

美图公司 (01357.HK)

公司战略明晰，关注 AI 对付费渗透率的推动

买入

核心观点

总收入同比+30%，影像与设计产品收入增长强劲带动，公司战略明晰。 2023H1，美图实现总收入 12.6 亿元，同比+30%，环比+13%。公司调整财报披露收入口径，2023H1，影像与设计产品业务/广告业务/美业解决方案业务/其他占收入比 48%/28%/23%/2%。**公司战略明晰：继续执行体系化的 AIGC 策略，推出更多针对生产力场景的应用程序及功能，并且优化定价策略。** 23H1，公司毛利率 60%，同比+8pct。毛利率提升主要系高毛利的影像与设计产品业务占比提升。经营杠杆下，公司费用率下降明显，总费率为 52%，同比-8pct。23H1，公司经调整利润 1.3 亿元（去年同期 0.25 亿元），经调整利润率 11%，同比提升 8pct。

付费渗透率提升驱动影像与设计产品收入高速增长。 23H1，美图影像设计产品收入 6.0 亿元，同比+62%。公司已在大部分影像产品中启用会员订阅模式。从运营数据来看，公司月活用户数平稳发展，付费渗透率不断提升。23H1，美图 MAU 2.47 亿，同比+3%。付费会员达到 720 万，同比+44%，付费渗透率为 2.9%，同比+0.9pct。我们认为付费渗透率的快速提升主要系：1) AI 对原产品（美图秀秀、美颜相机等）赋能；2) 22 年末以来，公司推出一系列 AIGC 产品和功能。AI 功能的推出丰富了产品组合，使得美图覆盖了与工作和生产力相关的应用场景。从产品矩阵来看，公司当前在 AI 图片（美图秀秀、美颜相机、美图云修）、AI 视频（wink、开拍）、AI 设计（WHEE、美图设计室）等领域创新探索。

广告业务预期未来平稳增长，美业解决方案业务仍在扩张期。 23H1，广告收入 3.5 亿元，同比+28%，环比-2%。23H1，美业解决方案收入 2.9 亿元，同比+31%。美业解决方案业务包含：1) 为 1 万多家线下化妆品门店提供 ERP 服务；2) EveLab Insight 为护肤品牌、医美诊所及美容院提供 AI 测肤解决方案等。根据公司指引，公司专注于加大与知名品牌产品客户的合作，建议关注扩展市场份额而非盈利能力。

投资建议：关注 AI 对付费渗透率的推动，给予“买入”评级。 公司当前在快速发展期，预计 23-25 年收入 28.5 亿/38.3 亿/48.6 亿，复合增速 31%；经调整利润 3.4/5.6/8.5 亿元，复合增速 58%。基于公司 24 年经调整利润进行 PE 估值，给予 24 年 32-34xPE，对应公司 24 年市值 202-214 亿港元，对应目标价 4.5-4.8 港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动；下游需求不及预期；AI 伦理风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,666	2,085	2,846	3,833	4,858
(+/-%)	39.5%	25.2%	36.5%	34.7%	26.7%
净利润(百万元)-调整后	64	84	342	556	850
(+/-%)	27.3%	32.1%	307.4%	62.5%	52.8%
每股收益(元)	-0.01	0.02	0.08	0.13	0.20
EBIT Margin	-6.0%	-4.5%	5.3%	13.2%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	-1.3%	2.5%	8.5%	12.3%	15.9%
市盈率 (PE)	-349.5	165.3	44.7	27.0	17.5
EV/EBITDA	-781.8	-587.9	73.7	32.3	21.4
市净率 (PB)	4.42	4.13	3.78	3.31	2.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	4.50 - 4.80 港元
收盘价	3.81 港元
总市值/流通市值	16945/16945 百万港元
52 周最高价/最低价	4.19/1.29 港元
近 3 个月日均成交额	239.70 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

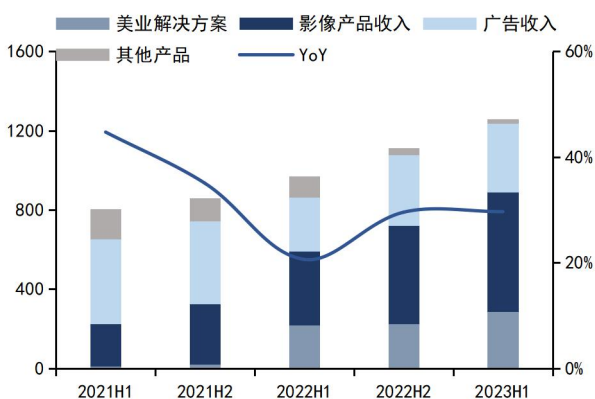
相关研究报告

业绩概览：总收入同比增长 30%，影像产品收入增长强劲带动

总收入同比+30%，公司战略明晰。2023H1，美图实现总收入 12.6 亿元，同比+30%，环比+13%，影像产品收入增长强劲带动。公司调整财报披露收入口径，2023H1，影像与设计产品业务/广告业务/美业解决方案业务/其他占收入比 48%/28%/23%/2%，同比+62%/+28%/+31%/-79%。公司战略明晰：继续执行体系化的 AIGC 策略，推出更多针对生产力场景的应用程序及功能，并且优化定价策略。

