

证券研究报告

2023年10月13日

海外行业报告 | 行业深度研究

美图公司

AI定义生产力工具新形态，布局全球争做创意内容卖铲人

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要：业绩反转后生成式AI助力美图布局全球工具C/B端软件市场

核心推荐逻辑一：商业模式转向迎来增速拐点，创始人再度出发聚焦主业：美图过去十余年深耕影像市场和集合型工具软件产品的平台优势是其能够成功转型的关键因素，今年上半年付费率已自2022年底2.3%快速增长至2.9%；而在B&C端市场开始逐步推出全新产品 and 功能后或将进一步加速用户转化，在国内刚性付费机制的教育下我们预计美图整体付费率天花板有望上移至15%。

核心推荐逻辑二：图片生成式AI商业化落地节奏或持续超预期，应用平台和场景重要性持续提升：图像领域是本轮AI浪潮的核心场景，在多个海外AI图片应用和Adobe引入生成式AI的背景下，我们认为同时拥有大量图片处理需求和创意场景的美图公司或将在本轮AI应用浪潮中兼具场景和平台优势，并通过打造稀缺的垂类行业大模型持续建立AI相关软件优势，同时积极布局生产力场景有望再次诞生全新的AI+生产工具软件。

核心推荐逻辑三：B端市场全新增量规模有望达百亿，美图有望通过AI和数字化软件快速渗透：AI的出现使得工具软件易用和精准两大特性存在匹配的可能，美图已有望通过AI和数字化软件快速渗透专业生产力市场，据艾瑞咨询预计2025年整体潜在市场空间约为160亿元。

核心推荐逻辑四：出海业务覆盖全球主流市场，AI催化下部分产品付费率已超10%：美图公司自2014年起布局出海并在海外谷歌和苹果双端共上架数十款应用，去年年底美图率先上线AI绘画功能在部分应用榜单第一且部分地区付费渗透率升至10%。公司有望通过海外布局将人气AI功能二次上线至海外，或复刻海外AI人气功能至国内相关产品，并推动付费率进一步增长。

核心推荐逻辑五：美图已建立自身竞争核心优势，AI时代大厂和创业公司存在各自局限性：基于买量成本/ROI/多模态的研发节奏看包括字节在内的大厂对于工具软件非核心业务的拓展意愿有限，创业团队打造人气应用的延续性在面对如美图类的头部聚合型工具软件平台有限，相关细分领域需求或再次聚合在美图旗下平台型产品中。

风险提示：1) 大模型风险；2) 竞争风险；3) 政策风险；4) 测算具有一定主观性。

1.美图公司简介：创始人再度出发，全面迎接AI浪潮

1.1 美图公司:迎AI浪潮管理层出现变化，创始人重新出发聚焦工具软件核心赛道

图：美图公司创始人董事长兼CEO 吴欣鸿



图：美图公司过去的部分产品线

美图秀秀 美颜相机 美图手机



美拍（短视频）



教育背景

吴欣鸿早年便表现出对绘画与摄影的热忱与天赋，15岁选择休学两年前往**中国美术学院**进修。

创业经历

自2001年起吴欣鸿开始涉足域名投资业务，随后在中国互联网行业**定义产品和流量网站**，其研发的**火星文转换器**、**美拍**等产品成为互联网初代的人气产品。

