

AI 加持的“美学经济”互联网服务商

华泰研究

2023 年 8 月 09 日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

4.67

研究员

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

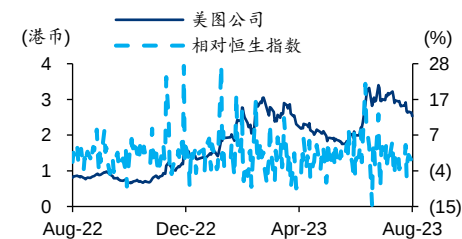
苏燕妮

suyanni@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(港币)	4.67
收盘价(港币 截至 8 月 8 日)	2.53
市值(港币百万)	11,250
6 个月平均日成交额(港币百万)	218.33
52 周价格范围(港币)	0.65-3.56
BVPS(人民币)	0.85

股价走势图



资料来源: S&P

围绕“美学经济”业务核心，成长为国内领先的互联网平台服务商

美图公司是国内领先的互联网平台服务商，基于 AI 技术储备，围绕“美学经济”布局影像视频工具应用、美业供应链管理和测肤业务。在 AI 浪潮驱动下，公司在娱乐端场景精细经营，生产力端场景积极布局，有望受益于付费率迅速提升和单用户付费的稳定增长，打开长期增长空间。我们预计公司 2023/24/25 年收入分别为 25.8/36.5/47.9 亿元，同比增长 23.6%/41.5%/31.3%，对应 2023 年 8 月 8 日收盘价，公司 23-25 年 PS 分别为 4.1/2.9/2.2 倍。考虑公司正处订阅制转型初期、变现潜力尚待确认及港股市场流动性较低等因素，我们基于 PS 方法估值，参照可比公司 23 年 PS 均值 11.9 倍给予一定折价，给予公司 2023 年 7.5 倍 PS，目标价 4.67 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

影像及视频工具应用：美图秀秀为核心，AI 赋能攻略生活+生产力场景

影像美化类应用渗透率接近触顶，整体规模增速随之放缓。但头部应用凭借技术壁垒、用户黏性维持基本盘。公司一方面坚守娱乐级场景：以美图秀秀为核心，全面转向订阅制优先，利用 AI 技术进行产品迭代，深入挖掘用户付费潜力，近三年公司订阅收入 CAGR 达 209%；另一方面公司积极拓展生产力级场景，于 23 年 6 月推出七款 AI 产品，围绕细分需求提供一站式服务。AI 赋能下，娱乐端产品体验显著提升，生产力端工具效率明显优化，公司有望实现付费渗透率和 ARPPU 值的双端提升，迎来新一轮收入增长。

美业 SaaS 解决方案服务，助力产业数字化发展

公司美业业务包括供应链服务商美得得、AI 测肤服务品牌美图宜肤。美得得为上万家美妆门店提供 ERP 服务，借助巨量门店数据分析，洞察市场趋势，协助门店进行货品采购的决策支持。美图宜肤与知名护肤品牌合作，销售 AI 测肤仪器，并提供一体化 CRM 管理服务。伴随公司 AI 测肤技术持续发展、合作规模的进一步扩张，美业 SaaS 服务有望长期保持稳定增长。

我们预计 2023 年公司 non-GAAP 净利 2.92 亿元，给予目标价 4.67 港币

考虑到公司持续推动订阅制转化，付费渗透率迅速提升，ARPU 值稳定增长，带动公司收入高速扩张，我们预计 23/24/25 年公司营收为 25.8/36.5/47.9 亿元，调整后归母净利润分别为 2.92/5.93/9.89 亿元。参照可比公司 23 年 PS 均值 11.9 倍，我们基于 PS 估值方法给予公司 2023 年 7.5x 估值，给予目标价 4.67 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产品不及预期风险、市场竞争加剧风险、技术研发不及预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	1,666	2,085	2,577	3,646	4,787
+/-%	39.53	25.17	23.57	41.50	31.28
归属母公司净利润(人民币百万)	(44.51)	94.13	450.41	486.90	757.78
+/-%	8.64	(311.51)	378.48	8.10	55.63
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.01)	0.02	0.10	0.11	0.17
ROE(%)	(1.26)	2.58	11.19	10.28	13.08
PE(倍)	(264.84)	125.21	26.17	24.21	15.55
PB(倍)	3.35	3.13	2.75	2.27	1.84
EV EBITDA(倍)	37.52	17.67	9.78	8.11	5.26

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
与市场不同的观点	4
国内领先的“美学经济”互联网服务商	5
公司沿革：爆款修图工具起家，转型手机业务受阻，重新专注互联网赛道	5
管理团队及股权结构：股权结构整体稳定，CEO 吴泽源接任董事长	7
财务分析：订阅业务成业绩主要驱动力，营收、净利润均探底回升	7
影像视频工具：美图秀秀为核心，AI 赋能攻略生活、生产力场景	9
影像美化类应用行业：AI 加持，或助市场突破规模瓶颈	9
坚守生活娱乐场景：核心产品基本盘稳定，AI 功能迭代吸引增量	10
商业模式：在营产品均面对消费级用户，付费模式全面转向订阅制，其他业务逐渐淡化	10
竞争优势：依托 AI 技术进行产品功能迭代，用户规模、单用户价值或实现共振	11
进军生产力场景：围绕场景提供一站式服务，AI 赋能提升工具效率	12
商业模式：面对生产力场景的专业消费者（Prosumer），ARPPU 值提升为核心驱动要素	12
竞争优势：细分场景齐头并进，交叉转化获客，强调差异化竞争	14
AI 大模型时代，数据积累与垂域理解为核心竞争力，公司有望后发先至	14
美业 SaaS 解决方案服务，助力产业数字化发展	16
美得得：针对化妆品零售商提供的供应链管理 SaaS	16
商业模式：基于 ERP 所服务的门店数据评估化妆品市场趋势，协助支持客户进行供应链管理决策，为客户货品采购提供推荐并从中分成	16
美图宜肤：基于人工智能测肤的消费者洞察 SaaS	17
商业模式：收入主要来自测肤设备销售、售后 CRM（客户关系管理）服务	17
美图公司盈利预测	18
估值	19
风险提示	19

核心观点

我们预计，移动应用业务方面，虽然影像及视频工具整体市场规模增速趋缓，但美图作为手握美图秀秀、美颜相机等多款头部 app 的专业厂商，仍将受益于技术壁垒和用户粘性带来的头部效应，用户规模稳中有升；业务发展方面，公司将坚定践行订阅制战略，深入挖掘海量用户的付费潜力。消费娱乐场景下，公司持续打磨产品功能、优化用户体验，AI 功能接连推出或刺激用户数和 ARPU 值实现双端共振；生产力场景下公司积极布局，依托规模基础实现用户转化，围绕场景需求核心提供一站式、全链条服务，AIGC 技术赋能大幅提高生产效率。生产力场景用户付费意愿更为强烈，将打开单用户价值增长空间。我们预期这一业务将成为公司未来高速增长的核心驱动力。

创新业务方面，公司美妆供应链管理 SaaS 服务于 2020 年推出后，已跑通商业模式、开启高速扩张。我们预计公司通过推进与二三线城市的零售门店的合作，将继续保持订单总额的持续增长；同时公司或将进一步优化货品采购品类，改善运营效率，毛利率有望提升。公司护肤检测业务于 2019 年起步，但近年与知名品牌商的合作已树立一定标杆效应。品牌商认证、合作流程较长，虽短期导致业绩爆发力偏弱，但长期来看提高了客户粘性。我们预期这一业务未来有望稳步发力。

我们预计公司 23/24/25 年营收为 25.8/36.5/47.9 亿元，同比增长 23.6%/41.5%/31.3%。主要考虑到公司推动订阅制转化，付费渗透率迅速提升，ARPU 值稳定增长，订阅业务有望带动公司业绩高速增长。我们预计公司 23/24/25 年公司经调整后归母净利润分别为 2.92/5.93/9.89 亿元，基于 PS 估值方法给予公司 7.5x 估值，我们给予美图公司目标价 4.67 港币。

与市场不同的观点

1、与市场担忧影像与视频工具整体行业用户数量见顶、恐较大程度波及美图公司发展空间的观点不同，我们认为用户规模已并非公司移动应用业务的胜负手，而提升用户付费率成为关键。当前公司付费会员渗透率仅 2% 左右，较公司海外同类型 app AirBrush 7-8% 仍有较大增长空间。公司当前全面推动订阅制战略转型，将会员订阅服务作为最重要的业务发展。AIGC 技术加持下，公司继续精细化运营生活娱乐级产品，积极推广生产力级新品，客单价与用户规模或实现共振，会员订阅付费转化有望成为未来主要驱动力。

2、我们认为公司以美图秀秀为核心的产品矩阵已表现出强烈的消费娱乐属性和生产力属性，从而受益于用户黏性和付费转化的提升，这与市场长久以来将其定义为强工具属性、担忧同质化竞争带来格局恶化的观点不同。工具场景下，用户仅以效率为第一优先级，用完即走，付费意愿偏低；但在娱乐场景下，产品可以通过用户体验优化来教育消费者心智，挖掘付费潜力；生产力场景下，用户又具备更强的付费意愿。叠加 AIGC 技术赋能，公司产品属性有望进一步改善，商业模式得到优化。