23H1，公司毛利润 7.5 亿元，同比+49%，毛利率 60%，同比+8pct。毛利率提升主要系高毛利的影像与设计产品业务和广告业务占比提升。23H1，公司总体费用同比+13%，公司持续对 AI 投入，研发费用 2.9 亿元，同比+11%。在经营杠杆下，公司费用率下降明显，总费率为 52%，同比-8pct。23H1，公司经调整利润 1.3 亿元（去年同期 0.25 亿元），经调整利润率 11%，同比提升 8pct。

图1：美图收入及增速（百万元、%）



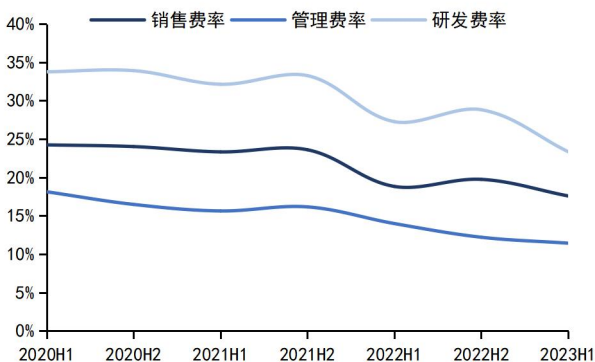
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：美图毛利润及毛利率（百万元、%）



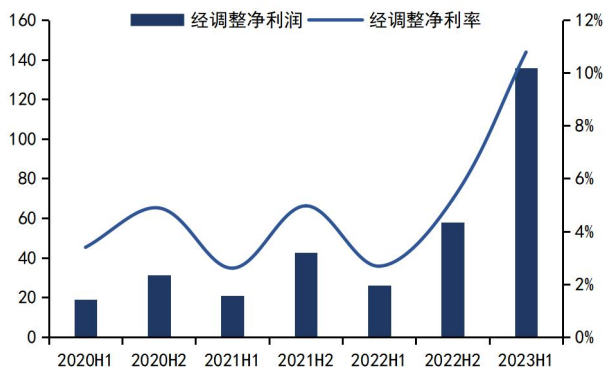
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美图各项期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：美图调整后净利润及利润率（百万元、%）



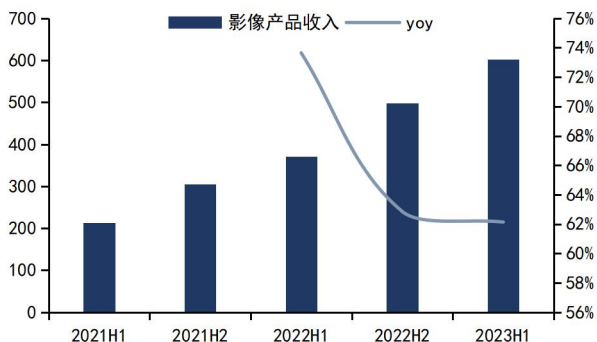
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

商业化：付费渗透率提升驱动影像设计产品收入高速增长

付费渗透率提升驱动影像设计产品收入高速增长。23H1，美图影像设计产品收入

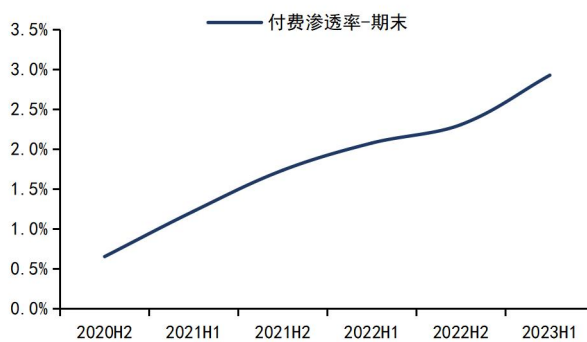
6.02 亿元，同比+62%，环比+21%。公司已在大部分影像产品中启用会员订阅模式。从运营数据来看，公司月活用户数平稳发展，付费渗透率不断提升。2023H1，美图 MAU 2.47 亿，同比+3%。VIP 付费会员达到 720 万，同比+44%，付费渗透率为 2.9%，同比+0.9pct。我们认为付费渗透率的快速提升，主要系：1) AI 对原产品（美图秀秀、美颜相机等）赋能；2) 22 年末以来，公司推出一系列 AIGC 产品和功能，如开拍、AI 剪辑、AI 绘图、AI 海报、AI 动漫等。AI 功能的推出丰富了产品组合，使得美图覆盖了与工作生产力相关的应用场景。

图5：美图影像与设计产品业务收入及增速（百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：美图付费渗透率-期末（%）

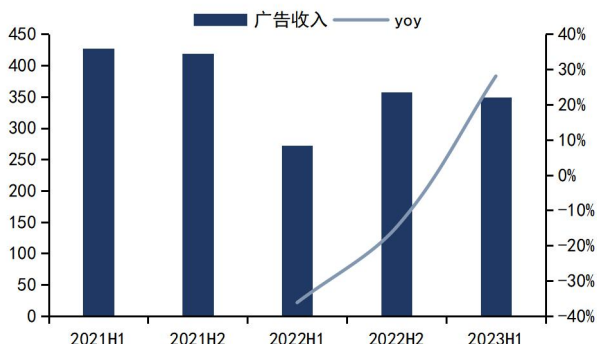


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

广告业务收入同比增长 28%，预期未来平稳增长。23H1，广告收入 3.5 亿元，同比+28%，环比-2%。广告收入主要来自电子商务、网络服务等客户。根据公司财报指引，公司主要商业模式转变为订阅模式，预期整体广告业务日后处于平稳增长的态势。