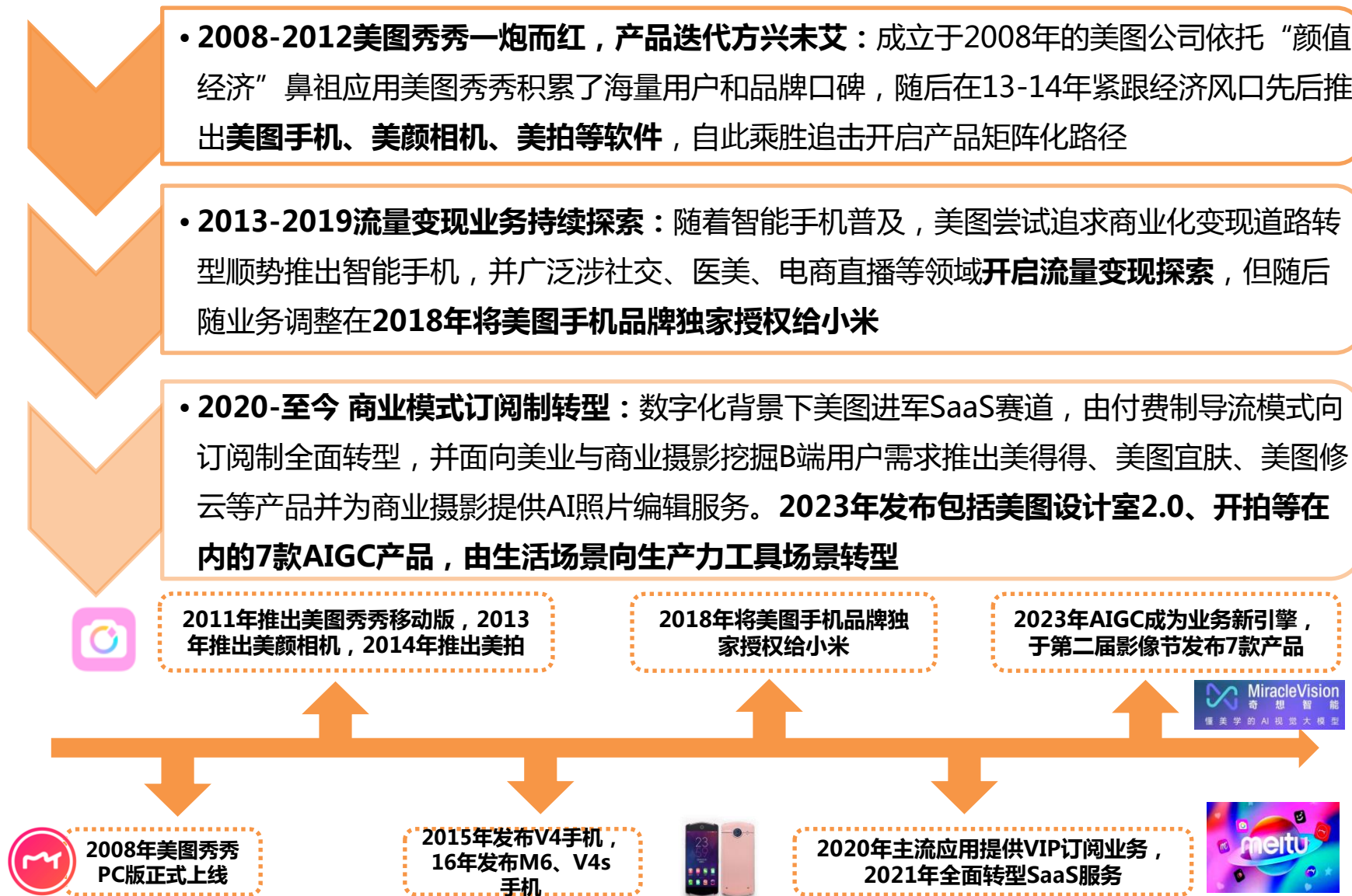
创立美图

2008年吴欣鸿成立了以“美”为核心的互联网工具软件公司——**美图公司**，并推出简单易用、深受用户喜爱的图片处理软件电脑版**美图秀秀**。

今日美图

2023年在AI工具软件再次出现重大机遇之时吴欣鸿选择**出任公司董事长兼CEO**。上任以来美图已发布包括视觉大模型、开拍、美图设计室在内的多项AI相关产品，目前美图已经形成了以**生产力和影像**为核心的发展模式。

