

2024年06月23日
美图公司(01357.HK)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

电子商贸及互联网服务(HS)

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价 3.70元
股价(2024-06-21) 2.67元

交易数据

总市值(百万元)	12,108.71
流通市值(百万元)	12,108.71
总股本(百万股)	4,535.10
流通股本(百万股)	4,535.10
12个月价格区间	2.29/3.98元

领航科技美学，AIGC加持创意生成

目 美学创意工具领导者，占领用户心智筑护城河

美图是国内影像设计行业的龙头企业，深耕图像编辑多年，凭借爆款应用美图秀秀占领用户心智，长期保持市场第一的份额，用户粘性高。公司围绕“颜值经济”打造了ToC和ToB的产品矩阵，产品形态以及服务的用户群不断扩展，从C端到“大C(如KOL)小B(如电商卖家)”，从大众用户扩展到传播者；产品形态从生活场景延伸到了生产力场景，开始服务内容生成、广告电商等行业。生产力场景新品的市场反响积极，根据年报披露，2023年美图设计室的收入已超过人民币1亿元，同比增长229.8%，比原定目标接近翻倍。

目 拓B端迎量价齐升，订阅转型迈向经营正循环

从生活场景拓向生产力场景，有望带来量价齐升。1) 付费渗透率更高：得益于生产力场景的用户付费意愿更高，因此带动整体订阅渗透率提高，由2021年的1.7%提升至2023年3.7%。拓展B端用户有望进一步打开公司付费渗透率的天花板。2) ARPPU值更高：从产品定价上看，公司采用订阅为主+单购为辅的收费模式。会员模式为用户提供增值权益服务，按月/年收费，像美图设计室、开拍等生产力工具的客单价会更高一点。

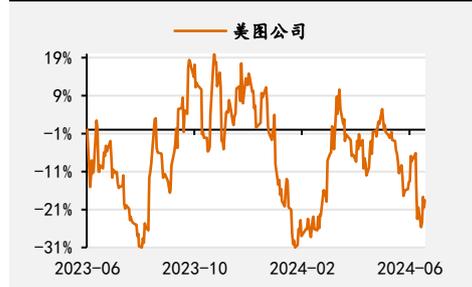
从导流模式到订阅模式，实现收益增长与用户留存之间的正循环。随着流量红利殆尽，公司曾经依赖的导流模式遇瓶颈，为解决变现难题，公司积极谋求增长路径，在海外产品(BeautyPlus和AirBrush)订阅模式验证成功后，2020年起美图国内的产品也开始尝试订阅模式。订阅的核心在于产品力，用户愿意为产品力续费，进而实现收益增长与用户留存之间的正循环。截至2023年末，美图付费订阅用户数超911万，创历史新高，同比增长62.3%。

目 AIGC促进创作平权，传播者空间广阔大有可为

AIGC降低了创作者的学习成本和使用门槛，大幅提升用户制作数字内容的效率，充当创意辅助提供视觉与概念灵感启发，它让曾经离技术很远的非专业人士也能够快速体验AI的技术成果，让更多的行业享受科技平权带来的红利。

根据Adobe的测算，以KOL、电商、新媒体运营为代表的传播者，市场空间高达310亿美元，该领域近年来因“网红经济”逐渐被关注。同时，AI创作平权拉通了各种玩家，其中包括Adobe、Canva、美图、以及去年兴起的文生图等厂商。我们认为，在传播者规模空间足够大且市场格局尚未明晰的情况下，各家均有望凭借独特优势获取市场份额。美图依靠流量优势和AI原生属性，拓展更多的“大C小B”付费用户，在人工智能浪潮中有望实现弯道超车。

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.1	-24.9	-8.8
绝对收益	-15.0	-27.2	-18.3

赵阳 分析师

SAC执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

马诗文 分析师

SAC执业证书编号：S1450524050001

masw2@essence.com.cn

相关报告

投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 36.07/44.69/54.24 亿元，归母净利润分别为 5.22/7.44/9.95 亿元。首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 3.70 港元，相当于 2024 年 5 倍的动态市销率。（注：目标价和股价均是以港币为单位，目标价测算时股本采用的是最新的流通股本，即 45.35 亿股。汇率假设 1HKD=0.93CNY，日期为 2024-06-21）

风险提示：

AI 新产品商业化不及预期、AI 技术研发不及预期、订阅用户增长不及预期、行业竞争加剧风险、假设不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,085.33	2,695.74	3,606.94	4,469.02	5,424.43
净利润	94.14	378.29	522.40	743.55	995.09
EPS(元)	0.02	0.08	0.12	0.16	0.22
每股净资产(元)	0.83	0.91	1.00	1.12	1.29

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	128.62	32.01	23.18	16.29	12.17
市净率(倍)	3.21	2.95	2.68	2.38	2.06
净利润率	0.91%	13.59%	14.03%	16.12%	17.77%
净资产收益率	2.50%	9.21%	11.57%	14.60%	16.96%
股息收益率	0.00%	0.67%	0.96%	1.36%	1.82%
ROIC	-0.27%	8.17%	11.12%	17.08%	22.81%

数据来源：ifind，国投证券研究中心预测

目 录

1. 美学创意工具领导者，聚焦生产力和全球化	5
1.1. 抢占用户心智筑护城河，打造科技美学高地	5
1.2. 回归影像设计主业，AI 和付费订阅带动增长	7
1.3. 坚定全球化战略，本地化运营把握出海机遇	8
2. 拓B端实现量价齐升，订阅转型开启经营正循环	11
2.1. 从大众用户走向传播者，美图设计室显黑马潜质	11
2.2. 转型订阅改善变现焦虑，拓展B端驱动量价齐升	14
2.3. 收购设计师网站站酷，完善影像业务生态布局	16
3. AIGC 拉动创作平权，传播者市场广阔大有可为	18
3.1. 多模态能力跃升，看好图片生成类商业化前景	18
3.2. 以美图视觉大模型为基，AIGC 加持内容生成	21
3.3. AI 或将促进技术平权，向上打开成长天花板	23
4. 盈利预测与投资建议	26
风险提示	28