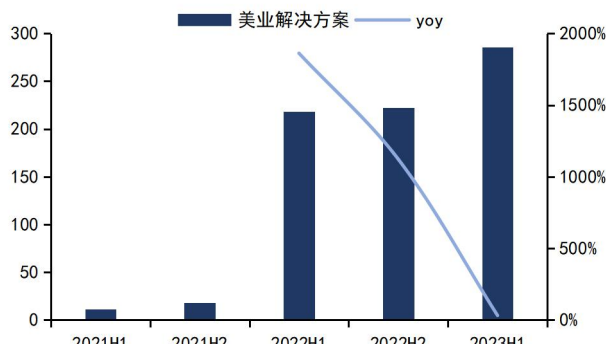
美业解决方案业务仍在扩张期，关注市场份额提升而非盈利能力。23H1，美业解决方案收入 2.86 亿元，同比+31%。业务包含：1) 公司为 1 万多家线下化妆品门店提供 ERP 服务；2) EveLab Insight 为护肤品牌、医美诊所及美容院提供 AI 测肤美业解决方案。根据公司指引，公司专注于加大与知名品牌产品客户的合作，以及扩大下游商家对供应链服务的使用率，来扩展市场份额而非盈利能力。

图7：美图广告业务收入及增速（百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：美图美业解决方案业务收入及增速（百万元、%）



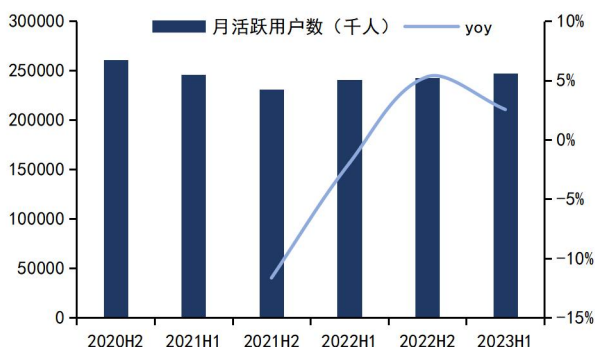
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司情况：领先的影像与设计产品服务提供者

1) 公司业务简介：领先的影像与设计产品服务提供者

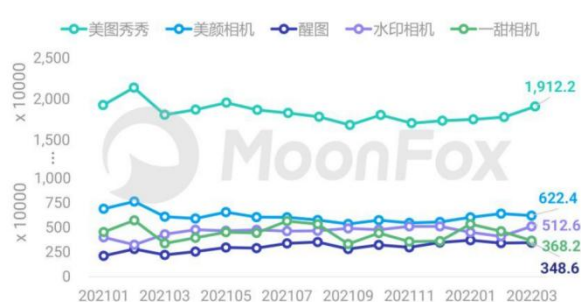
美图公司是一家以美为内核，以人工智能为驱动力的科技公司。美图公司成立于2008年，主要产品包括美图秀秀、美颜相机等。公司多年深耕图像编辑类产品，产品矩阵完善。过去美图主要服务于生活场景，比如拍摄、修图、修视频、社交分享。据QuestMobile数据显示，美图秀秀自2008年上线以来在国内图片美化赛道长期保持用户规模第一，美颜相机用户规模及月活均位列国内个性相机行业第一。根据公司财报，截至23H1，公司总体月活跃用户数2.47亿人，其中美图秀秀、美颜相机、Beautyplus月活跃用户数分别为1.26亿、5210万、3117万。

图9：美图产品活跃用户数及增速（千人）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：国内拍摄美化APP DAU 统计（截至22Q1、万）



资料来源：月狐数据、国信证券经济研究所整理

图11：美图产品发展历程



资料来源：美图官网、36氪、IT之家、国信证券经济研究所整理

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。从产品矩阵来看，公司当前在AI图片（美图秀秀、美颜相机、美图云修）、AI视频（wink、开拍）、AI设计（WHEE、美图设计室）等领域创新探索。2023年6月，美图发布AI视觉大模型MiracleVision（奇想智能），把长期积累的美学认知融入大模型，主要提供图像相关能力。2023年12月5日，美图推出新一版视觉大模型

MiracleVision (奇想智能) 4.0, 主打设计和视频能力, 商业 API (应用程序编程接口) 也同步开放。MiracleVision 4.0 将于 2024 年 1 月, 陆续应用于美图秀秀、美颜相机、Wink、美图设计室、WHEE 等美图旗下产品。

图 12: 美图 AI 产品矩阵



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 13: MiracleVision (奇想智能) 4.0 功能展现



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

MiracleVision 将落地电商、广告、游戏、动漫、影视五大行业, 希望能帮助五大行业“ workflow 提效”。根据 10 月 9 日美图 15 周年生日会介绍, 美图 AI 视觉大模型 MiracleVision 将全面应用于美图旗下影像与设计产品, 并将助力电商、广告、游戏、动漫、影视五大行业。

