

美图公司（01357）

证券研究报告

2024 年 03 月 29 日

业绩点评：业绩验证转订阅韧性，再出海赋予公司全新增长空间

事件：美图公司发布 2023 年业绩，全年实现营业收入 27.0 亿元，同比增长 29.3%；归母经调整净利润达约人民币 3.7 亿元，同比增长 233.2%。从用户端来看 2023 年 12 月 31 日，公司月活跃用户数达到约 2.5 亿，年同比升 2.6%；生产力应用用户数达到 1770 万，同比增长 74.3%；付费订阅用户数为 911 万，同比大幅增长 62.3%。

全年业绩验证免费转订阅和业务增长的韧性：23 年业绩增长核心贡献主要系 1) 生成式 AI 技术驱动下，影像产品组合的付费订阅用户渗透率上升 2) 更加清晰和积极的全球化战略下全球付费用户数稳步增长。此前关于公司付费率的讨论苦于难以寻找到同行业、同竞争格局、同市场的可比公司，因此关于付费率增长和天花板的分歧较大。但在公司 2023 年业绩发布后我们认为 1) 作为深耕颜值工具软件赛道多年首次转订阅出现加速后，可以适度对公司今年付费率的自然增长和天花板略微保持乐观；2) 在竞争环境并未出现恶化和订阅习惯向好的背景下我们坚信工具软件头部公司的付费率加速度有望保持，因此预计公司付费率增长依然会保持前期趋势。

公司治理改善造就稀缺性的工具软件标的：我们前期也多次强调美图公司在商业模式成功切换、创始人重新出任董事长后，全面聚焦主业已兑现强劲的主业收入增长，同时公司在 C 端的竞争格局优势或被低估。在生成式 AI 时代和轻量化工具软件加速整合和革新的过程中，美图具备重新抢占原有专业工具软件市场的能力，且抢占的过程可能与 Canva 类似，即不涉及与工具软件支出预算竞争，而是通过更高的 ROI 和更轻量化和协同的工具软件吸引客户，且在生成式 AI 和 LLM 来临之前轻量化的创意内容趋势已经在海外出现，我们相信国内依然有潜在的商业机会，美图则是少数同时具备轻量化和工具软件制作的核心标的。

下一站再出海，或赋予公司全新增长空间：展望 24-25 年我们认为自上而下设定的 AIGC 策略和聚焦主业工具软件有望为美图公司带来收入和利润的持续增长，此外出海业务或将是年内被低估的增长新动力，而这部分被低估的主要原因为：1) 公司全球出海多款重磅产品长线运营能力；2) 重视海外后或推出更本地化的产品；3) 生成式 AI 和工具软件的结合在海外机会繁多，公司或具备将国内成功经验移植的可能。整体看公司的订阅业务经营杠杆有望在海外带动下持续发力，带动公司 24-25 年业绩持续超预期。

生成式 AI 重新回归工作流主线，重视具备盈利能力的头部厂商：2024 年我们认为生成式 AI 应用的盈利模式将更为重要，在头部大模型厂商能力逐步外延的趋势下，细分赛道的生成式 AI 能否和工作流结合快速实现盈利或更为重要。我们认为生成式 AI 图像赛道的最大机会可能来自于 1) 素材库（图像、字体、AI 模型）和 2) 轻量化工具软件带来的工作流升级。我们认为在基础设计功能方面有望逐步取代一部分传统专业设计工具和轻量化工具软件的交叉覆盖市场。

投资建议：我们依旧持续看好 2024 年是 AI 与工具软件结合的大年，作为细分颜值赛道的头部产品，订阅会员渗透率、会员转化率有望持续提升，在本轮生成式 AI 和工具软件的全球机遇中，美图或有望总结过去轻量化工具软件经验并传导至 B 端市场，建立轻量化工具软件的体验优势。我们预计公司 24/25/26 年营收为 35.25/41.75/49.15 亿元，

参考美股和 A 股工具软件公司和同类型 PLG 海外工具软件公司 Figma 和 Canva 的一级市场估值/ARR 后平均 PS 为 17 倍，考虑到港股折价给予 8XP 对应 282 亿元人民币市值，对应 303.2 亿元港币市值，对应目标价 6.82 港元，维持“买入”评级。

风险提示：1) 大模型效果不及预期风险；2) 工具软件市场竞争加剧；3) B 端及海外市场拓展不及预期；。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.28 港元
目标价格	6.82 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	4,534.76
港股总市值(百万港元)	14,874.00
每股净资产(港元)	1.01
资产负债率(%)	28.67
一年内最高/最低(港元)	4.19/1.74

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《美图公司-公司点评:业绩前瞻: AI 浪潮下主营稳健增长，卡位 C 端应用持续验证产品力》 2024-03-10
- 2 《美图公司-公司点评:创造力大会点评：超预期的工具能力升级，围绕设计师打造 AI 工具》 2023-12-07
- 3 《美图公司-公司点评:从 B 端工具软件到端侧 AI，寻找美图的下一片应许之地》 2023-12-03

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com