目 录

图 1. 美图公司发展历程	5
图 2. 美图公司股权结构	5
图 3. 美图主营业务一览	6
图 4. 美图秀秀、美颜相机连续 8 年蝉联中国移动互联网双赛道冠军	6
图 5. 美图秀秀获 2023 年中国互联网女性用户最喜爱 APP 榜单第一名	6
图 6. 2019-2023 年美图营业收入及增速 (亿元/%)	7
图 7. 2019-2023 年美图经调整归母净利润 (亿元)	7
图 8. 2021-2023 年美图营收结构 (亿元)	7
图 9. 2023 年美图营收占比情况	7
图 10. 2019-2023 年毛利率情况	8
图 11. 2019-2023 年费用率情况	8
图 12. 美图产品全球化发展历程	8
图 13. 美图在中国非游戏厂商出海收入排行榜中位列第 4	9
图 14. 中国非游戏应用出海收入排行榜	9
图 15. 美图产品在多个国家 APP Store 免费总榜排名前十	9
图 16. 美图产品在非洲获认可	9
图 17. 2023 年超过一半的影像收入来自海外	10
图 18. 美图拓展生产力场景	11
图 19. 美图设计室网页版	12
图 20. WHEE 网页版和移动版	12
图 21. WHEE 文生图效果	13
图 22. 美图旗下产品开拍的特点	13
图 23. 商业模式由导流转变成订阅模式	14
图 24. 2021-2023 年月活用户和订阅渗透率	14
图 25. 站酷三大业务板块	16
图 26. 站酷设计服务	17
图 27. 文生图底层模型技术发展路径	18

图 28. 海外文生图模型效果对比	18
图 29. Adobe Firefly Image 3 文生图界面	19
图 30. Adobe Firefly 的智能填充功能备受欢迎	19
图 31. OpenAI 发布颠覆级的文生视频模型 Sora	20
图 32. 以视觉大模型构建美图 AI 产品生态	21
图 33. 美图 83%的用户使用 AI 功能	21
图 34. 美图 MiracleVision 大模型迭代进展	22
图 35. MiracleVision 五大目标应用行业	23
图 36. 电商设计传统工作流 VS AI 原生工作流	24
图 37. 传播者市场空间广阔	24
表 1: 美图典型产品收费模式列举	15
表 2: 海内外厂商文生图的收费模式	20
表 3: 2022-2026E 美图公司主营业务拆分及预测	26
表 4: 美图公司重要财务数据和盈利预测	27
表 5: 可比公司估值表 (2024-06-21)	27
表 6: 利润表 (百万元)	29
表 7: 现金流量表 (百万元)	29
表 8: 资产负债表 (百万元)	30

1. 美学创意工具领导者，聚焦生产力和全球化

1.1. 抢占用户心智筑护城河，打造科技美学高地

深耕图像编辑把握用户心智，AIGC 赋能致力于打造科技美学。美图公司成立于 2008 年，2016 年在香港联交所主板上市。回溯其发展历程，美图经历了移动互联网时代的黄金十年，目前正处于人工智能浪潮中，1) **2008-2018 年：凭借爆款应用美图秀秀占领用户心智。**公司成立的当年 10 月推出 PC 版美图秀秀，2011 年推出移动版，迅速占领了市场份额，2012 年 PC 及移动端合计用户量突破 2 亿。随后，公司相继推出了专为美颜自拍研发的美颜相机、海外版本 Beauty Plus、美妆相机等，奠定了在影像设计编辑赛道的龙头地位。2) **2019 年至今：AIGC 产品全面推出，由生活场景延伸至生产力场景。**2019 年，公司布局 AI 测肤业务美图宜肤，并于 2021 年收购了美妆零售领域的 ERP SaaS 服务领导者美得得，进军供应链管理领域。在剥离不盈利的手机等业务后，公司回归主业。在商业模式方面，公司自 2020 年起在旗下主流应用推广 VIP 订阅服务。产品迭代方面，2019 年美图 AI 开放平台上线，2023 年 6 月发布了包括视觉大模型 MiracleVision 在内的 7 款影像生产力工具，增强 AI 产品力。

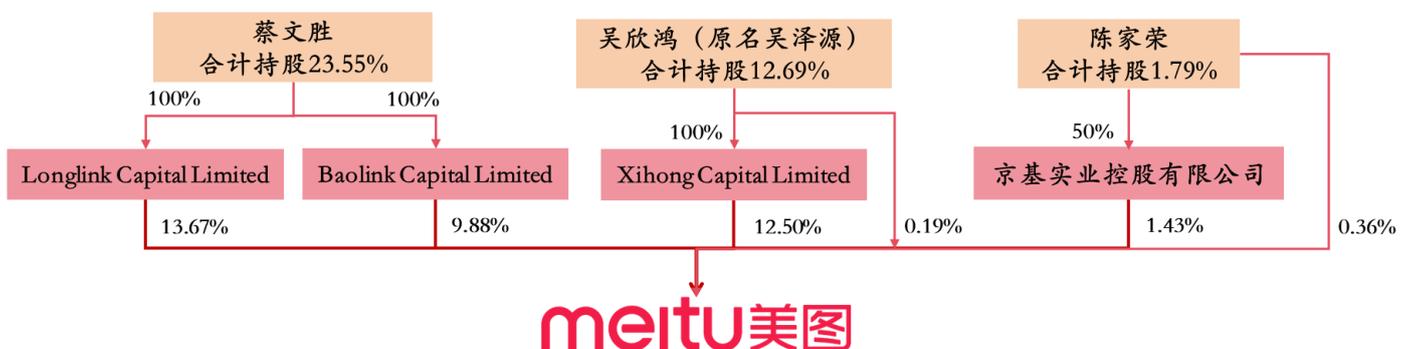
图1. 美图公司发展历程



资料来源：美图公司公告，美图公司官网，国投证券研究中心整理

核心高管持股比例较高，新任董事长吴欣鸿先生持续增持彰显发展信心。2023 年 6 月，蔡文胜先生辞任公司董事长，由美图的创始人兼 CEO 吴欣鸿出任公司董事长。截至 2024 年 6 月 21 日，公司原董事长蔡文胜仍为第一大股东，合计持股 23.55%；现任董事长兼 CEO 吴欣鸿从未出售过公司股份，并且自 2018 年 5 月 10 日起数次增持本公司股份，彰显了对公司业务发展的信心，目前合计持股 12.69%；非执行董事陈家荣合计持股 1.79%，陈家荣联合弟弟陈家俊投资的京基实业是美图上市期间最大的基石投资者。