- 电商: 从涂鸦生成线稿、线稿上色、商品图、模特试穿图, 再到电商物料输出, 全程可通过 MiracleVision 实现。
- 在广告行业, MiracleVision 覆盖创意脑暴、创意深化、平面排版、多尺寸延展、线下投放预览的全 workflow, 助力客户在广告物料制作环节提效。
- 在游戏行业, MiracleVision 可以包揽场景设计、角色设计、道具设计、UI 图标、宣发物料等流程, 拓宽设计师想象空间的同时助力游戏行业降本。
- 在动漫行业, MiracleVision 打通了概念设计、故事板生成、线稿上色、动漫补帧、视频转动漫等流程, 支持创意到物料成品的快速落地。
- 在影视行业, MiracleVision 的高可控性可充分满足概念场景设计、分镜设计、人物造型、道具设计、宣发物料的效果要求, 提升影视行业设计环节的效率。

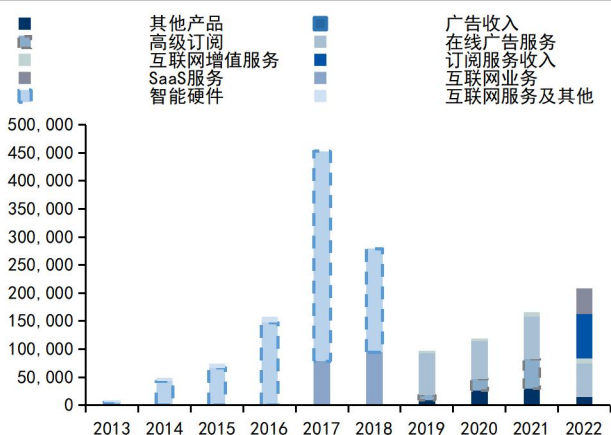
2) 公司业务拆分: 当前以影像与设计产品业务为主

2019 年公司业务转型, 当前以影像与设计产品业务为主。公司自 2013 年开始布局硬件端——美图手机, 2019 年美图宣布关停手机业务, 品牌授权给小米运营。2020 年以来, 公司布局 SaaS 业务: 1) 2020 年开始推广线上会员订阅制; 2) 线下方面, 美图宜肤布局 AI 测肤业务, 主要客户为化妆品品牌及美容院; 收购美得得, 布局美妆零售 ERP 系统。ERP SaaS 让化妆品门店运营管理更高效, 面向人群包含化妆品店老板、店长、导购; 供应链管理 SaaS 让化妆品采购的收益最大化, 面向人群包含化妆品品牌供方、自营仓、门店。

公司当前战略明晰: 继续执行体系化的 AIGC 策略, 推出更多针对生产力场景的应用程序及功能, 并且优化定价策略。

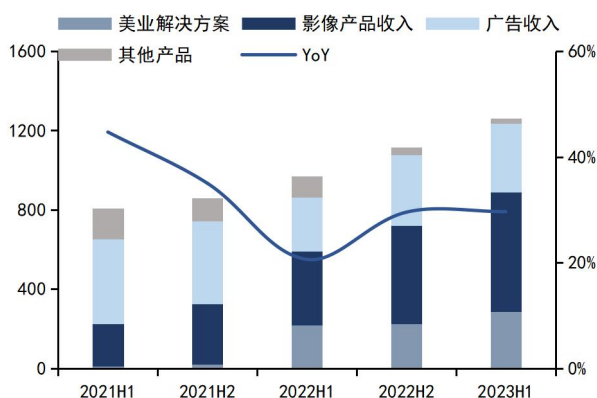
从收入端来看，2019 年以前，智能硬件是美图的主要收入来源；2020 年以来，订阅业务收入持续增长。2022 年公司总收入 20.9 亿元，19-22 年复合增速为 29%。2022 年，公司订阅服务/广告/互联网增值服务/SaaS 服务收入占比 38%/29%/5%/22%。2023H1，公司重新划分收入披露口径：1) VIP 订阅业务、互联网增值服务及 SaaS 相关业务项下的部分收入重新分类为“影像与设计产品”业务，主要产品包含美图秀秀、美颜相机、wink、开拍、WHEE、美图设计室等。2) SaaS 及相关业务的部分收入重新分类为“美业解决方案”业务，主要产品包含美图宜肤、美得得等。3) 在线广告及互联网增值服务项下的部分收入重新分类为“广告”业务。2023H1，美图实现总收入 12.6 亿元，同比+30%，环比+13%，影像与设计产品业务/广告业务/美业解决方案业务/其他收入占比 48%/28%/23%/2%。

图 14: 美图历史收入拆分 (万元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 美图收入及增速-按最新口径拆分 (百万元、%)

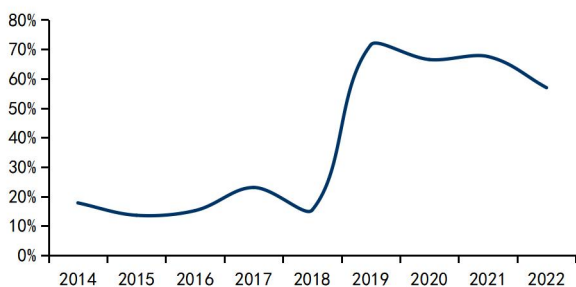


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从毛利端来看，20-22 年，公司毛利率为 66%/68%/57%。分不同产品线来看，影像与设计产品业务、广告业务毛利率较高，我们估算毛利率分别可达 75%、80%。而美业解决方案业务当前仍在线下扩张期，主要成本包含存货成本等，毛利率较低。美业解决方案业务的发展拉低 2022 年毛利率。21/22 年，美业解决方案业务占收入比为 2%/21%。

