

垂类AI应用专题（2）： 从AIGC看Adobe和美图的新机遇

行业研究 · 海外市场专题
投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

联系人：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

- 这一轮AI的变革起源于OpenAI公司推出大语言模型ChatGPT3.5，大模型首次具备了人类语言的理解和推理能力。跟以往人工智能的革新不同，此轮以ChatGPT为代表的AI革命主要体现在生成式内容领域，大模型根据人类智慧的理解，生成包括创造对话、故事、图像、影片和音乐等，帮助用户提升生产力水平。本篇报告的研究以海外内容创意工具企业Adobe为抓手，前瞻Adobe在AIGC领域的产品布局，和AIGC创造的全新市场需求变化。同时探讨在AIGC的背景下，传统内容创作类企业如美图秀秀、醒图、Remini等，如何在AIGC的时代下开启全新增长引擎。
- Adobe Firefly的推出有望大幅度提升潜在用户数量和现有企业用户对AI的付费需求。Adobe是世界领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商，主要产品包含Photoshop、Illustrator等，主要面向B端企业级客户。2023年3月，Adobe推出创意生成式AI工具Firefly，功能包含文生图、生成填充、文本效果、生成再生颜色等。Firefly采用点数付费（计算约5美分/图），截至10月已生成30亿张图像。AI为Adobe创作者节省时间、提升生产力效率。当前在教育、游戏、新媒体等领域拓展良好。根据我们假设与测算，当前约10%Adobe用户已使用Firefly，用户每月创建约333张图像，假设未来Firefly在Adobe现有企业用户中渗透率达到60%，用户每月保持300张图像创建，Adobe Firefly资产一年生成量在648亿张左右。假设每张收入在5美分，经营利润率在45%，则Firefly可为Adobe每年贡献32.4亿美元收入，14.6亿美元经营利润。此预测未包含Firefly大幅为Adobe带来新的用户群众。
- 美图公司成立于2008年，主打产品为美图秀秀和美颜相机，截至2022年底，旗下多款产品累计月活高达2.5亿。美图自2022年11月以来陆续发布AIGC产品和功能，包括WHEE、开拍、美图设计室等。今年以来妙鸭相机爆火，打开了用户付费AIGC类产品的需求空间。美图作为常年深耕C端图像编辑类产品的应用，我们认为公司付费率有望持续提升。截至2022年底，美图公司付费率为2.3%；截至2023年6月，公司付费率提升至2.9%。本篇报告重点对比了美图、字节跳动旗下的醒图和海外Remini的产品功能对比，探讨AIGC企业产品设计的元素和后续发展的关键要素。
 - ✓ 从场景积累和基础功能来看，美图功能更加全面，除修图外，包含相机、视频美化功能；醒图专注于修图功能。Remini包含有AI写真、AI绘图、图片清晰+自动修图功能等。用户数上，美图积累了2.5亿月活跃用户，醒图2020年发布以来主要依靠抖音导流等，目前月活在5000万+。
 - ✓ 从AI应用来看，我们认为AIGC的核心在于公司过去对于细分垂类场景数据的积累，因此能够沉淀长期用户的黏性。1) AI赋能传统功能，带动老产品付费提升。例如AI对人脸识别功能的不断优化，推动传统修图美容领域的付费转化。2) 妙鸭等AI产品的爆火都将推动美图用户的付费。
- 投资建议：AIGC有望打开内容创意类工具企业市场空间，传统有场景、有数据和用户的企业或更受益。
- 风险提示：宏观经济波动风险，下游需求不及预期风险，AI伦理风险，核心技术水平升级不及预期的风险等。

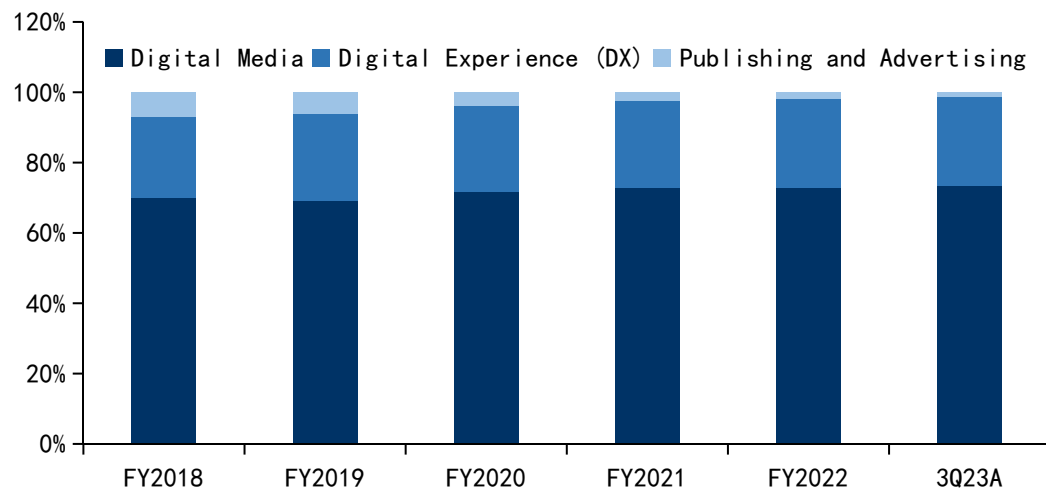
- 【 01 】 Firefly扩展Adobe内容创作领域市场空间
- 【 02 】 AIGC开启美图新篇章，竞品发展历程介绍
- 【 03 】 竞品传统功能对比—客户群体和商业模式设计不同
- 【 04 】 竞品AI功能对比—垂类数据积累或拉开差距

1、Firefly扩展Adobe内容创作领域市场空间

Adobe：世界领先的数字媒体和在线营销解决方案供应商

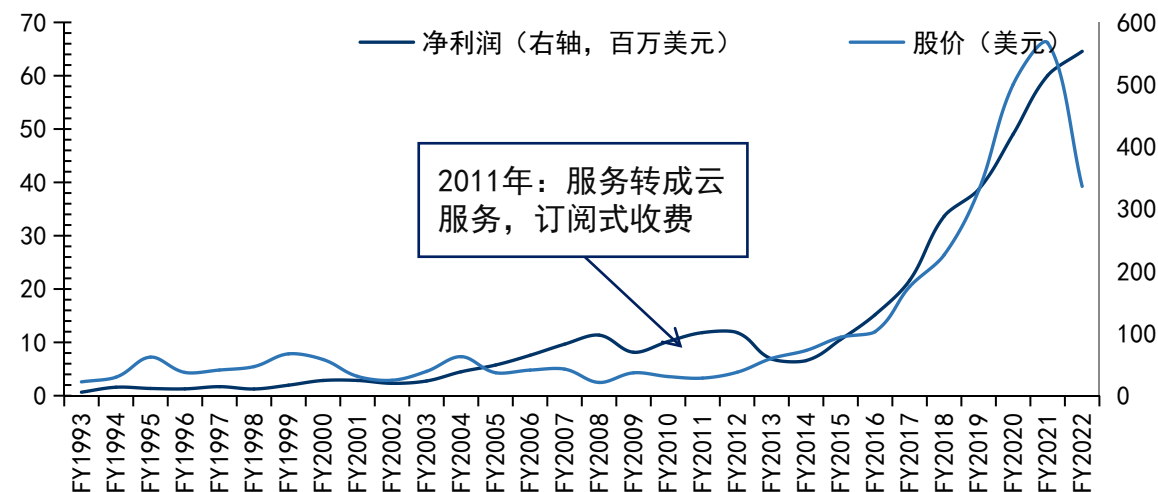
- Adobe是世界领先的数字媒体和在线营销方案的供应商。Adobe成立于1982年12月，总部位于美国加州，于1986年在美国纳斯达克上市，据公司官网显示，目前Adobe可下载安装的产品达到43个。
- 数字媒体业务是Adobe主要收入来源。22财年收入达到176.1亿美元，当前Adobe的业务大致可以划分为三大板块：数字媒体、数字体验、出版和广告。根据23Q3财报，数字媒体占整体收入74%，数字体验占25%，出版与广告占2%。
 - ✓ 数字媒体业务包含Creative cloud（占收入60%）、Document Cloud（占收入14%）；数字体验业务包含Experience Cloud。

图：Adobe 收入拆分



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：Adobe股价与利润复盘



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

Adobe：数字媒体业务是主要收入来源

- Creative Cloud：是Adobe的立家之本，目前可处理平面设计、视频、照片与插画、UI和UX等领域的问题。
- Document Cloud: Adobe作为PDF阅读工具的开创者，开发了一系列PDF相关的软件。
- Experience Cloud：是一套全面的数字化体验工具，其解决方案涵盖从个性化到商务再到工作流管理的各个领域，满足顾客个性化需求的同时还提供包括内容供应链、内容管理、数据洞察等服务。

表：Creative cloud、Document Cloud、Experience Cloud介绍表

	Adobe Experience Cloud ：提供了一套非常全面的应用程序、功能和服务，专为满足当今对大规模个性化客户体验的需求而设计。
热门产品：Real-Time CDP、Journey Optimizer、Customer Journey Analytics、Product Analytics、Analytics、Marketo Engage、Mix Modeler、Workfront、Commerce、Experience Manager Sites、Experience Manager Assets、Campaign、Target、Audience Manager、Learning Manager、Experience Manager Guides、Experience Manager Screens、Acrobat Sign、Experience Manager Forms、Advertising	

Adobe Creative Cloud：基于创作者需求打造，持续创新，轻松应对平面设计、音视频、3D 等多领域的创作需要。携 16+热门应用，随需而动，千余种新功能；用独特的设计与客户建立深度连接，以其灵活的部署和协作模式，大幅提升企业创意设计效率。