图2. 美图公司股权结构



资料来源：Bloomberg，美图公司公告，国投证券研究中心整理（注：截至 2024 年 6 月 21 日）

围绕“颜值经济”打造 ToC 和 ToB 的产品矩阵。美图主营业务包括影像与设计产品、美业解决方案和广告，其中 1) 影像与设计产品分为生活场景和生产场景：生活场景 ToC 面向大众用户，包括美图秀秀、美颜相机、Beauty Plus、Air Brush 等产品，是公司立身的基本盘。

美图秀秀主要有修图修视频功能，美颜相机是针对年轻用户的个性化相机，Beauty Plus 和 Air Brush 则面向海外用户。生产力场景 ToB 面向传播者，包含美图设计室、WHEE、开拍等。美图设计室主要为小微企业提供 AI 电商设计和平面设计解决方案。WHEE 为大众及专业视觉创作者提供在线文生图、图生图等 AIGC 视觉创作服务。开拍则是高清口播视频创作工具。2) 美业解决方案的大部分收入来自化妆品的供应链管理服务，公司通过美得得为中国 1 万多家化妆品门店提供化妆品 ERP 及供应链管理解决方案，监察线下化妆品门店的定价、销售趋势及库存状态等业务变化，助力客户优化采购决策。

图3. 美图主营业务一览



资料来源: 各产品官网, 公司公告, 国投证券研究中心整理

图像编辑赛道保持领先地位，用户粘性高。根据 QuestMobile 发布《2023 中国互联网核心趋势年度报告》，美图公司旗下产品取得双冠军：美图秀秀连续 8 年获得中国图片美化赛道用户规模第一名，美颜相机连续 8 年获得中国拍照摄影赛道用户规模第一名。美图秀秀的 MAU 在图片编辑赛道持续保持第一的市场份额，2024 年 1 月的市占率为 54%，用户粘性较高。

图4. 美图秀秀、美颜相机连续 8 年蝉联中国移动互联网双赛道冠军



资料来源: QuestMobile 《2023 中国互联网核心趋势年度报告》，国投证券研究中心

图5. 美图秀秀获 2023 年中国互联网女性用户最喜爱 APP 榜单第一名



资料来源: QuestMobile 《2023 中国互联网核心趋势年度报告》，国投证券研究中心

1.2. 回归影像设计主业，AI 和付费订阅带动增长

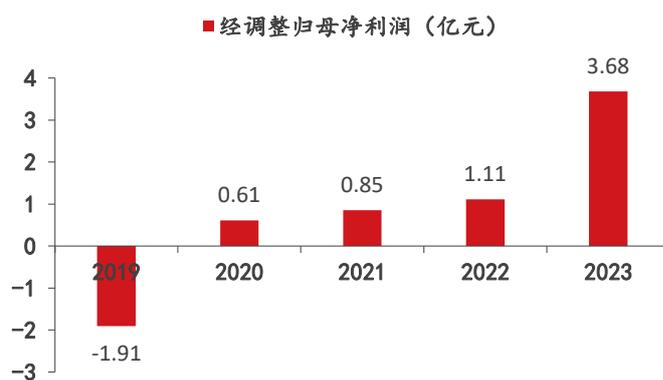
聚焦以 AI 驱动的影像与设计业务，连续五年净利润正增长。2023 年，美图实现总收入 27 亿元，同比增长 29.3%；经调整后归属于母公司权益持有人净利润 3.7 亿元，同比增长 233.2%，主要得益于 AI 推动主营业务收入增长。2020 年，公司剥离不盈利的手机业务后，轻装上阵回归主业，并成功切换商业模式至订阅 SaaS，并从 ToC 拓展至 ToB，带动收入和净利润快速增长。

图6. 2019-2023 年美图营业收入及增速 (亿元/%)



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理（注：本文涉及财务分析的部分货币单位均是人民币）

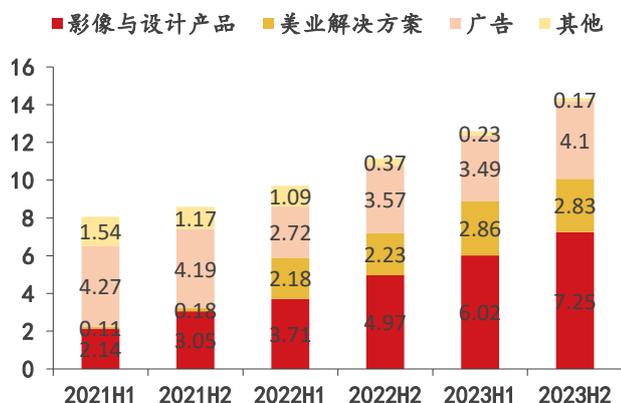
图7. 2019-2023 年美图经调整归母净利润 (亿元)



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理（注：经调整归母净利润是指归母净利润剔除非现金项目，主要为股权激励费用、商誉减值、虚拟货币减值、其他无形资产摊销及减值与投资公允价值变化）