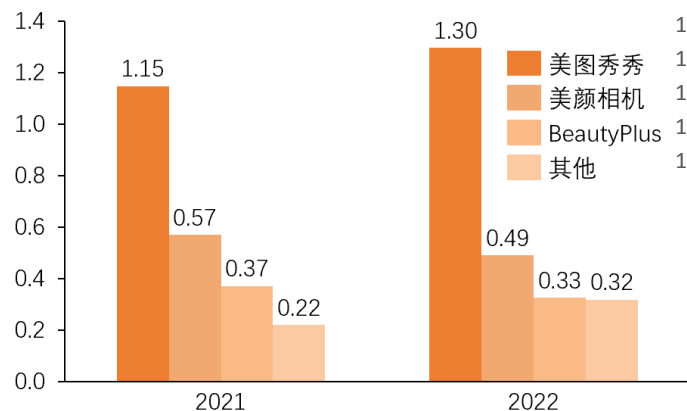
1.2历史沿革：人气产品旗开得胜，长期探索流量变现，AI浪潮下重新聚焦工具赛道



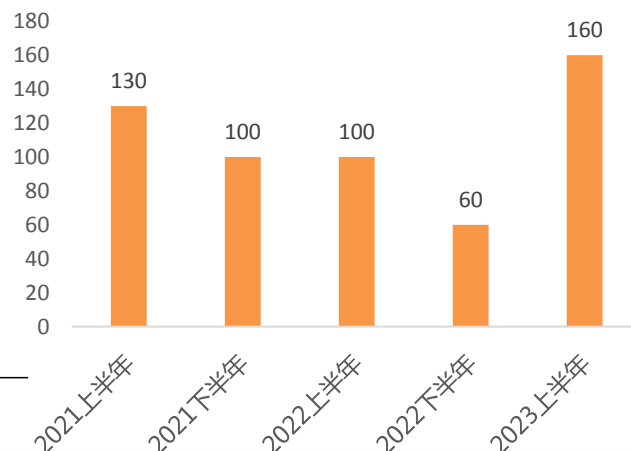
1.3 业务情况：订阅业务上半年表现亮眼，围绕“美”核心展开美业SaaS服务

- **公司订阅业务收入占比已提升至48%，订阅会员数及付费渗透率逐年提升：**美图公司从2020年至2022年付费渗透率从0.7%提升至2.3%，VIP会员订阅数在2023H1达到719万人。自广告转订阅以来订阅付费率持续增长，2023H1付费用户环比净新增用户达160万，付费率已提升至2.9%，核心付费用户数逐年提升并已出现加速趋势。
- **订阅业务已成为公司核心收入来源，围绕“美”核心展开美业SaaS服务：**公司围绕“美”展开SaaS业务，美图直肤通过供应链渠道公司美得得和美图过去在人像视觉领域的积累提供的皮肤分析解决方案，助力线下美业数字化发展。截至2022年末美图的皮肤分析解决方案已服务超过130个美业品牌，全球部署门店2900+。

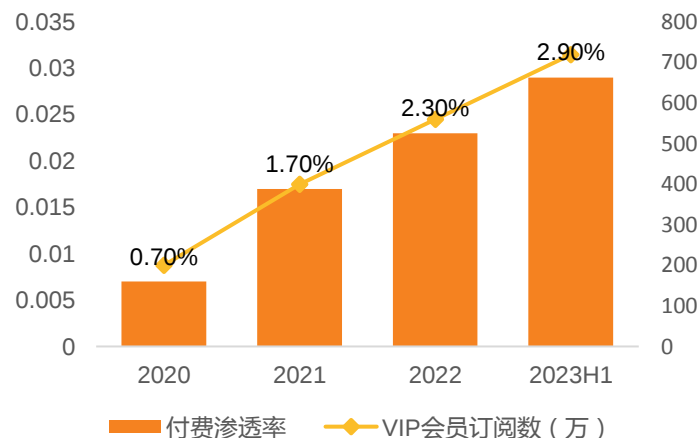
图：2021-2022 公司主要app MAU 规模（亿人）



图：2021-2023H美图公司付费用户环比净新增（万人）

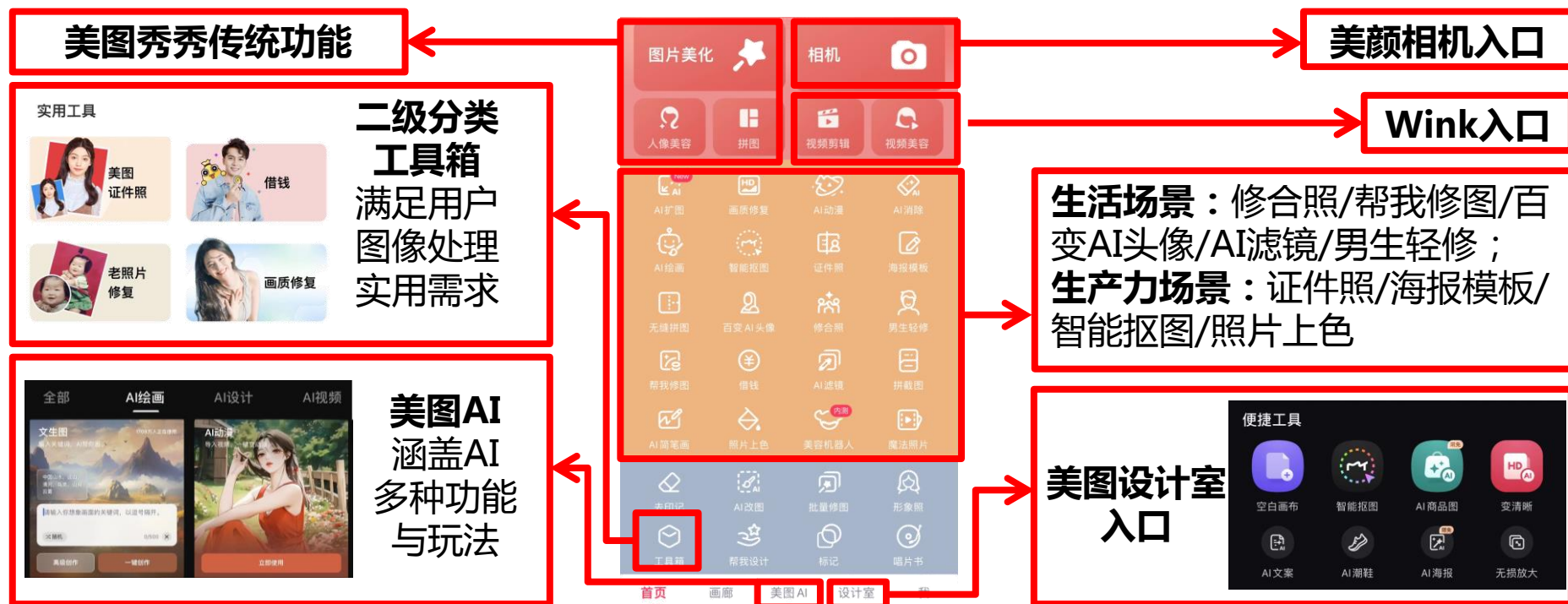


图：2020-2023H1 订阅会员数(左轴,万)及付费渗透率(右轴,%)