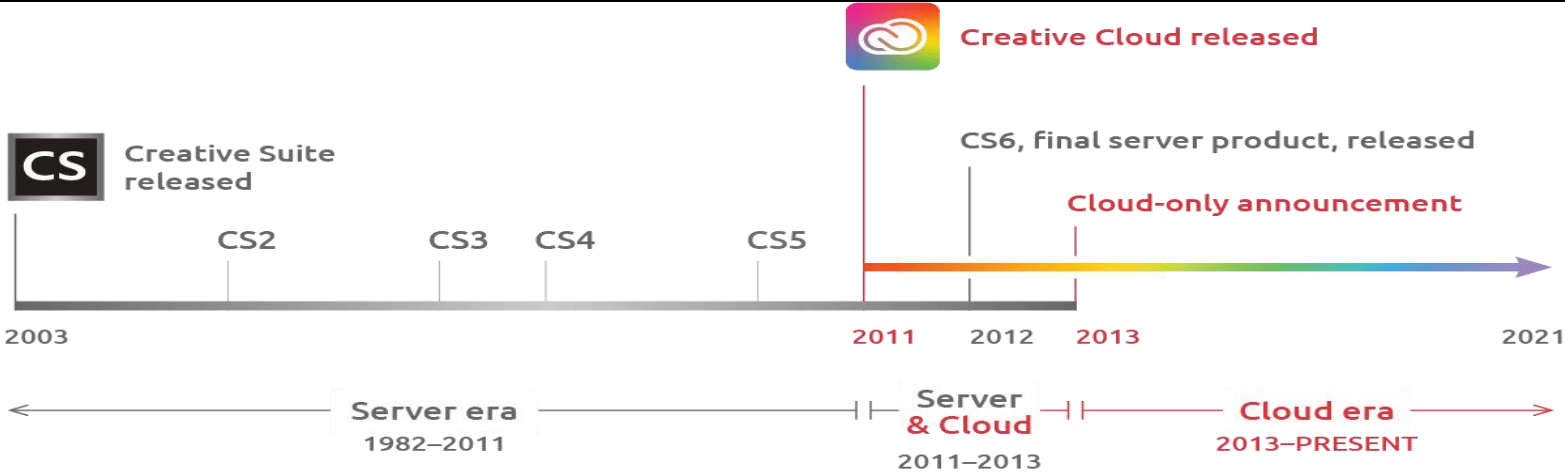
热门产品	产品介绍	热门产品	产品介绍
	Photoshop：编辑、合成和创建精美的图像、图形，实现更具辨识度的平面创意设计		Premiere Pro：锦上添花的专业视频编辑器，给创意留足时间
	Illustrator：持续扩展图形创作边界，释放图形更多可能		After Effects：电影级效果，让视频画面栩栩如生
	Acrobat Pro：随心掌控PDF，获取高效文档管理体验		InDesign：别具一格的版面设计，获取更惊艳的交互效果

Adobe Document Cloud：提供包含编辑、创建、导出、整理功能的PDF工具，满足客户办公需求。

	Acrobat Reader：用于可靠地查看、打印和共享 PDF 的免费全球标准		Acrobat Pro：完善的PDF 解决方案具有完整的转换和编辑功能、先进的保护功能以及强大的电子签名功能		Acrobat Standard：可靠地创建、编辑和签署PDF文档
---	--	---	--	---	-----------------------------------

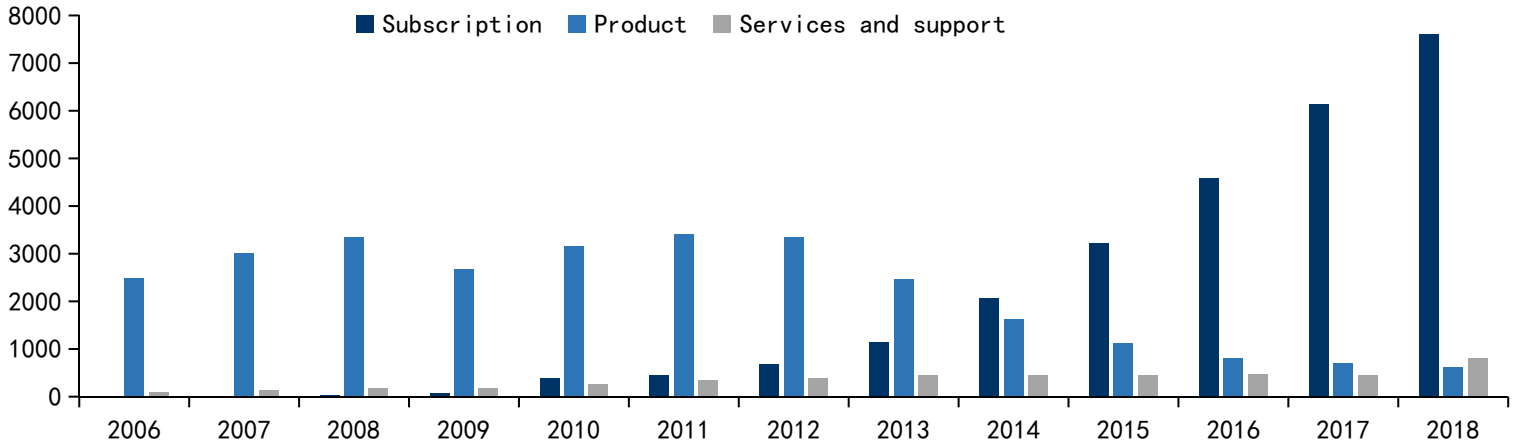
Adobe复盘与未来：13-19年成功云转型，23年或成AI驱动元年

图：Adobe产品线发布历程



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

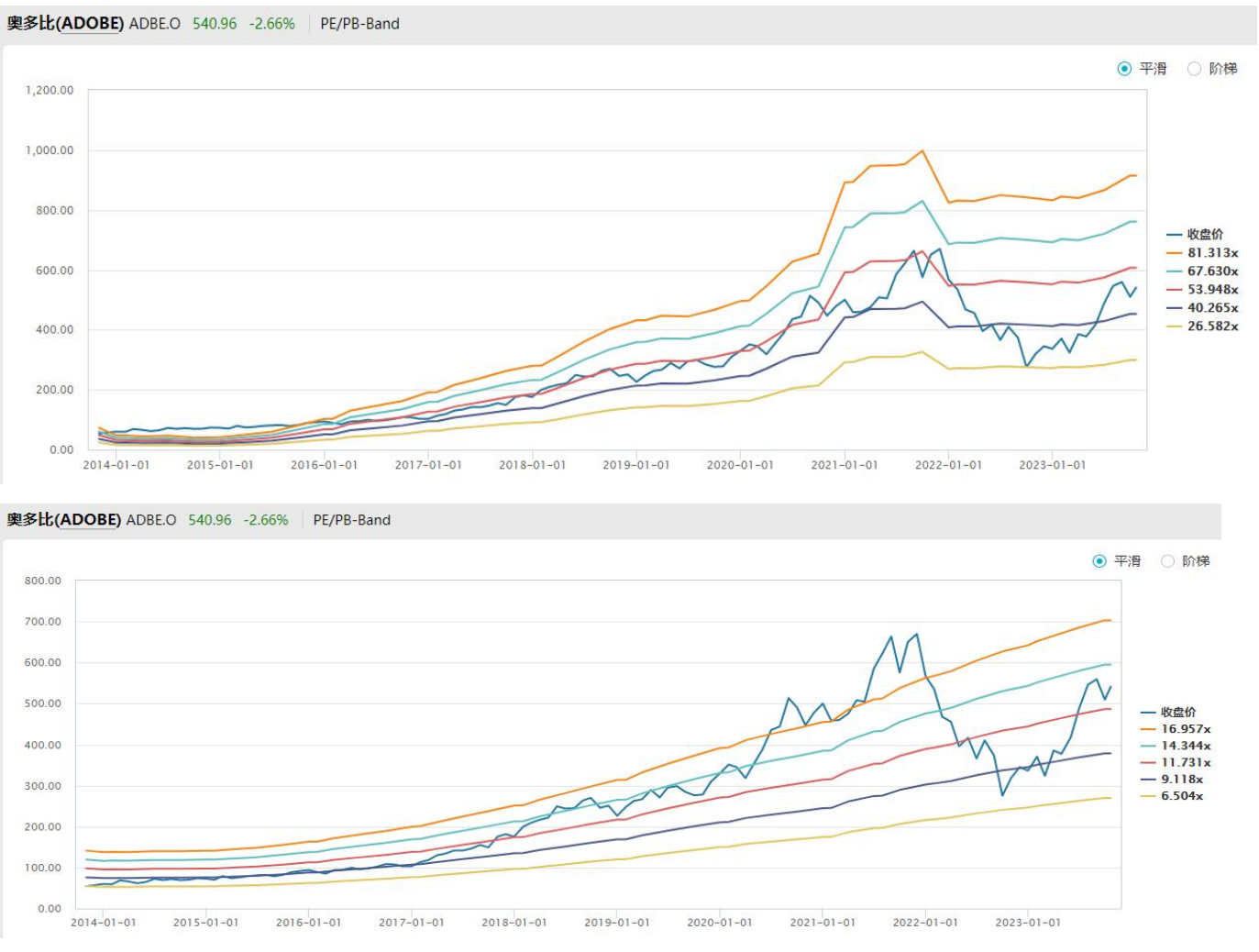
图：Adobe转云过程中收入体量和占比的构成（百万美元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

Adobe复盘与未来：13-19年成功云转型，23年或成AI驱动元年

图：Adobe股价PE-Band、PS-Band



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：Adobe历年财务数据

年份	收入（亿美元）	收入同比增速	扣非后归母净利润（亿美元）	净利润同比增速	净利润率
2009	29.46	-17.71%	4.28	-52.67%	14.53%
2010	38.00	28.99%	7.98	86.54%	21.00%
2011	42.16	10.95%	9.31	16.63%	22.08%
2012	44.04	4.45%	8.3	-10.83%	18.85%
2013	40.55	-7.91%	3.16	-61.86%	7.79%
2014	41.47	2.26%	2.88	-8.91%	6.94%
2015	47.96	15.64%	6.31	118.92%	13.16%
2016	58.54	22.08%	11.67	85.41%	19.94%
2017	73.02	24.72%	16.94	44.93%	23.20%
2018	90.30	23.67%	25.91	52.94%	28.69%
2019	111.71	23.71%	29.51	13.91%	26.42%
2020	128.68	15.19%	52.6	78.24%	40.88%
2021	157.85	22.67%	48.22	-8.33%	30.55%
2022	176.06	11.54%	47.56	-1.37%	27.01%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

Adobe Firefly: 23年3月, Adobe推出创意生成式AI工具Firefly

- 2023年3月21日, Adobe 推出新的人工智能工具Firefly。Firefly是创意生成式AI, 专注于图像生成和文本效果。9月13日, Adobe宣布, 经过数月的测试, Firefly 生成式AI模型已经在 Adobe Creative Cloud、Adobe Express 和 Adobe Experience Cloud 等多个应用中正式上线。
- ✓ Firefly的功能目前包括: 文生图、生成填充、文本效果、生成再生颜色、3D到图像(即将推出)、文字建立向量(即将推出)等。
- ✓ Firefly探索功能包括: 以草图建立影像、个人化的结果(根据自己物件/样式产生影像)、以文字建立范本。

图: Adobe Firefly功能展示

文生图



生成填色



文字效果



生成式重新上色



以3D建立影像
(即将推出)



以文字建立向量
(即将推出)