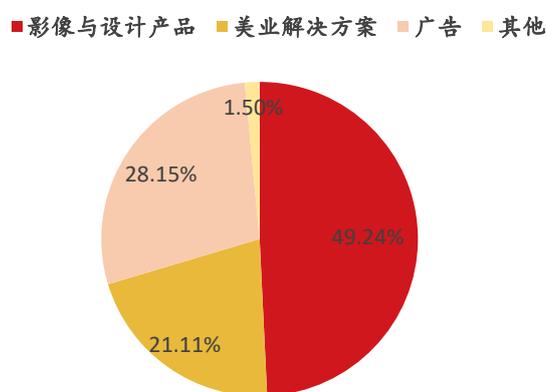
分业务来看，1) 影像与设计产品业务(以付费订阅为主) 2023 年收入为 13.3 亿元，同比增长 52.8%。AI 技术为用户带来更加多元的场景，且大幅提升用户制作数字内容的效率，付费订阅用户渗透率快速提升，截至 2023 年 12 月 31 日，美图付费订阅用户数超 911 万，创历史新高，同比增长 62.3%。另外，受益于影像生产力工具（美图设计室、开拍等）更高的客单价，带动付费订阅收入高增。2) 美业解决方案收入 5.7 亿元，同比增长 29.1%，主要来自化妆品供应链管理服务的收入增长。随着化妆品供应链服务的业务体量扩大，以及行业地位提升和行业影响力扩大，公司已增加与化妆品品牌方合作数量，并在选品上引入高毛利单品改善毛利结构。3) 广告业务收入 7.59 亿元，同比增长 20.5%。由于公司主要商业模式转变为订阅模式，资源配置向影像与设计产品业务倾斜，预计广告业务将呈平稳增长态势。

图8. 2021-2023 年美图营收结构 (亿元)



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

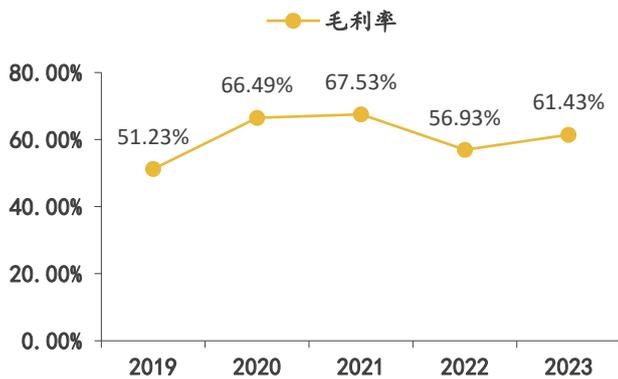
图9. 2023 年美图营收占比情况



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

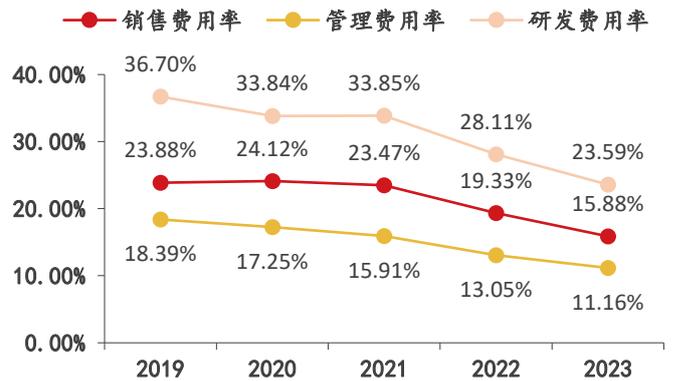
高毛利业务占比提升，费用率持续下降。2023 年公司综合毛利率为 61.43%，同比增长 4.5pct，主要系高毛利业务如影像与设计产品提升和广告业务回升所致，而 2022 年毛利率的明显下降主要系收购了美得得，相对低毛利的供应链管理 SaaS 的收入贡献增加。2023 年，公司的销售/管理/研发费用率分别为 15.88%/11.16%/23.59%，销售费用的增加主要系影像订阅业务中海外业务拓展导致的推广渠道费增加，研发开支主要系对人工智能相关的投入导致研发人员及算力开支增加所致。整体来看，随着收入规模效应显现近年来费用率持续下降。

图10. 2019-2023 年毛利率情况



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

图11. 2019-2023 年费用率情况



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

1.3. 坚定全球化战略，本地化运营把握出海机遇

结合当地用户的需求偏好，因地制宜提升全球化产品的体验。2014 年美颜相机海外版上线，它是美图进入海外市场的首款产品，以多元化的产品功能为特色，通过精细的本土化运营，服务于全球不同人种的审美喜好。2016 年美图秀秀手绘自拍火遍全球，2022 年底美图秀秀凭借“AI 绘画”功能登上多国应用榜首。美图产品在全球化的过程中：1) 尊重共性与个性，如在修图偏好方面，亚洲各国用户偏美颜，欧美用户趋向自然原生，把握好用户的共性和个性化需求创新；2) 重视自传播，美图旗下产品推出的很多 AI 功能玩法，天然自带传播属性，是切入新市场重要抓手，能短时间大幅带动增长；3) 重视短视频，作为全球年轻人关注社媒的主流形式，以短视频为核心载体，可快速提升品牌全球影响力；4) 把握本地化节庆机遇，节庆营销之于出海产品极为重要，除了全球大节，各国本地节庆也能带动增长。