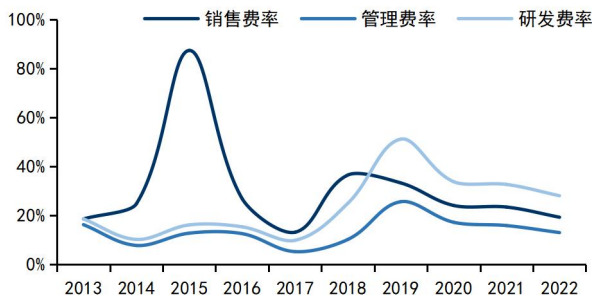
从费用端来看，SaaS 业务有规模效应，可以释放较强的经营杠杆。20-22 年，公司总费率分别为 75%/72%/60%，同比-35pct/-3pct/-12pct。2022 年，研发/销售/管理费率为 28%/19%/13%，同比-5pct/-4pct/-3pct。

图 16: 美图历史毛利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

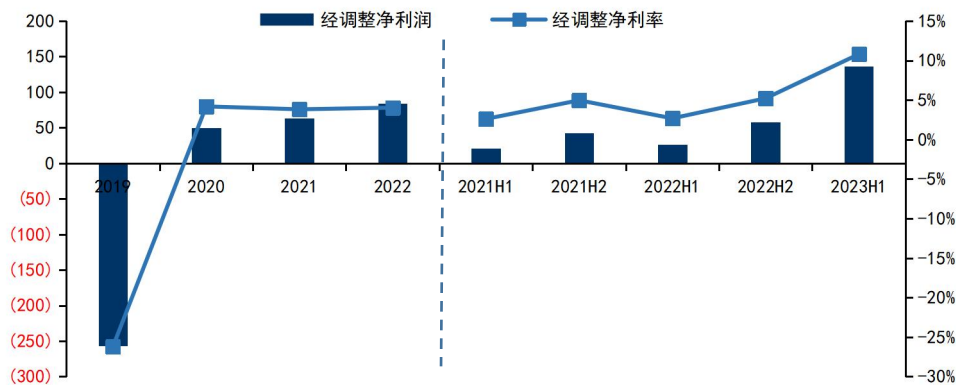
图 17: 美图历史费率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从利润端来看，23H1 经调整净利润同比提升明显。20-22 年，公司经调整净利润为 0.5/0.6/0.8 亿元，经调整利润率为 4%/4%/4%。23H1，公司经调整利润 1.3 亿元，经调整利润率 11%，同比提升 8pct。展现了经营杠杆的持续释放：1) 毛利率 60%，同比+8pct，高毛利的影像与设计产品业务增长强劲。2) 公司总体费用同比+13%，总费率为 52%，同比-8pct。

图 18: 美图历史经调整利润和利润率（百万元、%）

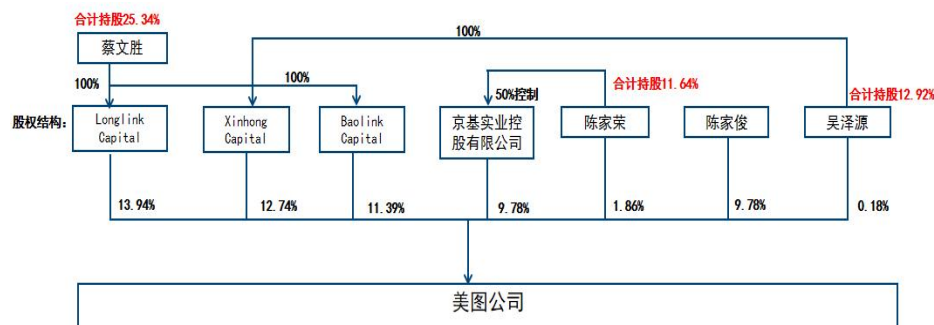


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

3) 股东情况简介：原董事长蔡文胜为公司第一大股东，持股 25.34%

2023 年 6 月，公司原董事长蔡文胜宣布辞任，由 CEO 吴泽源接任董事长。根据公司 23 年中报，股权穿透后，公司原董事长蔡文胜为第一大股东，持股比例 25.34%，吴泽源（持股 12.92%）、陈家荣（11.64%）分列其后。

图 19: 美图公司股权结构一览（截至 2023.9 公司出具 2023 年半年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 管理层情况：董事及核心高管深耕领域多年且经验丰富，董事长兼首席执行官吴泽源是公司的创始人，自 2008 年开始开发及研究影像编辑软件，至今已 15 年。现任首席财务官颜劲良于 2015 年 6 月加入美图，曾就职于云游控股有限公司。首席人力资源官施娜曾在联想、自如集团负责人力资源工作，于 2019 年 4 月加入美图。