1.4 美图秀秀：先发优势与强产品力沉淀市场大份额，构筑旗舰产品核心竞争力

- **先发优势显著占据市场份额，美图秀秀已成为工具合集软件：**自2008年美图公司即推出“颜值经济”鼻祖应用美图秀秀以来已积累了海量用户和品牌口碑。**我们认为美图秀秀或已实质性成为图像工具软件合集：**
- 1) 覆盖图像处理场景广阔：**美图秀秀主页面涵盖生活、商业化场景，可同时满足差异化用户群体对娱乐或生产力场景的多元需求；
 - 2) 现阶段功能围绕一键式应用展开：**美图秀秀大部分功能主要通过一键式功能实现图像处理；
 - 3) 美图秀秀为旗下众多产品提供导流入口：**通过应用内的功能细分和二级分类，美图秀秀为Wink、设计室、证件照等成熟产品和后续B端应用提供流量，因此美图在开拓新场景服务的同时能够实现低成本应用冷启动，并对需求强烈的应用倾斜资源扶持发展。



1.5核心产品矩阵：从生活场景向生产力场景转向，AI乘胜追击赋能业务增长

美图旗下其余核心产品矩阵	同行业竞品
 20元/月 168元/年 ➢ 美图设计室是美图公司旗下为用户提供自助设计服务的产品，主要覆盖与工作相关的生产力应用场景，拥有强大的图像编辑能力、丰富的滤镜效果以及支持批处理、分享便捷等特点。 ➢ 我们认为美图设计室有望开拓比数字内容创作工具消费市场更为庞大的生产力工具市场，并在电商和模板设计场景率先展开AI应用的探索和尝试。	 醒图：字节跳动旗下修图类APP 12~18元/月, 108元/年  妙鸭相机： AI写真类应用 9.9元生成数字写真
 12元/月 108元/年 ➢ 美颜相机于2013年凭借一键式美化照片而满足用户高品质、高美颜拍照需求的独特定位开创了美颜拍照赛道，具有图片精修、视频美颜等功能，并在AI大浪潮下持续深耕迭代，于近期上线AI去双下巴、AI表情、AI换背景等6大AI人像功能。	 轻颜相机：字节跳动旗下美颜拍照APP 9~12元/月, 78~98元/年  天天P图：腾讯旗下修图类APP
 18元/月 168元/年 ➢ Wink最初源于美图秀秀、美颜相机中的视频编辑功能，再经AIGC技术赋能后集成精简而来，于2022年3月正式上线。Wink能够以较低门槛实现高质量的视频人像美容、画质修复，聚焦生活场景满足用户个性化需求，打造出了相较于传统视频剪辑软件的差异化优势。	 剪映：字节跳动旗下视频编辑类应用 25元/月,168元/年

注：除特别注明外，价格均指连续包月/连续包年价格，价格数据为APP Store数据，统计截止2023年10月，仅供参考

2.从AI1.0到AI2.0：美图大模型和生成式AI的全新机遇

2.1 美图AI：从底层模型到应用的全面布局，视觉大模型或成为AI时代核心竞争力

- **从AI底层模型到影像行业生产力**：2023年6月美图举办以第二届影像节发布7款新品，其中包括**主打AI商业设计的美图设计室、美图视觉大模型MiracleVision等产品**并形成由底层、中间层、应用层构建的完备AI产品生态以赋能产品矩阵，旨在全面提升影像行业的生产。
- **本地化的视觉行业垂类大模型或成为AI时代核心竞争力**：美图通过聚焦视觉大模型，使MiracleVision实现更偏向工作流的生成式能力，而在生成式AI监管的背景下美图或通过先发优势和平台优势持续跑通电商、广告、游戏等垂类设计行业的飞轮，我们认为视觉大模型或成为美图在AI时代的核心竞争力。