图12. 美图产品全球化发展历程



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

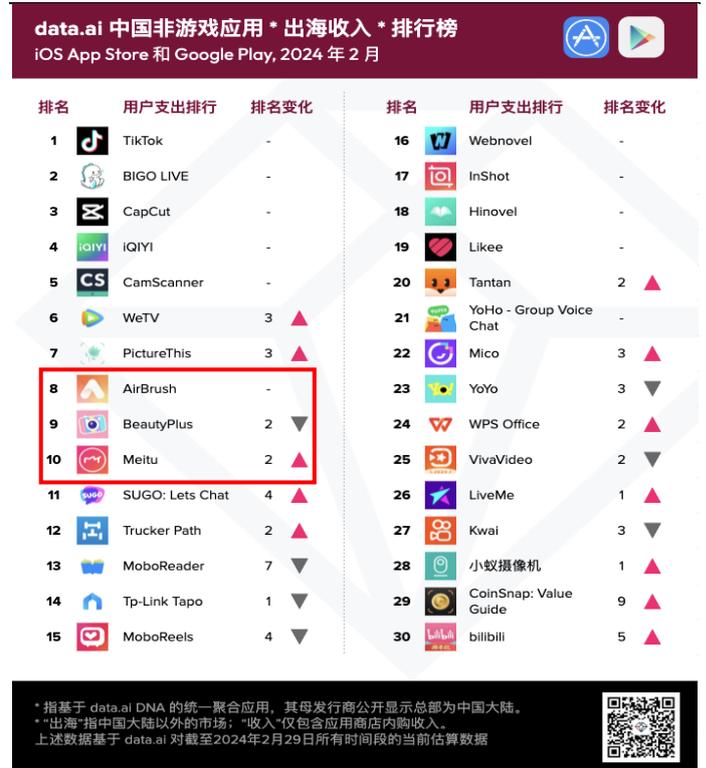
美图全球化成绩亮眼，在非游戏厂商出海收入中名列前茅。根据 data.ai 数据显示，截至 2024 年 2 月底，美图在中国非游戏厂商出海收入排行榜中位列第 4，在中国非游戏应用出海收入排行榜中分别为排第 8、9、10。公司积极打造更多轻量化的服务英语原生市场的产品，更适用多元审美的功能并采用本地化的营销手段来进一步扩大市场份额。

图13. 美图在中国非游戏厂商出海收入排行榜中位列第 4



资料来源: data.ai, 国投证券研究中心

图14. 中国非游戏应用出海收入排行榜



资料来源: data.ai, 国投证券研究中心

海外版更新丰富的 AI 功能玩法，在东南亚、非洲等地表现优秀。美图秀秀（AI 绘画、AI 设计、文生图、头像制作等）、美颜相机（AI 写真、一键抠图、AI 路人消除、AI 国风等）凭借丰富的 AI 玩法风靡海外。根据官方公众号披露，2023 年，美图秀秀、美颜相机的海外版多次斩获日本 Google Play、iOS 应用市场榜单冠军，并多次领跑韩国、泰国的 Google Play 的排行榜。2023 年，Wink 月活跃用户数突破 1000 万，跻身中国视频编辑赛道前三名，并在日本等国家取得 App Store 总榜第一名，成为中国影像 App 全球化的代表；2024 年，Wink 先后在印尼、肯尼亚、泰国等国家取得 App Store 总榜第一名。

图15. 美图产品在多个国家 APP Store 免费总榜排名前 10



资料来源: 美图官方公众号, 国投证券研究中心

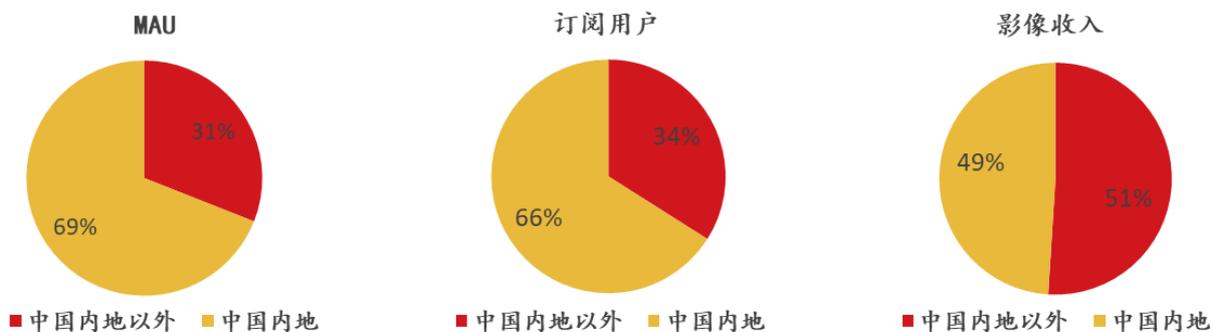
图16. 美图产品在非洲获认可



资料来源: 美图官方公众号, 国投证券研究中心

海外用户付费意愿更高，逐渐成为重要增长来源。美图公司在影像赛道拥有强大的护城河，通过丰富的产品矩阵，覆盖众多细分需求，进而推动全球用户数不断攀升。2023年，公司在中国内地以外的用户和付费订阅用户分别占整体的三成以上，而能带来超过50%的影像收入，主要得益于公司在部分高付费意愿国家如欧美、东亚等国布局高ARPU值产品。

图17. 2023年超过一半的影像收入来自海外



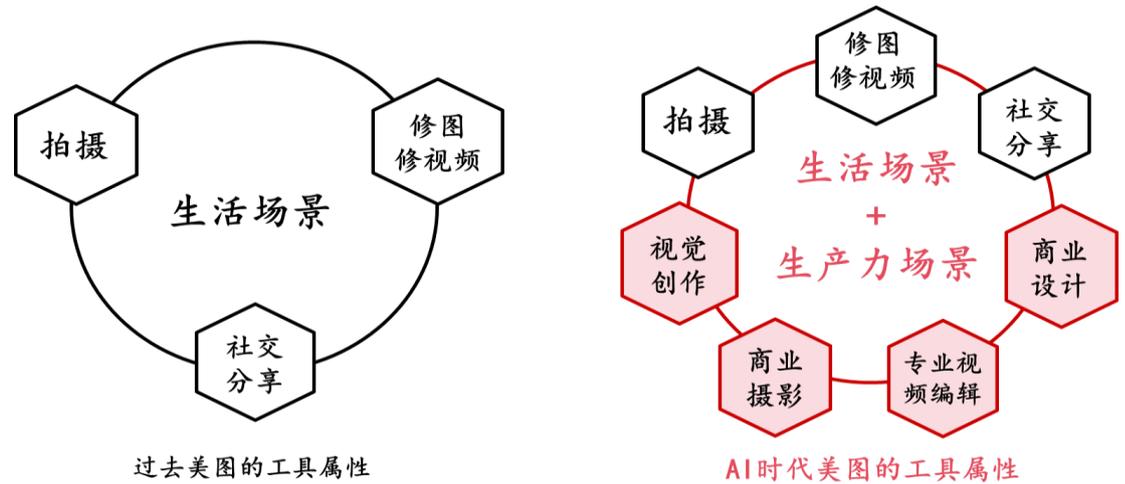
资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