国内领先的“美学经济”互联网服务商

美图是国内领先的“美学经济”互联网服务公司，2008年成立，2016年12月在香港联交所挂牌上市。美图公司业务围绕“美学”相关技术和场景理解开展，旗下包括影像工具类产品 and 美业 SaaS 服务两大业务。其中影像工具类产品主打图片美化、人像美颜和视频编辑等功能，主要包括美图秀秀、美颜相机、Wink 等 App 应用。据 QuestMobile，美图公司旗下美图秀秀、美颜相机近 3 年均占据图片美化和拍照摄影类 App 用户规模排行榜第一。美业 SaaS 业务包括供应链管理服务和 AI 测肤服务。供应链管理业务主要服务国内中小化妆品零售商，其基于对上万家门店的进销存数据分析，对行业趋势与营销热点作出预测，为门店的选品采购提供决策支持；AI 测肤服务则通过与护肤品牌客户合作，在线下门店布设 AI 测肤设备，依托硬件产品提供 CRM 客户管理服务，促进客户销售转化。据公司年报，截止 2022 年末公司供应链 SaaS 业务服务化妆品零售商数量超过 11000 家，AI 测肤服务的合作品牌超过 130 个，其中包括资生堂、迪奥等知名品牌客户。

图表1：美图公司旗下核心 app 产品

 美图秀秀 广受双端欢迎的修图神器，全球累计超10亿用户！据QuestMobile数据显示，美图秀秀自2008年上线以来在图片美化赛道长期保持用户规模第一。 查看详情	 美颜相机 面向年轻用户推出的颜值个性相机APP，以人像为核心，为用户提供强大而简单的变美功能！据QuestMobile数据显示，美颜相机用户规模及月活均位列行业第一。 查看详情	 Wink 让你的视频每一帧每一秒都美如画。传承美图秀秀美颜基因，像P照片一样P视频。高清美颜人像滤镜，智能美颜美白，打造精致上镜脸。全新独创的半脸瘦脸，瘦脸，快速好用，主要服务短视频基础刚起步的年轻小白用户，让他们低成本实现视频一键出片。 查看详情	 美妆相机 虚拟试妆App，以逼真的妆效体验，为用户解决日常上班妆的痛点。通过高像素相机，搭配超过1000种美妆效果，用户能实时体验不同风格，选择最适合自己的妆容。 查看详情
 美图秀秀桌面版 美图针对商用场景推出的全新系列产品，已覆盖Web、Windows、Mac、Linux多平台，面向电商、行政办公、新媒体、市场营销等人员，提供图片处理及在线设计服务。 查看详情	 美图宜肤 美图宜肤通过AI测肤算法，为皮肤科医生及皮肤管理行业提供技术支持与多场景测肤解决方案。美图宜肤可为美业提供高保真虚拟试妆、伪品试妆、染发、彩妆试妆、五官分析等虚拟试妆解决方案。 查看详情	 美图云修 美图公司专为商业摄影行业打造的一站式人工智能修图解决方案，一键即可完成后期修图的基本工作。操作简单便捷，后期小白也可轻松上手，每位修图师日均修图量可提升至约20000张，在保证50%成本的印制，保证高品质的稳定出片。 查看详情	 美得有 美得有是专注于化妆品行业的产业互联网平台，秉承“让美妆零售更简单”的使命，通过ERP系统、营销工具及采购平台帮助线下美妆店解决运营管理、会员运营、商品采购等市场问题，为顾客提供更好的购物体验。 查看详情

资料来源：公司官网、华泰研究

公司沿革：爆款修图工具起家，转型手机业务遇阻，重新专注互联网赛道

1) 2008年-2012年：美图秀秀成现象级爆款 App，就此开启矩阵化产品路径。

美图公司成立于 2008 年，并于同年推出 PC 版美图大师，后更名为美图秀秀。2011 年推出移动版美图秀秀，当年年底双端用户规模突破 1 亿。此后美图类型应用软件更新迭代不断，包括美颜相机、美拍等，就此开启美图产品矩阵化路径。

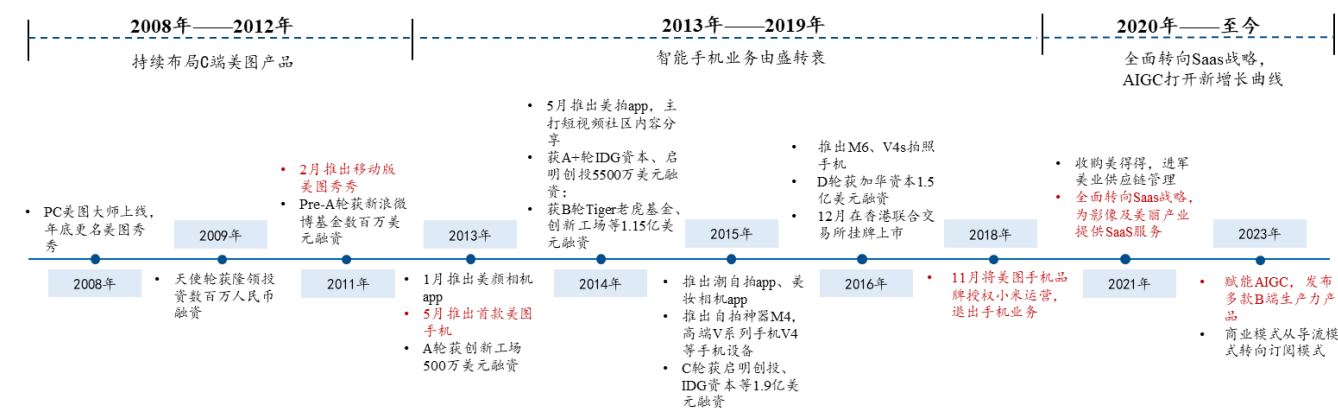
2) 2013年-2019年：转型布局智能手机，受行业竞争加剧影响，18年停止业务运营。

公司于 2013 年开始布局手机业务，当年 5 月发布首款手机产品 Meitukiss，主打超高清美颜摄像功能，获得大量女性用户青睐。此后美图趁热打铁接连推出多款新品，使得手机业务一度成为公司主要营收来源。后因整体行业竞争加剧，头部大厂凭借规模优势对公司业务形成较大冲击，利润空间受到挤压。公司于 2018 年宣布退出手机业务，将美图手机品牌授予小米运营。

3) 2020年-至今：发力会员订阅模式，全面转型 SaaS 服务。

在影像工具业务上，公司自 2020 年开始改变付费策略，推广会员订阅制，订阅业务收入持续上升。其他 SaaS 业务上，公司依托自建品牌美图宜肤，布局 AI 测肤业务；2021 年收购美得有，进军供应链管理业务。公司战略转型成果显著，2022 年首度实现未调整全年归母净利润转正。

图表2：美图公司发展历程



资料来源：创业邦、投资界、公司官网、公司公告、华泰研究

股价复盘：用户规模下滑等因素压制历史表现，AIGC等新上功能带动近期股价回升。美图公司于2016年底在港交所挂牌上市，发行价为每股8.05港币。2017年3月，美图公司正式进入港股通，流动性增强推动股价持续上涨，最高一度达到23.05港币，总市值接近千亿港币。但随2017H1公司总月活用户规模见顶下滑、2018年出清手机业务，公司股价持续震荡下行。直至2020年用户下滑趋势趋缓，股价开始企稳，呈现长期底部震荡。2021年，受益于“美图配方”新功能刺激用户增长，公司股价出现短暂脉冲式异动。2022年末开始，系列AIGC功能和AI产品接连推出，带动股价呈现稳步上涨态势。预期公司基本面的持续向好有望推动未来股价进一步走高。

图表3：上市以来至今美图公司股价表现



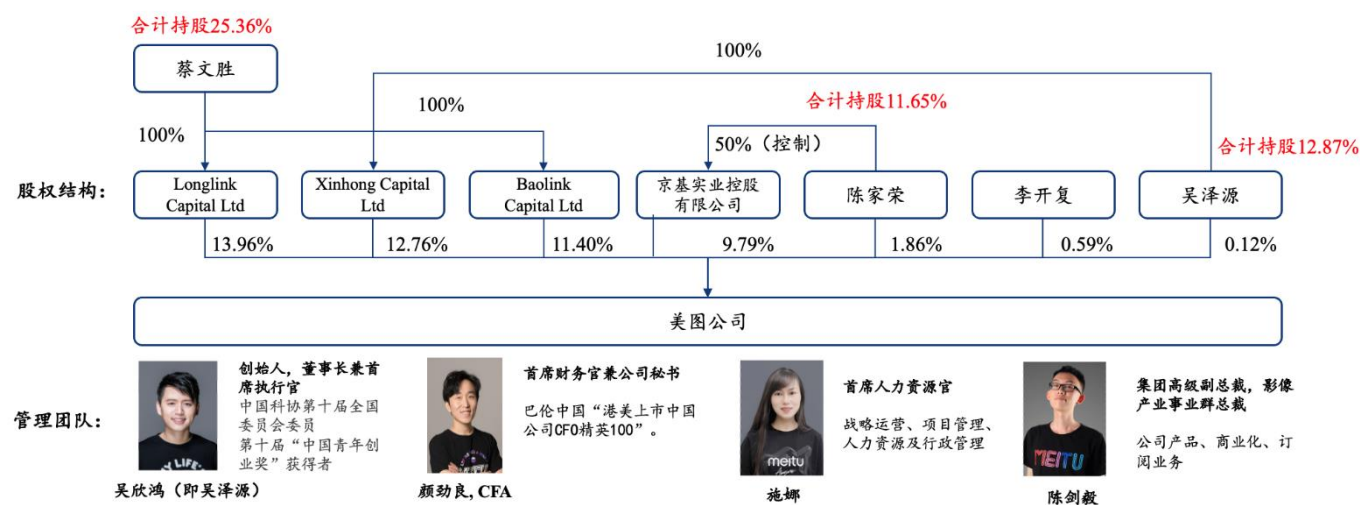
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