资料来源: Adobe官网、国信证券经济研究所整理

Adobe MAX 大会展示11项早期创新AI功能

- Adobe MAX 大会展示了11项早期创新功能，包含照片、视频、音频领域。10月11日，Adobe举行Adobe MAX创意大会，展示目前在AI领域的创新技术。公司表示，这些技术有可能会出现在后续产品中。我们展示部分案例：
- ✓ 照片：可以让平面图像变得具有图层。用户不用套索即可选择图像中元素，移动元素并自动填充等。
 - ✓ 音视频：用户可以通过语音识别文字像剪辑文档一样剪辑视频；改变视频中说话者语音并保留原声等。
 - ✓ 设计：依照照片设置3D姿势，并通过语言指令生成3D渲染图像等。

表：Adobe Max大会展示11项早期创新功能

领域	工具	功能
照片	Project Stardust	自动分析图像并创建不同对象的图层，用户只需拖放即可移动对象（无需套索），AI会自动填充空白部分。
	Project See Through	去除照片中的反射、玻璃反光。
视频和音频	Project Scene Change	不同摄像机轨迹拍摄的两个独立视频中的主题和场景合成为具有同步摄像机运动的场景。
	project fast fill	影片中的路人、咖啡拉花、衣服配色等内容快速移除或修改，通过一个帧改变从而改变整个画面。
	Project Res Up	视频从低分辨率转换为高分辨率
	Project Dub Dub Dub	自动将语音录音或视频音轨翻译成多种受支持的语言，同时保留原始说话者的声音。
3D 与设计	Project Poseable	AI 图像生成模型的突破。依照照片设置3D姿势，并通过语言指令生成3D渲染图像。
	Project Neo	3D 形状融入到他们的 2D 设计中。
	Project Primrose	衣服变成创意画布，改变交互式服装风格。
	Project Glyph Ease	简化繁琐的字形设计过程，从手绘字母形状开始，使用 AI 自动生成与输入字体风格匹配的一整套字形。
	Project Draw & Delight	将最初的想法（通常为粗糙的涂鸦）转变为精美的草图，然后尝试调色板、风格变化和不同的背景。

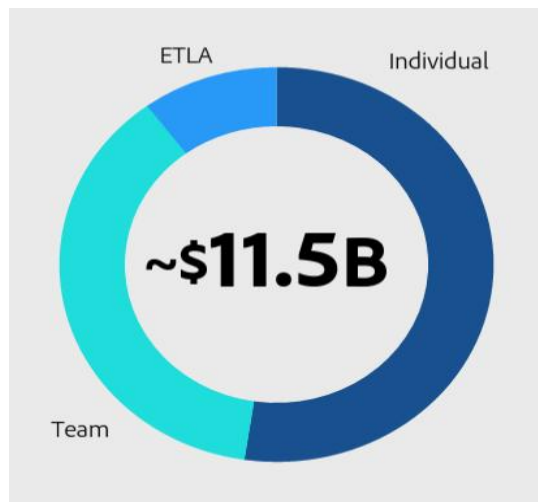
图：Adobe 部分创新功能展示



Adobe: 个人与企业并重不断吸纳消费者，当前客户以B端为主

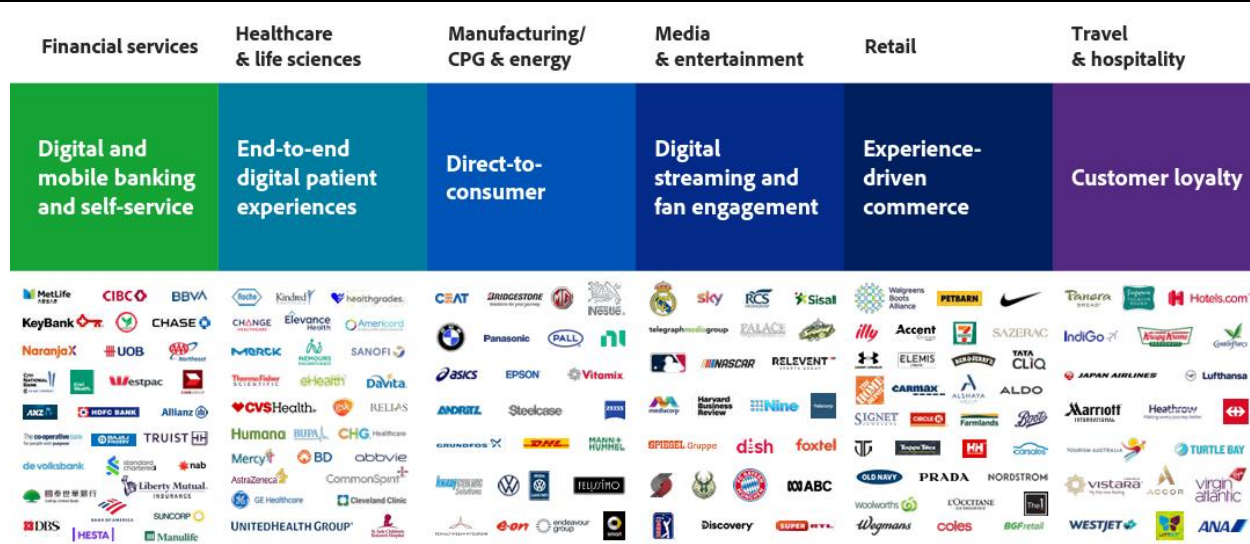
- Adobe个人与企业并重不断吸纳消费者，当前客户以B端为主。Adobe在Creative Cloud、Document Cloud、Experience Cloud三大产品线客户略有不同。
- ✓ Creative Cloud客户包含个人、团队、企业。包含创意专业者如摄影师、视频编辑、图形设计师和游戏开发人员等；包含内容创作者如学生、营销人员等。根据Adobe官网，22年Creative Cloud ARR构成中，Individual用户占比一半。
- ✓ Document Cloud客户包含个人、企业，帮助进行PDF处理、电子签名等；客户领域包含营销人员、广告商、代理机构、出版商、采购商、商人、网络分析师、数据科学家、开发人员等。
- ✓ Experience Cloud面向商业消费者，领域包含金融、健康、制造、媒体、零售、旅游等。

图：2022年Adobe Creative Cloud ARR构成



资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

图：Adobe Experience Cloud 客户类型

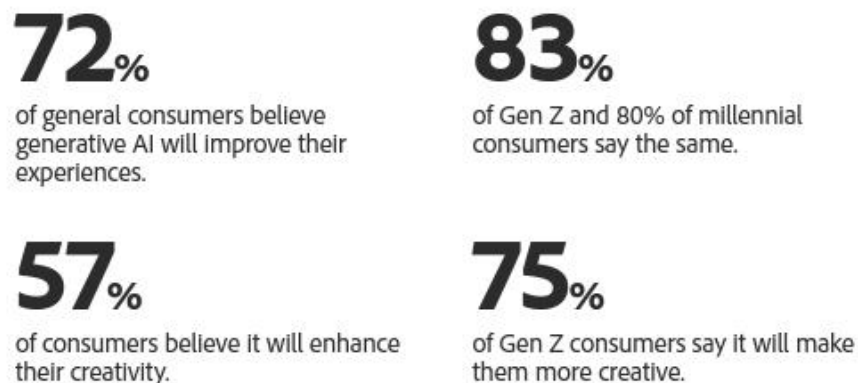


资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

Adobe: AI为Adobe创作者节省时间、提供创意灵感

- AI为Adobe创作者节省时间、提供创意灵感。根据Adobe调研，72%使用者希望通过AI节省时间。66%传播者需要更轻量的工具去创作内容。57%使用者相信AI可以加强创意水平。我们认为，AI在图像领域不仅仅可以帮助创作效果提升，更重要的是可以帮助使用者解决重复性劳动问题，例如图片进行重复、多角度上色等。
- 用户AI工具接受程度高，72% Adobe用户认为生成式AI可以增强使用体验。当前约10%的Adobe B端用户下载Firefly工具，在教育、游戏、新媒体等领域拓展良好。根据Adobe调研，72% Adobe用户认为生成式AI可以增强使用体验。

图：Adobe对AI产品使用客户调研



资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

图：Adobe对专业者、传播者、消费者客户使用调研



资料来源：Adobe Investor Day、国信证券经济研究所整理

Adobe: AI降低软件使用门槛, 不断扩大潜在市场空间TAM

- 原有Adobe产品主要面向专业型用户, 即全球约6800万企业级用户, 预计伴随Firefly AI降低软件使用门槛, 客户范围将扩展至全球9亿语言从事者、以及40亿消费者群体。
- 仅从Creative Cloud产品线分析, AI预计大幅扩展Adobe的潜在可触达市场空间, 预计2024年整体市场空间将增长超过50%, 达到约630亿美元。

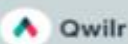
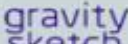
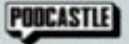
图: Adobe可触达市场空间TAM测算



资料来源: Adobe Investor Day、国信证券经济研究所整理

Adobe: 全面布局创意生产力工具

图: Adobe竞品

Adobe's offering	Some notable & emerging startup competitors		
Photography     	 Acq. by FB for \$18bn in 2012	 \$1.68bn last round's valuation	 2M€ seed led by P9 in 2020
Video      	 \$66M raised with Balderton & Insight	 \$45M raised with Amplify & Coatue	 \$11M Series A led by CRV in 2019
Graphic Design   	 \$408n last round's valuation	 \$7M Series A led by AirTree in 2020	
UX/UI Design  	 Acquired by Adobe for \$208n	 \$358M raised	 \$15M Series A led by Insight in 2021
3D Design   	 \$6M Seed led by P9 & Creandum in 2019	 \$35M Series A led by Accel & GV	
Podcasting 	 \$30M Series B led by Spark in 2021	 \$6M Seed led by P9 & RTP in 2021	
Motion Design  	 \$4M seed led by P9 in 2022		 P9 Family