2. 拓B端实现量价齐升，订阅转型开启经营正循环

2.1. 从大众用户走向传播者，美图设计室显黑马潜质

公司凭借美图秀秀走进大众视野，多年深耕图像编辑赛道并占据较高的市场份额。近年来，美图的产品形态以及服务的用户群不断扩展，从C端到大C（如KOL）小B（如电商卖家），从大众用户扩展到传播者；产品形态从生活场景延伸到了生产力场景，开始服务内容生成、广告电商等行业。

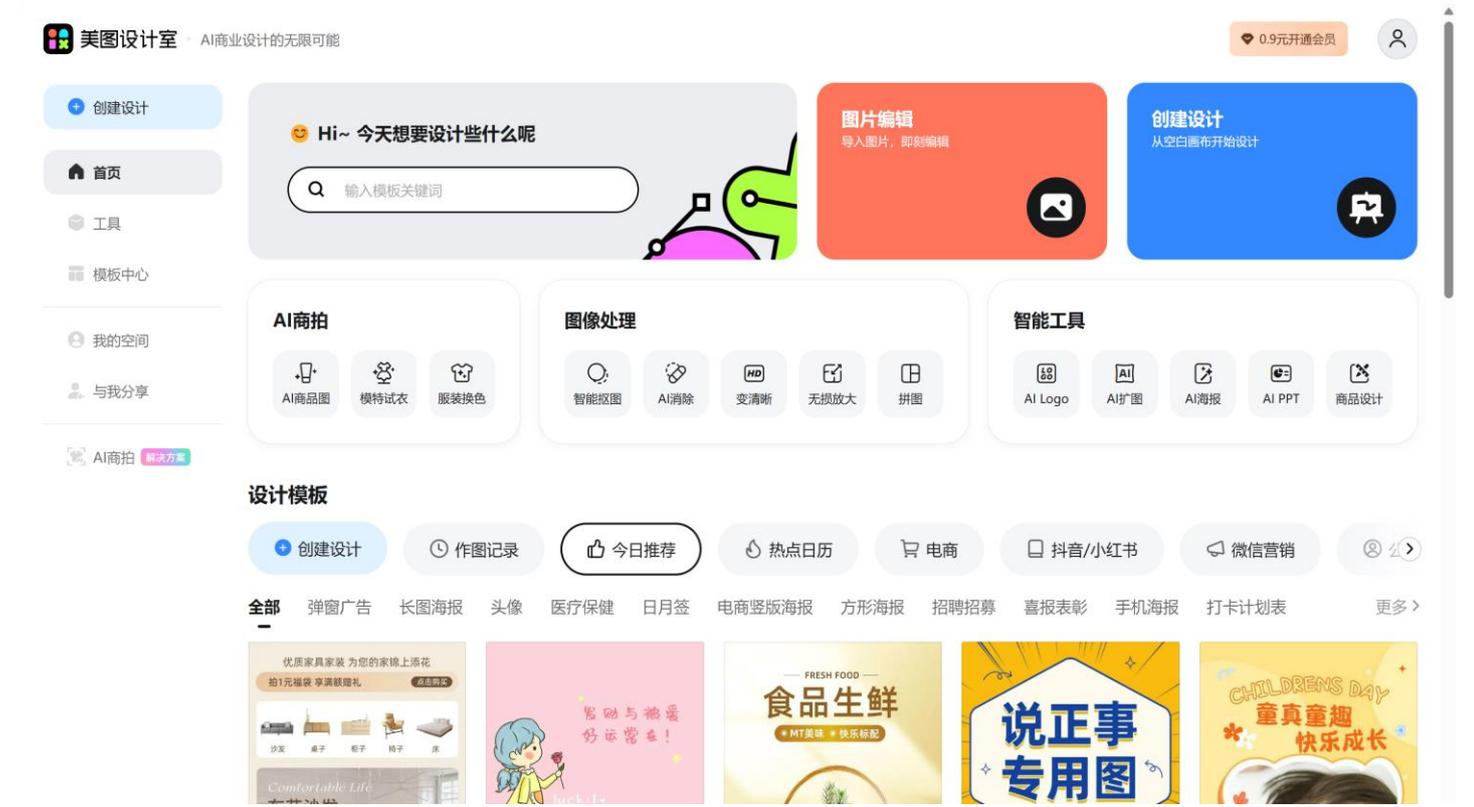
图18. 美图拓展生产力场景



资料来源：美图公司官网，国投证券研究中心

B端产品不断丰富，例如美图设计室、WHEE、开拍等，目前市场反响良好：1) 美图设计室聚焦于商业设计，围绕“AI 电商设计”与“AI 平面设计”为用户设计 workflow 提供解决方案。其中“AI 商拍”得到了电商用户的高度认可，累计服务近 200 万电商卖家。在第三届美图影像节上发布的美图设计室 V3，新增了 AI 批量设计功能，可在 10 分钟完成 1000 个商品上新主图设计，并发布了团队版，是美图首款支持团队协作的生产力工具，其价格的提升有利拉动订阅用户平均年化收入。根据年报披露，2023 年美图设计室的收入已超过人民币 1 亿元，同比增长 229.8%，比原定目标接近翻倍。截至 2024 年 2 月底，美图设计室已累计生成超过 1.3 亿张 AI 商品图。