图：美图公司相关AIGC产品矩阵



2.2 美图AI大模型: 自研视觉大模型迭代全面加速，从创作场景反推大模型技术演化

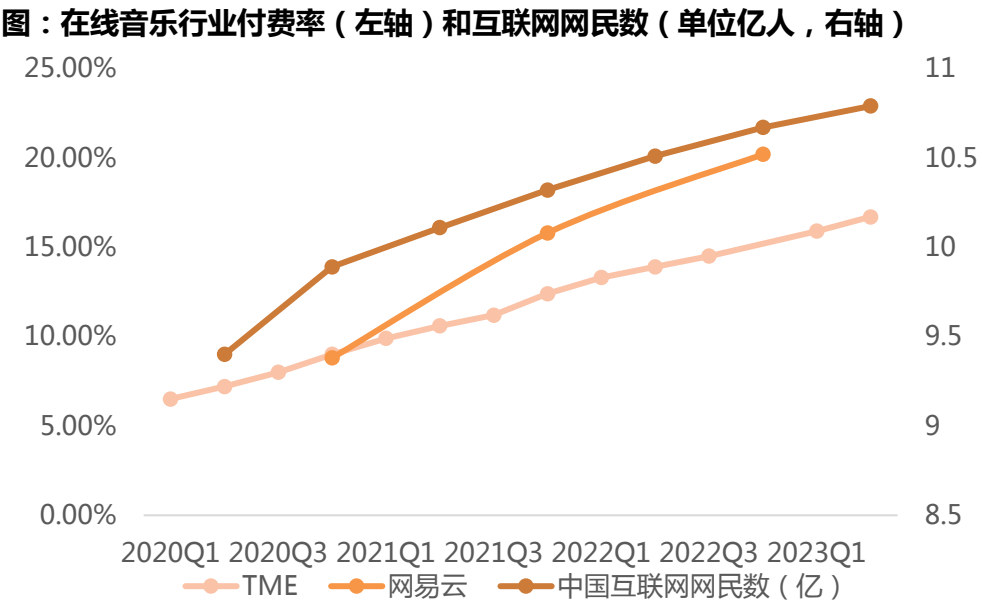
美图影像研究院前瞻入局AI，从算力到大模型公司全面布局。1) 模型层美图早在2010年成立影像研究院聚焦计算机视觉打造AI研发中枢，我们认为其丰富的训练数据与影像创新经验持续赋能美图AI，海量用户每月平均产生约70亿的照片与视频为美图训练AI模型；2) 算力层美图公司跟投云端AI算力企业燧原科技宣布完成高达20亿人民币D轮融资，高性价比的系统化方案和原始创新的软硬件平台将与美图公司在AIGC基础和垂直大模型以及多元化应用的全栈能力高度互补。我们认为美图自研大模型在艺术家和设计师深度参与模型训练和基于美学建立的评估系统的背景下，将从创作场景反推的技术迭代和演化，MiracleVision或将保持高速迭代并有望实现C和B端的商业化。



3.五大核心推荐逻辑：业绩反转后 生成式AI助力美图布局全球工具 C/B端软件市场

核心推荐逻辑一：订阅习惯在刚性需求下逐渐培养，整体付费率天花板有望逐步上移

➤ 中国软件订阅意识逐步培养，工具软件订阅付费率天花板有望上移：从长视频、音频及淘宝88VIP的付费率情况我们发现中国用户的订阅习惯逐渐在相对刚性需求的软件的培养下或已逐渐成熟，以相对刚性的影音产品为例，相关软件订阅主流付费率在16-30%区间，由此我们认为中国订阅制软件平均付费率天花板正逐步提高，美图公司作为工具软件其长期付费率应该在音频和综合付费率之间，在逐步推出AI相关B端工具产品的背景下，我们预计美图公司的整体综合付费率天花板有望达15%。



表：国内相关软件订阅制付费用户和付费率情况				
产品	所属行业	MAU（亿）	付费用户数（亿）	付费率
腾讯视频	长视频	3.96	1.19	30.1%
爱奇艺	长视频	5.07	1.20	23.6%
TME	音频	5.95	0.99	16.7%
美图公司	工具软件	2.47	0.072	2.9%

注：爱奇艺、腾讯视频、TME为2022年数据，淘宝88vip为2022年6月数据，美图公司为2023年6月数据

核心推荐逻辑一：美图颜值工具软件付费转化首次加速，后期量价双升推动订阅业务整体增长

- 为何美图付费率2023年上半年出现高速增长？我们认为是美图软件产品力领先和柔性付费机制适配的双重催化：1）产品力角度看美图旗下产品形成了完整的产品生态；2）付费机制角度看美图在付费机制上以更为柔性的方式和核心用户群体建立订阅关系。此外AI浪潮对于图像处理新功能的挖掘已率先落地部分产品，相关领域对于美图来说是全新的需求增量或将持续推动订阅业务增长。
- 美图付费率是否能持续保持高速增长？我们认为，美图旗下产品用户为美付费的需求更为刚性，在现有颜值工具软件核心用户出现付费习惯加速转化后，其付费习惯的增长和黏性会相比替代性强的普通工具软件更稳定。因此我们预计美图2025年付费渗透率有望达5.5%。