表1：公司董事会及高管资料

	姓名	年龄	职位	加入时间	简介
董事	吴泽源 (亦称吴欣鸿)	42	董事会主席	2008年	2013年7月起，任美图执行董事、首席执行官； 2023年6月起，任美图董事会主席 2014年1月起，任美图非执行董事、审核委员会成员； 2014年1月起，任IDG资本投资顾问（北京）有限公司合伙人； 2014年8月至2019年1月，任全聚德股份有限公司提名委员会委员、董事。
	过以宏	59	非执行董事	2014年1月	2013年6月至2019年7月，担任兰亭集势控股有限公司独立董事、提名委员会主席、成员，薪酬委员会主席、成员； 2009年9月起，担任美图公司薪酬委员会成员、创新工场董事长、首席执行官； 2015年9月起，任创新工场（北京）董事、董事长； 2015年11月起，担任香格里拉（亚洲）独立非执行董事； 2016年8月起，担任美图公司非执行董事； 2017年3月起，任复星国际独立非执行董事、薪酬委员会、提名委员会、审核委员会成员。
	李开复	61	非执行董事	2016年8月	2017年1月至2018年11月，任京基智慧文化非执行董事、董事会主席； 2020年6月起，任美图公司非执行董事； 2022年11月起，任京基智农时代董事。
	陈家荣	34	非执行董事	2020年6月	2015年9月起，任隆领投资董事、总经理、法人 2015年12月至2019年3月，任厦门易名科技的董事。 2010年5月至8月，任GyM Chile SPA首席财务官； 2011年5月至2019年9月，任58同城首席财务官； 2016年3月至2021年10月，任北京五八汽车科技董事； 2016年12月起，任美图公司独立非执行董事、提名委员会成员、审核委员会主席、成员； 2020年4月起，出任58同城首席战略官。
	洪育鹏	46	非执行董事	2023年6月	2014年11月起，任飞鱼科技独立非执行董事、审核委员会成员、薪酬委员会成员； 2015年9月起，任创新工场（北京）监事； 2019年1月起，任美图公司独立非执行董事、审核委员会成员、薪酬委员会主席、成员。
	周浩	46	独立非执行董事	2016年12月	2020年6月起，出任美图公司独立非执行董事。
	赖晓凌	47	独立非执行董事	2019年1月	
	黄莺春	43	独立非执行董事	2020年6月	
	吴泽源 (亦称吴欣鸿)	42	首席执行官	2008年	2013年7月起，任美图执行董事、首席执行官； 2023年6月起，任美图董事会主席
核心高管	颜劲良	39	首席财务官	2015年6月	2012年5月至2014年11月，任云游控股首席财务官； 2013年2月至2014年11月，担任云游控股公司秘书； 2014年11月至2016年3月，担任云游控股首席运营官； 2016年8月起，任美图公司秘书、首席财务官。
	施娜	45	首席人力资源官	2019年4月	2013年至2014年，任联想集团人力资源及运营总监； 2017年至2019年，任自如集团人力资源副总裁； 2019年4月加入美图公司。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注 AI 对付费渗透率的推动，给予“买入”评级

收入端：我们预计美图 2023-2025 年收入分别为 28.5 亿/38.3 亿/48.6 亿元，同比增长 36%/35%/27%，23-25 年收入 CAGR 31%。分业务看：

1) **影像与设计产品：**我们预计公司 23-25 年影像与设计产品收入分别为 15.2 亿/22.7 亿/30.1 亿元，同比增长 75%/49%/32%。公司主要产品美图秀秀等已上市多年，我们预计公司总体 MAU 小幅增长，预计 23-25 年 MAU 2.53/2.60/2.65 亿，同比+4%/+3%/+2%。我们认为，付费渗透率提升推动影像与设计产品收入增长。公司 2020 年开始逐步尝试在国内会员收费。21-22 年公司付费渗透率为 1.7%/2.3%，同比提升 1.1pct/0.6pct。公司 2023 年以来付费渗透率提升加速，23H1 付费渗透率为 2.9%，同比+0.9pct，环比+0.6pct。我们认为加速主要系①AI 对原产品（美图秀秀、美颜相机等）赋能，例如增加付费权益（面部丰盈、牙齿

矫正限时免费转付费)吸引订阅;②生成式 AI 功能推动订阅率,22 年末以来公司推出一系列 AIGC 产品和功能。美图国外产品 Airbrush 当前付费渗透率已超过 10%,同类型 Adobe 的图像视频编辑 app Lightroom 付费率约 15%,因此我们认为美图长期付费率提升至 10%以上属于中性假设。短期来看,公司影像与设计产品处于 AI 拉动付费率加速的关键阶段,因此我们预计 23-25 年美图付费渗透率(期末)同比提升 1.3pct/1.1pct/0.8pct,达 3.6%/4.7%/5.5%。对应 23-25 年影像与设计产品收入分别为 15.2 亿/22.7 亿/30.1 亿元,同比增长 75%/49%/32%

2) 美业解决方案:我们预计美业解决方案业务仍在扩张期,保持高增长态势。预计 23-25 年美业解决方案收入分别为 5.8/7.6/9.8 元,同比增长 32%/30%/30%。

3) 广告:根据公司财报指引,公司主要商业模式转变为订阅模式,预期整体广告业务日后处于平稳增长的态势。我们预计公司 23-25 年广告收入分别为 7.0/7.6/8.2 亿元,同比增长 11%/9%/8%。