管理团队及股权结构：股权结构整体稳定，CEO 吴泽源接任董事长

2023 年 6 月，公司原董事长蔡文胜宣布辞任公司一切职务，由 CEO 吴泽源接任董事长一职。吴泽源（即吴欣鸿）为公司创始人，领导技术团队于 2008 年开发美图大师；蔡文胜为知名投资人，投资公司包括暴风集团、飞鱼科技、4399 游戏等。两人为多年合作伙伴，2000 年在业务交往中结识，吴泽源 2002 年曾在蔡文胜公司内任职。2008 年吴泽源创办美图并邀请蔡文胜在 2013 年担任公司董事长，形成以两人为核心的管理架构。今年 6 月，蔡文胜宣布辞任董事长，由 CEO 吴泽源兼任。

股权穿透后，公司原董事长蔡文胜为第一大股东，持股比例达 25.36%，吴泽源（12.87%）、陈家荣（11.65%）分列其后。吴泽源（即吴欣鸿）为公司现任董事长兼 CEO，陈家荣为美图公司 2016 年在港 IPO 最大基石投资者。近年来公司股权稳定，核心管理层未进行大笔减持。

图表4：美图公司主要股东及管理团队



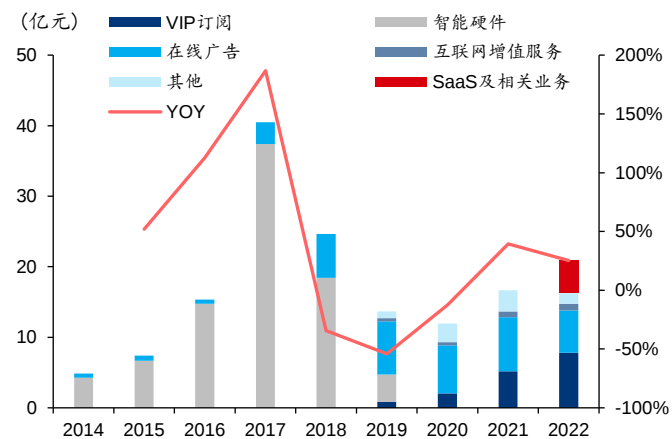
注：统计时间截止 2022 年末
资料来源：公司公告、华泰研究

财务分析：订阅业务成业绩主要驱动力，营收、净利润均探底回升

公司 2018 年以来业务结构变化较大，目前拥有影像视频工具与美业 SaaS 服务两大优质业务，带动近三年营收、净利润均探底回升。前一业务营收分别计入 VIP 订阅业务、在线广告与互联网增值服务，后者营收计入 SaaS 及相关业务。营收方面，美图上市以来整体呈现先降后升，2017 年营收一度高达 45.3 亿元，随智能手机业务出清在 2020 年骤降至 11.9 亿元，2021 年开始重回增长轨道，2022 年实现营业收入 20.85 亿元，yoy+25.2%。净利润方面，公司自 2020 年首度实现全年盈利（经调整归母净利润）后，近三年净利润均保持稳定增长，净利率保持在 5% 左右。

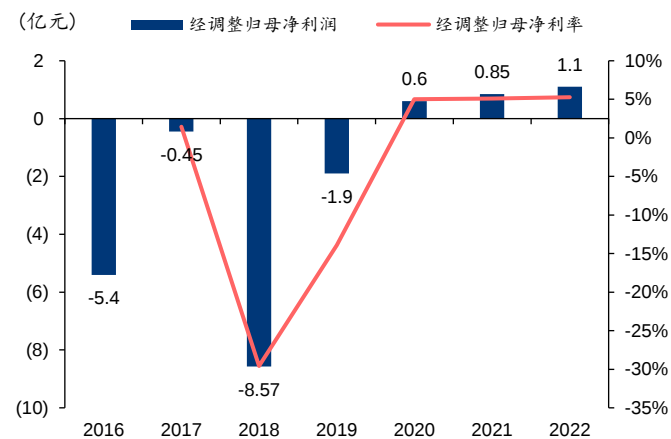
其中，VIP 会员订阅服务成为驱动业绩增长的主要来源：2019-2022 高级会员订阅服务年收入复合增速 CAGR 达到 209%，由 2019 年 0.86 亿元迅速上升到 2022 年 7.82 亿元，这得益于公司优秀的产品运营提高付费转化。此外 SaaS 服务也对业绩增长有所贡献：在 2021 年及以前被分类进其他业务，每年收入均低于 3 亿元；但在 2022 年单独披露营收达到 4.63 亿元。这主要受益于公司旗下美得业绩绩表和护肤品牌美图宜肤运营模式的日渐成熟。

图表5：2014-2022 美图公司营业收入（左轴，亿元）及增速（右轴，%）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：2016-2022 年经调整归母净利润（左轴，亿元）及净利率（右轴，%）



资料来源：公司公告、华泰研究

影像视频工具：美图秀秀为核心，AI 赋能攻略生活、生产力场景

影像美化类应用行业：AI 加持，或助市场突破规模瓶颈

移动用户增长降速，叠加品类渗透率饱和，整体市场规模增长放缓。据 Questmobile，2022 年中国移动互联网用户规模达 12.03 亿，接近人口上限，同比增速仅 1.8%；同时随拍摄美化类 App 十余年的用户教育，行业渗透率接近天花板。据月狐数据，2021-22 年拍摄美化行业的月活与渗透率数据停滞不前，分别保持在 5 亿左右和 45% 以下小幅波动。此外由于拍摄美化类 app 属工具类应用，用户重视使用效率，付费意愿不强，ARPU 值相对较低且提升难度大。这些因素造成市场整体增速不高。据艾瑞咨询，2022 年中国影像数字化潜在市场空间为 125 亿元，分场景来看，商业摄影/医美美妆/零售营销/内容设计市场空间分别为 20 亿/50 亿/10 亿/45 亿元；而到 2025 年预期整体市场空间将达 160 亿元，三年复合增速 CAGR 仅 8.5% 左右。

行业头部效应显著，美学理解、技术积淀与产品运营合铸壁垒。拍摄美化类软件的技术壁垒涉及数字图像处理与 AI 算法，尤以后者为核心：其直接应用于人体人脸的检测与美化、对场景和表情的高精度识别，并同时依赖基于大量数据分析形成的成熟美学理解。此外，该类 App 也需要在创意营销和产品运营上具备较强能力，头部企业可享受一定用户黏性。这导致行业头部效应明显。以图片编辑美化应用为例，据 Questmobile，截止 2023 年 2 月，美图秀秀单产品 MAU 国内市场份额达到 57%，较 2020 年 48% 仍在上涨；抖音旗下醒图份额维持 23% 左右排名第二，而天天 P 图、Snapseed 等份额正在被不断侵蚀。在视频编辑等其他细分赛道，以剪映（抖音）、万兴喵影（万兴科技）、wink（美图）为代表，头部效应同样显著。

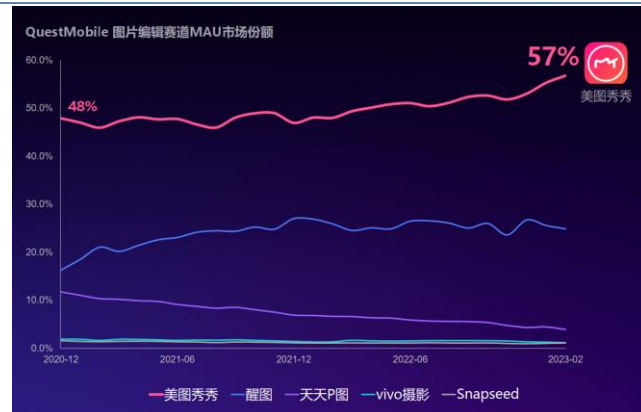
图表7：2022 年、2025 年中国影像数字化潜在市场空间测算

影像数字化场景	中国影像数字化市场空间（亿元）	
	2022	2025e
商业摄影	约20亿	约25亿
医美美妆	约50亿	约70亿
零售营销	约10亿	约15亿
内容设计	约45亿	约50亿