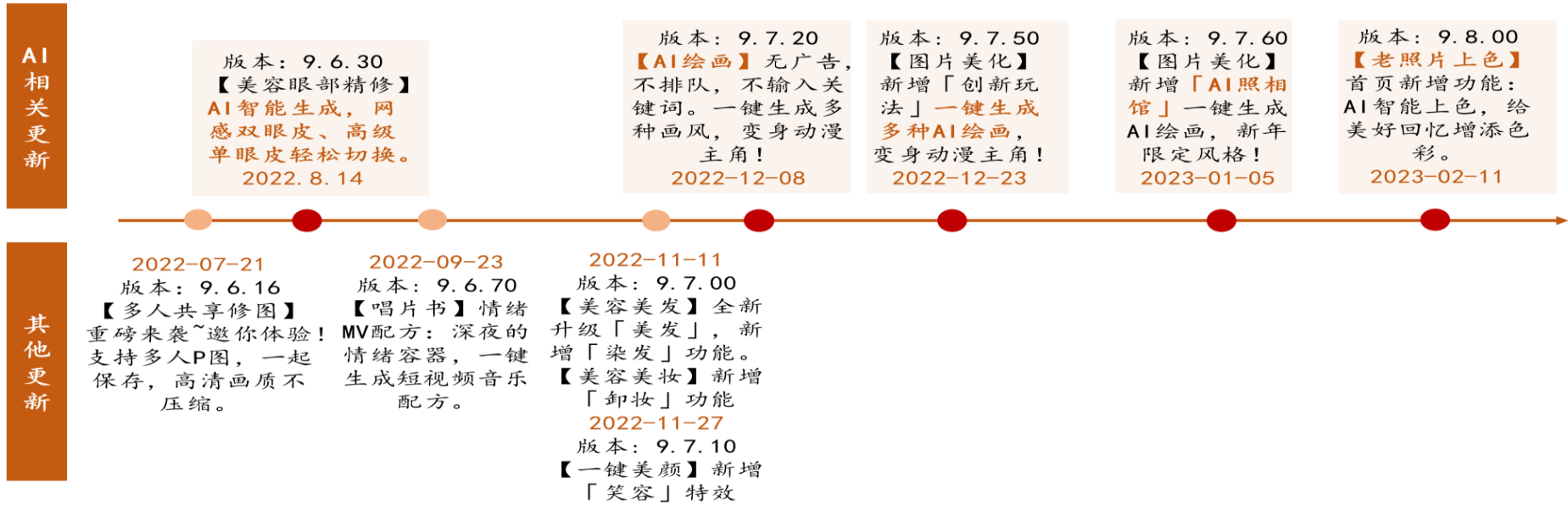
订阅业务收入情况							
	2020	2021	2022	2023H1	2023H2E	2024E	2025E
MAU (亿人)	2.80	2.46	2.43	2.47	2.50	2.57	2.62
付费渗透率	0.6%	1.6%	2.3%	2.9%	3.50%	4.60%	5.50%
付费用户数 (万人)	170	400	560	720	874	1183	1443
订阅业务收入 (亿元)	2.10	4.81	7.82	6.02	7.43	21.30	28.86

美图公司旗下各APP会员价格				
应用	月卡 (元/月)	连续包月 (元/月)	年卡 (元/年)	连续包年 (元/年)
美图秀秀VIP	18	12	/	98
美图秀秀SVIP	30	20	228	168
美颜相机	25	12	238	108
开拍	/	18	198	168
Wink	/	18	218	168
美图设计室	30	20	228	168

核心推荐逻辑二：美图AI功能上新节奏加速，大模型迭代演化有望进一步推动AI功能落地

➤ AI功能上新节奏加速，大模型迭代演化有望进一步推动AI功能落地：自去年开始美图逐步将生成式AI逐步落地在AI功能层面，从AI绘画到AI照相馆美图AI功能落地节奏持续加速。与其他AI文生图产品不同美图AI功能的迭代或代表着美图公司的核心AI商业逻辑：从用户需求导向出发探索AI技术演化。而在此背景下我们认为美图的AI功能上新代表着其公司过去对于用户核心需求的洞察能力在AI时代快速被释放，公司有望通过生成式AI持续推动功能上新满足需求和付费用户增长。

图：美图前期AI功能上新情况



核心推荐逻辑二：美图兼具AI应用场景和平台优势，对标海外大厂打造本地化稀缺AI资源

➤ 美图兼具AI应用场景和平台优势，或有望打造全新AI生产力工具：我们认为AI应用的商业化仍需重视平台和场景。以Adobe为例其将AI工具整合到其核心设计产品后扩展、生成、替换、擦除等核心图像处理功能得到大幅增强，而Midjourney也是基于社区平台文化诞生出的人气应用。此外以Adobe、微软、Figma为例的头部工具软件公司积极整合AI进工作流或将打造全新的生产力工具。因此我们认为同时拥有大量图片处理需求和创意场景的美图公司或将在本轮AI应用浪潮中兼具场景和平台优势，同时积极布局生产力场景有望再次诞生全新的AI+生产工具软件。