资料来源: Adobe官网、国信证券经济研究所整理

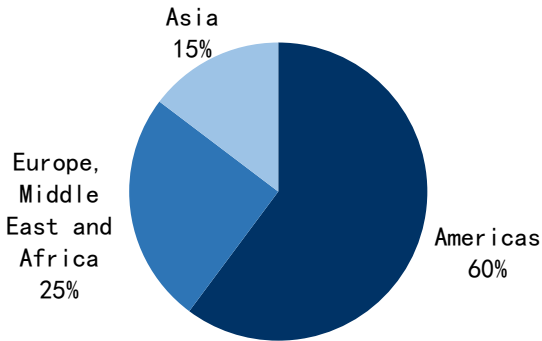
- Firefly采用点数付费，约5美分一张图，订阅部分pro产品会包含点数。1) Firefly采用点数付费，100个点数4.99美元/月，计算约5美分/图。2) 拥有Adobe ID 的使用者每月可有25个免费点数。产品订阅者会包含点数，如Creative Cloud pro所有程序订阅包含每月1000个点数。生成填色、扩张、文字建立影像等AI功能使用一次需要消耗一个点数，生成完成后的修改不需要消耗新点数。
- 11月起，Adobe将开始限制订阅者点数，并提高Creative Cloud订阅价格。在11月1日前，Creative Cloud、Adobe Firefly、Adobe Express 和 Adobe Stock 付费订阅者不会受到生成式点数的限制。从11月1日起，需受点数限制。除此以外，从11月1日起，Creative Cloud等订阅价格将进一步上调。当前Creative Cloud全套程序价格individuals 54.99美元/月起，Team 84.99美元/月/许可证起。
- AI版权问题：2019年，Adobe 创立的内容真实性倡议(CAI)，在全球拥有900多名成员（Stability AI、谷歌等）。1) 创作者可以要求其内容不用于训练模型；2) 围绕数字内容的起源、事实和创作者建立透明度。

表：Adobe 生成式点数费率表

功能	生成式点数使用
生成填色、生成扩张、以文字建立影像、生成式重新上色	1 个点数
文字效果	从2023年11月1日前：0个点数
	从2023年11月1日起：1个点数

数据来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理及测算

图：Adobe 收入地区分布

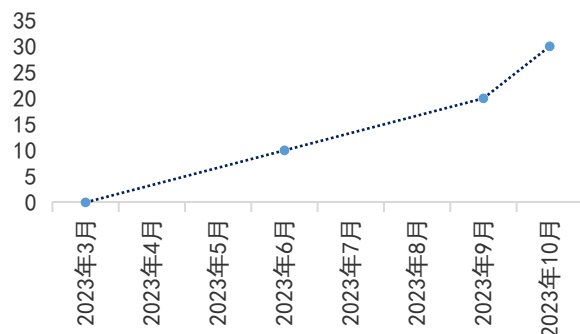


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

空间测算：Adobe Firefly用户当前已生成30亿张图片

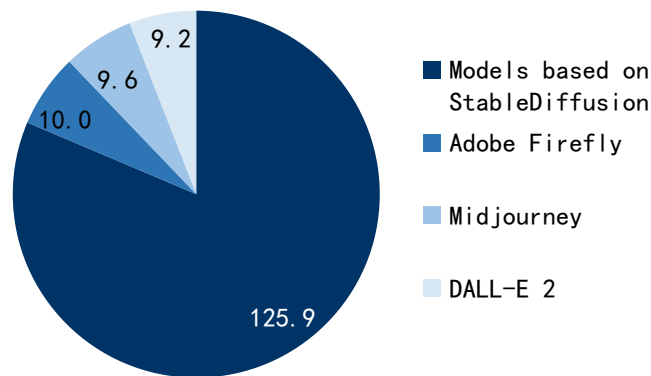
- Adobe Firefly公测6个月生成超20亿个图像，正式上线一个月生成10亿个图像。根据9月业绩会，自上市以来的6个月，Firefly 测试版已经生成了超过20亿个图像。根据10月Adobe Max 2023大会，Firefly用户已生成30亿个图像。
- 根据Everypixel Journal统计，截至23年8月，已有150亿个AI图像生成。
 - ✓ Stable Diffusion（开源）：根据Stability AI 首席执行官，所有渠道拥有超过1000万用户。通过官方渠道，过去用户每天会生成 200 万张图片，当前已达到了690万张。我们测算，Stable Diffusion用户每月创建约21张图片。
 - ✓ DALL-E-2:根据OpenAI报告，DALL-E-2每天生成超200万张图片。
 - ✓ Midjourney: 根据Photutorial，截止23年10月，Midjourney拥有1500万用户（150-250万活跃用户），每秒接收约20到40个作业。我们测算，Midjourney每天生成约260万张图片（每秒完成30个作业），每个活跃用户每月创建约39张图片。
 - ✓ Adobe Firefly: 根据Everypixel Journal，Adobe Creative Cloud拥有3000万用户。以9月生成10亿个图像测算，Adobe每天产生3000+万AI图像。由于不是所有用户都使用AI功能，我们假设当前约10%用户已使用Firefly，Firefly用户每月创建约333张图片。

图：Adobe Firefly生成图片张数（亿）



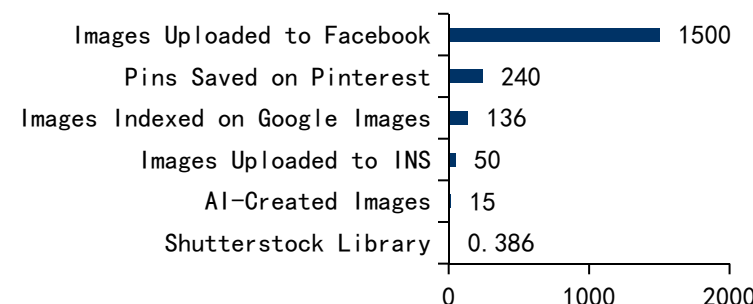
资料来源：Adobe官网、国信证券经济研究所整理

图：AI图片生成张数（亿，22.1-23.8）



资料来源：Everypixel Journal、国信证券经济研究所整理

图：图片库数量（十亿张）



资料来源：Everypixel Journal、国信证券经济研究所整理

空间测算：Firefly逐步渗透Adobe现有用户，年度有望生成648亿张图像



- **Firefly应用在Adobe工作流中，逐步渗透Adobe用户。**根据我们假设与测算，当前约10%Adobe 用户已使用Firely，用户每月创建约333张图像。根据Adobe调研，72% Adobe用户认为生成式AI可以增强使用体验。我们对Firefly在Adobe用户中渗透率与每月生成图片张数做敏感性分析，假设Firefly渗透率在60%，用户每月保持在300张图像创建，Adobe Firefly图片一年生成量在648亿左右。假设一张图为5美分收入，则Firefly为Adobe带来增量收入在32.4亿。
- **利润释放可期。**在不考虑新增用户的假设下，Firefly率先在现有客户群推广，因此不会带来较多新增的管理费用和销售费用。根据23Q3业绩会，公司认为在生成式AI作用下，23Q4经营利润率可保持在45%左右。我们对Firefly对公司的利润贡献做简单敏感性测算，若Firefly生成图片张数在648亿/年，每张收入在5美分，经营利润率在45%，则Firefly可为Adobe贡献近14.6亿美元的年度经营利润。
- **由于Firefly降低了专业创业软件的使用门槛，未来预计将有更多潜在用户会采购Adobe的套件，这块需求暂时未定量测算。**

表：Adobe 年度生成图片个数敏感性测算（亿）

		用户每月生图片个数							
		50	100	150	200	250	300	350	350
使用 Firefly 用户数 占比	10%	18	36	54	72	90	108	126	126
	20%	36	72	108	144	180	216	252	252
	30%	54	108	162	216	270	324	378	378
	40%	72	144	216	288	360	432	504	504
	50%	90	180	270	360	450	540	630	630
	60%	108	216	324	432	540	648	756	756
	70%	126	252	378	504	630	756	882	882

来源：国信证券经济研究所整理及测算

表：Adobe Firefly贡献收入与利润敏感性测算（亿美元）

	生成图片张数（亿）						
每张收入 (美分)	50		100	400	600	800	1000
	5	3	5	20	30	40	50
经营利 润率	生成图片张数（亿）						
		50	100	400	600	800	1000
	30%	0.8	1.5	6.0	9.0	12.0	15.0
	35%	0.9	1.8	7.0	10.5	14.0	17.5
	40%	1.0	2.0	8.0	12.0	16.0	20.0
	45%	1.1	2.3	9.0	13.5	18.0	22.5
	50%	1.3	2.5	10.0	15.0	20.0	25.0
55%	1.4	2.8	11.0	16.5	22.0	27.5	

来源：国信证券经济研究所整理及测算；假设:Firefly生成一张图片保持5美分收入

2、AIGC开启美图新篇章，竞品发展历程介绍

表：美图秀秀、醒图、Remini 业务总结

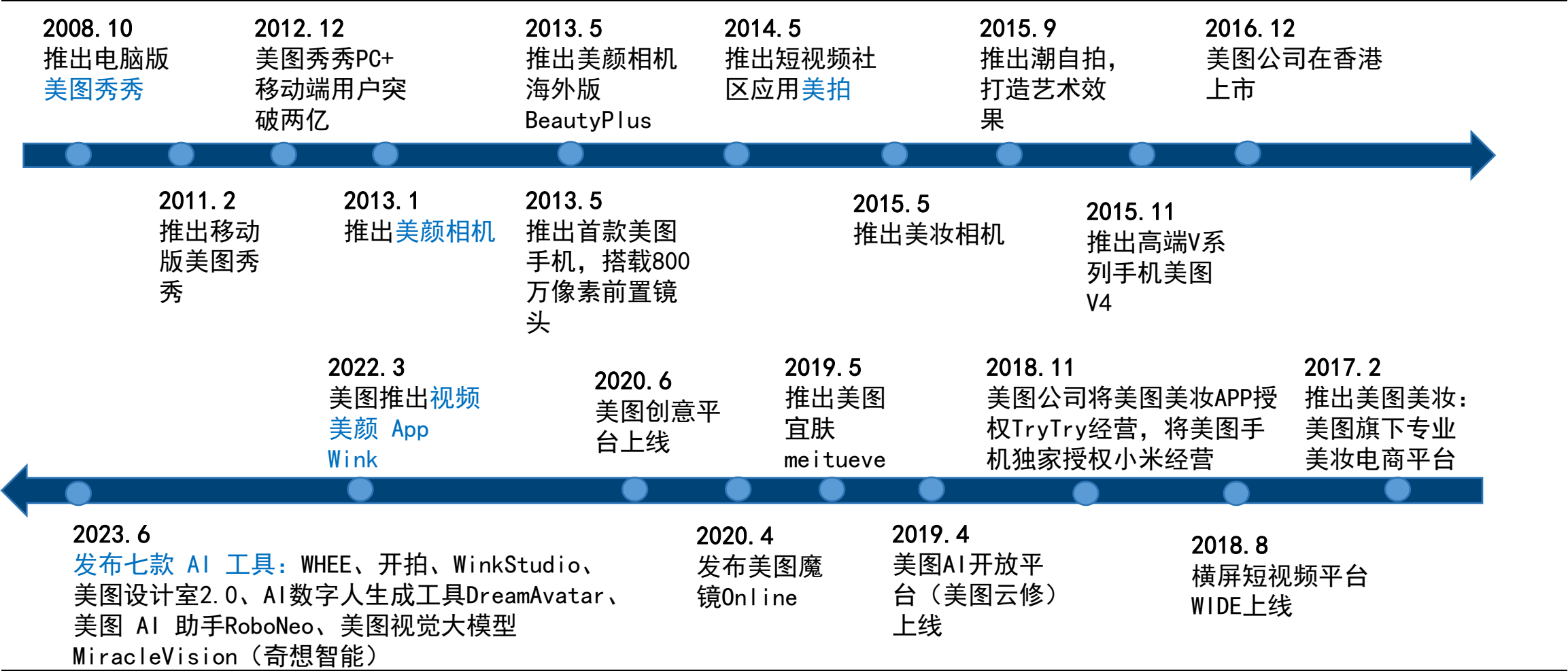
		美图	醒图	Remini
成立时间		2008年	2020年	2019年
背靠公司		美图	字节跳动	Bending Spoons
月活跃用户数		总计2.5亿，美图秀秀为1.3亿人，美颜相机为5210万人	5000+万	4000万
产品功能	处理形式	图片、视频	图片	图片、视频
	基础功能	除图片美化外，包含相机、视频美化功能，细化功能更多。	专注于修图功能。	图片、视频增强、人工智能图片、人工智能滤镜。
	AI功能	AI绘画、AI海报、AI商品图、AI头像、AI简笔画、AI换装、AI动漫、AI写真、AI扩图等。	AI绘图	图片视频增强（类似自动美化图片+图片清晰）、人工智能图片（类似AI写真）、人工智能滤镜(类似AI绘图)。
商业模式	付费会员	付费矩阵多。包含粉钻VIP、SVIP一次性付费。 美图秀秀VIP连续包年：98元/年	目前仅有VIP连续包年：108元/年	Lite会员和Pro会员。Lite会员HK\$238/年
	广告	广告位/形式较多。	没有专门的广告页面，多为随机出现。	页面跳转广告，会员可免除广告