注：艾瑞咨询《2022 年中国影像数字化行业研究报告》定义影像数字化行业为“依托数字化手段、应用智能影像技术、优化图片或视频的采集和处理环节。”

资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

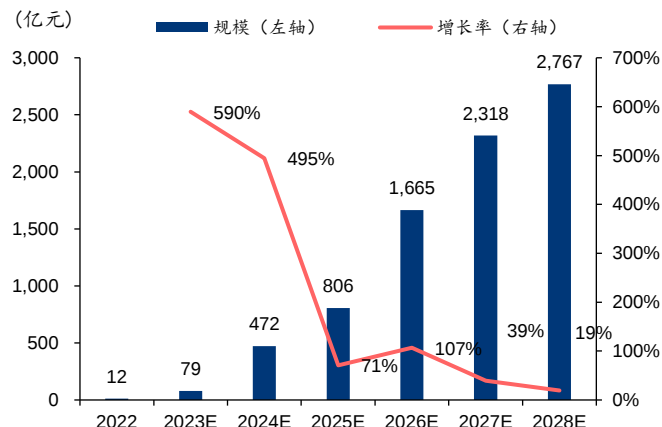
图表8：2021 年至今图片编辑赛道 MAU 市场份额



资料来源：QuestMobile、华泰研究

AIGC 技术驱动，影像编辑与美化市场或突破规模瓶颈。AIGC 技术应用日臻成熟，一方面有助于影像美化类 app 重塑产品形态，丰富产品功能，吸引新用户流入；另一方面提升其作为工具产品的使用效率，提高用户的付费空间，从用户规模和 ARPU 值两端提振整体市场规模。据艾媒咨询，预计 2023 年中国 AIGC 核心市场规模为 79.3 亿元，2028 年将达 2767.4 亿元。CAGR 达到 103.5%。目前，海外如 Adobe，国内如美图公司、万兴科技等头部影像编辑与美化软件服务商在持续精细运营传统产品的基础上，均积极布局文生图/图生图、数字人和 AI 视频剪辑美化等 AI 新产品，在娱乐端场景下，提升用户消费娱乐体验；生产力场景下，优化专业用户生产效率，有望引领行业迎新一轮规模增长。

图表9：2022-2028 中国 AIGC 核心市场规模（左轴）及增速（右轴）



资料来源：艾媒咨询、华泰研究

图表10：Adobe、美图、万兴科技在传统领域、AIGC 领域的产品布局

专业用户 全球潜在客群：4000-5000万 准专业用户 全球潜在客群：7亿 大众用户 全球潜在客群：40亿			
	Adobe	万兴科技	美图
传统 图像、 视频领 域	创意素材库	Adobe Spark	美图设计室2.0
	视频剪辑	Adobe Premiere Pro	万兴喵影/Filmora
	After Effects	万兴喵影/Filmora	winkstudio
	图像编辑与美化	Photoshop	wink
AIGC 应用	Lightroom Classic	Sweet selfie	美颜相机
	图形设计	Illustrator	美图秀秀
	社交媒体/社区	-	-
	文生图/图生图	Photoshop (Firefly)	美拍
AIGC 应用	数字人	-	WHEE
	视频智能剪辑	Adobe Premiere Pro	Dream Avatar
	After Effects	万兴喵影/Filmora	winkstudio
	智能商业设计	Adobe Spark	wink
口播视频	-	-	美图设计室2.0
	AI自动修图	Photoshop (Firefly)	开拍
AI自动修图	-	-	美图秀秀
	-	-	-

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

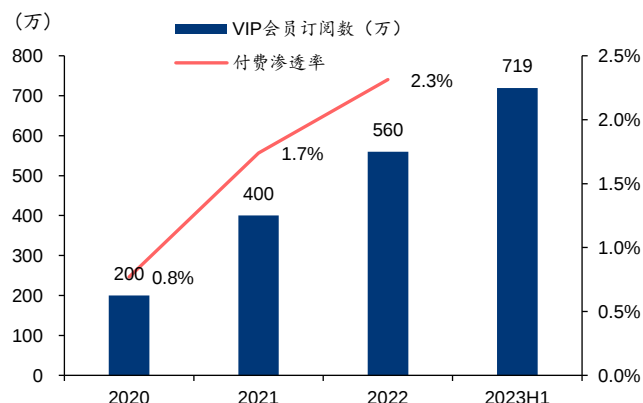
坚守生活娱乐场景：核心产品基本盘稳定，AI 功能迭代吸引增量

商业模式：在营产品均面对消费级用户，付费模式全面转向订阅制，其他业务逐渐淡化

渗透率驱动，VIP 会员订阅业务保持强劲增长，成公司未来的战略重心。公司过去在营产品美图秀秀、美颜相机等均为面对 C 端消费级用户的移动应用。2019 年起，公司在这些产品上探索以会员订阅制为主的商业变现模式，并很快确立为公司业务重点。用户以月度/年度为单位订阅美图会员，即可享受高级修图和专属素材等多种高级功能。战略方向的确定、产品功能的优化带来付费率的持续提升，订阅会员数由 2019 年 200 万跃增至 2023 年 6 月的 719 万，驱动近年订阅业务收入高速增长。2022 年订阅业务收入 7.82 亿元，占比由 2019 年 6.3%（营收 0.86 亿元）提升到 37.5%。

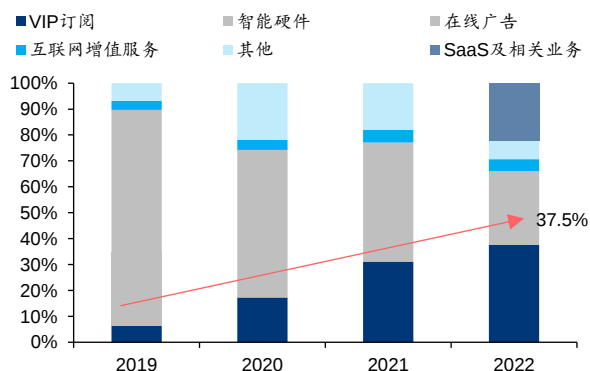
随公司战略转型，其他业务的重要性将有所降低。在线广告业务系公司依托旗下应用承接广告主投放需求，2022 年受消费市场低迷影响，仅录得 5.96 亿元营收，同比下降-22%；达人内容营销业务系公司通过培养达人主播，依托表演平台为广告主提供营销服务，2022 年营收 1.49 亿元，同比增速-50%；互联网增值业务主要为公司协助合作方推广游戏、视频等服务，2022 年营收 0.96 亿元，yoy+17%。预计随着公司业务重心进一步转移至订阅业务，其他收入占比将进一步下降。

图表11：2020-2023H1 订阅会员数（左轴，万）及付费渗透率（右轴，%）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表12：2019-2022 公司 VIP 订阅业务占比逐年提升

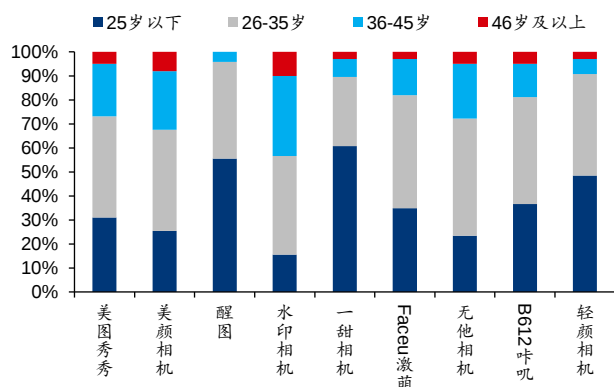


资料来源：公司公告、华泰研究

竞争优势：依托 AI 技术进行产品功能迭代，用户规模、单用户价值或实现共振

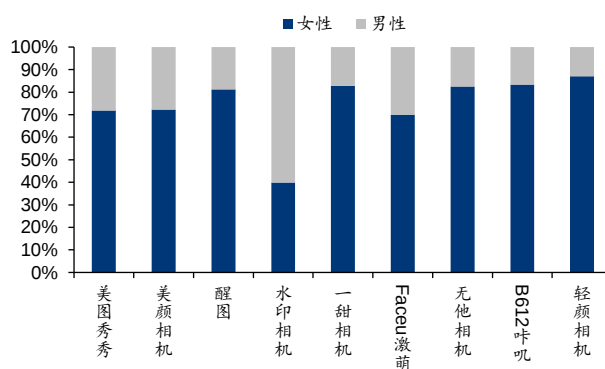
美图用户规模大盘相对稳定，源于精准定位和优秀运营带来的用户黏性。公司核心产品美图秀秀、美颜相机等月活用户规模相对稳定，未出现较大程度下滑。美图秀秀 MAU 在 2017 年达到峰值 1.17 亿，此后虽缓慢下降，但 2021 年仍保有 1.14 亿规模。这得益于其精准的客群定位和精细化运营，得以保持稳定身位优势。据月狐数据，相较其他拍摄美化类 app，美图秀秀用户男性/高龄比例更高，用户画像明确。由于男性/高龄用户对美颜质量更不敏感，因美颜技术差异而换用 app 可能性更低，因此用户粘性相对更强；此外美图优秀的产品运营与功能迭代也是重要原因。在最初原始的美颜美化功能之外，美图不断深入挖掘用户需求，持续推出证件照、智能抠图、修合照众多功能，极大程度丰富了用户的产品体验。

