

生活场景持续拓展深度，生产力 Agent 进展加速

核心观点

- **生产力场景 Agent 嵌入 workflow 持续创新，带动算力点消耗量提升。**26 年公司在生产力场景加速发力，旗下核心产品内置 Agent 嵌入 workflow，如此前 RoboNeo 更新 Agent Teams 功能，内置不同领域的专家 skills 库，如广告营销、电商、动画制作等，且可沉淀用户的修图偏好、视频风格等至记忆库；开拍设置 AI 营销短剧、视频日记模板等玩法等。我们认为，公司擅长在 workflow 细节处打造差异化优势，如上线 AI 拆分图层功能，解决行业普遍诟病的无法分图层按需改图的痛点，而这类产品功能的洞察更多来自于公司服务垂类客户积累的行业 know-how，难以被通用模型提供的泛化服务所替代。我们看好 26 年 Agent workflow 的持续调试和成熟，处理复杂任务的流程更精细化，带动 Token 消耗显著上行，并逐步兑现为 ARPU 值提升，形成付费订阅 + ARPPU 双轮驱动，共同支撑生产力场景收入稳步增长。
- **生活场景强壁垒，看好公司多年深耕的产品洞察力和精细化运营程度。**根据我们的手动统计，以美图秀秀为例，截至 26 年 5 月底美图秀秀共更新 21 个功能（25 年同期为 20 个），其中 AI 功能占比为 81%。我们观察到 26 年以来公司在生活场景上对于爆款功能的依赖度相对较低，产品功能迭代更多来自于公司对于用户审美的洞察和精细化运营，如 5 月上新的瘦斜方肌等功能，底层是对于社媒潮流需求的把握和快速跟进。此前公司公告，截至 3 月生活场景的付费用户数同增 27% 达 1,556 万人，ARPU 端同增约 5% 小幅提升。我们看好公司产品功能迭代下付费用户增长的稳健提升趋势，以及海外进展带动 ARPU 提升。

盈利预测与投资建议

- 我们维持此前预测，预计公司 26~28 年经调整归母净利润为 13.53/16.53/19.54 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 18xPE 估值，对应市值 249 亿元人民币、286 亿港元（港币兑人民币汇率 0.87），目标价 6.24 港元/股，维持“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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,341	3,859	4,942	6,004	7,100
同比增长(%)	23.9%	15.5%	28.1%	21.5%	18.3%
营业利润(百万元)	524	839	1,350	1,706	2,073
同比增长(%)	155.9%	60.1%	60.9%	26.4%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	805	583	1,056	1,325	1,602
同比增长(%)	112.8%	-27.6%	81.2%	25.4%	20.9%
每股收益(元)	0.18	0.12	0.23	0.29	0.35
毛利率(%)	68.7%	73.6%	74.1%	74.5%	74.8%
净利率(%)	17.5%	25.0%	27.4%	27.5%	27.5%
净资产收益率(%)	17.6%	10.9%	16.9%	17.4%	17.2%
市盈率(倍)	27	40	21	17	14
市净率(倍)	4	4	3	3	2

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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

买入（维持）

股价（2026年06月01日）	5.5 港元
目标价格	6.24 港元
52 周最高价/最低价	12.5/4.1 港元
总股本/流通 H 股（万股）	458,618/458,618
H 股市值（百万港币）	25,224
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 06 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	22.77	32.21	-2.83	-15.43
相对表现%	23.58	33.68	1.8	-24.48
恒生指数%	-0.81	-1.47	-4.63	9.05



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 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

3 月 AI 生产力应用 ARR 5.8 亿，生活场景基本盘持续增长	2026-05-07
产品用户数据亮眼，生产力场景接棒高增：美图 25 年业绩公告点评	2026-04-01
生活场景全球“爆款”功能频出，看好用增提速	2025-11-16

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	2025A	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
奥多比	ADBE.O	7,143	595.2	644.4	643.6	703.4	12	11	11	10
知乎	ZH.N	18	-1.0	0.4	0.4	1.0	-18	47	41	17
快手-W	1024.HK	1,756	177.2	206.5	165.2	187.1	10	9	11	9
金山办公	688111.SH	1,187	16.5	18.4	25.5	26.7	72	65	47	44
腾讯音乐-SW	1698.HK	990	76.7	95.8	101.4	111.1	13	10	10	9
网易云音乐	9899.HK	224	17.0	28.6	21.8	24.1	13	8	11	9
调整后均值								19	18	12