表 2: 美图收入拆分表(百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1,666	2,086	2,847	3,834	4,859
yoy	40%	25%	36%	35%	27%
1. 影像产品收入	519	869	1521	2270	3008
yoy		67%	75%	49%	32%
占比	31%	42%	53%	59%	62%
2. 广告收入	846	630	698	761	822
yoy		-26%	11%	9%	8%
占比	51%	30%	25%	20%	17%
3. 美业解决方案	29	441	582	757	984
yoy			32%	30%	30%
占比	2%	21%	20%	20%	20%

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

毛利率:我们预计 23/24/25 年公司毛利率分别为 60%/61%/61%。一方面,公司持续进行 AI 投入;另一方面,美业解决方案业务逐年优化毛利率。

费用率:我们认为拉动美图整体增长的核心驱动因素为影像产品收入,即 SaaS 模式。SaaS 模式的特点为边际成本低,对费用率摊薄影响较明显。随着公司经营杠杆释放,我们预计 23-25 年公司销售费用率分别为 18%/16%/15%。管理费用率分别为 10%/8%/6%。公司加大 AI 方面研发投入,我们预计 23-25 年研发费用同比增长 20%/20%/20%,研发费率分别为 25%/22%/21%。

综合以上,我们预测 23-25 年公司经调整后净利润分别为 3.4/5.6/8.5 亿元,23-25 年经调整利润 CAGR 58%。

表3: 美图盈利预测表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1,666	2,086	2,847	3,834	4,859
yoy	40%	25%	36%	35%	27%
毛利率	68%	57%	60%	61%	61%
销售费率	23%	19%	18%	16%	15%
管理费	16%	13%	10%	8%	6%
研发费率	33%	28%	25%	22%	21%
经调整净利润	64	84	342	556	850
yoy		32%	307%	62%	53%
经调整利润率	4%	4%	12%	15%	17%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

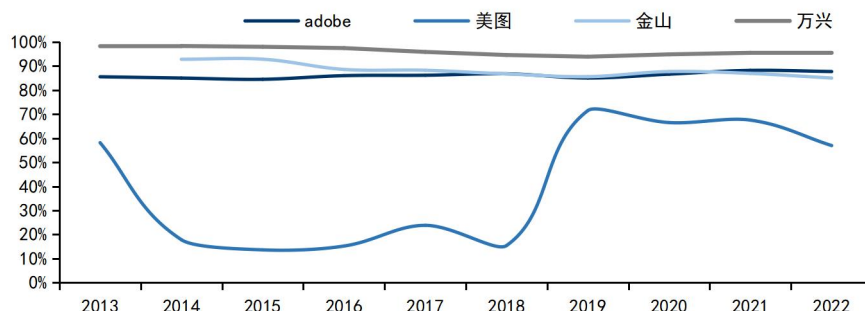
我们对美图进行 PE 估值。美图主营业务为影像设计产品,可以与国外公司 Adobe、国内公司万兴科类比。美图核心商业模式为订阅,可以与国内金山办公类比。

1) Adobe 为全球创意工具领域龙头。业务拆分来看,2023 财年,订阅收入占比 94%,毛利率为 88%。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。一方面,随着 AI 功能的推出,Adobe 将继续扩展用户群体;另一方面 AI 对原有产品赋能,部分产品会被提价。Adobe 当前客户以 B 端为主,且 AI 赋能路径较为明晰。根据公司指引,公司 24 年收入预期增长 11%,根据彭博一致预期,当前市值对应 24 年 PE 值为 33 倍。

2) 万兴科技为国内创意软件领域公司,围绕“视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具”拓展工具。业务拆分来看,截至 23H1,订阅收入占比 72%。23H1,万兴科技毛利率达 95.7%。当前,公司发布 AI 创作软件 Wondershare Filmora 13、智能文字快剪工具 Kwicut AI、商品图生成工具 Virtulook 等。公司已有多款 AIGC 产品落地,并且覆盖文本、音频、视频等多种格式。根据 Wind 一致预期,公司 24 年收入预期增长 27%,当前市值对应 24 年 PE 值为 92 倍。

3) 金山办公为国内办公软件提供商,主要产品为 WPS Office 办公软件。截至 23 年 9 月,主要产品月度活跃设备数为 5.89 亿。业务拆分来看,截至 23H1,办公服务订阅业务收入占比 77%。23H1,金山办公毛利率达 86%。当前,金山办公推出 AI 工具,包括文本生成、文本改写、语言翻译等,直接面向生产力场景。根据 Wind 一致预期,公司 24 年收入预期增长 32%。当前市值对应 24 年 PE 值为 82 倍。

图 20: 美图与可比公司毛利率比较



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们认为美图当前业务能快速增长的原因是付费渗透率的提升。从市场发展阶段来看，国内影像设计产品的付费发展仍在早期。23H1 美图付费渗透率为 2.9%，参考美图海外同类产品 Airbrush，付费率已达 10% 以上。截至 2022 年，国内金山办公个人用户付费渗透率达 12%。

我们认为在当前背景下，AIGC 的核心在于公司过去对于细分垂类场景数据的积累和用户的沉淀。美图是国内图片美化赛道的龙头，已积累 2.5 亿月活用户，在 AIGC 驱动下，付费率提升空间广阔。