图表13：拍摄美化类 app 年龄比例分布



资料来源：月狐数据、华泰研究

图表14：拍摄美化类 app 性别比例分布



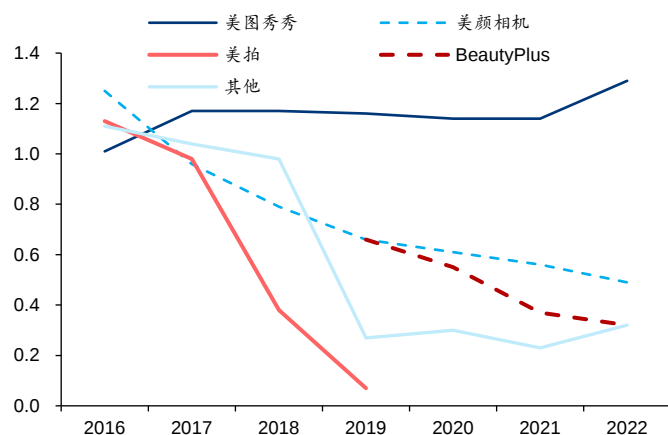
资料来源：月狐数据、华泰研究

AI 技术驱动下，新的产品创意吸引用户新增留存，同时加强付费转化。公司 2022 年总 MAU 达 2.42 亿，同比增长 5.2%，增速探底回升；同时，ARPPU 值保持稳定增长，由 2020 年 103 元增长至 2022 年 139.6 元。规模提升和单用户价值增长主要源于公司出色的创意功能迭代。

2021 年春节期间，美图秀秀推出“美图配方”功能。用户能够方便地省略所有影像编辑过程，直接使用 AI 技术生成的配方进行图片美化，并在社交平台分享，其他用户可将该配方应用到自有图片、进行自动美化。这一功能既贴合美图秀秀的工具定位，同时产生大量社交互动，使得日活用户达到历史峰值超过 3100 万人，较 2020 年峰值高出 13%。

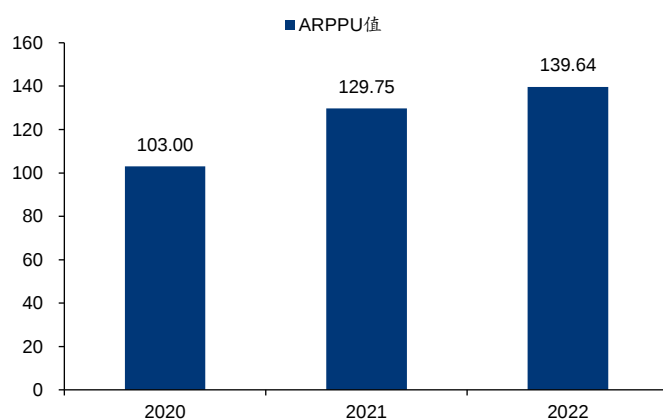
2022 年 Q4，美图秀秀上线众多 AIGC 新功能，如 AI 修图、AI 动漫等等。以 AI 动漫为例，用户导入现实拍摄的图片或视频，通过 AIGC 功能导出以二次元风格展现的视频作品。AIGC 功能上线带来用户规模的迅猛增长，美图秀秀单产品 MAU 由 2021 年 1.14 亿增长到 2022 年 1.29 亿，同比增速达+13.2%。

图表15: 2016-2022 公司主要 app MAU 规模 (亿人)



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表16: 2020-2022 年美图订阅业务 ARPPU 值 (元)



资料来源: 公司公告、华泰研究

公司传统产品矩阵丰富, 除核心产品美图秀秀等, 还开发了众多细分产品以满足用户长尾需求。这源于公司良好的用户思维与产品基因。多维度的产品矩阵一方面利于满足多方面的用户需求, 另一方面利于用户在不同产品间的引流和重复转化。

图表17: 美图公司已上线成熟产品

产品名称	上线时间	平台	面向场景	简介	定价
美图秀秀	2011	移动	图片与视频美化	主打修图、修视频功能, 全球用户超 10 亿	月卡 25 元/月; 连续包月 12 元/月 年卡 240 元/年; 连续包年 98 元/年
美颜相机	2013	移动	拍照与摄影	面向年轻用户推出的潮流个性相机 APP	月卡 25 元/月; 连续包月 12 元/月 年卡 238 元/年; 连续包年 108 元/年
Wink	2021	移动	视频剪辑	针对视频场景的剪辑与美化工具	
美妆相机	2015	移动	美妆	虚拟试妆应用	
Chic	2022	移动	拍照与摄影	主题相机应用, 主打潮流风格影像制作	
蛋嘏	2022	移动	婴幼儿摄影	主打育儿拍照与社区分享	
美图秀秀桌面版	2008	PC	图片与视频美化	美图秀秀针对商用场景改良的版本	
美图云修	2022	PC	商业摄影美化	专为商业摄影打造的一键式 AI 修图工具	
美图证件照	2022	移动	证件照拍摄	专业证件照制作软件	
美图设计室 1.0	2022	移动	商业设计	提供自助设计服务, 主打海量商用海报设计模板库	月卡 48 元/月; 连续包月 25 元/月 年卡 358 元/年; 连续包年 168 元/年

资料来源: 公司官网、公司公告、华泰研究

进军生产力场景: 围绕场景提供一站式服务, AI 赋能提升工具效率

商业模式: 面对生产力场景的专业消费者 (Prosumer), ARPPU 值提升为核心驱动要素

2023 年 6 月公司发布七款 AI 新产品, 推动业务场景由传统生活娱乐端向生产力端拓展。

2023 年 6 月 19 日, 美图公司举办以“AI 时代的影像生产力工具”为主题的第二届影像节, 现场发布 7 款新品。包括 AI 视觉创作工具 WHEE、AI 口播视频工具开拍、桌面端 AI 视频编辑工具 WinkStudio、主打 AI 商业设计的美图设计室 2.0、AI 数字人生成工具 DreamAvatar、美图 AI 助手 RoboNeo、美图视觉大模型 MiracleVision。七款产品均以 AI 技术为内核, 主要面对商业设计等生产力场景。

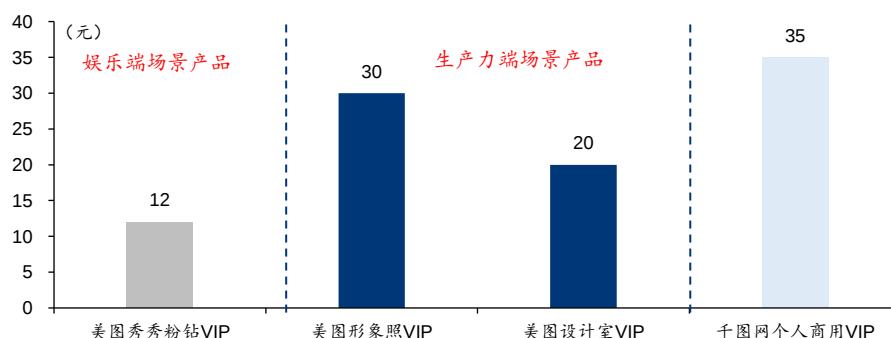
图表18：美图公司“AI时代的影像生产力工具”发布的新品

产品名称	预计上线/ 已上线时间	平台	面向对象	特色功能简介
WHEE	6.19	网页	设计师	1) 根据设计师要求绘制作品，激发设计师创作灵感，并在此基础上智能微调优化； 2) 设计师导入过往作品集进行 AI 模型训练，生产具有个人风格的 AI 作品； 3) 打造内容分享社区，协助设计师售卖作品与训练参数，进行商业变现。
开拍	6-7 月	移动	短视频口播场景	1) 根据输入主题自动生成口播脚本； 2) 拍摄时智能提词，自动跟踪提词节奏； 3) 智能同步素材声画，便于后期剪辑。
Winkstudio	7 月	PC	视频美化 AI 工具箱	1) 用户对单帧画面手动美化，效果自动应用于视频全局； 2) 提供高品质的专业级视频渲染效果。
美图设计室 2.0	6.19	手机/网页	商业设计	1) AI PPT：根据输入主题和关键词自动生成整套 PPT 演示文稿； 2) AI 鞋服设计：根据关键词或手绘线稿智能生成鞋服产品效果图
Dream Avatar 数字人	8 月		服务用户+服务生产力	1) AI 模特：使用虚拟数字人作为模特展示服饰产品； 2) AI 主播/客服：使用数字人形象作为主播或客服提供服务； 3) AI 演员及影视特效：将视频中真人替换为虚拟数字人形象。
RoboNeo	7 月美图秀秀 内测		美图 AI 助手（协助用户将 自然语言转化为修图指令）	用户以对话方式向 AI 助手发布命令，AI 助手进行相应修图操作。
Miracle vision	近期旗下产品 内测		底层美学 AI 大模型	目前模型特色效果在于亚洲人像摄影美化、国风国潮风格作品绘制、商业设计（如包装设计、服饰设计等）

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

娱乐场景单用户付费价值空间有限，生产力场景单价呈倍数级提升，推动整体 ARPPU 值增长。娱乐场景下用户为娱乐体验付费，生产力场景下产品则成为用户的生产力工具，用户为开展业务获取利润而付出成本，付费意愿远高前者。以典型生活娱乐级产品爱奇艺为例，目前其连续包月费用仅为 25 元/月，且近年提价过程均遇较大阻力。而美图秀秀作为强工具属性应用，用户心理付费价格将远低于视频平台，目前其连续包月费用（打折后）已达 12 元/月，单用户付费价值提升空间有限。而生产力产品定价更为自由：美图设计室连续包月定价 20 元/月，美图形象照连续包月定价 30 元/月（均为打折后），美图设计室竞品千图网（同样主打海量设计模板功能）个人商用 VIP 定价 35 元/月，较生活娱乐级产品定价差距较大。

图表19：生活娱乐级产品定价（以连续包月为例）高于生产力级产品（元）



资料来源：公司官网、华泰研究

竞争优势：细分场景齐头并进，交叉转化获客，强调差异化竞争

专业级消费者（Prosumer）为核心客群，公司基于海量 C 端普通用户基础实现筛选转化。公司推新主要针对专业级消费者，即具有一定商业需求的个人用户，如电商卖家、视频创作者、个体设计师等等。他们一方面保持着美图秀秀等产品的日常使用习惯，另一方面又存在商品海报制作、短视频制作等潜在的商业设计需求。因此产品运营仍以 C 端方式为主，获客为决定产品发展的重要因素。公司使用巨量用户交互数据信息对用户进行画像和筛选（美图秀秀美化图片总数平均达到 2 亿张/天，公司对图片内容、类型进行识别检测从而对用户画像），对潜在客户进行新产品的准确推送和营销，实现高效的新品引流与转化。

围绕细分场景需求，发挥传统优势，强调差异化竞争。公司在生产力新品上战略明确：在自身具备一定技术储备和场景理解基础上，围绕具备一定商业潜力的需求场景，开发由前端到后端、全链路、一站式的服务产品，兼以 AI 技术提高业务效率。用户能够使用单个软件应用，完成所有该场景下的业务流程。同时，公司并不盲目参与同质化竞争，而是力图发挥已有传统场景优势，进行差异化竞争。Winkstudio 以人像美容作为特色竞争力，美图设计室 2.0 以 AI 鞋服设计等功能作为竞争力，均避免了与同赛道领军者进行直接正面竞争（如视频剪辑赛道的 Adobe Premiere、大众平面商业设计赛道的 Canvas），创造更多有效成长空间。

图表20：美图公司生产力场景新品的市场规模估算和同赛道竞品对标情况

产品名称	主打功能	市场规模空间估算	对标同赛道竞品情况
WHEE	文生图	长尾场景复杂，技术变化速度快，难以准确对标 Midjourney：其提供三种收费方式：每月 10 美元/30 美元/60 美元，2022 年用户数 1400 万，年营收预估为 1 亿美元	
开拍	口播视频制作	国内全网视频创作者超过 1000 万，考虑多行业新兴，格局分散，目前竞品包括搭画快写、快口播等，为专业级消费者，假设 ARPU 为 200 元/年，市场规模约为 20 亿元	
Winkstudio	视频剪辑与美化	据 Research and Markets 预测数据显示，音对标 Adobe Premiere，主打专业级视频剪辑，市场份额最大，具体产品数据视频剪辑赛道 2027 年全球市场规模为 52 亿美元（超 350 亿人民币）	
美图设计室 2.0	商业设计	据智研咨询，2022 我国平面设计行业市场规对标 Canvas，海外平面设计平台，面对全球专业消费者（有设计需求的非专业用户），2022 年月活用户超过 1 亿，营收预计超过 10 亿美元	
Dream Avatar 数字人	AI 模特、AI 主播/客服、AI 数字人	据 IDC 预测，中国 AI 数字人市场规模预计到行业新兴，格局分散，目前竞品包括腾讯智影、万兴播爆、D-ID 等 2026 年达 102.4 亿元人民币	

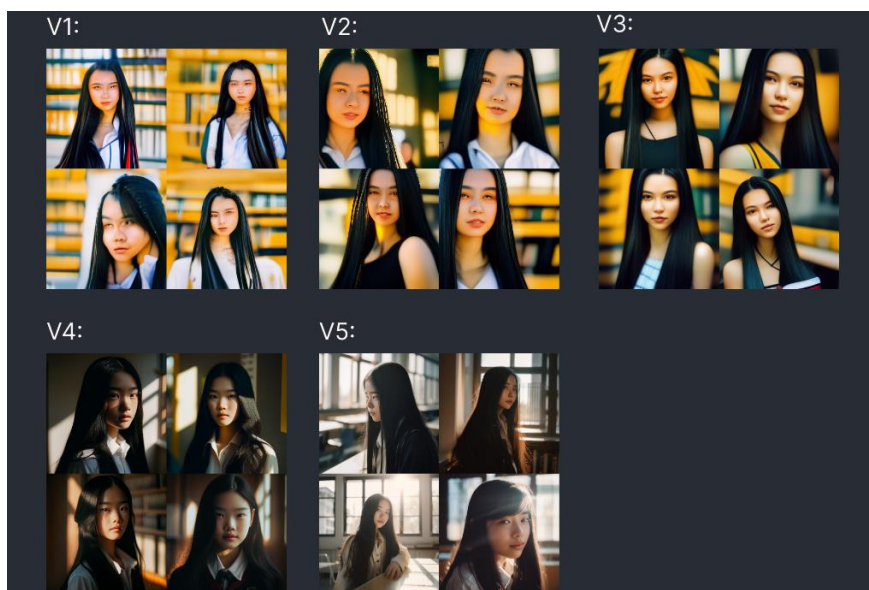
资料来源：公司官网、公司公告、Research and Markets、智研咨询、IDC、华泰研究

AI 大模型时代，数据积累与垂域理解为核心竞争力，公司有望后发先至

从大模型三要素来看，高质量数据的产权及数据处理能力是搭建垂直应用最重要的要素，前者主要通过数据积累，后者依赖于公司的场景理解。对于垂类应用，算力与算法并非核心壁垒：前者在充足资金保证下可灵活调配，后者在技术原理上也基本趋同，数据成为竞争力差异的重要来源。一方面，垂直场景数据往往在私域形成，由少部分厂商收集和掌握，难以公开或廉价获取；另一方面，垂域数据虽然蕴含大量行业 know-how，质量远胜公开数据，但由于非标程度高，处理难度大，对处理者在当下场景的理解有较高要求。

借鉴 Midjourney 经验，用户强反馈是数据迭代的基础，美图海量用户沃土孕育产品进步潜力。Midjourney 为目前三大领先文生图模型（其余为 Stable Diffusion 和 DALL-E 2 模型）中诞生时间最早的模型。成立初公司在团队、技术和资金上均无优势，但以快速上线、吸引用户免费体验的产品策略首先吸引了大批尝鲜者，公司使用用户反馈的数据积极测试调优，产品表现实现了超高速的迭代。2022 年 2 月推出的 V1 版本生成的人像尚且五官扭曲，但在 V3 版本中已经能生成无明显错误的图片，在 2023 年 3 月推出的 V5 版本已能够生成高质量光影的人像图片。用户大规模、高频次的反馈是产品迅速迭代的基础，而美图依托自身超 2 亿月活的交互数据，也具备深入挖掘、进而优化大模型 AI 产品表现的较大潜力。

图表21: Midjourney V1 到 V5 各版本效果对比



注: 各图均使用相同 prompt 生成, prompt 为: 21years chinese girl, in school, beauty, long black hair, sun light, insane detail, smooth light, real photography fujifilm superia, full HD, taken on a Canon EOS R5 F1.2 ISO100 35MM

资料来源: Midjourney、W3School、华泰研究

Adobe Firefly 为通用场景设定标杆, 美图在垂域场景凭借深厚理解错位竞争。 Adobe 在 2023 年 3 月发布 AIGC 插件 Firefly, 主要功能包括自动绘图、内容识别与替换、自动扩图和风格迁移等。功能形态上, Adobe 设计已足够丰富, 并无更大创新空间。目前美图提供的 AI 功能也仅有 AI 绘画、AI 扩图、AI 消除等。但相对 Adobe, 美图在垂域场景具备独特优势: 1) 本地化优势: Adobe 布局全球, 对国内市场需求响应较慢, 如目前 Firefly 仍不支持简体中文; 2) 客群优势: 美图主要定位移动端消费者用户, 操作门槛低; Adobe 定位 PC 端专业设计者, 专业性高; 3) 特定类型图像的质量优势: 受训练语料影响, Adobe 在亚洲人像等类型的 AI 生成质量较差, 美图则在亚洲人像摄影美化、国风国潮作品绘制和商业设计等类型上理解更深, 其底层大模型 Miracle vision 也以此为特色, 从而实现错位竞争。