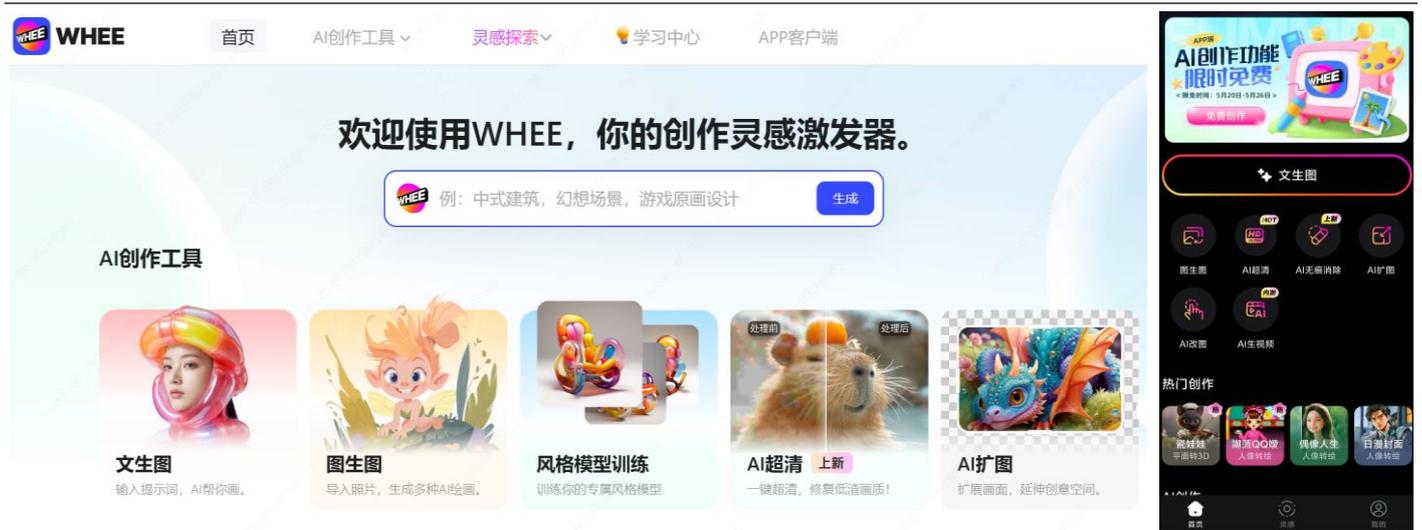
图19. 美图设计室网页版



资料来源：美图设计室，国投证券研究中心

2) WHEE 主要功能包括文生图、图生图、AI 扩图、AI 生视频、灵感等。用户可通过输入提示词或导入照片的方式，让 AI 根据这些信息生成对应的图像或多种风格的绘画作品。此外，WHEE 还提供风格模型训练服务，设计师可以选择预设风格，可将自己过往的作品导入 WHEE，训练出专属的风格模型，更好地体现个人风格，创作过程更加个性化。用户还可以欣赏并学习来自多领域创作者的精美作品，为创作提供丰富的灵感来源。

图20. WHEE 网页版和移动版



资料来源：WHEE，国投证券研究中心

图21. WHEE 文生图效果

类型	卡通	人像	商品图	二次元	赛博朋克
文生图效果					
提示词	中国风卡通, Q版, 红色, 童趣, 龙年, 戴着龙头套, 人物IP, 春节, 幸福笑容, 超高清, 古风, 柔和自然光	中国女孩, 森林里, 绿色棒球帽, 戴耳机, 背心, 手持相机, 富士镜头, 电影感, 真实的, 中特写, 全身, 工装裤	2 bottles of skin care products standing next to stones, Greco-Roman Art and Architecture, Luxurious Flowers, 高级感, 封面设计	二次元, 自信贵族男子, 湖蓝色眼眸, 豪华宫殿, 神秘优雅, 柔和的光, 高分辨率, 华丽的纹理	赛博朋克, 一辆炫酷汽车, 流线型车身, 城市夜景, 高分辨率, 科幻, 前卫, 霓虹灯, 金属质感

资料来源: WHEE, 国投证券研究中心整理

3) 开拍是一款帮助口播视频创作者从脚本灵感到高画质拍摄、视频人像精修、后期智能剪辑全链路的影像生产力工具。随着口播博主群体规模扩大, 快速制作口播视频的需求日益增加。在前期的内容策划阶段, 开拍可用AI 一键生成热门口播脚本; 在拍摄期间, 为了更高效地拍摄, 开拍的提词器功能支持多台设备联动, 一台提词一台拍摄, 并且能智能匹配语速; 在后期剪辑期, 支持拍完视频后的二次脚本编辑, 把不想要的文字删掉后, 视频上也会自动“AI 剪辑”。此外, 开拍还进一步升级AI 数字人功能, 用户只需一台手机, 根据提示录制一段 30 秒的视频, 并进行形象授权, 10 分钟便可获得一个专属的个人数字人。同时还上线了AI 声音克隆功能, 仅需 10 秒钟, 用户就可以拥有一个与自己音色完美匹配的个性化 AI 声音, 再一次提升口播内容创作的效率和多样性。