数据来源：美图APP、醒图APP、Remini APP、国信证券经济研究所整理

美图：成立于2008年，美图秀秀、美颜相机在对应行业保持第一

➤ 美图公司成立于2008年，主要产品包括美图秀秀、美颜相机等。据QuestMobile数据显示，美图秀秀自2008年上线以来在国内图片美化赛道长期保持用户规模第一，美颜相机用户规模及月活均位列国内个性相机行业第一。

图：美图产品发展历程



资料来源：美图官网、36氪、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美图：AI时代，除生活场景外，美图将提供更多的生产力场景服务

- 2023年6月，公司发布7款AI时代的影像生产力工具。过去美图主要服务于生活场景，比如拍摄、修图、修视频、社交分享。在AI时代，除生活场景外，美图将提供更多的生产力场景服务。
- 美图秀秀为美图公司AI影像服务复合平台，为公司其他产品导流。公司当前在AI图片（WHEE、美颜相机、美图云修）、AI视频（wink、开拍）、AI设计（美图设计室）、AI数字人四大领域创新探索。2023年6月，美图发布AI视觉大模型MiracleVision，把长期积累的美学认知融入大模型。
- 10月9日，美图AI视觉大模型MiracleVision 3.0 发布，将帮助电商、广告、游戏、动漫、影视五大行业工作提效。

图：美图AI产品生态



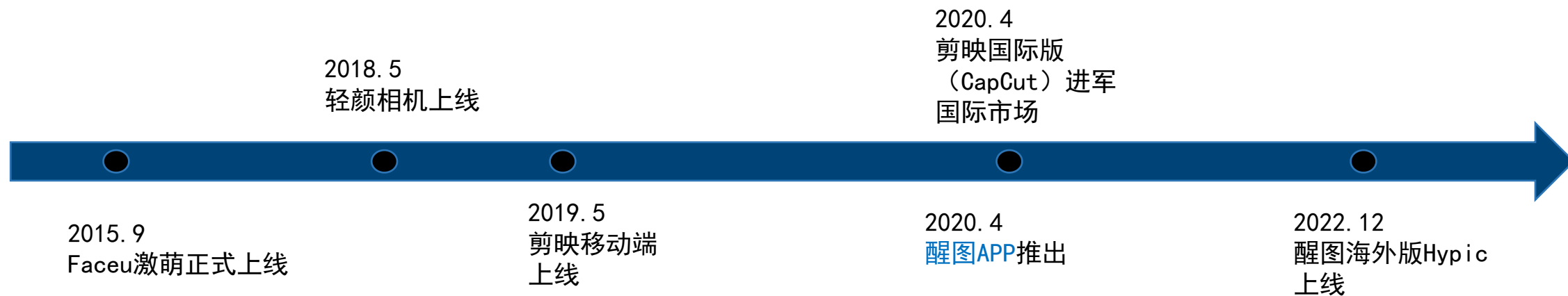
醒图：2020年推出，隶属于字节跳动，国内图片美化赛道仅次于美图秀秀，



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 醒图于2020年推出，为深圳脸萌科技旗下产品，隶属于字节跳动。脸萌科技创立于2014年，2018年脸萌科技获得北京字节跳动科技有限公司并购投资，被今日头条收购，由字节跳动有限公司间接持股。此外字节跳动除醒图外还推出了Faceu激萌、轻颜相机、剪映、CapCut等影像类产品。
- 醒图坐拥字节跳动背后巨大的流量扶持，整体发展速度十分迅速。自2020年推出至今，已冲击到app store摄影与录像榜单第7名，同类的修图软件下载量第2，仅次于美图秀秀。

图：字节跳动部分影像处理产品推出历程

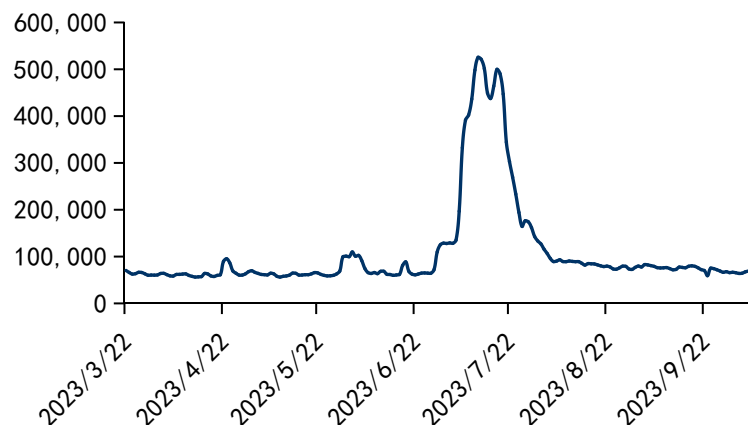


资料来源：醒图、36氪、七麦数据、国信证券经济研究所整理

Remini：2019年推出，2023年AI图像新玩法助推在海外爆火

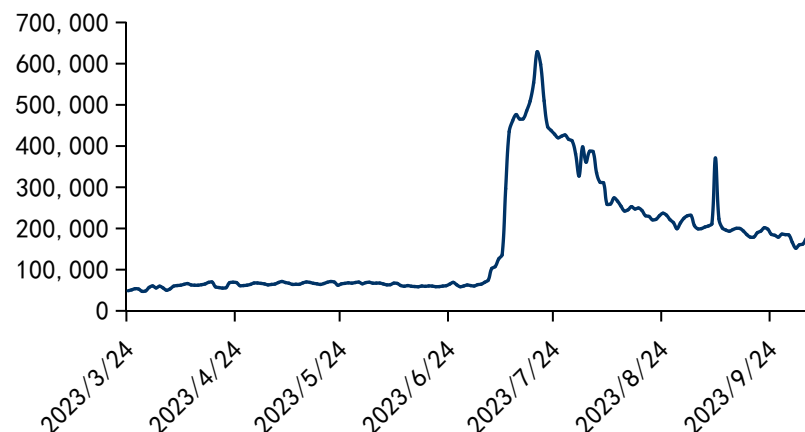
- Remini于2019年7月全球发布，由国内公司大觥科技开发，2021年出售给意大利厂商 Bending Spoons。
- **Remini前期专注于图像增强、AI修图，于2023年推出AI新玩法后爆火。**
- ✓ 最初Remini在海外通过“将老照片变清晰”获得用户增长。Bending Spoons收购后将运营投放的重点放在人工智能合成领域，AI修图成为宣传重点。
- ✓ Remini的AI功能于2023年4月更新，陆续推出了AI生成写真、AI宝宝、AI头像等一系列功能。随着AI写真、AI宝宝长相预测等功能在TikTok上的火爆流行，Remini从7月2日至15日的下载量已达4000万，并于7月11日飙升至美国应用商店整体排名第一。

图：Remini全球预估下载量



资料来源：Remini官网、点点数据、新榜、国信证券经济研究所整理

图：Remini全球预估收入（美元）

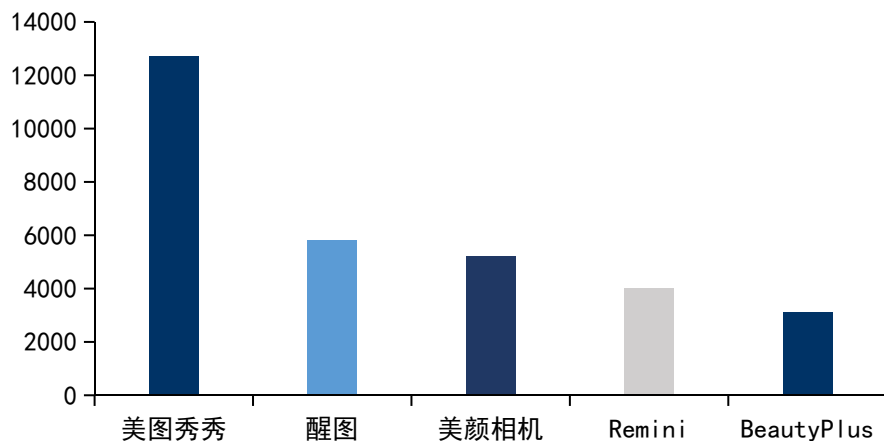


资料来源：Remini官网、点点数据、新榜、国信证券经济研究所整理

用户数：美图月活用户数总计为2.5亿，Remini月活用户数约为4000万

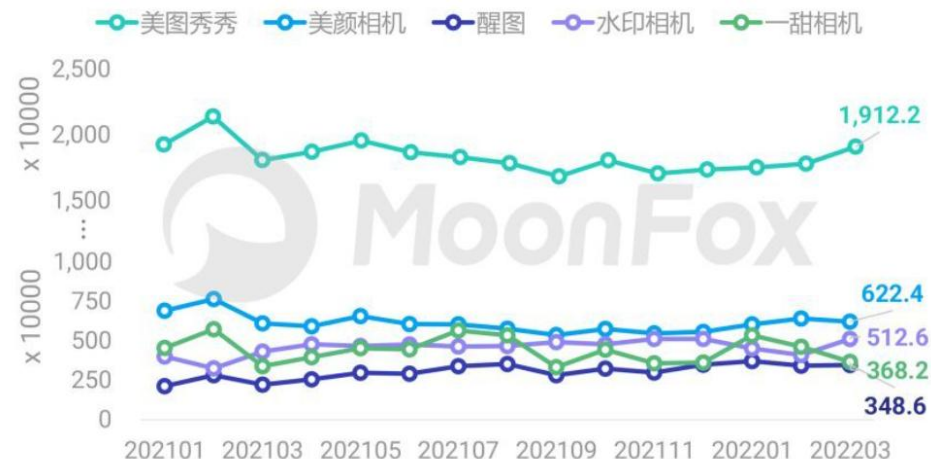
- **美图**：根据公司财报，截至2023年6月，美图公司产品月活用户数总计约2.5亿，其中美图秀秀月活用户数约为1.3亿，美颜相机月活用户数为5210万，BeautyPlus（海外版美颜相机）月活用户数约3117万。
- **醒图**：月活用户数约为5000+万。
- **Remini**：根据公司官网，月活用户数约4000万。