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：市值为 2026 年 6 月 1 日数据。调整后均值为去掉最高和最低值后的平均数。

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 workflow 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					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
单位:百万元						单位:百万元					
现金及现金等价物	1,301	3,515	3,237	4,794	6,635	营业收入	3,341	3,859	4,942	6,004	7,100
短期投资、定期存款及受限现金	1,688	1,355	1,382	1,409	1,437	营业成本	-1,047	-1,020	-1,282	-1,530	-1,787
应收账款	407	523	660	790	920	销售费用	-483	-600	-748	-897	-1,046
预付账款	922	690	868	1,035	1,209	管理费用	-400	-451	-544	-642	-753
其他流动资产	210	187	237	287	340	研发费用	-911	-945	-1,087	-1,291	-1,491
流动资产合计	4,528	6,269	6,384	8,316	10,541	金融资产的减值损失净额	-3	-12	-15	-14	-13
长期股权投资	1,414	2,020	1,980	1,940	1,901	其他收入	24	20	69	62	49
固定资产、使用权资产	522	513	612	684	738	其他亏损净额	-365	533	-	-	-
无形资产	520	397	642	720	852	加密货币减值亏损回拨及出售收益	640	-	-	-	-
长期定期存款	42	30	30	30	30	无形资产减值损失	-	-24	-	-	-
其他非流动资产	21	18	28	33	39	融资收入净额	51	55	50	45	40
非流动资产合计	2,519	3,019	3,293	3,408	3,561	分占按权益法入账的投资亏损	-24	1	1	1	1
资产总计	7,047	9,288	9,676	11,724	14,102	除税前利润	823	905	1,385	1,738	2,101
短期借款	103	20	20	20	20	所得税	-17	-208	-319	-400	-483
贸易及其他应付款项	786	733	1,038	1,201	1,420	净利润	806	547	1,067	1,338	1,618
合同负债	655	849	1,038	1,321	1,562	少数股东损益	1	36	11	13	16
其他流动负债	276	346	348	351	353	归属于母公司净利润	805	583	1,056	1,325	1,602
流动负债合计	1,820	3,355	2,444	2,892	3,355	经调整归母净利润	586	965	1,353	1,653	1,954
租赁负债	27	6	7	9	10	每股收益(元)	0.18	0.12	0.23	0.29	0.35
递延税项负债	167	290	372	452	534						
非流动负债合计	194	296	379	461	545						
负债合计	2,014	3,651	2,823	3,353	3,900						
少数股东权益	5.8	-29.7	-19.0	-5.7	10.5	成长能力					
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	营业收入	23.9%	15.5%	28.1%	21.5%	18.3%
股份溢价	7,104	6,238	6,238	6,238	6,238	归属于母公司净利润	112.8%	-27.6%	81.2%	25.4%	20.9%
储备	221	1,158	1,306	1,486	1,699	经调整归母净利润	59.2%	64.7%	40.2%	22.2%	18.2%
累计亏损	-2,299	-1,729	-673	652	2,254	获利能力					
股东权益合计	5,033	5,638	6,853	8,371	10,202	毛利率	68.7%	73.6%	74.1%	74.5%	74.8%
负债和股东权益	7,047	9,288	9,676	11,724	14,102	经调整归母净利率	17.5%	25.0%	27.4%	27.5%	27.5%
						ROE	17.6%	10.9%	16.9%	17.4%	17.2%
						ROIC	11.4%	5.9%	11.0%	11.4%	11.5%
						偿债能力					
						资产负债率	28.6%	39.3%	29.2%	28.6%	27.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	40.2%	53.5%	38.3%	34.8%	31.8%
						速动比率	237.2%	181.3%	251.5%	277.6%	304.1%
						营运能力					
						应收账款周转率	8.41	8.30	8.35	8.28	8.31
						存货周转率	16.44	25.26	163.49	176.37	196.72
						总资产周转率	0.52	0.47	0.52	0.56	0.55
						每股指标(元)					
						每股收益	0.18	0.12	0.23	0.29	0.35
						每股经营现金流	0.17	0.28	0.31	0.38	0.45
						每股净资产	1.12	1.24	1.49	1.83	2.22
						估值比率					
						市盈率	27	40	21	17	14
						市销率	6	6	4	4	3
						EV/EBITDA	26	24	15	12	10
						EV/EBIT	28	26	16	13	11

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。