图：AI处理工作流程对比

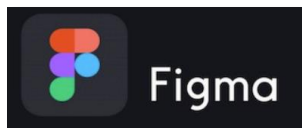


核心推荐逻辑三：轻量化和AI打造全新的B端场景机会，美图有望借此趋势打造全新工具

- **专业软件轻量化和AI平权化趋势加速AI工具融合**：以Figma和Canva为代表的轻量化在线协同工具软件的出现代表着专业软件轻量化的趋势；而在AI相关模型和技术突破后的平权特性下，我们预计AI有望重塑视觉设计相关生产工作流和全新的工具软件套件&生态。我们认为以Adobe为代表的专业工具软件行业正或有可能以美图为代表的一键式软件整合，诞生出全新的B端软件和竞争格局。

图：工具软件行业趋势和相关产品

AI技术的高速迭代有望大幅降低工具软件使用门槛，赋能工具软件创作——AI平权特性下专业软件与一键式软件是否有融合趋势？



meitu 美图



以**Adobe**为代表的**专业工具软件**开始向**网络协同**等工具扩张，于22年9月收购云端协作设计软件**Figma**；同时持续面临来自轻量化的海报模板设计软件**Canva**的冲击。

与专业工具软件转向半专业级市场相比，**C端转向半专业级市场**或拥有更大发展潜力以及**市场弹性**，偏向**一键式工具软件**的美图有望向更专业级别的市场和B端领域探索。

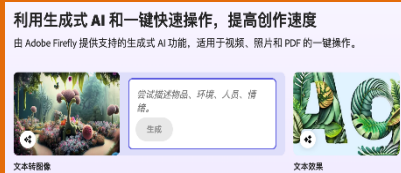
核心推荐逻辑三：海外大厂借助生成式AI拓宽B端用户，美图设计室针对细分B端场景打造

- 海外大厂借助生成式AI拓宽入门级用户：包括Adobe、微软在内的海外大厂将生成式AI（Firefly、DALL-E2）深度融入轻量化的工具软件Express与Designer中，一方面生成式AI可降低工具软件门槛并释放入门用户的创意需求，我们认为Express与Designer是“巨头”向工具软件“独角兽”进攻的重要尝试，部分独角兽产品的模板优势或将被大厂生成式AI的快速迭代节奏逐步替代。
- 美图设计室针对B端细分场景渗透：美图设计室是美图公司转向模板化和轻量化B端设计的重要软件，其抠图、消除和生成式设计对标Adobe Firefly部分功能，并针对电商和设计细分领域推出AI海报和商品图功能。我们认为美图有望通过自研大模型和轻量化两大特点竞争B端工具软件市场，其市场规模或超过消费级工具软件市场4-5倍。

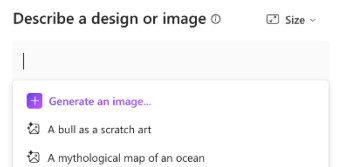
图：Adobe Express和微软 Designer主要生成式AI功能



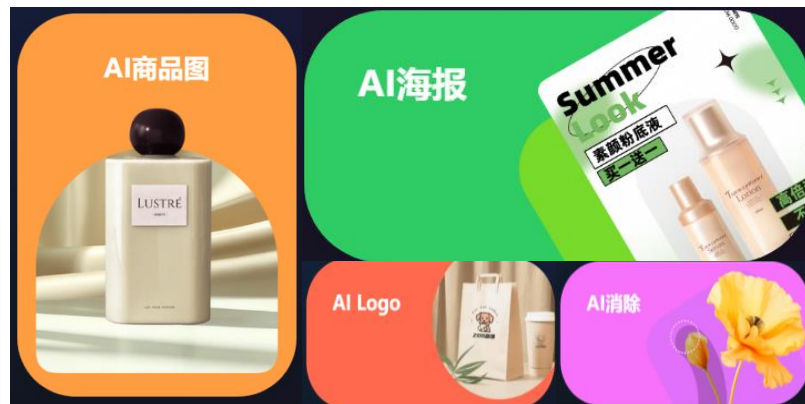
生成式AI：基于Adobe Firefly模型，用户输入文字描述即可个性化生成视频、图像、PDF