图：美图产品、醒图、Remini月活跃用户数对比（万人）



资料来源：Remini官网、月狐数据、公司财报、国信证券经济研究所整理

图：国内拍摄美化APP DAU 统计（截至22Q1）



资料来源：月狐数据、国信证券经济研究所整理

产品功能：美图功能全面，醒图专注修图功能，Remini聚焦AI与图片增强

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 美图秀秀功能：除图片美化外，包含相机、视频美化功能，细化功能更多。美图秀秀是美图公司的产品集合体，在美图秀秀首页可以跳转美颜相机、wink、whee等，下方tab包含美图设计室等。
- 醒图功能：功能主要为图片美化、美容。
- Remini:主要功能包含图片视频增强、人工智能图片、人工智能滤镜。

表：美图秀秀、醒图、Remini功能比较

	美图秀秀	醒图	remini
主页面功能	与醒图重复：图片美化、人像美容、拼图、AI绘图。 其他功能：相机、视频剪辑、视频美容、无缝拼图、百变AI头像、修合照、男生轻修、帮我修图借钱、AI写真、AI滤镜、拼接图、简笔画、照片上色、美容机器人、魔法照片、智能去印、批量修图、形象照、帮我设计、标记、唱片书	导入照片、AI绘图、拼图、批量修图、活动中心	1、图片、视频增强：将图片、视频面部增强、面部发光、自动颜色、背景增强等。 2、人工智能图片：AI模板生成专属写真。 3、人工智能滤镜：类似AI绘图。
下方tab	首页、画廊、美图AI、设计室、我 美图AI:包括全部、AI绘画、AI设计、AI视频四大功能区；设计室：由空白画布、智能抠图、AI商品图、变清晰四个主要板块组成	修图、模板、我的	图片增强、人工智能图片 人工智能滤镜
AI相关	AI绘画、AI海报、AI商品图、AI头像、AI简笔画、AI换装、AI动漫、AI写真、AI扩图等	AI绘图	图片视频增强（自动美化图片+图片清晰）、人工智能图片（类似AI写真） 人工智能滤镜(类似AI绘图)

数据来源：美图APP、醒图APP、Remini APP、国信证券经济研究所整理

图：美图秀秀、醒图、Remini首图展示



资料来源：美图秀秀APP、醒图APP、Remini APP、国信证券经济研究所整理

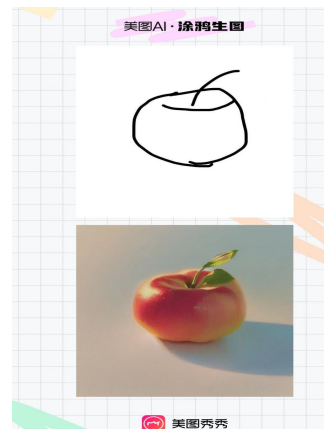
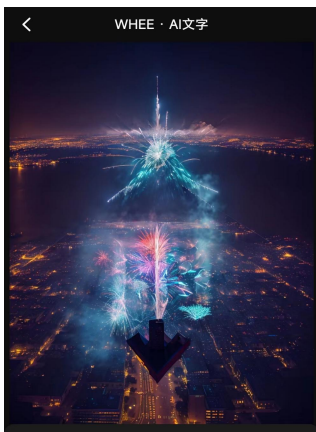
产品AI功能：美图AI功能齐全，醒图仅有AI绘图

- **美图秀秀**:涵盖AI功能齐全。AI功能包含AI绘画、AI海报、AI商品图、AI头像、AI简笔画、AI换装、AI动漫、AI写真、AI扩图等。在AI绘图板块包含图生图、AI文字、文生图、头像制作、涂鸦生图、宠物生图、线稿上色功能。
- **醒图**: AI功能相对较少，目前仅包含AI绘图，版块只有图生图。
- **Remini**:包含图片增强、人工智能图片、人工智能滤镜，类似于自动美颜、AI写真、AI绘画等。

图：美图AI绘图功能展示

美图秀秀AI文字：输入大雨 美图秀秀AI文生图：大雨 美图秀秀AI百变头像：输入 美图秀秀AI涂鸦生图 美图秀秀AI生成狗狗头像

安妮海瑟薇照片



资料来源：美图秀秀APP、国信证券经济研究所整理

商业模式-付费会员：美图付费矩阵更多，美图秀秀VIP连续包年价格低于醒图



- 会员体系：美图付费矩阵更多。1) 美图秀秀包含粉钻VIP、SVIP、一次性付费。SVIP权益主要为更专业的海报模板、素材等设计。一次付费包含证件照、形象照等。2) 醒图目前仅有VIP功能。3) Remini包含Lite会员和Pro会员。
- 会员价格：连续包年价格，美图秀秀VIP略低于醒图VIP。连续包月美图秀秀VIP与醒图VIP相同，为12元/月。连续包年价格，美图秀秀略低于醒图，分别为98元/年、108元/年。Remini Lite会员每年HK\$238。

表：美图秀秀、醒图、ReminiVIP价格比较

	APP	功能	会员价格
美图	美图秀秀粉钻VIP	修图、滤镜、贴纸等	连续包月12元/月；月卡18元/月 连续包年98元/年；年卡168元/年 海外版月卡7.99美元/月（人民币58元） 年卡33.99美元/年（人民币249元）
	美图秀秀粉钻SVIP	VIP+海报模板商业使用、商业模板、商业素材等	连续包月20元/月；月卡30元/月 连续包年168元/年；年卡228元/年
	美图 WHEE	图生图、文生图、模型训练等	连续包月58元/月；月卡68元/月 连续包季158元/季 连续包年518元/年
	美图 wink	高清视频、画质修复、手动美容、视频剪辑等	连续包月18元/月；月卡25元/月 连续包年168元/年；包年218元/月
醒图		修图、滤镜、贴纸等	连续包月12元/月 连续包年108元/年
remini		图片视频增强、AI写真、AI滤镜等	1) Lite（仅照片增强，不含视频）：每年HK\$238(人民币222元)，每周HK\$23(21元)； 2) PRO：每年HK\$588(人民币548元)，每周HK\$78（人民币73元）。

表：美图秀秀一次性付费内容

功能	价格
证件照	基础裁剪+排版 9.9元、多底色选项 1.99元 换服装 5.9元/套
形象照	6.9元/次、10.9元/3次、19.9元/10次、 24.9元/15次
AI头像	50张（5种风格，每种10张）6.5元、100张（10种风格，每种10张）9.9元、200张（20种风格，每种10张）12.9元
AI写真	8.8元/张
AI绘图	可用美豆兑换（10美豆=1元），AI图生图、文生图0.2元/张，AI涂鸦生图0.3元/张，AI宠物头像、线稿上色0.4元/张

注：港币汇率采用10月8日最新汇率 美元汇率采用10月16日最新汇率

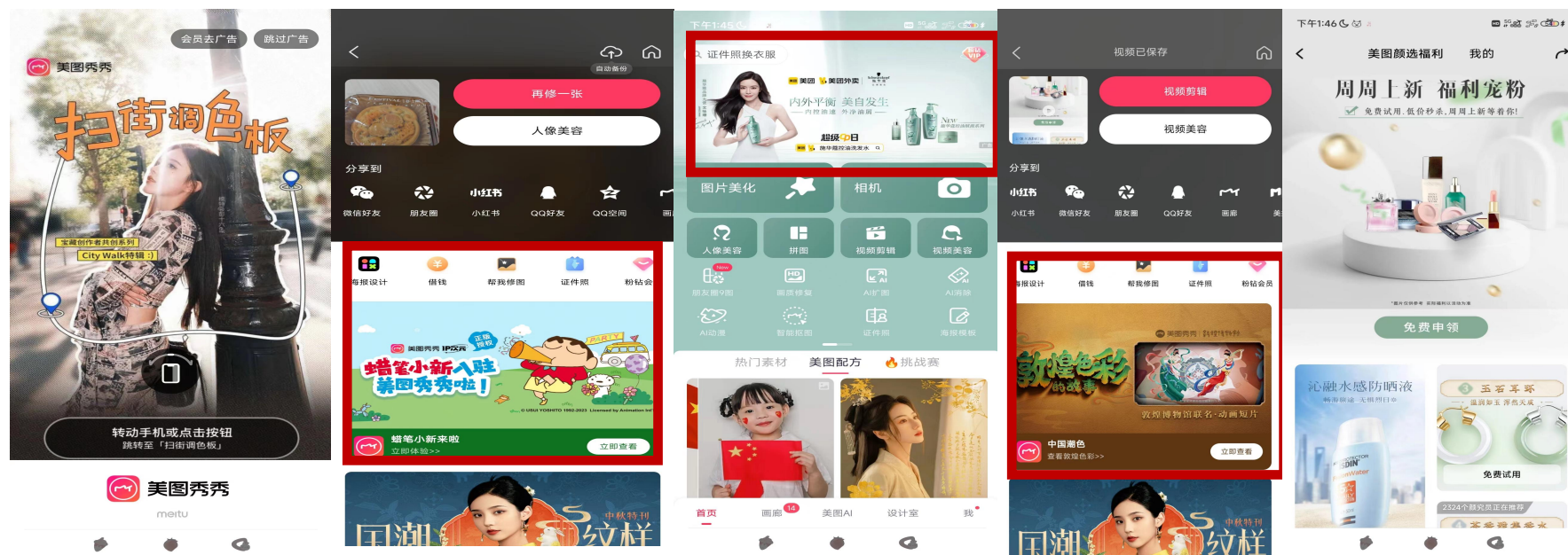
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