我们预计美图 23-25 年收入 CAGR 31%；经调整利润 CAGR 58%，增速快于 Adobe、万兴科技、金山办公。考虑到美图订阅业务收入占比低于金山办公、万兴科技，但 AI 背景下订阅付费率提升潜力较大，我们给予美图 24 年 32-34xPE，对应公司 24 年市值 202-214 亿港元，对应目标价 4.5-4.8 港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：美图可比公司估值情况（2023/12/15）

公司代码	公司名称	总市值 亿美元/ 亿元	23-25E 收入 CAGR	23E	PS 24E	25E	23-25E 经调整利 润 CAGR	23E	PE 24E	25E
ADBE.O	奥多比-美元	2662	12%	14	12	11	12%	36	33	29
300624.SZ	万兴科技	138	25%	9	7	6	45%	138	92	65
688111.SH	金山办公	1515	32%	32	24	18	34%	110	82	61
1357.HK	美图公司*	152	31%	5	4	3	58%	44	27	18

资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理预测；*为国信预测，其余为 Wind、Bloomberg 预测

风险提示

估值的风险

相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司所处市场，对行业平均 PE 进行修正，最终给予 24 年 32-34xPE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+36%/+35%/+27%，可能存在对 AI 赋能公司产品、生成式 AI 推动高订阅率等预计偏乐观、进而高估未来 3 年收入的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 60%/61%/61%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年经调整净利润为 3.4/5.6/8.5 亿元，可能存在费用低估，从而导致对公司未来 3 年业绩预测值高于实际值。

经营风险

第一，宏观经济波动。宏观经济波动，产业变革及新技术的落地节奏将受到影响。

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，行业竞争激烈的风险。目前公司聚焦于图像视频编辑类产品，尽管渗透率不断提升，但是随着相关互联网企业不断加大投入进入 AI+影像领域，公司可能面临行业竞争加剧的风险。

第四，产品发展不及预期。公司发布多款新产品，可能存在产品上线时间延后、功能体验不及预期。公司未来营销、市场拓展方面的表现可能不佳。

法律风险

AI 伦理风险。目前国内对于 AI 技术的立法较为空白，未来随着法律的进一步完善，AI 可能会生产违反道德、常规、法律等内容，从而给公司带来损失。

技术风险

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。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	739	947	1496	1646	1810	营业收入	1666	2085	2846	3833	4858
应收款项	1224	1016	1247	1512	1725	营业成本	541	898	1126	1502	1902
存货净额	5	26	29	35	40	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	30	55	427	575	729	销售费用	391	403	512	613	729
流动资产合计	2533	2456	3613	4264	4899	管理费用	833	878	1057	1212	1396
固定资产	383	441	546	551	556	财务费用	0	0	14	36	38
无形资产及其他	819	688	1019	1390	1805	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	27	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	0	0	100	0	0
长期股权投资	949	1369	1369	1419	1469	其他收入	(46)	(398)	0	0	0
资产总计	4747	5004	6598	7675	8780	营业利润	(145)	(492)	237	469	793
短期借款及交易性金融负债	10	10	1010	1201	1126	营业外净收支	134	667	85	85	85
应付款项	193	247	281	340	390	利润总额	(11)	175	322	554	878
其他流动负债	846	812	990	1232	1499	所得税费用	66	156	16	28	44
流动负债合计	1049	1069	2281	2774	3015	少数股东损益	(33)	(75)	(42)	(50)	(56)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(45)	94	348	576	890
其他长期负债	183	226	301	360	390	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	183	226	301	360	390	净利润	(45)	94	348	576	890
负债合计	1232	1295	2582	3133	3405	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(1)	(60)	(103)	(153)	(209)	折旧摊销	76	63	114	116	119
股东权益	3516	3770	4118	4694	5584	公允价值变动损失	0	0	(100)	0	0
负债和股东权益总计	4747	5004	6598	7675	8780	财务费用	0	0	14	36	38
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(109)	239	(320)	(59)	(25)
每股收益	-0.01	0.02	0.08	0.13	0.20	其它	(33)	(75)	(42)	(50)	(56)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(111)	320	(1)	584	928
每股净资产	0.79	0.85	0.93	1.06	1.26	资本开支	0	(101)	(450)	(493)	(539)
ROIC	-20%	0%	7%	16%	21%	其它投资现金流	339	121	0	(83)	(99)
ROE	-1%	2%	8%	12%	16%	投资活动现金流	183	(399)	(450)	(625)	(688)
毛利率	68%	57%	60%	61%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-6%	-4%	5%	13%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	-1%	9%	16%	20%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	40%	25%	36%	35%	27%	其它融资现金流	(492)	287	1000	191	(76)
净利润增长率	—	-311%	270%	65%	55%	融资活动现金流	(492)	287	1000	191	(76)
资产负债率	26%	25%	38%	39%	36%	现金净变动	(419)	208	549	150	165
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1158	739	947	1496	1646
P/E	-349.5	165.3	44.7	27.0	17.5	货币资金的期末余额	739	947	1496	1646	1810
P/B	4.4	4.1	3.8	3.3	2.8	企业自由现金流	0	191	(513)	45	344
EV/EBITDA	-782	-588	74	32	21	权益自由现金流	0	477	474	201	233

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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

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中所提及的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 层
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