市销率	13	10	9	7	6
每股净资产	0.93	1.12	1.28	1.51	1.83	EV/EBITDA	78	41	48	31	22
						EV/EBIT	89	45	53	33	23

资料来源：公司公告，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。