数据来源：美图APP、醒图APP、Remini APP、国信证券经济研究所整理

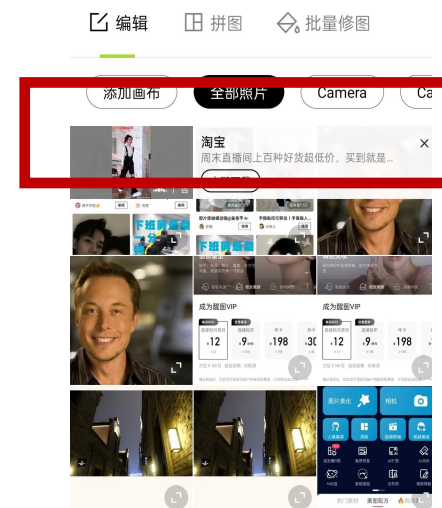
商业模式-广告：美图广告位较多，醒图广告较为克制，Remini会员可免广告

- **美图秀秀广告：**包含banner广告、开屏广告、视频广告、弹窗广告、品牌合作广告等。分布在相册列表、照片选择、美容/美化挂件、保存分享时等位置。
- **醒图广告：**页面简洁干净，目前没有专门的广告页面，广告多为随机出现。根据使用体验，醒图基本没有广告，只有个别次打开图片时，有banner广告。
- **Remini广告：**Remini在打开不同页面时，有可能会自动跳转广告页面。会员可免除广告。

图：美图秀秀广告位展示



图：醒图广告位展示



资料来源：美图秀秀APP、国信证券经济研究所整理

资料来源：醒图APP、国信证券经济研究所整理

3、竞品传统功能对比—客户群体和商业模式设计不同

修图功能总结：美图与醒图基本功能相差不大，醒图更倾向保留自然容貌

国信证券
GUOSEN SECURITIES

➤ 修图功能主要基于平台对审美的理解，美图修图功能更全面和细致。修图功能差异体现在滤镜、装饰、人像风格等方面。美图在修图领域有长达十几年的审美积累，并且在美容方面功能相比较醒图更加细致。

表：美图秀秀、醒图修图功能总结

	美图	醒图
美化功能	功能相差不大，差别主要在于平台特有的滤镜、文字、边框样式等。	
美容功能	功能更全面，包括去油光、皮肤细节、去黑眼圈等细节调整	
VIP功能	权益类型基本相同，主要为面部修饰、美妆效果、滤镜等	
美容效果	不同效果下调整幅度大。	调整幅度更小，更倾向保留自然容貌。

美图VS醒图：美化功能差距不大，美图秀秀美容功能更多

- 美化功能中，两者功能相差不大。差别主要在于平台特有的滤镜、文字、边框样式等。
- 美容功能：美图秀秀的美容功能更全面，包括去油光、皮肤细节、去黑眼圈等细节调整。

表：美图与醒图图片美化、美容功能比较

美图秀秀与醒图图片美化功能对比		
功能	美图秀秀	醒图
一键加入现成贴纸	√	√
智能优化	√	√
编辑（裁剪、扩图等）	√	√
滤镜	√	√
调色	√	√
特效	集成在滤镜里	√
加文字	√	√
贴纸	√	√
消除笔	√	√
边框调整	√	×
马赛克	√	√
标记	√	√
背景虚化	√	√
导入图片	×	√
涂鸦笔	√	√
抠图	√	√
背景置换	√	√
画质修复	√	√
AI写真	√	×

美图秀秀与醒图图片美容功能对比		
功能	美图秀秀	醒图
一键美颜	√	√
美妆	√	√
面部重塑	√	√
瘦脸瘦身	√	√
增高塑形	√	√
磨皮	√	√
美白	√	√
去皱	√	√
面部丰盈	√	√
修容	√	√
祛斑祛痘	√	√
去油光	√	×
小头	√	√
皮肤细节	√	×
眼部精修	√	√
去黑眼圈	√	×
美发	√	√
整牙	√	×
帮我修图	√	√
证件照	√	×
打光	×	√
表情	集成在面部重塑，但表情不如醒图多	√
手动美体	√	√
克隆	×	√
五官立体	集成在美妆里	√

美图VS醒图：修图模板社区来看，抖音为醒图导流

- 美图秀秀模板社区：素材、配方分类更细化，并配备挑战赛激发创作。包含热门素材、美图配方、挑战赛。
- 醒图模板社区：包含精选模板、作品集。与抖音联动：1) 醒图模板中包含抖音爆款；2) 醒图活动包含图文创作小课堂（10分钟带你学会抖音图文流量指南）；3) 作品集发抖音有机会获得流量扶持。

图：醒图模板社区与抖音联动



图：美图秀秀模板社区



图片美容功能展示：醒图调整幅度更小，更倾向保留自然容貌

- 图片美化主要基于平台对审美的理解，从一键美颜效果看，醒图调整幅度更小，更倾向保留自然容貌。
- ✓ 肤色发色上，美图秀秀更多变，在不同的效果下人物肤色会随之调整，而醒图的肤色调整幅度相对来说比较小。
- ✓ 面部平整度、肤色均匀度、光滑度方面美图秀秀调整幅度更大，醒图对于面部五官、轮廓的处理则较为适度。
- ✓ 妆容处理上，美图秀秀保持了较高的处理程度，眼部在不同滤镜下变化大；醒图倾向于自然。

美图秀秀与醒图一键美颜修图功能比较

原图	APP	一键美颜-原生	一键美颜-盐系	一键美颜-白月光	一键美颜-美式	一键美颜-钓系	一键美颜-淡妆	一键美颜-夏日
	美图秀秀							
	醒图							

数据来源：美图APP、醒图APP、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

4、美图、醒图、Remini AI功能对比——垂类数据积累或拉开差距

AI功能总结：AI绘图美图模板较多，AI写真Remini更细致真实

表：美图秀秀、醒图、Remini AI功能总结

			美图	Remini	醒图
AI绘图	功能		美图秀秀内置WHEE：基于图片自主进行拓展，也可使用模板 美图WHEE网页：可输入提示词，选择风格模型等自定义拓展。	套用模板	套用模板
	效果	模板	包含用户分享配方，可以直接使用，WHEE网页版可自定义生成想要的图片。	34种，风格较为国际化，中国风图像处理效果一般	45+种
		细节处理	都存在手部处理不到位的情况。美图WHEE可以通过自定义和图片不断迭代优化手部问题。		
AI写真	需要照片张数		8-20张	8-12张	
	效果	风格模板	24种	100+	
		处理效果	在人像识别基础上添加较强美颜效果。	识别更加细致，比如能够识别处眼角形状、眉骨走势等。	
图像增强	功能		美图可在清晰度修复后，手动继续进行修图。	图像增强融合一键修图功能。	
	效果			在自动修图功能叠加下，图像增强效果更明显，如打光、增加色彩饱和。	

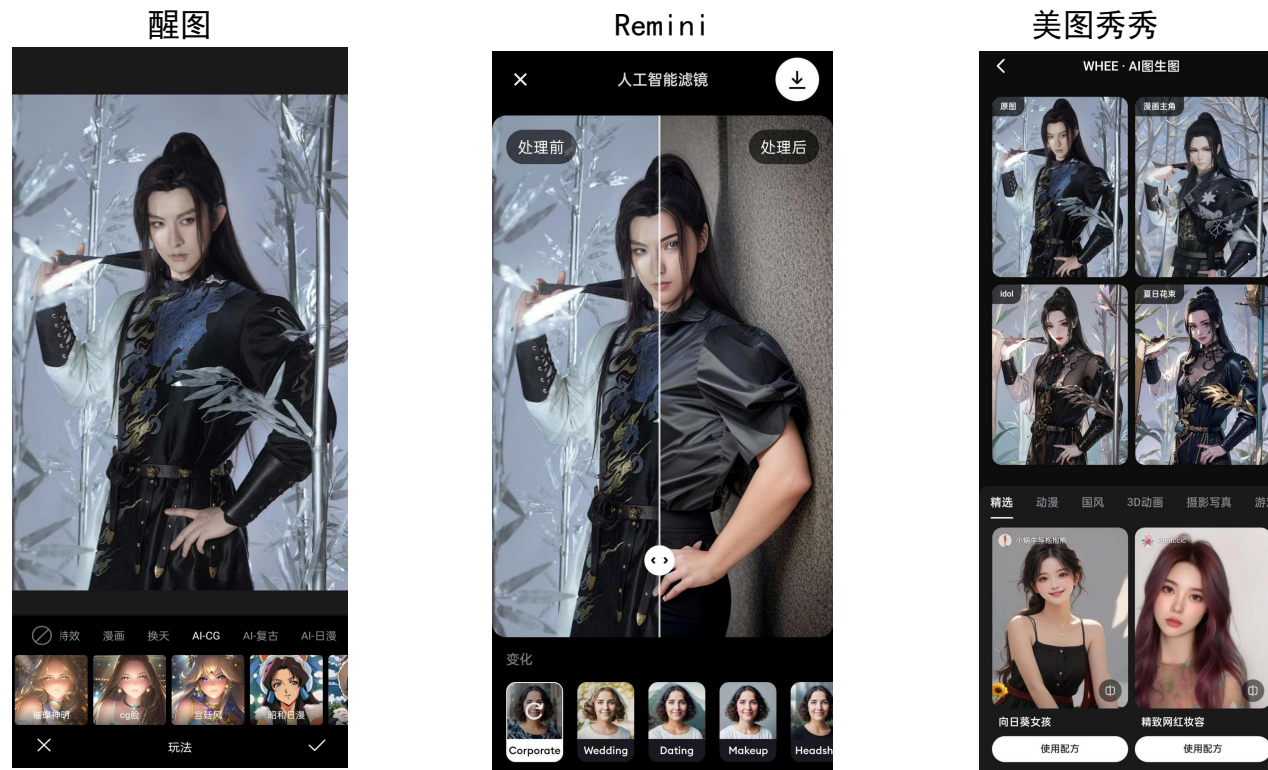
数据来源：美图APP、醒图APP、Remini APP、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