美业 SaaS 解决方案服务，助力产业数字化发展

美得得：针对化妆品零售商提供的供应链管理 SaaS

美得得前身为 2014 年创立的互联网营销公司有礼派，最初专注于化妆品门店的移动营销服务。2015 年 10 月获京基资本 Pre-A 轮投资，其实控人为美图股东陈家荣。2015 年 11 月，有礼派收购泉州万信达，后者主要为化妆品门店提供 ERP 管理软件。合并后其服务范围扩展到从前端营销到后端店务管理的一体化互联网平台。2018 年 11 月更名美得得，同年年底获美图战略投资。2020 年上线供应链 SaaS 服务美是成品，成为公司目前主要利润来源。美图于 2022 年完成对美得得收购，同年业绩并表。2018 年美图对美得得进行战略投资。2021 年 4 月，美图作价 1913 万元，收购京基资本持有的 9.57% 股权；同年 12 月斥资 7974 万元增持 20.67% 股权，合计持股达到 63.4%，取得控股权。2022 年 1 月美得得业绩并表，收入划入 SaaS 相关服务。

图表22：继连锁 ERP、移动营销工具后，美得得在 2020 年推出供应链服务，成为主要利润来源



资料来源：美得得微信公众号、华泰研究

商业模式：基于 ERP 所服务的门店数据评估化妆品市场趋势，协助支持客户进行供应链管理决策，为客户货品采购提供推荐并从中分成

美得得主要以 SaaS 产品为中小化妆品零售商提供店务管理及供应链服务。零售商使用美得得 ERP SaaS 解决方案管理门店数据，包括营销、库存及客户资料等。美得得则通过收集众多门店的进销存数据（如产品交易量、价格、热卖产品等）并进行分析，以评估和预测化妆品市场的供求趋势。基于这些信息，美得得为中小门店提供关于上游供应和下游销售的决策支持，同时帮助门店进行货品的集中采购。由于化妆品市场分散程度高，信息不对称程度强，美得得可以基于某一地区的销售市场情况对其他地区市场未来的爆品、价格和交易量等作出预判，为客户进行采购推荐，从中获取价差作为业务利润。

目前供应链 SaaS 业务毛利润贡献较少，随合作规模扩张、货品结构优化，盈利能力有望改善。据公司年报，截止 2022 年末，美得得已服务国内超 250 个地区逾 11500 家化妆品企业，主要分布在二三线城市。其供应链 SaaS 已接入知名美妆品牌 300+，累积 SKU 4000+。公司依托采购加价模式创收，目前采购货品以大牌美妆为主，加价空间有限，毛利率不到 5%，盈利质量不佳。预计公司未来将更多引入小众和新潮产品以提升业务毛利率。同时公司将进一步扩张合作门店数量，提升订单总额，贡献更多毛利。

美图宜肤：基于人工智能测肤的消费者洞察 SaaS

商业模式：收入主要来自测肤设备销售、售后 CRM（客户关系管理）服务

公司旗下护肤品牌美图宜肤主要为知名行业客户和美容院提供 AI 皮肤分析解决方案。其与知名护理品牌门店合作，向其销售 AI 皮肤检测设备，并提供售后 CRM SaaS 服务模块。客户使用美图宜肤设备为消费者评估个体肤质及皮肤状况，向其推销适宜的护肤解决方案，提高顾客的销售转化。美图宜肤通过多种方式收费：除硬件设备销售外，公司主要推广售后 CRM 模块，并按门店收取 SaaS 服务费。公司发展态势良好，据公司年报，截止 2022 年末，美图宜肤服务的美业品牌达到 130 多个，在全球超 2900 家门店部署。目前公司计划发布第二代皮肤检测仪产品。

顶尖 AI 影像技术支撑，助力美容护肤业全场景营销。公司依托在皮肤分析、人脸检测等领域领先的图像算法，及痘斑痣检测、敏感肌检测的专利技术，为测肤设备提供强有力技术支持。目前公司旗下 AI 测肤产品分为全景式 AI 护肤、图像测肤、接触式测肤三个系统：全景式 AI 测肤系统为公司旗舰产品，主要服务线下门店场景；图像测肤系统应用于线上测肤场景；接触式测肤系统采用便携式设计，可以百倍放大局部肌肤细节。多维度产品服务能够帮助美业客户完成消费者到店前、门店内与离店后的长链路服务，显著提高营销效率与付费转化。

图表23：美图宜肤提供跨渠道皮肤美容解决方案



资料来源：美图宜肤官网、华泰研究

美图公司盈利预测

我们预测公司 23/24/25 年营业收入为 25.8/36.5/47.9 亿元, 同比增长 23.6%/41.5%/31.3%。

- 1) VIP 会员订阅业务收入 23/24/25 年营业收入为 12.67/20.97/29.59 亿元, 同比增长 62.1%/65.5%/41.0%。公司继续坚定践行订阅制转型, 持续优化产品运营和功能体验, 并针对用户长尾场景需求不断开发细分产品, 推动业务场景由单一的生活娱乐端向生产力端拓展, 进而有望在 AIGC 加持下, 实现付费渗透率迅速提升, 单用户付费价值保持稳定增长, 实现营收的快速增长。我们预期公司 23-25 年付费渗透率分别为 3.1%/4.4%/5.5%, ARPPU 值为 152.0/163.6/176.9 元, 共同拉动订阅业务增长。毛利率方面, 考虑公司产品结构中 PC 端应用占比提升, 渠道成本将持续下降, 我们预测 23-25 年 VIP 会员订阅业务毛利率为 80.9%/81.8%/81.8%。
- 2) SaaS 及相关服务收入 23/24/25 年营业收入为 5.52/7.16/9.33 亿元, 同比增长 19.2%/29.7%/30.3%。该业务客户主要为护肤品牌用户和中小化妆品零售商, 考虑业务虽尚在发展初期, 但面临一定的推广难度和扩张阻力, 短期难以成为公司营收主要驱动力。毛利率方面, 虽然当前因商业模式原因处较低水平, 但有充足改善空间, 我们预计 23-25 年 SaaS 业务毛利率为 3.1%/4.1%/4.8%。
- 3) 广告业务 23/24/25 年营业收入为 6.56/7.21/7.79 亿元, 同比增长 10.0%/10.0%/8.0%, 主要因产品持续迭代, 用户规模基本盘稳定, 广告业务或保持一定速度的稳定增长。毛利率方面, 由于该业务按净额确认收入, 我们预计 23-25 年毛利率稳定在 80% 保持不变。
- 4) 其他业务方面, 我们预期互联网增值服务 23/24/25 年营业收入为 1.01/1.11/1.16 亿元, 同比增速 6.1%/9.6%/4.5%, 主要系公司部分一次性收入转化为订阅制收入, 互联网增值服务收入规模大体保持稳定; IMS 及其他业务迅速萎缩, 23 年开始营收下降为 0, 主要系公司全面转向订阅制转型, 主动出清 IMS 及其他业务。

得益于公司高毛利率的 VIP 订阅业务占比持续提升、以及影像视频工具产品中 PC 产品营收占比上升, 订阅业务单业务毛利率也将有所提升, 公司整体毛利率将呈现稳定增长。我们预计 23/24/25 年公司毛利率分别为 64.2%/66.3%/66.5%; 我们预计 2023-2025 年公司销售费用率稳步下降, 分别为 18.5%/18%/17%; 随公司经营效率提升, 公司管理费用率持续下降, 分别为 13%/12.5%/11%; 另外公司研发费用率分别为 27.8%/27%/26%。我们预测 23/24/25 年公司经调整后净利润分别为 2.54/5.39/8.99 亿元, 经调整后归母净利润分别为 2.92/5.93/9.89 亿元。利润增长主要系公司付费渗透率的迅速提升和单用户 ARPU 值稳定增长, 推动订阅业务收入大幅上升。

图表24: 美图公司: 华泰预测

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1,194.02	1,666.03	2,085.33	2,576.83	3,646.13	4,786.73
YOY		39.5%	25.2%	23.6%	41.5%	31.3%
VIP 订阅业务	206.49	519.49	782.17	1,267.74	2,097.77	2,958.82
YOY		151.6%	50.6%	62.1%	65.5%	41.0%
互联网增值服务	45.21	81.67	95.60	101.44	111.21	116.26
YOY		80.6%	17.1%	6.1%	9.6%	4.5%
在线广告	680.71	765.85	596.05	655.66	721.22	778.92
YOY		12.5%	-22.2%	10.0%	10.0%	8.0%
SaaS 及相关服务	0	38.80	462.91	551.99	715.93	932.74
YOY			1093.0%	19.2%	29.7%	30.3%
IMS 及其他	261.61	299.02	148.61	0	0	0
YOY		14.3%	-50.3%	-100.0%		
毛利	793.9	1,125.1	1,187.3	1,654.2	2,417.7	3,185.5
经调整净利润	48.9	64.2	81.9	254.1	539.6	899.5
经调整归母净利润	60.9	85.1	110.5	292.2	593.6	989.4
经调整净利率	4.1%	3.9%	3.9%	9.9%	14.8%	18.8%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