生成式AI：基于OpenAI DALL-E 2 模型，用户输入文字描述即可快速制作精美排版的图像



图：美图设计室主要功能



核心推荐逻辑三：AI加速B端渗透率和市场规模提升，美图核心竞争力有望向B端释放

➤ AI加速B端渗透率和市场规模提升，美图核心竞争力有望向B端释放：创作者经济中传播者过去的需求被长期压制和分流,核心原因在于AI浪潮前专业生产力创作工具的复杂特性和传播者丰富的创作需求并未对齐。AI的出现使得工具软件易用和精准两大特性存在匹配的可能，现阶段美图已在电商、海报、Logo等细分领域展开探索开始瓜分专业生产力市场，我们预计美图或在AI加持下持续向零售营销、内容设计等传统影像市场开展数字化渗透，艾瑞咨询预计2025年潜在市场空间约为160亿元。

2025E美图影像数字化市场空间测算

影像数字化场景（单位：亿元）	中国影像数字化市场空间	
	2022	2025E
零售营销	~10	~15
内容设计	~45	~50
商业摄影	~20	~25
医美美妆	~50	~70
市场空间合计	~125	~160

核心推荐逻辑四：海外产品已验证人气AI功能逻辑付费率超10%，海外市场打造全新增长空间

- 出海业务覆盖全球主流市场，AI催化下部分产品付费率已超10%：美图公司自2014年起布局出海并在海外谷歌和苹果双端共上架数十款应用，其中5款应用下载量破亿。旗下BeautyPlus相机凭借主打人脸美颜功能全球下载量4.7亿，AirBrush则作为修图类照片编辑产品共累积双端全球下载量1.1亿，
- 海外AI产品已验证需求，美图海内外双场景落地AI功能：去年年底美图率先上线AI绘画功能在多国应用榜单第一，去年海外影像应用程序在AI新功能赋能下部分地区付费渗透率升至10%。今年4月Remini上线AI功能后在7月的两周内即收获4000万全球下载量，已充分验证全球图像处理应用领域AIGC需求。美图有望通过海外布局将AI功能率先上线或将国内人气AI功能二次上线，或有望再次打造AI工具软件海内外的人气功能推动付费率进一步增长。

表：美图海外主要应用信息

应用名称	主要市场	上架时间
MeituPic 	东南亚	2011年3月
BeautyPlus 	亚洲、东南亚	2013年3月
AirBrush 	北美，拉美，欧洲	2013年3月

图：近期AI人气功能情况



核心推荐逻辑五：美图已建立自身竞争核心优势，AI时代大厂和创业公司存在各自局限性

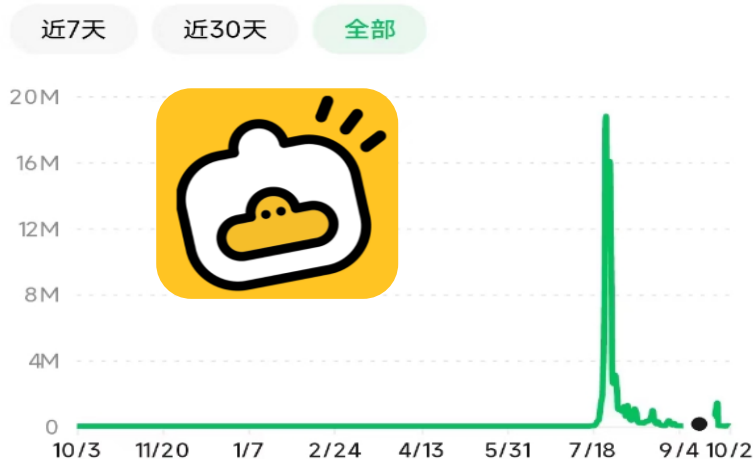
美图已建立自身竞争核心优势，AI时代大厂和创业公司各自优势有限：字节跳动、腾讯等互联网大厂均在图像工具领域有布局，其中2018年字节跳动通过3亿美元收购Faceu激萌有后开始推出包括轻颜相机、醒图在内的图像处理软件。而我们认为基于买量成本/ROI/多模态的研发节奏看包括字节在内的大厂对于工具软件非核心业务的拓展意愿有限，整体布局或更偏防守并避免和头部软件直接竞争。今年上半年AI人气应用妙鸭相机快速成为人气产品，创业团队通过结合AI功能打造人气工具软件逻辑得到验证，但在美图已成为国内少数集合型图像处理软件的背景下人气应用的延续性有限，相关细分领域需求或再次聚合在美图旗下平台型产品中，因此我们认为AI人气应用的诞生依然有利于美图整合AI流量和需求。

图：字节跳动旗下图像处理工具软件



图：秒鸭相机微信指数

指数趋势 ?



风险提示

- 1) 大模型风险：大模型迭代不及预期，产品效果不及预期；
- 2) 竞争风险：工具软件行业竞争加剧；
- 3) 政策风险：生成式AI监管风险。
- 4) 测算具有一定主观性：本文对渗透率、行业规模的测算具有一定主观性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS