

AI 图像系列（一）：乘平权之势，破泛生产力之局

华泰研究

2025 年 4 月 07 日 | 中国香港

深度研究

互联网

增持（维持）

研究员 **夏路路**
SAC No. S0570523100002 xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154 +(852) 3658 6000

研究员 **苏燕妮**
SAC No. S0570523050002 suyanni@htsc.com
SFC No. BTT483 +(86) 21 2897 2228

联系人 **邵浩岚**
SAC No. S0570124070056 shaohaolan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

本篇报告重点探讨 AI 浪潮下图像应用的商业潜力和国内企业的出海机遇。我们认为 AI 图像商业化已被验证，并实现了图像生产力市场 TAM 扩容和付费潜力的提升，行业格局或面临重塑；而海外市场有更广阔的市场空间和更成熟的付费心智，共同给予了国内企业 AI 图像出海弯道超车的潜在机遇。同时我们看到在图像基础生成能力维度，国内已有部分应用位居全球前列，在更进一步的垂直场景应用中，国内应用在产品迭代能力、用户反馈等维度均有优势。因此我们看好图像 AI 应用的出海所带来的全新增长曲线，推荐有模型能力、数据沉淀、产品经验的相关应用，推荐美图、快手（可灵）。

AI 图像应用商业化具备确定性，完成行业扩容和付费潜力提升

图像生产力场景面向以变现为诉求的内容生产者，该群体具备付费刚需，随着社交媒体、电商等发展，当前行业趋势正在由专业领域向通用领域演变。24 年全球图像生产力行业 TAM 约 630 亿美元，行业收入合计约 200 亿美元，渗透率 32%，提升瓶颈来自于通用领域的付费意愿。而 AI 图像应用经过 23-24 年发展，商业化逻辑已被验证，并完成了图像生产力行业扩容和付费潜力的提升。24 年 AI 原生应用收入合计约 7 亿美元，yoy+59%，为行业全新增量，同时 AI 原生应用 ARPU 显著高于传统生产力/生活场景，来自于通过 AI 实现了从工具到生产力本身的转变，带来更高的付费意愿。在格局维度，已有多款原生应用进入行业收入第二梯队，行业存在格局重塑的潜力。

海外有更大市场空间和更强付费心智，已有成功案例验证潜力和路径有效性

海外图像生产力市场有更大的市场空间，根据 Sensor tower，24 年图像应用市场（仅计算移动端内购）收入中中国/美国分别占比 13%/36%，海外整体图像市场空间约为中国的 7 倍。海外 SaaS 订阅商业模式市场教育成熟，用户为增值服务的付费心智较强。已有影像类工具在海外取得成绩，印证了出海的付费潜力和道路的有效性。AI 当前商业化主要为订阅付费，其当前作为付费墙的重要功能组成，在海外成熟的土壤上或更有效地促进商业转化。

国内底层技术和垂直产品上比肩海外，单个应用的潜在空间约 1~8 亿美元

国内 AI 图像出海当前景气度较高，在基础的 AI 图像、视频生成领域，已经看到了部分国内出海应用在全球维度处于领先地位。比如 AI 图像中 SeaArt AI；AI 视频中 Hailuo AI（MiniMax）、Kling AI（快手）等已经处于全球领先地位。本质是国产应用图像类底层能力方面已经具备一定优势。而在进一步的垂直场景应用中，我们以 AI 原生应用商品图为例做了全方位的产品力对比，美图设计室（全工作流）、可灵（模特图质量）均优于海外龙头 Photoroom。国内图像生产力应用在国内激烈竞争中已经积淀了优质的产品力，在产品迭代能力、用户反馈等维度有明显的优势。从已有案例对标看，我们认为单个 AI 图像类应用全球化的短期潜在空间约为 1~8 亿美元。

我们与市场观点的不同

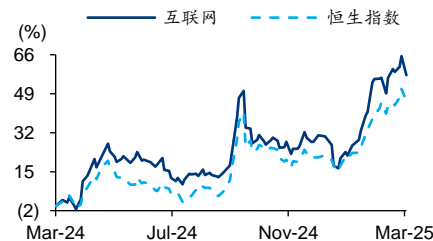
市场当前对于 AI 应用的商业化具体场景和落地节奏仍有较多分歧，我们从行业底层逻辑变革到 23-24 年间的实际数据验证，论证了 AI 图像的商业化确定性和出海的潜在成长空间，明确了 AI 图像出海这一优质投资赛道。

投资建议

我们看好图像 AI 应用出海机遇，推荐有模型能力、数据沉淀、产品经验的相关应用，如美图、快手（可灵）等。美图基于国内优质产品经验，搭建全球产品发布机制，有望以出海打开全新增长曲线；快手可灵 MAU 跃居全球前列，生成质量较优，参考海外同类产品 ARR，后续商业化潜力可期。

风险提示：AI 算力不足；图像大模型进展不及预期；行业竞争加剧。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
美图公司	1357 HK	7.49	买入
快手-W	1024 HK	68.73	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

核心观点	4
AI 图像商业化已被验证，完成市场扩容并提升行业 TAM 渗透率	6
图像生产力市场向通用化趋势演变，行业的 TAM 渗透率有较大提升空间	6
AI 拓展图像生产力 TAM，底层逻辑变革提升行业付费潜力和渗透率	8
海外市场付费空间大，AI 赋能下出海面临全新的机遇	12
海外有更大的市场空间和更成熟的付费心智	12
已有中国影像工具的出海成功经验，验证了付费潜力和道路的有效性	13
复盘海外成功路径，看图像 AI 应用出海的竞争力和潜在空间	15
复盘海外格局变动中的跑出企业的成功经验	15
复盘 Canva：顺应图像通用轻量化浪潮，收购整合搭建图像生产力的全生态	15
复盘 Photoroom：精准定位有潜力的 AI 原生场景，依靠产品力做垂直解决方案	16
以 AI 原生场景商品图为例，看中外产品力对比	18
AI 图像生产力应用的出海竞争力和潜在空间	21
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图表 1： 图像生产力场景部分应用对比	6
图表 2： 全球社交媒体市场活跃用户数与增速	7
图表 3： 全球社交媒体市场收入与增速	7
图表 4： 用户需求与生产力工具分层	7
图表 5： Adobe Creative Cloud 收入与增速	8
图表 6： 图像应用不同梯队的排名	9
图表 7： 2024 年 C 端 AI 应用收入场景分类	10
图表 8： Leonardo.Ai 仅用一年时间达成 1500 万美元的年化收入，显著高于传统应用	10
图表 9： AI 实现规模化收入的速度是一般 SaaS 公司的 5 倍，内在原因即为更高的 ARPU	11
图表 10： 2024 年按国家影像应用移动端市场规模（亿美元）	12
图表 11： 2024 年按国家影像应用移动端市场占比	12
图表 12： 海内外不同行业会员订阅制付费渗透率对比	12
图表 13： 2024 年海外视频编辑领域应用份额	13
图表 14： 2023 年 1 月至 2025 年 1 月万兴喵影收入与 MAU 表现	13
图表 15： 2024 年全球文件扫描领域主要参与者收入与活跃用户	13
图表 16： 2024 年扫描全能王全球各地区收入占比	13
图表 17： 剪映、万兴喵影、扫描全能王三个市场 ARPU 对比	14
图表 18： 剪映、万兴喵影、扫描全能王三个市场付费墙内容	14
图表 19： 海外轻量化图像应用的市场集中度测算	14



图表 20: Canva 活跃用户规模与增速	15
图表 21: Canva 上线至今大事件梳理	16
图表 22: Photoroom 热门关联搜索词与对应流量	17
图表 23: Photoroom AI 功能迭代对收入表现的影响	17
图表 24: Photoroom Magic Studio 功能使用自然语言生成背景	18
图表 25: Photoroom Instant Background 功能提供大量模板	18
图表 26: Photoroom 提供批量编辑功能	19
图表 27: X-design 模特生成示意图	19
图表 28: 当前海内外商品图主流参与者对比	20
图表 29: 商品图核心要素对比	21
图表 30: 国产 AI 图像出海产品活跃用户与收入情况	22
图表 31: 头部 AI 图片生成应用用户数对比	23
图表 32: 头部 AI 视频生成应用用户数对比	23
图表 33: AI 图像类应用全球化的潜在增量拆分	23
图表 34: 重点公司推荐一览表	24
图表 35: 重点推荐公司最新观点	24

核心观点

本篇报告重点分析在 AI 机遇下，图像生产力企业的出海机遇，核心回答两个问题：

1) 传统的图像生产力行业是什么样的，AI 改变了什么，带来了怎样的机会？

传统图像生产力市场：向通用化趋势演变，行业的 TAM 渗透率有较大提升空间。

图像生产力行业面向以图像内容变现为核心诉求的内容生产者，24 年潜在市场空间（TAM, total available market）约 630 亿美元，预计至 27 年 TAM 扩大至 910 亿美元，三年复合增速约 13%。24 年整个图像生产力行业测算收入合计约为 200 亿美元，占潜在市场 TAM 的渗透率约 32%。其中 Adobe 领衔专业设计，Canva、Figma（被 Adobe 收购）等为通用轻量级赛道。图像生产力行业存在自由度和使用门槛不可兼得的矛盾，而通用图像生产力工具因牺牲了编辑自由度，付费渗透率的提升存在痛点，行业的 TAM 渗透率有较大提升空间。

AI 带来变革：拓展图像生产力 TAM，底层逻辑变革提升行业付费潜力和渗透率，同时格局在加速变化。

- 1) 市场 TAM：整个 AI 图像行业经过 23-24 两年间的迅速发展，其商业化逻辑已被验证，24 年 AI 原生应用收入合计达约 7 亿美元，同比增长 59%，是图像市场的全新增量。往后看，AI 降低了生产力应用的使用门槛，向着通用化趋势进一步迈进，扩大使用群体。同时生成式 AI 为图像生产力市场带来众多原生场景，拓展应用边界并实现市场 TAM 扩容。
- 2) 付费潜力：AI 打破了图像应用自由度和使用门槛的限制，更易用的生产力功能有望提升客户付费意愿。在提供高自由度的同时保持较低的使用门槛，能够在触达广泛用户群的同时保持较高的需求满足概率。这个本质上其实是图像生产力应用从“工具”到“生产力”本身的转变。24 年部分 AI 原生应用的人均 ARPU 高于生产力场景，并显著大于生活场景，存在较大的付费潜力。
- 3) 格局变化：多个 AI 原生应用已经在 2 年内跻身收入体量的二、三梯队，展现出比较强的创收能力，且保持高速增长。其中 Midjourney、Runway24 年已经完成超过 1 亿美元的 ARR 并跻身第二梯队，此外还有 Photoroom、Remini 等多款应用跻身第三梯队，行业格局已经发生了显著变化。但是进一步的格局重塑以至于接近 Adobe 和 Canva 的收入体量仍有待观察。

2) 海外市场是怎么样的？国内 AI 图像应用出海面临怎么样的机遇？

海外有更大的市场空间和更成熟的付费心智。

海外图像生产力市场有更大的市场空间，根据 Sensor tower，24 年图像应用市场（仅计算移动端内购）收入中中国/美国分别占比 13%/36%，海外整体图像市场空间约为中国的 7 倍。同时海外 SaaS 订阅商业模式市场教育成熟，用户为增值服务的付费心智较强。我们也看到已有影像类工具在海外取得成绩，印证了出海的付费潜力和道路的有效性。AI 当前的商业化主要为订阅付费，其当前作为付费墙的重要功能组成，在海外成熟的土壤上或更有效促进商业转化。

AI 图像生产力应用的出海竞争力和潜在空间。

国内 AI 图像出海赛道高度景气。当前国内 AI 图像赛道已有众多参与者，赛道高度景气。包括字节（即梦）、快手（可灵）、MiniMax、美图等等。有关国产图像 AI 应用的竞争力，我们认为可以分为两个层面探讨，一为基础能力，二为垂直场景的产品力。

- 1) 在基础的 AI 图像、视频生成领域，国产出海应用已实现后来居上。AI 图像中 SeaArtAI（海艺互娱）当前超过 1000 万用户，仅次于 Leonardo.Ai，AI 视频中 Hailuo AI (MiniMax)、Kling AI（快手）在 24 年的迅速崛起超过了海外龙头 Runway。本质是国产应用图像类底层能力方面已经具备一定优势。
- 2) 在进一步的垂直场景应用中，我们以 AI 原生应用商品图为例做了全方位的产品力对比，美图设计室（全工作流）、可灵（模特图质量）均优于海外龙头 Photoroom。国内图像生产力应用在国内激烈竞争中已经积淀了优质的产品力，在产品迭代、迭代能力、用户反馈等维度有明显的优势。

我们认为单个 AI 图像类应用全球化的短期潜在空间约为 1~8 亿美元。从海外已实现商业化落地的 AI 原生应用为参考，主要依靠 MAU、ARPU 两个维度提升带来收入增长，包括相对低 MAU、高 ARPU 水平的 Midjourney、Runway 等等以及高 MAU、低 ARPU 的 Leonardo.Ai、Remini 等等，根据已经实现的平均水平推算短期内 AI 图像类应用全球化的潜在空间约为 1~8 亿美元。长期潜力能否对标第一梯队仍需要看是否能出现“杀手级”的产品革新，带来 MAU 实现上亿级别的突破。

我们与市场观点的不同

市场当前对于 AI 应用的商业化具体场景和落地节奏仍有较多分歧，我们从行业底层变革到 23-24 年间的实际数据验证，论证了 AI 图像的商业化确定性和出海的潜在成长空间，并深入分析了国内应用在基础技术和垂直场景的竞争力。

市场当前普遍对于 AI Chatbot 关注度较高，但是其实我们认为 Chatbot 一方面当前正在从收费转向免费来获取用户，另一方面海外 Chatgpt 等竞品的统治力强，且存在监管限制，出海难度大。与之对比图像应用正处在格局颠覆期且行业集中度低，反而给了出海企业较好的弯道超车的机会，我们也看到了 SeaArt、Hailuo、Kling 等已经具备一定领先优势，因此建议 AI 图像赛道出海的远期前景。

AI 图像商业化已被验证，完成市场扩容并提升行业 TAM 渗透率

图像生产力市场向通用化趋势演变，行业的 TAM 渗透率有较大提升空间

图像生产力行业面向以图像内容变现为核心诉求的内容生产者，24 年全球潜在市场空间（TAM, total available market）约 630 亿美元，预计到 27 年达到 910 亿美元，复合增速 13%。图像生产力场景主要针对设计师、媒体工作者、市场营销人员等以创意内容变现为核心诉求的内容生产者。根据 Adobe 的测算，24 年图像生产力行业的全球潜在市场空间为 630 亿美元，潜在群体包括 6800 万专业设计师、9 亿传播者、40 亿大众用户，并预计至 27 年 TAM 扩大至 910 亿美元，三年复合增速约 13%。

24 年整个图像生产力行业测算收入合计约为 200 亿美元，占潜在市场 TAM 的渗透率约 32%。其中 Adobe 领衔专业设计，24 年收入（Creative Cloud）127 亿美元，市占率约 64%。剩余通用赛道多元竞争，Canva（24 年收入 26 亿美元）、Figma（24 年收入 7 亿美元，被 Adobe 收购）等头部厂商深耕轻量级赛道，强调低使用门槛和便捷性，形成差异化优势。Fotor, Photoroom 等应用则深入垂直领域，把握背景消除、背景生成、影像增强等细分功能，构建多元竞争格局。

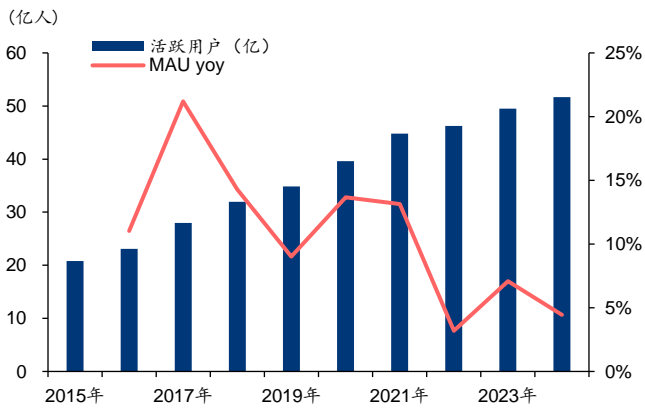
图表 1：图像生产力场景部分应用对比

类别	公司	主要产品	市场布局	月活跃用户 (百万人)	24 年年化收入 (百万美元)	产品定位
专业 (部分)	Adobe	Photoshop	全球	650	12700	专业设计师的行业标准
		Illustrator	全球			矢量图形编辑器和强大的设计工具
		Indesign	全球			最著名和最常用的桌面出版软件，用于设计网页、出版物和演示文稿，与 Adobe 其他产品联动
		Photo Express	全球			新推出的轻量级应用，集成自研 AI Firefly 的功能
通用 (部分)	Canva	Canva	全球	280	2550	最流行的在线图形设计平台，定位初学者和传播者快速、简单地创建演示文稿、传单、邀请函等等。
		remove.bg	全球	23	/	Web 端流量第一的背景消除应用
	Figma	Figma	海外	21 (Web)	700	Web 端在线工具，用户友好，并且允许实时团队协作
	Fotor	Fotor	全球	15	17	图像、海报设计应用，适用国内外包括公众号封面、课程海报设计等各种宣传场景
	Photoroom	Photoroom	海外	25	94	商品图领域领先应用，定位电商用户低成本商拍任务
	Pixelcut	Pixelcut	海外	11	12	商品图领域新兴应用，Web 端起家，移动端开始布局
	美图	美图设计室	国内	18	10	国内领先的商品图编辑与模特图生成应用
		X-Design	海外	1.2 (Web)		美图设计室海外版
		Vmake	海外	2.6 (Web)		Web 端视频增强、AI 风格视频生成应用
图像生产力应用 24 年收入合计			约 200 亿美元			
图像生产力行业 24 年总 TAM			630 亿美元 (Adobe 测算)			
市场渗透率			32%			

资料来源：各公司官网，Semrush, Sensor Tower, 华泰研究估算

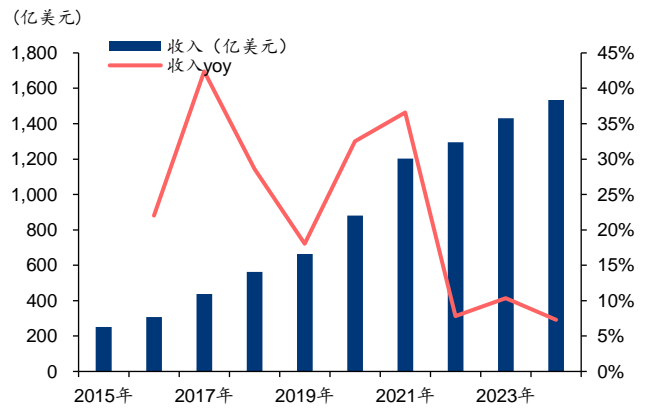
泛图像生产力工具面向传播者场景，随社交媒体行业扩容增长，Canva 顺应趋势规模居行业前列。图像生产力应用的下游是广泛的内容行业。过去几年随着自媒体、视频、电商等行业的发展，代表更广泛通用场景的影像传播者群体正在不断扩大。根据 Statista，2015-2024 年间全球社交媒体市场规模 CAGR 达到 22%，活跃用户 CAGR 达到 11%。随着越来越多的通用场景图像内容产出需要，带来整个图像生产力行业也在由着专业设计向通用场景扩容，并作为整个行业 TAM 提升的驱动。在此趋势下，以 Canva 为首的通用轻量化工具实现迅速增长；专业设计领域的龙头 Adobe 也于 2021 年推出了自己的通用软件 adobe express，顺应整个行业的趋势。

图表2：全球社交媒体市场活跃用户数与增速



资料来源：Statista, SPRG 出海, 华泰研究

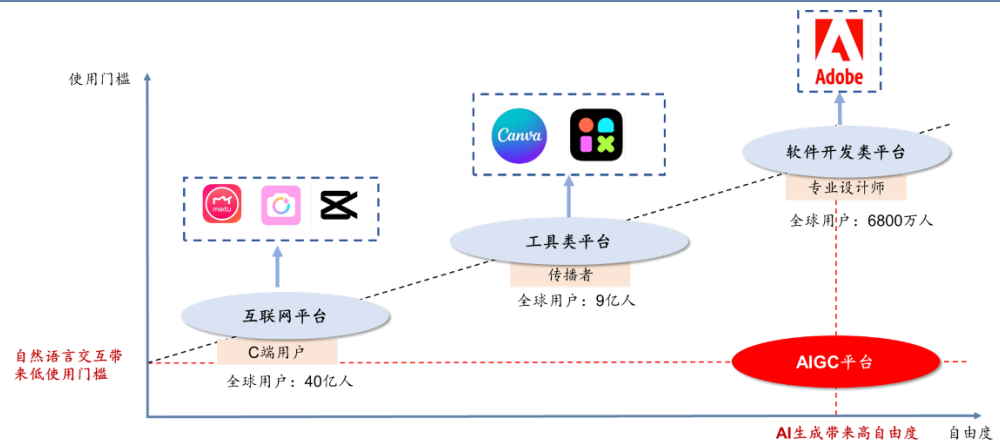
图表3：全球社交媒体市场收入与增速



资料来源：Statista, SPRG 出海, 华泰研究

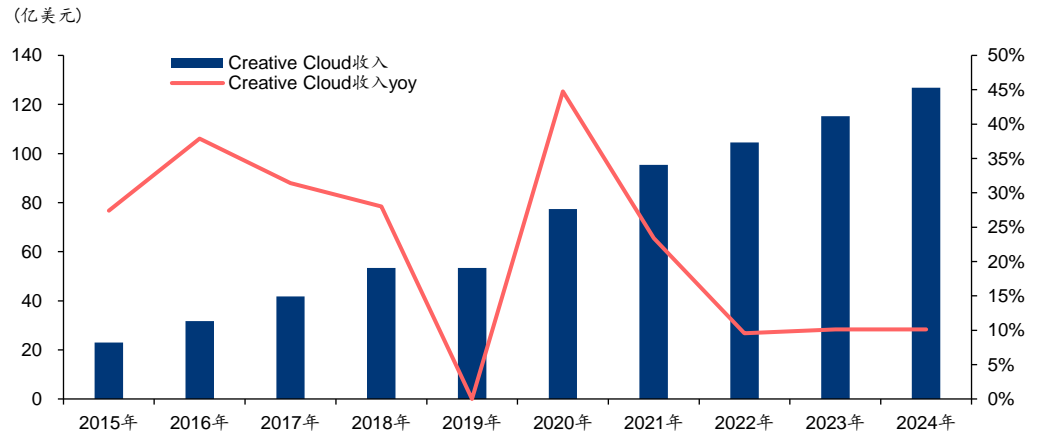
图像生产力行业存在自由度和使用门槛不可兼得的矛盾，因此显示出较为分明的用户需求和生产工具分层（关于图像领域自由度和使用门槛的矛盾我们做过分析，详见华泰互联网23年12月1日报告《图像 AIGC 行业：重塑生产力格局》）。从用户视角拆分，潜在用户群（6800 万专业设计师+9 亿传播者+40 亿大众）呈现出专业用户人群优先且付费率饱和，而泛用户（传播者+大众）付费率受限的局面。

图表4：用户需求与生产力工具分层



资料来源：Adobe, 各个公司官网, 华泰研究

1) **专业图像生产力场景空间垂直且付费率接近饱和。**传统图像生产力应用中，更高的编辑自由度往往意味着更高的使用门槛，比如 Adobe 扎根的专业场景，门槛高意味着人群较少，虽然付费意愿较高，但该部分人群的付费潜力已经被充分挖掘，当前的图像生产力工具 200 亿美金总收入中约 60% 由 Adobe 贡献。从人的角度，虽然 Adobe 总用户有 6.5 亿，但我们测算其 Creative Cloud 付费用户约 3700 万人，几乎大部分为专业人群贡献（24 年的 TAM 为 6500 万人），该部分付费率接近饱和，这也导致 Adobe 近年来收入增速基本与其测算的 TAM 的增长速度相同（24 年 Creative Cloud 收入增速 10%）。

图表5: Adobe Creative Cloud 收入与增速


资料来源: Adobe 官网, 华泰研究

2) **通用图像生产力工具付费率的提升存在痛点。**低门槛应用往往以牺牲编辑自由度为代价,比如提供模板和素材的 Canva,受限的自由度本质上是增加了用户需求不被满足的概率,因此通用工具进入了以供给驱动需求的增长模式(不断挖掘用户付费点)。根据 AI 产品榜测算,24 年 Canva 的付费率约为 10%,远低于专业软件的付费率。

总结来说,我们看到两种趋势:1) 市场空间扩容:整体图像生产力应用的通用化,即降低使用门槛拥抱快速增长的传播者人群;2) 付费率增长:产品层面解决掉因通用产品自由度低没法精确满足需求的痛点,提升付费潜力。

生成式 AI 的快速发展使得这两个趋势得以加速。(见后文)

AI 拓展图像生产力 TAM, 底层逻辑变革提升行业付费潜力和渗透率

生成式 AI 的发展为图像生产力行业带来了什么变革?

- 潜在空间上: AI 进一步加强图像生产力的通用化趋势,众多原生场景扩展了市场 TAM。**
AI 降低了生产力应用的使用门槛,向着通用化趋势进一步迈进,扩大使用群体。可以理解为原先 Adobe 测算的潜在用户画像中传播者进一步扩容(6800 万专业设计师+9 亿传播者+40 亿大众)。同时生成式 AI 为图像生产力市场带来众多原生场景,拓展应用边界并实现市场扩容:1) 图像的生成和拓展技术,可直接应用于广告素材、游戏原画领域;2) 智能修复与优化技术,可直接应用于视频剪辑、影视创作等领域;3) 智能抠图、背景替换、光影优化,可直接应用于电商和营销领域。
- 付费潜力上: AI 打破了图像应用自由度和使用门槛的限制,更易用的生产力功能有望提升客户付费意愿。**在提供高自由度的同时保持较低的使用门槛,能够在触达广泛用户群的同时保持较高的需求满足概率。这个本质上其实是图像生产力应用从“工具”到“生产力”本身的转变,当其能替代掉部分生产力时,自身的价值提升,付费潜力也会提升。
- 格局上: 应用的底层逻辑变了,新增了原生场景,或带来格局重塑的机会。**我们在之前的报告中复盘过图像领域的每次格局变动都来自于底层产品逻辑的变动(像素—向量—插件—模板)。在 AI 的新趋势下也会有格局重塑的机会,中小参与者在赛道有突围的潜力,传统龙头则要及时变化不被替代。(关于图像领域格局变动的梳理,详见华泰互联网 23 年 12 月 1 日报告《图像 AIGC 行业:重塑生产力格局》)。

而从实际结果来看,整个 AI 图像行业经过 23-24 两年间的迅速发展,其商业化逻辑已被验证,同时对于图像生产力行业的潜在空间拓展和付费潜力提升上已经发生了显著变化,但行业的格局重塑仍需要观察。

这里我们将全球图像领域的相关应用按照 24 年收入量级分为三个梯队，并按照产品应用类型生产力场景、生活场景和 AI 原生应用归类。分别是：

第一梯队，年收入超过 10 亿美元：应用代表为 Adobe、Canva、剪映（全球）等；

第二梯队，年收入超过 1 亿美元小于 10 亿美元：应用代表为 Figma、美图（整体）、FaceApp 等；

第三梯队，年收入小于 1 亿美元并大于百万美元：应用代表为 Facetune、Potoroom、Picsart、Lightroom 等。

图表6：图像应用不同梯队的排名

产品类型	应用名称	24 年活跃用户 (百万)	23 年 ARR (百万美元)	24 年 ARR (百万美元)	收入增速 (%)	ARPU (美元)	细分领域
第一梯队 收入>10 亿美元							
生产力	Adobe	650	11500	12700	10%	19.5	专业设计
AI 原生	-Adobe Firefly	6	-	-	-	10	AI 图像生成
生产力	Canva	220	1700	2550	50%	11.6	通用设计
生活	剪映（全球）	800	694	1389	100%	1.7	通用视频剪辑
第二梯队 10 亿美元>收入>1 亿美元							
生产力	Figma	23	615	700	14%	30.4	协作设计
生活	美图（整体）	260	185	301	63%	1.2	图像编辑
生产力	-美图设计室	20	14	34	141%	1.7	AI 生产力
AI 原生	Midjourney	8	200	300	50%	37.5	AI 图像生成
生活	FaceApp	25	118	131	11%	5.2	图像编辑
AI 原生	Runway	5	49	122	150%	24.4	AI 视频编辑与生成
第三梯队 收入<1 亿美元							
生活	Facetune	6	94	96	3%	16.0	图像编辑
AI 原生	Potoroom	15	52	94	81%	6.3	AI 商品图
生活	Picsart	90	74	74	0%	0.8	图像编辑
生活	Lightroom	38	59	67	14%	1.8	图像编辑
AI 原生	Remini	25	72	67	-6%	2.7	AI 图像修复、AI 滤镜
AI 原生	Synthesia	30	43	62	45%	2.1	AI 数字人视频制作平台
生活	Pixlr	13	-	20	-	1.5	图像编辑
生活	Fotor	15	-	17	-	1.1	图像编辑
AI 原生	Leonardo.Ai	12	5	15	200%	1.3	AI 视频编辑与生成
AI 原生	Kling（可灵）	6	-	14	-	2.3	AI 视频编辑与生成
AI 原生	PixVerse	8	-	7	-	0.9	AI 视频编辑与生成
生产力	remove.bg	42	-	1	-	0.0	背景消除

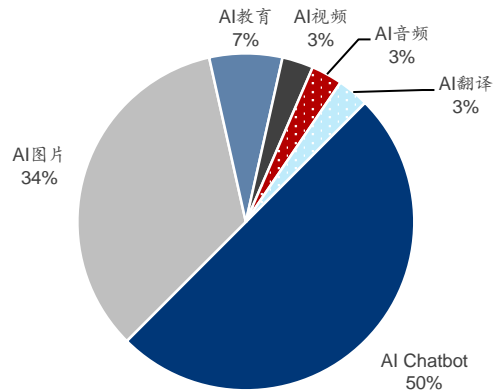
注：1) ARR 全称为 Annual Recurring Revenue，年度经常性收入；ARPU 全称为 Average Revenue Per User，每用户平均收入=总收入/总用户数；2) 因大部分公司未上市，收入相关数据均采用公开资料+华泰测算综合得出。3) 蓝色代表生产力应用、黄色代表生活应用、红色代表 AI 原生应用。

资料来源：各公司官网，ST，Semrush，华泰研究

我们认为：

- 1) **AI 原生应用基本立足于全新的图像场景，并且已经实现商业化落地，完成了图像市场的扩容。**在我们梳理的 AI 原生应用中，其立足于 AI 图像生成、AI 视频生成、AI 图像修复、AI 商品图等等全新场景，24 年收入合计达约 7 亿美元，同比增长 59%，是图像市场的全新增量。同时根据 ST，AI 图片应用是当前 AI 商业化规模中仅次于 AI Chatbot 的细分场景。说明 AI 图像应用商业化可行性已被验证，并且领先于其他细分应用赛道。（关于领先的原因，我们从可验证性和迭代成本两个维度做过分析，详见华泰互联网 23 年 12 月 1 日报告《图像 AIGC 行业：重塑生产力格局》）

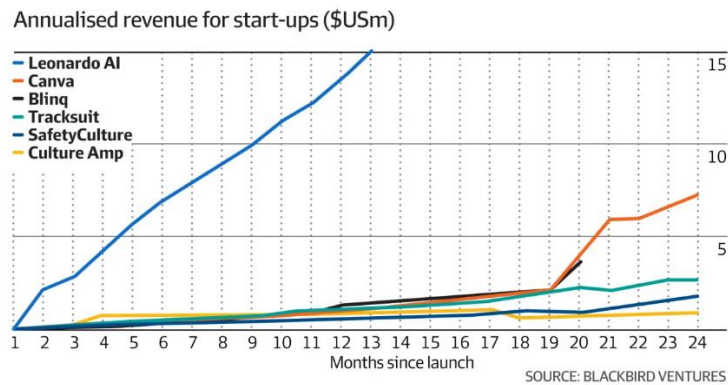
图表7：2024年C端AI应用收入场景分类



资料来源：ST, 华泰研究

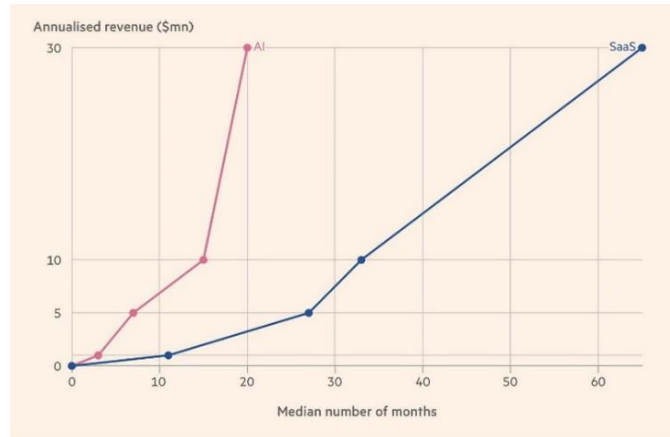
2) 多个 AI 原生应用已经在 23-24 年跻身收入体量的二、三梯队，展现出比较强的创收能力，且保持高速增长。其中 Midjourney、Runway24 年已经完成超过 1 亿美元的 ARR 并跻身第二梯队，此外还有 Potoroom、Remini 等多款应用跻身第三梯队，行业格局已经发生了显著变化。根据 ST 相关数据以及我们的整理测算，专注于 AI 图像生成应用的 Midjourney24 年的年化收入已经达到 3 亿美元，在第二梯队中仅次于美图，已经超过海外图像编辑应用 FaceApp；此外 Remini (AI 图像修复、滤镜)、Synthesia (AI 数字人) 和 Potoroom (AI 商品图) 均凭借着在细分领域的 AI 能力，在活跃用户和收入层面逐步追赶传统应用。根据 Financial review, AI 文生图公司 Leonardo.Ai 仅用一年时间达成 1500 万美元的年化收入，显著高于传统应用。

图表8：Leonardo.Ai 仅用一年时间达成 1500 万美元的年化收入，显著高于传统应用



资料来源：Financial review, 华泰研究

3) 部分 AI 原生应用的人均 ARPU 高于生产力场景，并显著大于生活场景，存在较大的付费潜力。AI 原生应用平均来看有显著较高的人均 ARPU，根据我们计算 24 年 Midjourney 的人均 ARPU 达到 37.5 美元，与之对比 Adobe、Canva 和 Figma 分别是 19.5/11.6/30.4 美元，此外 Runway、Potoroom、Remini 分别达到 24.4/6.3/2.7 美元，显著高于其他生活类场景应用（平均低于 2 美元）。根据 Wing，其认为 AI 企业实现规模化收入的速度是一般 SaaS 公司的 5 倍，主要来源于更高的 ARPU，即代表着更高的人均付费潜力。底层来自于 AI 应用除了一般订阅之外，还包括因算力消耗产生的额外单购收入，当 AI 应用由工具变为生产力本身，用户的付费意愿也会对应提升。但是同时我们也提示，ARPU 的变动并不是完全线性的，会存在随着 MAU 增长带来的摊薄影响。

图表9：AI 实现规模化收入的速度是一般 SaaS 公司的 5 倍，内在原因即为更高的 ARPU


资料来源：Wing, 华泰研究

从实际数据总结来看，我们认为：

AI 图像应用已有商业化确定性，对于市场 TAM 的扩容和整体付费潜力的提升已经被验证。经过两年的发展，AI 图像应用商业化已被验证，随着使用门槛降低后的“创意平权”和 AI 原生场景所带来的全新机遇，整个创意图像市场的 TAM 在持续扩容，相关应用已经展现出了较强的创收潜力，同时明显更高的 ARPU 代表着人均付费潜力的显著提升，其正在实现工具向生产力本身的转变，这也代表着前文中所计算的行业收入占 TAM 的渗透率将显著提升（24 年我们估算为 32%）。

AI 对于图像生产力应用的格局重塑仍有待观察：

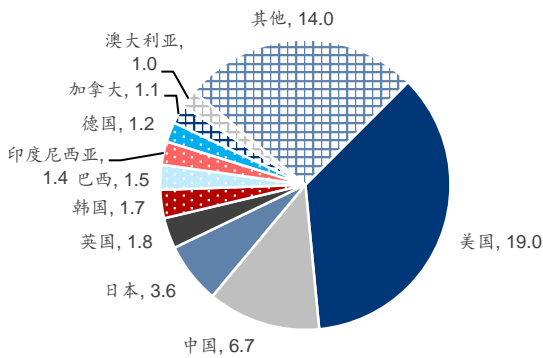
- 1) AI 应用的用户和收入已经达到整个图像市场的第二、第三梯队，部分格局在发生变化，但是离图像生产力龙头 Adobe、Canva 等的体量仍有较大的差距，并未有应用进入第一梯队的收入量级，我们觉得根本原因在于图像生产力编辑的“最后一公里”：AI 应用中依靠 prompt 等的交互手段，当前仍然无法达到手动编辑的精准度和效率，因此并没有对头部应用的底层商业模式产生威胁。（详见华泰互联网 2024 年 3 月 9 日发布《创意图像行业：AI 时代的强者恒强》），因此真正意义上的行业格局重塑仍然有待观察。
- 2) 但是在另一个维度，我们也观察到传统图像龙头 Adobe 在 AI 图像原生应用的用户数和商业化节奏上有些许落后。Adobe 旗下图像生成原生应用 Firefly24 年平均 MAU 为 555 万，低于 Leonardo.Ai (1200 万)、Midjourney (800 万)。在商业化节奏上，1QFY25 财报中，Adobe 披露了其直接从 AI 获得的相关收入为 1.25 亿美元 ARR (包括 Acrobat AI 助手、Firefly 图像生成应用和用于效果营销的 Gen Studio，意味着单纯的 AI 图像收入更低)，并预计于 FY25 达到 2.5 亿美元 ARR (大约占其总收入的 1%)。这一商业化节奏也是略弱于 Midjourney (24 年 3 亿美元 ARR) 等应用。因此展望后续的行业格局，在 AI 图像应用大量崛起、整个行业向通用趋势演变中，行业龙头 Adobe 能否顺利转型仍有待观察。

海外市场付费空间大，AI 赋能下出海面临全新的机遇

海外有更大的市场空间和更成熟的付费心智

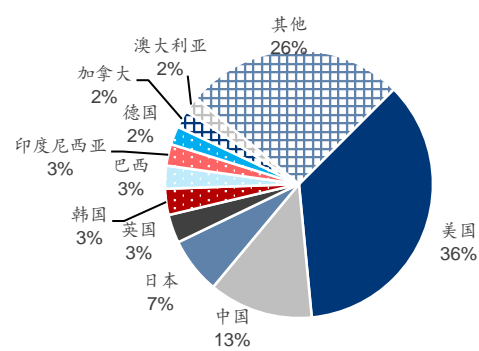
海外对应的图像市场空间约为中国的 7 倍。根据 Sensor Tower 数据，2024 年影像类应用市场，包括照片编辑、视频编辑、影像设计、AI 艺术等细分市场的移动端收入规模合计共 53 亿美元（这里仅计算了 IOS 和 Google play 端的内购收入，但可以作为对比指标），其中美国市场以 19 亿美元的市场体量成为影像应用的首要市场，中国以 6.7 亿美元的体量占据 13% 的市场份额，整体海外对应的图像市场空间约为中国本土的 7 倍。从某种程度上反映出了海外更大的市场空间。

图表10：2024 年按国家影像应用移动端市场规模（亿美元）



资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

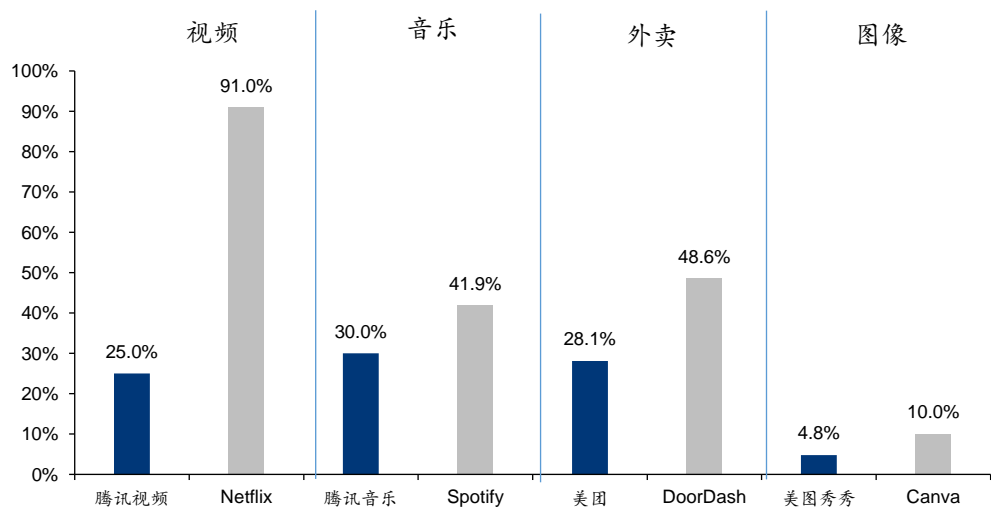
图表11：2024 年按国家影像应用移动端市场占比



资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

海外的 SaaS 订阅商业模式市场教育成熟，用户为增值服务的付费心智较强。海外市场（尤其是欧美市场）对于 SaaS 订阅商业模式的市場教育优于国内，主要来自于海外的版权保护相关法案更加严格，推动整体为增值服务订阅付费习惯的养成。同时欧美地区整体消费能力更强，使其为增值服务付费的意愿更高，在整体互联网环境中养成了较为领先的用户付费心智。具体来看，对比海内外不同行业主流软件的订阅制付费渗透率来看，腾讯视频 26% VS Netflix 91%；腾讯音乐 14% VS Spotify 42%；美团 28% VS DoorDash 49%；美图秀秀 2.3% VS Canva 10%。整体海外付费订阅渗透率平均能够达到国内软件的一倍或以上，凸显出整体海外市场订阅心智成熟。

图表12：海内外不同行业会员订阅制付费渗透率对比



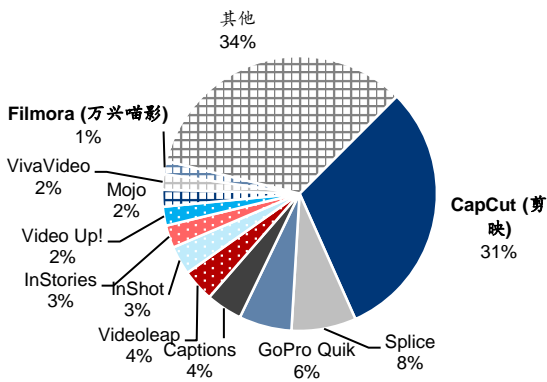
资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

已有中国影像工具的出海成功经验，验证了付费潜力和道路的有效性

已有影像行业生产力工具在海外取得佳绩，印证付费潜力和道路有效性。以视频编辑与文件扫描领域为例，中资背景企业凭借差异化定位和本土化策略，部分已在全球市场构建显著竞争优势，取得市场领先成绩。

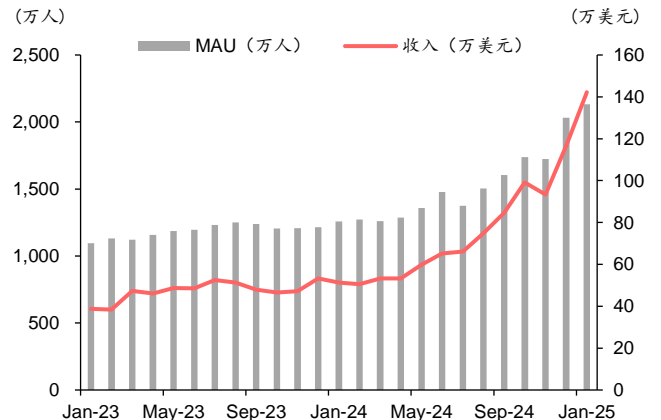
- 1) 剪映 (CapCut) 作为视频编辑赛道的绝对龙头，依托 TikTok 生态的协同效应，形成国内外双轮驱动模式。24 年其海外收入达 1.7 亿美元，MAU 超 2.4 亿，收入与活跃用户规模均 4 倍领先第二梯队竞品，印证了“工具+流量”模式在全球化扩张中的有效性。
- 2) 万兴喵影 (Filmora) 则采取差异化路径，以海外市场为核心主战场 (海外收入占比超 99%)，通过聚焦中长尾用户需求填补 Adobe 等专业工具与免费轻量化应用之间的空白，2024 年海外收入同比增长 50%，并在剪映美区下架事件中快速承接外溢需求，实现单月收入同比激增 177%，验证了中腰部定位产品的市场弹性。
- 3) 扫描全能王 (CamScanner) 作为文件扫描领域的全球龙头，采取“国内外同步渗透”策略，凭借免费功能覆盖基础文件扫描与导出的高频刚需场景，MAU 达 4571 万，稳居行业第一，其海外收入占比超 60%，在付费心智成熟的欧美市场，通过差异化定价与功能分层实现稳定转化。

图表 13: 2024 年海外视频编辑领域应用份额



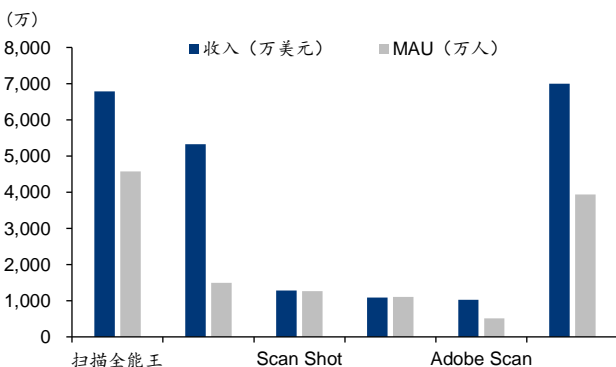
注: 仅统计 AppStore 与 GooglePlay 两个渠道的应用表现
资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表 14: 2023 年 1 月至 2025 年 1 月万兴喵影收入与 MAU 表现



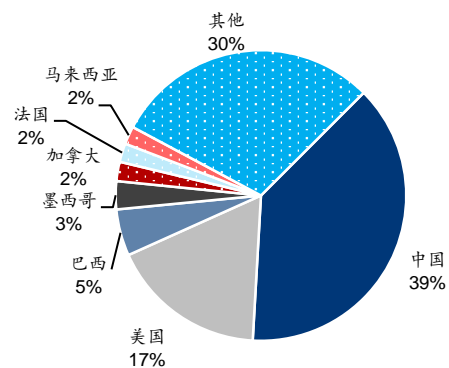
注: 仅统计 AppStore 与 GooglePlay 两个渠道的应用表现
资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表 15: 2024 年全球文件扫描领域主要参与者收入与活跃用户



注: 仅统计 AppStore 与 GooglePlay 两个渠道的应用表现
资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

图表 16: 2024 年扫描全能王全球各地区收入占比

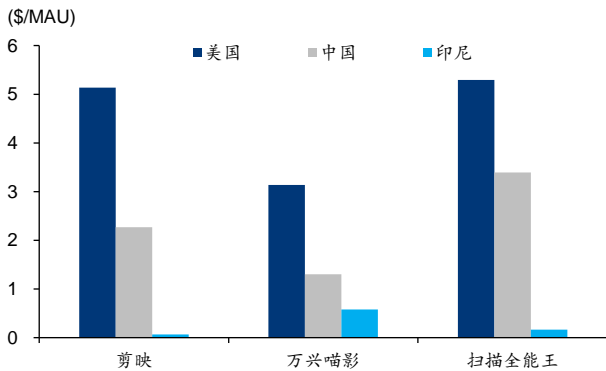


注: 仅统计 AppStore 与 GooglePlay 两个渠道的应用表现
资料来源: Sensor Tower, 华泰研究

欧美用户订阅心智成熟，价格敏感度低，从而实现更高付费转化。综合回顾三款布局中外市场的应用表现，欧美市场、尤其是美国市场，始终是应用的收入中心，美区 MAU 较低却是主要收入来源。从月活用户付费表现来看，三款应用美国 MAU 平均贡献 4.5 美元，是中国区 2.3 美元的 2 倍。

“功能+用户使用深度分级”的付费逻辑出海具备可行性。三款应用在付费墙设置方面保留了与国内市场类似的模式，即通过免费功能触达广泛用户群体，通过 AI 相关应用、更大素材库、无限次功能使用、更大的存储空间与多端协作等功能，定位应用重度使用人群与精细化使用场景，提升变现效率。

图表17：剪映、万兴喵影、扫描全能王三个市场 ARPU 对比



注：仅统计 AppStore 订阅价格
资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

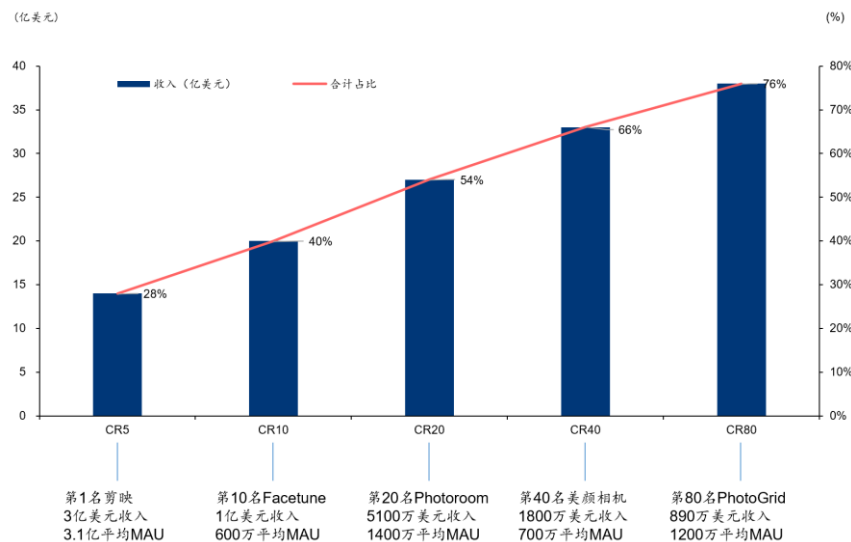
图表18：剪映、万兴喵影、扫描全能王三个市场付费墙内容

	剪映	万兴喵影	扫描全能王
免费版	移动端视频剪辑 视频效果处理 限定次数字幕生成	移动端视频剪辑 有限素材使用	文件扫描导出 pdf 限定次数文字识别
付费版	AI 视频效果 无限次字幕生成 更大存储空间 移动/网页跨端协作	AI 字幕生成 AI 声音克隆 更大素材库 团队协作功能	导出 word 更多次文字识别 更大存储空间

资料来源：剪映, 万兴喵影, 扫描全能王, 华泰研究

海外轻量化的图像生产力格局极其分散，中长尾厂商亦能获得可观收入。由于图像生产力自身的工具属性，其下游的细分场景丰富，导致市场集中度较低。从 ST 数据库中图像编辑市场的内购收入来看，24 年 2 月至 25 年 2 月期间，整个行业收入的 CR5/10/20 分别为 28%/40%/54%，表现了整个市场较低的集中度水平，排名第 1/10/20/40/80 的公司年化收入分别为 3 亿/1 亿/0.5 亿/0.18 亿/890 万美元，说明中长尾厂商亦能获得可观收入。

图表19：海外轻量化图像应用的市场集中度测算



资料来源：ST, 华泰研究估算

总结来看：

1、我们列举的三款影像类应用已经印证了海外的付费潜力和全球化道路有效性。剪映验证了“工具+流量”模式在全球化扩张中有效性；万兴验证了中腰部定位产品亦有市场弹性；全能扫描王验证了通过差异化定价与功能分层实现可稳定转化。

2、随着 AI 赋能应用的兴起，AI 功能作为付费墙的重要构成，或更有效的促进订阅转化。结合前文的分析，AI 是当前图像生产力市场的核心变量，同时从已有的三款应用例子中看到了 AI 作为付费墙内容的重要构成，结合海外订阅心智成熟的特点，或更有效促进转化。

复盘海外成功路径，看图像 AI 应用出海的竞争力和潜在空间

首先总结前文中的两个观点：1、AI 给图像生产力应用行业带来变革，拓展市场+格局重塑的机会为中小企业带来机遇。2、海外有更加广阔的市场空间和成熟的付费意愿，在本身格局迅速变化，应用长尾化的背景下亦存在显著机会。在此基础上本节进一步讨论国内图像企业出海的竞争力。

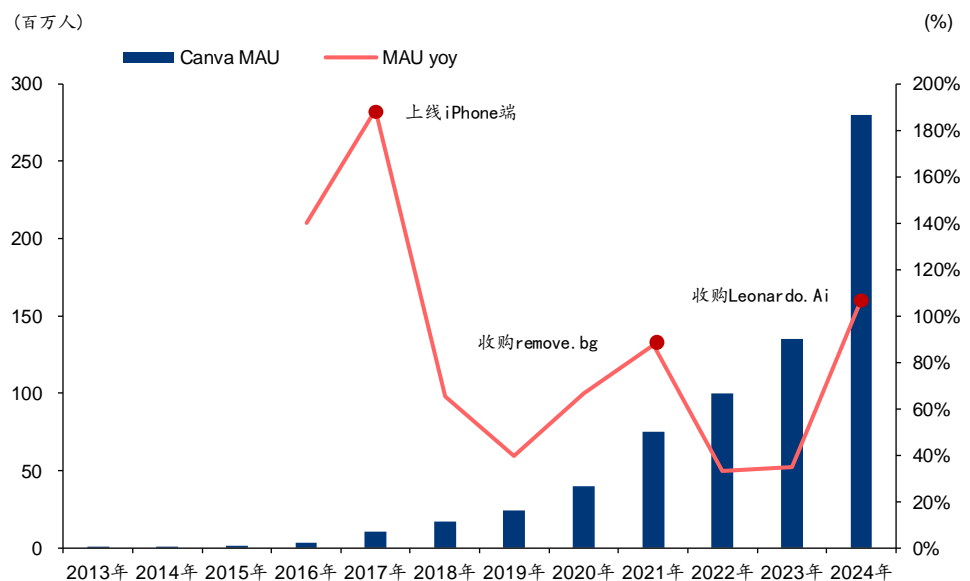
复盘海外格局变动中的跑出企业的成功经验

前文提到了 AI 为图像生产力行业带来的格局变动机遇，我们希望通过复盘海外格局变动中跑出企业的成功经验，为国内图像 AI 应用的竞争要素提供启发。这里选取海外通用赛道龙头 Canva 和海外 AI 原生场景商品图应用赛道龙头 Photoroom 做复盘分析。

复盘 Canva：顺应图像通用轻量化浪潮，收购整合搭建图像生产力的全生态

顺应图像生产力通用化浪潮，开发轻量级应用。2013 年，Canva 成立并于澳大利亚上线。产品自上线以来以实现“设计民主化”为目标，瞄准当时市场上设计领域 Adobe 一家独大带来的设成本高、学习门槛高的问题，定位“低成本、高自由度”的设计场景。其背后是全球图像生产力的通用化浪潮，随着 Facebook、Instagram 和 Youtube 等互联网平台的兴起以及社交媒体的爆发式增长，导致营销广告相比传统广告的节奏更快、内容更多。Adobe 的像素级图片编辑能力在这样快节奏的图像生产场景下显得冗余且耗时，而 Canva 则通过场景化模板，譬如针对社交媒体如 Instagram 的宣传图设计、海报设计、PPT 设计等，提供海量的模板素材与高效的设计流程，实现对泛设计场景传播者的覆盖。

图表20：Canva 活跃用户规模与增速



资料来源：Canva 官网，华泰研究

收购整合搭建图像生产力的全生态，全球覆盖并进行本土化布局。

- 1、功能覆盖与渠道流量整合并行：2018 年至今，Canva 通过收购 PPT 制作公司 Zeetings、Pixabay、Pexels 等免费素材库以及 AI 初创公司 Leonardo.Ai 等，不断丰富素材资源并提升技术能力，有效降低了设计门槛。2021 年，Canva 收购 Remove.bg 的开发者 Kaleido，在保持该网站独立运营的同时在网站设置 Canva 跳转链接，实现多渠道流量整合，在 2021 年收购 Kaleido 后，Canva 的网页端 MAU 增速突破 4 年新高。
- 2、推进轻量化应用终端联动：先后在 iPad 端、iPhone 端、安卓端上线，进一步降低用户使用门槛、满足了泛设计场景用户对即时创作和高效协作的需求。

- 3、全球覆盖与本地化布局: Canva 在 2017 年推出 180 种语言, 并在 2019 年实现 180 个国家的覆盖, 同时 Canva 强调“真本地化”, 譬如在日本市场, Canva 开发 47 种专属字体库, 解决日文字体版权复杂性问题; 在印度、巴西等地推出本地支付方式等, 实现各国渗透目标, Canva 已经实现对 1/12 的美国人口覆盖、澳大利亚为 1/9, 菲律宾与墨西哥为 1/8。全球化路径与本地化策略帮助 Canva 建立强国际竞争韧性与广阔的发展空间。
- 4、AI 驱动与企业化转型。推出 AI 驱动的产品 Magic Studio, 并为企业创意团队、销售团队、人力资源团队提供定制化模板, 进而迈向 AI 转型与 2B 方向探索, 目前 Canva 已经实现了福布斯前 500 企业 95% 的覆盖。

图表21: Canva 上线至今大事件梳理

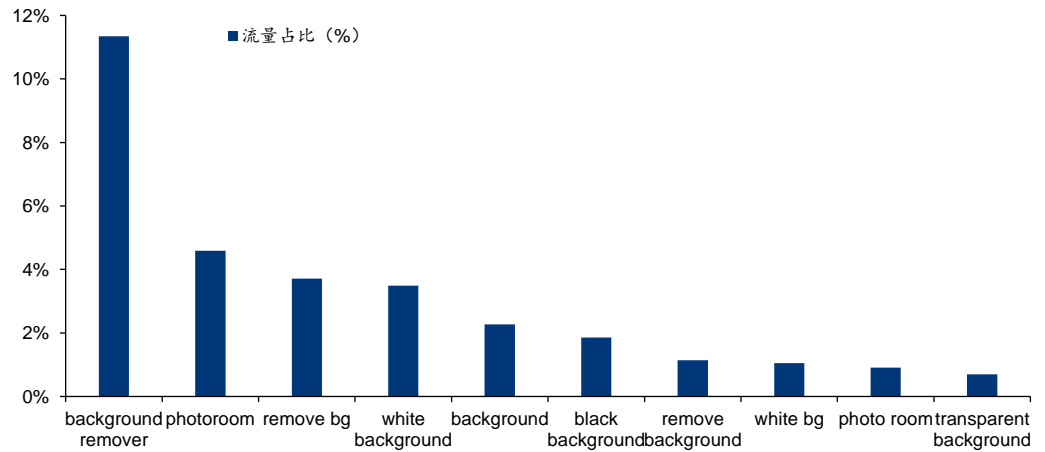
发展阶段	年份	功能覆盖	收购	全球化	融资与估值
阶段一、 识别痛点与 早期探索	2013 年	Canva 在澳大利亚上线, 定位拖拽式便捷编辑、 在线协作、免费使用、百万级别素材库			种子轮融资 300 万美元
	2014 年	上线 iPad 端, 通过允许设计师设计并出售模板 实现近 200 万个设计			
	2015 年				A 轮融资 1500 万美元
阶段二、 收购布局与 全球扩张	2016 年	上线 iPhone 端		推出西班牙语版本	融资 4000 万美元 估值 10 亿美元
	2017 年	推出动画设计功能, 上线安卓版		推出 100 种语言版本	
	2018 年	推出演示文稿设计功能	收购演示文稿应用 Zeetings		
	2019 年	推出教育版	收购图片素材库 Pexels 和 Pixabay	进入中国市场	
	2020 年	推出 Canva 视频和桌面应用程序			融资 6000 万美元 估值 60 亿美元
阶段三、 AI 驱动与企 业化转型	2021 年		收购原型平台 Smartmockups 视觉 AI 平台 Kaleido		融资 2.7 亿美元 估值 400 亿美元
	2022 年	推出 Canva 团队版	收购数据可视化平台 Flourish		
	2023 年	推出 AI 'Magic' 融入现有产品			
	2024 年		收购 AI 生图应用 Leonardo.ai 矢量图编辑应用 Affinity		

资料来源: 各公司官网, Semrush, Sensor Tower, 华泰研究

复盘 Photoroom: 精准定位有潜力的 AI 原生场景, 依靠产品力做垂直解决方案

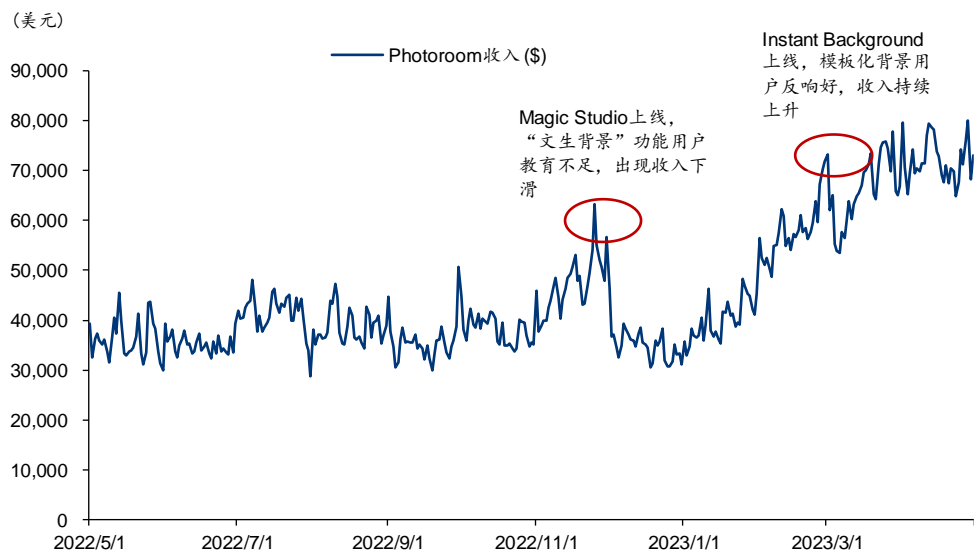
抓住 AI 拓展的商品图这一痛点垂直场景。 Photoroom 创始人在担任运动相机品牌 GoPro 的产品经理期间, 因频繁处理商品图背景擦除的繁琐流程 (需手动使用 Photoshop), 意识到中小商家存在“零设计基础却需快速产出专业商品图”的痛点, 2019 年开发初版应用“BG”, 核心功能仅聚焦于“一键抠图”。后续团队识别到白色背景的专业商品图的应用场景受限, 用户的痛点拓展到希望打造“能提升转化率的商品图”, 因此团队开始探索 AIGC 的应用, 打造、上线 AI 背景图功能。

免费功能解决单一痛点带来自然流量, 付费效果预览促成变现。 Semrush 的数据显示, Photoroom 前 10 热门搜索词中除 2 个“Photoroom”相关关键词以外, 另外 8 个均与“背景”相关。“背景消除”(background remover) 这个关键词为排名第一的自然流量搜索词, 为 Photoroom 贡献了 11.3% 的流量, 背景消除相近词共为 Photoroom 带来了至少 30% 的流量。正如我们之前对 remove.bg 流量引入 Canva 的分析一样, 消除背景是传播类生产者绕不开的一个功能, 与该关键词建立深刻联系将为应用带来可观的自然流量。同时, Photoroom 在免费版中提供背景消除功能, 通过出色的背景消除能力获得用户信赖, 进一步提供效果图预览, 最终促进自然流量进行付费转化。

图表22: Potoroom 热门关联搜索词与对应流量


资料来源：Semrush, 华泰研究

Photoroom AI 功能快速迭代。Photoroom 在 AI 背景图功能上有过两次更新。2022 年 11 月，Photoroom 上线 AI 功能 Magic Studio，定位通过自然语言指令生成高质量背景图作为营销素材，用户可以通过输入“丛林中的鞋子，产品摄影，超写实主义”生成逼真的商品图效果，但该功能上线并未为 Photoroom 带来及时的收入提升，Magic Studio 上线初期日活用户甚至不过千；2023 年 3 月，上新 Instant Background 功能，提供大量预设的背景模板素材，用户可直接选择，无需自主输入 Prompt，该功能获得活跃市场反响，自此流水一路走高；2024 年，Photoroom 再次调整 Magic Studio 定位，AI 文生背景重新上线，即时背景则以背景素材的形式继续供用户访问、使用。

图表23: Photoroom AI 功能迭代对收入表现的影响


注：仅统计 AppStore 与 GooglePlay 两个渠道的应用表现
 资料来源：Sensor Tower, 华泰研究

AI 功能市场反馈依赖用户心智培养与强产品力构建。我们认为 Photoroom 对于 AI 功能的定位与布局是用户心智培养与产品力完善的综合结果，对于早期的 AI 功能而言，一方面用户心智尚不成熟，使用习惯未得到培养，思考合适的文字提示词来获得理想的效果图对电商卖家而言耗时且学习成本较高；另一方面，初代 AI 背景图功能生成结果耗时长，用户无法预览生成结果，文字提示词生成的效果同样会带来产品细节失真问题。Photoroom 识别到产品力的落后，通过开发内部模型“Instant Diffusion”优化技术细节，将单张照片的生成控制在几秒内，同时为用户多个可选方案，进而牢牢抓住电商卖家对于高效、便捷、低学习成本的图像编辑需求。

图表24: Photoroom Magic Studio 功能使用自然语言生成背景



资料来源: Photoroom, 华泰研究

图表25: Photoroom Instant Background 功能提供大量模板



资料来源: Photoroom, 华泰研究

总结来看，Canva 和 Photoroom 成功的共性因素在于：

- 1、**精准识别行业的变动趋势，顺势而行。**Canva 在社交媒体爆发阶段，洞察到传统设计工具（如 Adobe）无法满足“快速出图+多平台适配”的轻量化需求，通过模板化工具与多终端布局抢占市场；Photoroom 则抓住电商降本增效期，中小商家商品图拍摄成本高、销售转化压力大的普遍诉求。二者均通过“趋势预判+场景适配”实现破局。
- 2、**抓住有潜在空间的垂直场景，依靠产品力解决痛点。**Canva 通过移动端专项优化、协作办公套件、优质模板库，精准击中泛设计场景用户痛点；Photoroom 从“一键抠图”延伸至更具付费潜力的 AI 背景生成功能，对模型能力进行精细化打磨，以“小而准”的功能响应用户核心诉求。验证极致产品力对抓住高价值场景的重要性。
- 3、**优质的迭代能力，迅速响应市场反馈。**Canva 通过“收购+自研”双路径敏捷迭代，早期收购 Pixabay 等素材库补足资源短板，后期收购 Affinity 等专业工具扩展能力边界，推出 AI 套件“Magic”，实现从工具向生产力平台的升级；Photoroom 则展现了“试错-验证-优化”的闭环能力，在 AI 背景图上线遇冷后迅速调整策略，扭转用户评价。快速迭代能力赋予产品长期竞争力。

以 AI 原生场景商品图为例，看中外产品力对比

AI 商品图是生成式 AI 带来的典型原生场景，是在简单的文生图等基础应用之外的具体场景解决方案，具备应用的典型性。解决传统电商商品图线下拍摄的复杂流程，当前在海内外均有实际案例落地，海外应用龙头为 Photoroom，国内为可灵、Cutout Pro、美图设计室等。我们在先前报告中曾测算过国内 AI 商品图 TAM 大约为 41-93 亿元，24 年当前市场实际收入预计不超过 10 亿元，仍有很大的提升空间，测算的基础是国内电商从业人群，而海外预计市场空间更大。（详见华泰互联网 23 年 12 月 1 日报告《图像 AIGC 行业：重塑生产力格局》）

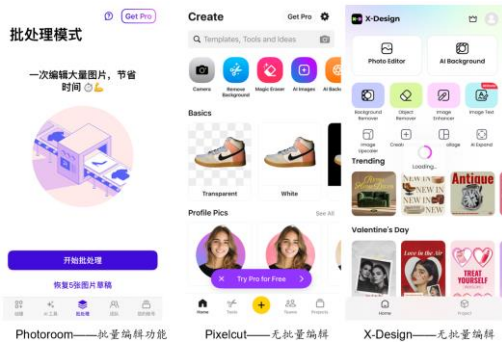
AI 商品图市场主要有两个痛点：

1、效果维度：细分场景的核心需求是高质量背景消除+融洽的 AI 生成效果。商品图场景主要承接中小电商商家为了适应不同电商平台，希望以更低的成本实现更专业化的商品图效果，实现提升转化与营收表现的需求。在功能需求上，图片背景消除作为 workflow 起点，再接入背景素材、自然阴影生成效果完成完整的商品图制作。在生成效果上，商家对于真实性有极高的要求，尤其关注商品细节还原。

2、工作流维度：顺畅工作流为前提，需要批量编辑并贴合电商场景，定位中小商家效率要求。需要有完整且顺畅的工作流，定位为中小商家提效，面对电商多 SKU 场景下需要批量产品效果图处理并贴合实际电商场景。

而 AI 模特图是商品图的进阶应用，解决电商人像服装商拍市场成本高且流程繁琐的痛点，在技术层面仍有提升空间。目前 AI 模特图作为针对服饰类电商品牌的应用场景，但因为人像处理的复杂性，是 AI 商品图的进阶应用。常规的服装品牌商拍流程涉及到模特挑选、场地与设备准备与拍摄、后期处理、挑选、审核图片等环节，流程上需要几天到几周不等。根据 AI 商拍企业 weshop.ai 业务负责人的陈述，行业内部普遍认知是品牌每年素材花费在 GMV 的 2%-5%，因此节约的空间较大。由于 AI 生成的黑箱过程，模特图的生成是一步到位的，细节可调整空间较小，在商业上的可验证性仍处于初步阶段，依赖技术能力的提升，海外 Photoroom 未推出 AI 模特图功能，目前只有国内可灵、美图设计室等应用在探索。

图表26：Photoroom 提供批量编辑功能



资料来源：Photoroom，华泰研究

图表27：X-design 模特生成示意图



资料来源：X-design，华泰研究

海内外商品图应用上线历程梳理：

- 1) 2019 年底，面向 Amazon, eBay 等电商平台的专业产品图编辑应用 Photoroom 上线；同年，主打背景消除、图片画质增强，电商场景专业白底商品图编辑应用 Cutout pro（国产应用出海，LibAI Lab 旗下）上线，主要面向海外用户；
- 2) 2022 年 3 月，美图旗下主打“AI 工作流”、覆盖 AI 商品图、模特图的生产力应用美图设计室上线，主要面向国内用户；
- 3) 2022 年 10 月，主打 AI 去背景、去除物体和替换图片颜色的 AI 图片编辑工具 Pixelcut 上线；
- 4) 2023 年 6 月，美团推出商品图与模特图海外应用 X-Design 与 Vmake（目前 Vmake 转型视频编辑领域，X-Design 承揽商品图与模特图功能）；同年，LibAI Lab 推出继 Cutout.Pro 之外的另一款产品 PromeAI，针对更加垂直的电商等设计产品，推出模特图功能。
- 5) 2024 年底，快手旗下 AI 生图应用可灵上线 AI 模特图功能，提供文生模特、AI 示意等功能。

从活跃用户表现来看，早期参与者 Photoroom 领跑，网页端与移动端 MAU 均在千万级，Pixelcut 网页端流量开始逼近 Potoroom，移动端仍在追赶。Cutout.Pro 推出 5 年后独立访客数达到千万级别，PromeAI 则达到百万级别。美图旗下美图设计室活跃用户也达到千万级，X-design 流量集中在网页端，活跃用户在百万级。可灵模特图功能嵌入平台生图功能，整体活跃用户在中百万。

图表28：当前海内外商品图主流参与者对比

功能对比	海外应用				国内应用	
	xPhotoroom	Pixelcut	Cutout Pro (模特图 Prome AI)	X-Design (美国海外版本)	美图设计室 (美国国内版本)	可灵 (海外版本 Kling)
订阅价格	Pro \$7.49 或 12.99/月	Pro \$4.99 或 9.99/月	按照点数购买，\$0.058-0.125/credit	Pro \$4.99 或 12.99/月 点数\$0.1-0.55/个	美图粉钻¥23 或 30/月 美豆（点数）¥0.06-0.2/个	会员¥46-466/月，会员每月额外获得660-8000灵感值
背景消除	✓ 支持更高像素导出	✓ 支持更高像素导出	✓ 高像素导出需 1 个 credit	✓ 另需使用 1 个 credit	✓ 另需使用 2 个美豆	✗
图片增强	✓ Pro 可额外增强至 UHD	✓ Pro 可额外增强至 HD	✓ 导出 HD 画质需 2 个 credits	✓ Pro 可额外增强至 UHD	✓ 粉钻可额外增强至 4K	✗
AI 背景	✓ Pro 专属功能	✓ Pro 可定制场景	✓ 每张下载需 3 个 credits	✓ Pro 专属功能	✓ 每张 8 个美豆	✗
AI 模特	✗	✗	✓ 跳转至旗下 PromeAI 生成	✓ 另需使用 1 个 credit	✓ 另需使用 10 个美豆	✓ 另需使用 5 点灵感值
批量编辑	✓ 最多 50 张	✗	✓ 无明确上限	✗	✓ 无明确上限	✗

资料来源：Photoroom, Pixelcut, X-Design, 美图设计室, 可灵, Cutout pro, PromeAI 官网, 华泰研究

国内商品图相关应用实际在产品力层面和海外头部产品 Photoroom 相比各有优劣：1) Photoroom 在商品图细节处理层面突出，但是缺乏模特图产品。2) Cutoutpro 细节处理优秀，但是适配性较弱。3) 美图设计室具备最全 workflow，且综合能力最全面，但是技术细节有打磨空间。4) 可灵 AI 模特的生成真实感最强，但是在工作流层面有欠缺。总结：从 AI 商品图产品的案例来看，国产 AI 应用并不逊于海外，甚至在生成效果（可灵）、工作流完整度（美图设计室）等层面更优。进一步泛化来看，我们认为海外的优势是在于模式或道路的创新，而国内应用的核心优势是在于产品、工作流层面的设计和打磨，在多年互联网发展中具备较强的执行力。

图表29：商品图核心要素对比

要素	功能	Photoroom	Pixelcut	X-Design	美图设计室	可灵	Cutoutpro 与 PromeAI
商品主体突出	环境光消除	环境色（绿幕）、环境光识别效果好	绿幕环境色造成的主体色偏未消除	环境光识别良好，消除效果自然美		×	环境色（绿幕）、环境光识别效果好
	细节保留	发丝、细节边缘保留好	发丝、细节边缘保留好	消除较彻底，部分细节有缺失			发丝、细节边缘保留好
素材场景适配	类目背景	×	×	×	针对家具、餐饮、鞋履、美妆等电商类目针对性背景	×	×
	主题背景	针对节日、运动、母婴等场景提供海量素材	可选模板较少，针对节日、材质提供素材	针对材质、房间环境、促销活动提供素材	提供人像背景、海边等主题		
	AI 背景	仅提供文生背景，文字理解能力出色	×	×	文生图/图生图，DeepSeek 优化 Prompt 调节精度、可控性高		仅提供文生背景，文字理解能力一般
workflows 高效	预览效果	背景选择环节可预览所有背景图效果	×	×	×	×	×
	批量生成	可批量消除背景	可批量消除背景	×	可批量消除背景及生成背景	×	可批量消除背景
AI 模特图	素材覆盖	×	×	人台/平面图生服装模特图	人台/平面图试鞋、试假发，衣服除皱/换色功能	人台/平面生服装模特图	人台/平面生服装模特图
	生成效果			版型适配能力较弱 模特效果真实	材质还原度高 模特效果真实	材质/版型还原度高 模特效果真实	服装版型适配较弱 模特可能比例失真 会生成不相关内容
	可调整程度			官方模特 可传图自训练模特	官方模特 可传图自训练模特	可传图自训练模特 文字描述模特（发色、人种、体型）	文字描述模特 定制选项广（发型、人种、表情）

注：颜色越深表示该要素表现越突出。

资料来源：Photoroom, Pixelcut, X-Design, 美图设计室, 可灵, Cutout pro, PromeAI 官网, 华泰研究

AI 图像生产力应用的出海竞争力和潜在空间

国内 AI 图像出海赛道高度景气。当前国内 AI 图像赛道已有众多参与者，赛道高度景气。包括字节（即梦）、快手（可灵）、MiniMax、美图等等。我们认为在当前 AI 应用 C 端落地最快的两个赛道 AI Chatbot 和 AI 图像中，AI Chatbot 海外已经有 Chatgpt、Claude 等等相对占优的竞争对手，而 AI 图像类赛道正如我们前文的分析，行业整体边界和格局正在迅速变化，有较大的出海机遇和潜力，因此整个赛道表现出高度繁荣。

图表30：国产 AI 图像出海产品活跃用户与收入情况

应用名称	细分类别	所属公司	上线时间	Web端MAU (万人)	移动端MAU (万人)	移动端收入 (万美元)	Web端MAU 3期复合增速	移动端收入 3期复合增速	2023/1~2025/2 Web端MAU变化	2023/1~2025/2 移动端收入变化
Fotor	图片编辑	恒图科技	2012年	1,872	87	34	1%	2%		
Cutout.pro	图片编辑	LibAI	2022年10月	1,218	/	/	4%	/		
Pixai.art	图片生成	时代传浮	2022年10月	268	57	12	10%	20%		
海螺	视频生成	MiniMax	2024年4月	797	/	/	15%	/		
Pixverse	视频生成	爱诗科技	2024年1月	696	1,252	52	15%	300%		
Vmake	视频编辑	美图	2023年6月	247	/	/	-1%	/		
Seaart	图片/视频生成	海艺互娱	2023年6月	1,025	15	15	19%	42%		
可灵	图片/视频生成	快手	2024年6月	597	41	88	17%	318%		
即梦	图片/视频生成	字节跳动	2024年4月	177	221	47	44%	89%		

注：Pixverse 因数据较少，收入增速为 300%+

资料来源：Sensor Tower, Semrush, 各公司官网，华泰研究

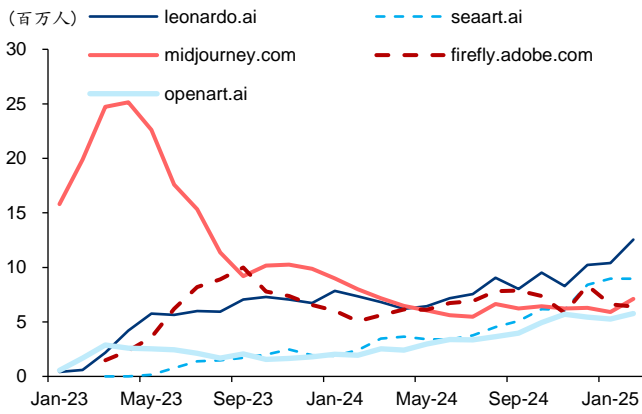
有关国产图像 AI 应用的竞争力，我们认为可以分为两个层面探讨，一为基础能力，二为垂直场景的产品力。

在基础的 AI 图像、视频生成领域，国产出海应用已实现后来居上。从头部 AI 图像、视频类应用的用户数来看，国产出海 AI 应用已经实现后来居上。

- 1) 从 AI 图片生成来看，Midjourney23 年初最高达到过 2500 万活跃用户，进入 25 年已经降至约 500 万，而国产出海应用 Sea art AI（海艺互娱）则迅速增长至超过 1000 万用户，在全球维度仅次于而 Leonardo.Ai。
- 2) 从 AI 视频生成来看，Runway23 年为视频生成领域的龙头，但是随着 Hailuo AI（MiniMax）、Kling AI（快手）和 Pixverse（爱诗科技）在 24 年的迅速崛起已经超过了 Runway，在用户体量维度处于全球领先地位。

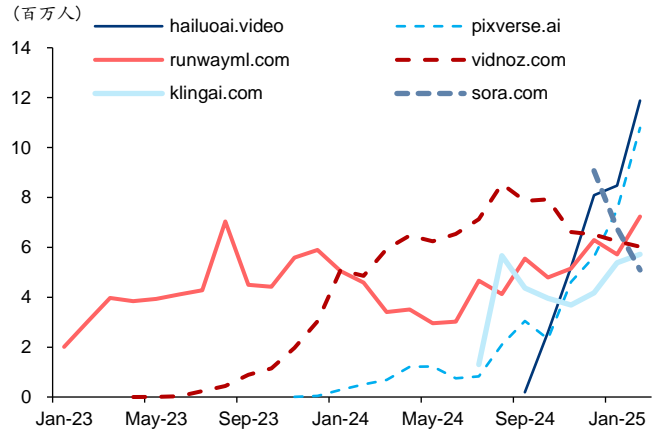
这一赶超，标志的是我国图像类底层模型能力已经具备较强的竞争优势。头部应用技术能力的进步可能会对于我国整个 AI 图像产业的模型能力带来协同，比如我们看到美图即在其 MOKI 产品中接入了可灵模型来优化动作生成等等。

图表31：头部 AI 图片生成应用用户数对比



资料来源：Semrush, 华泰研究

图表32：头部 AI 视频生成应用用户数对比



资料来源：Semrush, 华泰研究

在更进一步的垂直场景应用中，我们认为国内图像生产力应用在国内激烈竞争中已经积淀了优质的产品力，在产品迭代、迭代能力、用户反馈等维度有明显的优势。从商品图的测试结果来看，我们发现国产的部分应用已经具备了与海外头部应用 Photogram 相近甚至更优的产品能力。底层来自于国产图像应用的产品在国内的激烈竞争中持续打磨，已经沉淀出领先的精细化功能矩阵，同时在国内更加复杂和动态的需求下，有非常强的产品迭代速度能够迅速适应市场变化。这些都为在垂直场景应用的竞争中奠定了基础。

我们认为单个 AI 图像类应用全球化的短期潜在空间约为 1~8 亿美元，长期潜力是否可对标第一梯队应用重点在于是否以“杀手级”功能实现亿级别 MAU 的突破。根据 4Q24 财报，可灵 AI 截至 25 年 2 月累计收入达到 1 亿元，我们预计有 60% 或来自于出海。展望远期，从海外已实现商业化落地的 AI 原生应用为参考，主要依靠 MAU、ARPU 两个维度提升带来收入增长，包括相对低 MAU、高 ARPU 水平的 Midjourney、Runway 等等以及高 MAU、低 ARPU 的 Leonardo.Ai、Remini 等等。以海外应用实例为基础，我们假设 AI 图像类应用短期内 MAU 在 1000~4000 万区间，ARPU 在 10~20 美元区间，则 AI 图像类应用全球化的潜在空间约为 1~8 亿美元。长期潜力能否对标第一梯队仍需要看是否能出现“杀手级”的产品革新，带来 MAU 实现上亿级别的突破，比如剪映、Canva、Adobe 等等。

图表33：AI 图像类应用全球化的潜在增量拆分

		低MAU、高ARPU										
		Photogram					Runway		Midjourney			
MAU (百万, 纵)	ARPU (美元, 横)	1	2.5	5	7.5	10	15	20	25	30	40	
高MAU、低ARPU	1	1	3	5	8	10	15	20	25	30	40	
	2.5	3	6	13	19	25	38	50	63	75	100	
	5	5	13	25	38	50	75	100	125	150	200	
	7.5	8	19	38	56	75	113	150	188	225	300	
	10	10	25	50	75	100	150	200	250	300	400	
Leonardo.Ai	15	15	38	75	113	150	225	300	375	450	600	
	20	20	50	100	150	200	300	400	500	600	800	
	25	25	63	125	188	250	375	500	625	750	1000	
	30	30	75	150	225	300	450	600	750	900	1200	
Remini	40	40	100	200	300	400	600	800	1000	1200	1600	
	100	100	250	500	750	1000	1500	2000	2500	3000	4000	
剪映(全球)	200	200	500	1000	1500	2000	3000	4000	5000	6000	8000	
	600	600	1500	3000	4500	6000	9000	12000	15000	18000	24000	
Canva	800	800	2000	4000	6000	8000	12000	16000	20000	24000	32000	

资料来源：Sensor Tower, Semrush, 各公司官网, 华泰研究估算

投资建议

我们看好图像 AI 应用的出海所带来的全新增长曲线，推荐有模型能力、数据沉淀、产品经验的相关应用，如美图、快手（可灵）等。当前 AI 正在全球图像生产力领域掀起一轮技术变革，并促进行业格局重塑。我们认为对于美图类图像赛道深耕公司和快手（可灵）类新崛起的 AI 图像应用均带来了较大的机遇和挑战。同时 AI 图像生产力出海有较大商业化潜力，也为其给予了明确的发展方向。分公司看，美图当前建立起产品的全球发布机制，在国内已有丰富产品经验的背景下，受益于 DS 带来的技术平权补充短板。25 年起其图像生产力海外应用将陆续发布，有望在海外看到全新增长曲线。快手可灵大模型进展迅速，其 AI 图像相关应用在活跃用户维度已经跃升至全球前列，并且在图像生成质量上突出，根据 4Q24 财报，可灵 AI 截至 25 年 2 月累计收入达到 1 亿元，参照海外同 MAU 级别产品 Midjourney、Runway 等已可实现数亿美元 ARR，后续商业化亦可期。

图表 34：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价			EPS (元)				PE (倍)			
			目标价 (当地币种)	市值 (百万)	当地币种	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
美图公司	1357 HK	买入	5.27	7.49	24,024	0.09	0.18	0.18	0.25	57.21	27.41	26.57	19.56
快手-W	1024 HK	买入	56.80	68.73	244,441	1.49	3.57	4.23	5.24	35.27	14.71	12.41	10.01

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表 35：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
美图公司 (1357 HK)	<p>美图公司 2H24 收入 17.2 亿元，yoy+19.8%，低于 VA 一致预期 6%（以下简称预期），主要受美业务调整带来的收入缩减影响，而主业影像业务超预期 7%。2H24 调整后归母净利润分别为 3.1 亿元，超预期 11%；全年实现调整后归母净利润 5.9 亿，达到业绩指引上限，受益于收入结构变化下高毛利产品占比提升与运营杠杆起效。美图 AI 技术迭代下生产力场景与全球化双轮驱动，持续深化商业潜力，打开中长期增长广阔空间，维持买入评级。</p> <p>我们预测公司 25-27 年收入分别为 43/54/68 亿元（25-26 分别下调 9%/6%），下调理由为公司收入结构变化，美业务战略性聚焦高毛利产品导致收入降低；预测调整后归母净利润分别 9.0/12.1/15.9 亿元（25-26 均上调 2%），上调理由为高毛利影像主业占比提升，或将带来盈利能力上行。参考同业 AI 可比公司及付费订阅类可比公司 2025 年平均 PE 为 29.7 倍，考虑公司 AI 持续赋能业务进入高速增长期，业绩兑现能见度高，且公司作为 AI 商业化落地稀缺标的，给予估值溢价至 2025 年 35x PE 估值（前值为 25 年 25 倍 PE），目标价为 7.49 港币（前值：4.95 港币），买入评级。</p> <p>风险提示：AI 算力不足；图像大模型进展不及预期；行业内竞争加剧。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 19 日</p> <p>点击下载全文：美图公司(1357 HK,买入)：收入结构变化利润率加速上行</p>
快手-W (1024 HK)	<p>快手 4Q 业绩：营收同比增长 8.7%至 353.8 亿，符合 VA 一致预期 357 亿元（下同）。毛利率同比改善 0.9pct 至 54%，经调整净利润同比增长 13.3%至 47.0 亿（符合一致预期 46.7 亿元）。分业务看，直播、广告、电商收入同比分别变动-2.0%、13.3%、14.1%。展望 25 年，我们预期总收入同比上涨 11%，广告收入和 GMV 增速同比分别放缓至 14%和 13%，经调整净利润达 206 亿。我们预期快手收入增长节奏或将于 2Q 起逐步加速。中长期而言，我们认为可灵有望拓展 AI 商业化边界，例如 2C 订阅、2B 电商广告、API 调用均会带来增量收入（25 年预期收入 4-8 亿）。维持“买入”评级。</p> <p>展望 25-26 年，我们调整快手收入预测+0.6%、-0.1%，25 年上调主系可灵 AI 贡献广告收入。我们更改经调整净利润预测-12.6%、11.0%至 206/250 亿，主系可灵 AI 加大投入。我们引入 27 年新值，对应收入与经调整净利润分别为 1638 亿与 283 亿元。我们根据 SOTP 估值，给予目标价 68.73 港元（前值 60.45 港元）。本次估值上调，主系广告业务估值上调（AI 提效），可灵 AI 商业化收入潜力开始释放。维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：广告加载率、直播电商和货架电商增速不及预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 26 日</p> <p>点击下载全文：快手-W(1024 HK,买入)：4Q 收入符合预期，可灵商业化加速</p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

AI 算力不足。高性能芯片缺乏导致 AI 训练算力不足，可能对于大模型训练和应用产生影响；

图像大模型进展不如预期。底层图像大模型训练进展不如预期；

技术落地风险。AI 生成结果不可控可能使得实际商业化速度放缓；

行业内竞争加剧。随着行业内参与者增加，可能出现竞争加剧风险；

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（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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。
- 快手-W（1024 HK）、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。
- 快手-W（1024 HK）、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，了解来自或与所述信息相关的事宜。

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），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。公司注册号: 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

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司