估值

参考华泰宏观团队 2023 年 5 月 29 日发布的《内需动能减弱，外需扰动犹存》对 2023 年底汇率预测（美元兑人民币 6.98），我们假设汇率（美元兑人民币）6.98，汇率（港币兑人民币）0.93。考虑公司处订阅制转型期，2022 年首次实现盈利，我们采用 PS 估值方法估值。参考同业可比公司全球创意设计软件龙头 Adobe、国内视频剪辑软件商万兴科技、国内 PDF 软件商福昕软件：2023 年 Adobe 彭博一致预期对应当前市值 PS 为 12.3 倍，万兴科技 Wind 一致预期对应 PS 为 8.7 倍，福昕软件 Wind 一致预期对应 PS 为 14.8 倍，2023 年平均 PS 为 11.9 倍。考虑公司处订阅制转型初期，变现模式仍待明确及港股市场流动性较弱等众多因素，我们给予一定估值折价，给予美图公司 2023 年 7.5x 估值，对应当年收入预测 25.77 亿元目标市值为 193.26 亿元人民币，对应 207.80 亿港元，目标价 4.67 港币。

图表25：PS 估值

板块	2023E 营收 (人民币百万)	估值方法	估值倍数(x)	估值 (港币兑人民币)	汇率
美图公司	2,576.83	2023E PS	7.5	19,326.21	0.93
总估值，人民币百万				19,326.21	
总估值，港币百万				20,780.87	
股份数量，稀释后				4446.54	
每股估值，港币				4.67	

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表26：美图公司可比公司估值表

股票代码	公司	股价 (交易货币)	营业收入(人民币百万元)			PS (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
ADBE O	Adobe	520.60	134958	151089	169453	12.3	11.0	9.8
300624 CH	万兴科技	96.48	1524	1902	2288	8.7	7.0	5.8
688095 CH	福昕软件	104.70	649	759	899	14.8	12.6	10.7
	可比公司平均值					11.9	10.2	8.7
1357 HK	美图	2.53	2577	3646	4787	4.1	2.9	2.2

注：数据截至 2023 年 8 月 8 日，来源于 Wind 一致预期、彭博一致预期；营业收入数据按美元兑人民币汇率 6.98、港币兑人民币 0.93 转换为人民币

资料来源：公司年报、Wind、彭博、华泰研究预测

风险提示

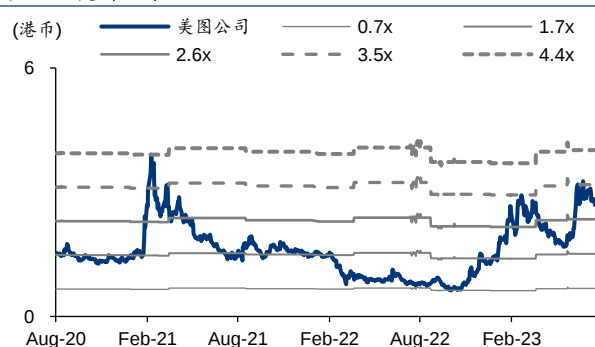
- 1) 产品不及预期风险。公司近期发布多款新产品，但部分尚未上线，若产品上线时间推迟、产品营销或功能体验不及预期将影响产品盈利表现。
- 2) 市场竞争加剧风险。公司主要产品均针对美国美化应用领域，行业整体渗透率偏饱和，新进入者增加或竞争对手大额投入可能加剧市场竞争风险。
- 3) 技术研发不及预期风险。公司移动应用产品力在较大程度上依赖 AI 技术，需持续优化迭代。若公司 AI 技术研发不及预期，将拖累产品表现。

图表27：美图公司 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表28：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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,666	2,085	2,577	3,646	4,787
销售成本	(540.94)	(898.06)	(922.59)	(1,228)	(1,601)
毛利润	1,125	1,187	1,654	2,418	3,185
销售及分销成本	(390.98)	(403.12)	(476.71)	(656.30)	(813.74)
管理费用	(264.99)	(271.85)	(334.99)	(455.77)	(526.54)
其他收入/支出	(545.49)	(586.37)	(716.36)	(984.45)	(1,245)
财务成本净额	2.40	14.92	28.65	36.46	47.87
应占联营公司利润及亏损	(1.64)	(13.16)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
税前利润	(10.93)	175.22	838.94	947.62	1,433
税费开支	(66.50)	(156.34)	(121.86)	(172.42)	(226.36)
少数股东损益	(32.92)	(75.25)	266.67	288.30	448.68
净利润	(44.51)	94.13	450.41	486.90	757.78
折旧和摊销	(300.54)	(449.03)	(287.10)	(296.54)	(308.06)
EBITDA	287.21	609.33	1,097	1,208	1,693
EPS (人民币, 基本)	(0.01)	0.02	0.10	0.11	0.17

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	4.89	25.59	2.59	31.18	8.44
应收账款和票据	1,269	1,036	1,527	1,736	2,120
现金及现金等价物	1,221	1,300	1,456	2,629	3,812
其他流动资产	37.88	94.89	82.27	110.80	149.42
总流动资产	2,533	2,456	3,068	4,508	6,090
固定资产	383.18	441.24	517.43	593.63	669.82
无形资产	777.40	659.84	713.85	767.86	821.88
其他长期资产	1,054	1,447	1,454	1,435	1,441
总长期资产	2,215	2,549	2,685	2,797	2,933
总资产	4,747	5,004	5,753	7,304	9,023
应付账款	803.92	734.10	845.93	1,258	1,484
短期借款	30.63	26.78	26.24	26.57	26.90
其他负债	214.34	307.98	430.58	661.08	948.09
总流动负债	1,049	1,069	1,303	1,945	2,459
长期债务	17.91	11.37	12.47	12.72	12.97
其他长期债务	164.71	214.60	214.60	214.60	214.60
总长期负债	182.62	225.97	227.07	227.32	227.57
股本	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
储备/其他项目	3,516	3,769	4,283	5,191	6,396
股东权益	3,516	3,770	4,283	5,192	6,396
少数股东权益	(0.56)	(60.11)	(60.11)	(60.11)	(60.11)
总权益	3,516	3,710	4,223	5,132	6,336

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(264.84)	125.21	26.17	24.21	15.55
PB	3.35	3.13	2.75	2.27	1.84
EV EBITDA	37.52	17.67	9.78	8.11	5.26
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(6.78)	2.02	1.77	6.82	7.79

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	287.21	609.33	1,097	1,208	1,693
融资成本	(2.40)	(14.92)	(28.65)	(36.46)	(47.87)
营运资本变动	(271.65)	143.00	(357.10)	174.36	(134.24)
税费	(66.50)	(156.34)	(121.86)	(172.42)	(226.36)
其他	27.03	(347.08)	(497.45)	(29.64)	(85.95)
经营活动现金流	(26.32)	233.99	92.32	1,144	1,199
CAPEX	(718.88)	(376.01)	(417.87)	(427.32)	(438.85)
其他投资活动	388.46	359.24	518.49	494.28	460.06
投资活动现金流	(330.42)	(16.77)	100.62	66.96	21.21
债务增加量	14.75	(10.39)	0.56	0.58	0.58
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(65.99)	(26.64)	(37.59)	(37.61)	(37.61)
融资活动现金流	(51.24)	(37.03)	(37.03)	(37.03)	(37.03)
现金变动	(407.98)	180.19	155.91	1,173	1,183
年初现金	1,158	738.73	946.60	1,103	2,276
汇率波动影响	(11.41)	27.68	0.00	0.00	0.00
年末现金	738.73	946.60	1,103	2,276	3,459

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	39.53	25.17	23.57	41.50	31.28
毛利润	41.72	5.53	39.33	46.15	31.76
营业利润	(26.40)	(3.01)	(270.37)	154.53	87.01
净利润	8.64	(311.51)	378.48	8.10	55.63
EPS	8.64	(311.51)	378.48	8.10	55.63
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	67.53	56.93	64.20	66.31	66.55
EBITDA	17.24	29.22	42.59	33.12	35.37
净利润率	(2.67)	4.51	17.48	13.35	15.83
ROE	(1.26)	2.58	11.19	10.28	13.08
ROA	(0.96)	1.93	8.37	7.46	9.28
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(33.33)	(33.47)	(33.08)	(49.89)	(58.98)
流动比率	2.41	2.30	2.36	2.32	2.48
速动比率	2.41	2.27	2.35	2.30	2.47
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.36	0.43	0.48	0.56	0.59
应收账款周转天数	229.73	198.93	179.03	161.13	145.02
应付账款周转天数	487.25	308.27	308.27	308.27	308.27
存货周转天数	2.12	6.11	5.50	4.95	4.45
现金转换周期	(255.40)	(103.23)	(123.74)	(142.19)	(158.80)
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.01)	0.02	0.10	0.11	0.17
每股净资产	0.79	0.85	0.96	1.17	1.44

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，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、现在或未来并未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。
- 福昕软件（688095 CH）：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值的 1%或以上。
- 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。
- 福昕软件（688095 CH）：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。
- 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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司