AI 绘图功能：美图基于图片自定义拓展，醒图、Remini 套用模板

- 美图秀秀内置WHEE：基于图片自主进行拓展，也可使用模板。
- 醒图：类似于套用模板，一键生成。
- Remini人工智能滤镜：类似于套用模板，一键生成。

图：美图秀秀（内置）、Remini、醒图 AI绘图界面展示

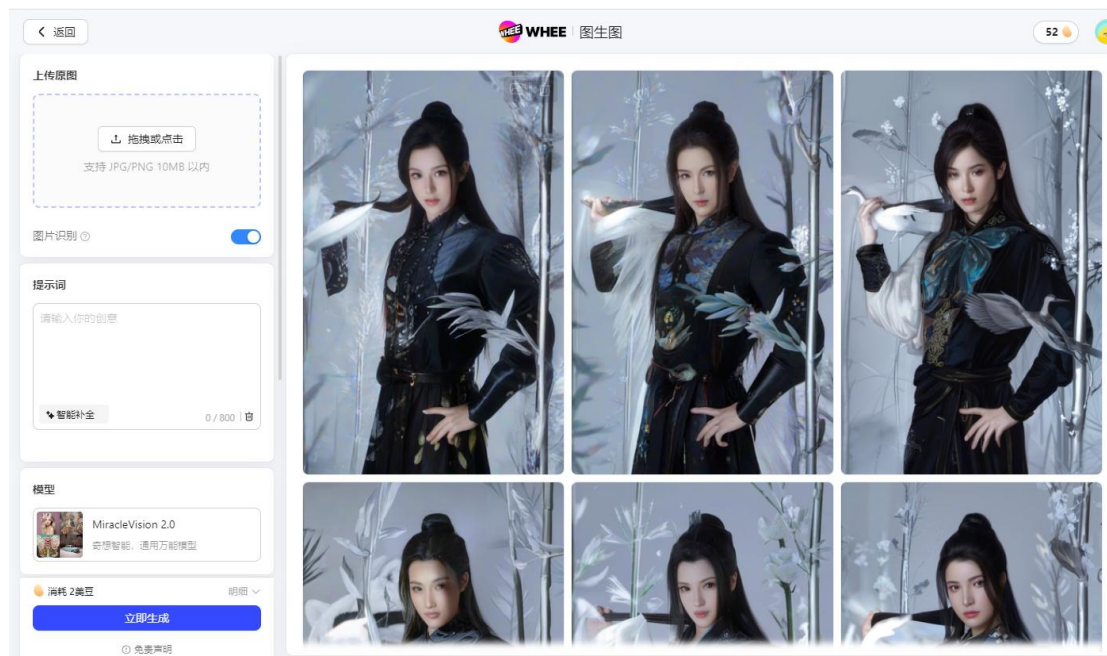


资料来源：美图APP、醒图APP、Remini APP、微博@coser 小梦、国信证券经济研究所整理

AI 绘图功能：美图基于图片自定义拓展，醒图、Remini套用模板

- 美图WHEEL网页：图生图可自定义拓展。用户可输入提示词，选择风格模型（18种）。并有尺寸、重绘幅度、创意相关度、生成张数、采样器、采样步骤、seed等参数调整。

图：WHEEL图生图网页左侧为调整栏、右侧为图片栏



图：WHEEL图生图网页左侧调整栏

风格模型：国漫、光影画片、工笔画、极简等18种

重绘幅度：越低越接近原始图

创意相关度：越高越接近描述，但会降低质量等

采样器：耗时、效果不同:Euler、Ddim等

采样步骤：步骤越多耗时越久



- **AI绘图模板：美图更多样与灵活：**美图秀秀内置WHEE包含用户分享配方，可以直接使用，目前可见模板数量约有200种；WHEE网页版可以根据提示词、选择风格（18种）等自定义生成想要的图片。醒图AI绘图目前风格仅有45+种；Remini人工智能滤镜目前风格34种，目前风格较为国际化，中国风图像处理效果一般。
- **AI绘图效果：**
 - ✓ **生成时间：**美图内置WHEE生成3张图在3-20秒，WHEE网页版生成一张图在10-30秒；醒图生成一张图在1-5秒；Remini生成一张图在5-15秒。
 - ✓ **处理效果：**都存在手部处理不到位的情况。美图WHEE可以通过自定义和图片不断迭代优化手部问题。

AI 绘图效果：美图基于图片自定义拓展，醒图、Remini套用模板



国信证券
GUOSEN SECURITIES

美图秀秀与醒图AI绘图功能比较

APP	自主生成（漫画主角）	自主生成（idol）	自主生成(夏日花束)	配方-铠甲勇士	配方-真人CG脸	配方-3D卡通
美图秀秀内置WHEE						
	国漫风格65%-无提示词	无风格-提示词微笑	无风格-提示词月下侠客	无风格-提示词游戏脸	无风格-提示词idol	国漫风格50%-提示词吉卜力风
WHEE 网页						
APP	热门-月下侠客	表情-梨涡笑	漫画-游戏脸	漫画-AI兔系	AI-日漫-吉卜力风	AI-CG-cg脸
醒图						
APP	corporate	headshot	hero	doll	LA	Sailor
remini						

来源：美图APP、醒图APP、微博@coser 小梦、国信证券

经济研究所整理之后的免责声明及其项下所有内容

- 生成写真所需照片张数：普遍需要8张以上。
- 应用模板：妙鸭、Remini可用模板数量在100+。妙鸭写真风格与热点/话题联动增加热度，如亚运会、敢死队4；Remini专注于国外市场，整体风格更加自然、并包含地方元素（头巾等）。美图AI写真目前模板数量为24种，我们认为模板数较少主要系美图拥有AI证件照、形象照等产品，更细化用户需求。
- AI写真效果：
 - ✓ 生成形象照时间：首次生成时间较长（30分钟左右），形成个人人像模板后，所需时间在10分钟内。
 - ✓ 人像效果：Remini风格更加真实、细致。1）从图像丰富度来看，Remini在同一风格模板下，会根据人像提供不同造型的人像（发型、表情、衣服、动作等），而美图和妙鸭输出图像仅会在发型、衣服等方面有区别。2）从人像识别角度来看，Remini识别更加细致，比如能够识别出眼角形状、眉骨走势等。美图和妙鸭在人像识别基础上添加较强美颜效果。

AI写真：妙鸭、Remini写真模板更多，Remini形成人像更真实

表：美图、Remin、妙鸭相机AI写真效果展示

	美图	Remini	妙鸭相机	妙鸭相机首次免费版
需要照片张数	8-20张	8-12张	15-50张	8张
写真模板种类	经典证件照、温柔肖像、芭比、美式证件照、傣族少女等	yearbook、hairstyle、top picks、elegant、nature、aesthetic、multiverse、stylish	星座、部落少女、加油亚运、敢死队4、职场、极简正装等	都市证件照模板
写真模板种类数量	女生21种、男生3种	100+种	120种，9.9元解锁30+模板	1
生成时间	预计36分钟，实际30分钟；第二次预计9分钟，实际约7分钟	预计18分钟，实际40分钟；第二次生成约200秒	制作分身预计55分钟，实际17分钟生成模板图片2分钟	制作分身预计55分钟，实际13分钟；生成模板图片约1分钟
生成照片张数	4张供选择	6张供选择	4张供选择	4张供选择
AI写真效果展示				
价格	8.8元	付费会员免费解锁	9.9元，收费模板5-60钻石（钻石0.1元/个）	首次免费，收费模板5-60钻石（钻石0.1元/个）

图像增强:Remini相较美图, 融合了自动修图功能

- 产品功能：Remini 图像增强融合一键修图功能，美图可在清晰度修复后，手动继续进行修图。Remini图像增强包含面部增强、面部发光、自动颜色、背景增强等一键修图功能。
- 图像增强效果：美图和Remini都能将图像变得更清晰，在自动修图功能叠加下，Remini图像增强效果更明显。从下表来看，Remini人像处理上有瘦脸、增加打光的功能，风景处理上有打光、增加色彩饱和度的功能。美图相应效果需要手动修图完成。

表：美图VS Remini图片增强

美图wink VS Remini 图像增强			
	人物照	风景照	老照片
原图			
美图wink			
remini			

附录1：美图迭代AI功能



2022. 11
美图秀秀推出
AI绘画



2023. 02
美图AI推出
AI简笔画



2023. 04
美图推出
AI换装



2023. 06
美图推出AI生成场景
妆造，一键生成我的
写真



2022. 12
美图AI推出
百变AI头像



2023. 03
美图AI推出
AI动漫



2023. 05
美图设计室
推出AI海报、
一键商品图



2023. 07
美图推出AI
扩图



附录2：AI为美图秀秀传统修图功能赋能（美图秀秀产品更新日志）

2022. 11

升级美发新增染发功能、共享修图、全脸或局部卸妆

2023. 1

AI照相馆：一键AI绘图；
面部丰盈：新增细节部位卧蚕、眉弓、嘴角等
新增男生轻修

2023. 3

美发功能新增直发、面部丰盈新增面颊、
双眼皮功能新增内双；
去水印功能支持文字消除；
视频美容：新增祛眼袋、身材美型小头、
新增部位直角肩、天鹅颈、瘦手臂丰胸

2022. 12

AI绘画；AI智能染发
美容磨皮新增质感模式；一键美颜新增笑容特效

2023. 2

AI智能上色：老照片上色
面部重塑新增下颌线、面部
丰盈新增鼻基底；
美容修容笔新增画笔素材
支持自由取色

2023. 4

文生图、AI动漫、AI简笔画、创意玩法一键生成
美容美发新增：增发量

2023. 10

面部重塑：新增面部倾斜、嘴唇倾斜；朋友圈9图、美图配方：秋意渐浓

2023. 8

美容AI美发新增光泽发；
美容美白支持手动涂抹和擦除；美图配方：夏消秋至

2023. 6

全新AI绘画；AI生成童年照；
美容修容笔新增肤色（提升肤色）、面部重塑、微调表情（内眼角、眼瞳大小调整）

2023. 9

美化新增AI字体、AI移除；
相机美颜：新增嘟嘟唇、
颅顶调节

2023. 7

消除笔AI移除全能无痕消除、AI扩图扩展画幅、支持自由选区和不同比例、AI调色支持导入目标图片生成滤镜效果。

面部重塑新增面部流畅及更多脸型部位、
新增去双下巴；增高塑形新增手动美体

2023. 5

AI特效、照片变漫画；
视频AI动漫
面部重塑新增表情重塑；
美容一键美颜新增表情
生成素材

第一，宏观经济波动。若宏观经济波动，产业变革及新技术的落地节奏或将受到影响。

第二，下游需求不及预期。若下游数字化需求不及预期，相关的数字化投入增长或慢于预期，致使行业增长不及预期。

第三，AI伦理风险。AI可能会生产违反道德、常规、法律等内容。

第四，核心技术水平升级不及预期的风险。AIGC相关产业技术壁垒较高，核心技术难以突破，影响整体进度。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032