图22. 美图旗下产品开拍的特点



资料来源: 美图官方公众号, 国投证券研究中心

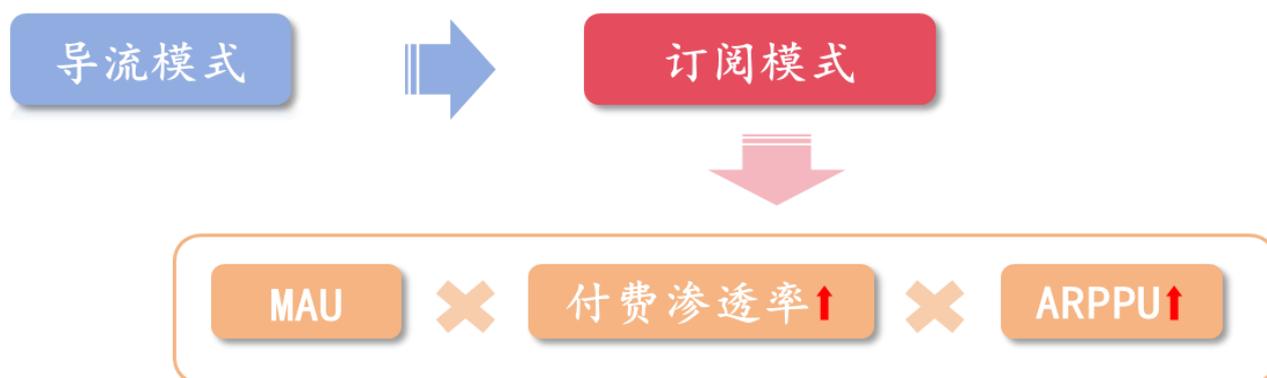
2.2. 转型订阅改善变现焦虑，拓展B端驱动量价齐升

从导流模式到订阅模式，实现收益增长与用户留存之间的正循环。过去，公司依靠免费吸引用户，再通过贩卖广告位的流量获取收益，因此早年间美图的收入支柱是广告，商业模式以“导流”为主，无论是短视频、广告、电商，甚至是手机，都遵循“依靠广告实现流量变现”这一模式。“导流”的本质在于用户注意力资源的获取，然而工具类产品变现的核心难点在于“用户用完即走、快进快出”，加之美图非工具类业务发展不顺，“导流”模式难以持续。为解决变现难题，公司积极谋求增长路径，在海外产品（BeautyPlus 和 AirBrush）订阅模式验证成功后，2020 年美图国内产品也开始尝试订阅模式。订阅的核心在于产品力，用户愿意为产品力续费，进而实现收益增长与用户留存之间的正循环。

图23. 商业模式由导流转变成订阅模式

以流量变现为主，依靠用户
数增长带来流量池扩容

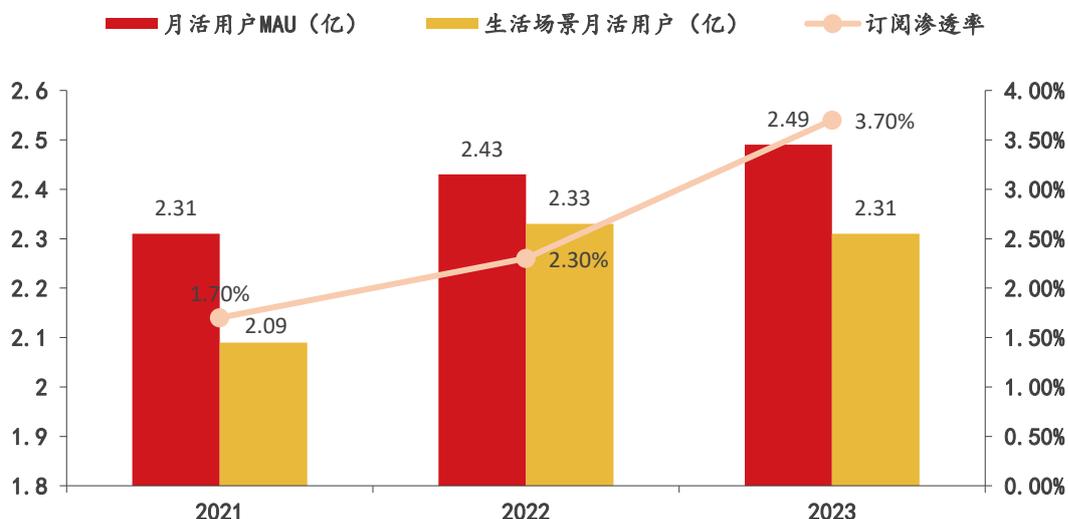
目前：庞大月活用户基础，转化订阅用户
未来：生产力工具完善，带来更高订阅渗透率



资料来源：国投证券研究中心整理（注：MAU 指月活跃用户，ARPPU 指平均每付费用户收入）

生产力场景产品付费渗透率更高：公司的月活用户规模整体稳定，根据公告披露，2023 年末公司整体月活跃用户总数约 2.49 亿，同比增长 2.6%，其中生活场景产品的 MAU 为 2.31 亿。自 2020 年公司大力推广付费订阅模式以来，订阅渗透率持续提升，由 2021 年的 1.7% 增至 2023 年 3.7%。得益于生产力场景的用户付费意愿更高，带动整体订阅渗透率提高。我们认为，拓展 B 端用户有望打开公司付费渗透率的天花板。

图24. 2021-2023 年月活用户和订阅渗透率



资料来源：公司公告，国投证券研究中心整理（注：生活场景包括美图秀秀、美颜相机、Beauty Plus 等）

生产力场景产品 ARPPU 值更高:从产品定价上看,公司采用订阅为主+单购为辅的收费模式。美图秀秀、美颜相机均为用户免费提供基础的拍照及编辑功能,会员模式为用户提供增值权益服务,其中美图秀秀根据功能的丰富度,再分为 VIP 和 SVIP,以满足用户多样化的需求。同时,公司对部分功能进行单点收费,会员权益中会赠送有限次数的使用机会,用户也可直接购买使用相关功能。此外,公司以美豆作为单次付费的统一计价单位,用户通过直接购买美豆使用相关功能。现阶段单点收费主要针对 AI 相关功能,如 AI 写真、美图证件照、百变 AI 头像功能等。由下表可看出,生产力工具的客单价会更高一点。

表1: 美图典型产品收费模式列举

场景分类	应用名称	月卡	连续包月	年卡	连续包年	补充说明
生活修图	美图秀秀 VIP	¥ 22/月	¥ 15/月	¥ 208/年	¥ 128/年	支持高清人像、美化素材、相机特效、海量 IP、广告特权、AI 功能等专属权益。美豆充值模式: 10 美豆/元
		¥ 38/月	¥ 30/月	¥ 288/年	¥ 218/年	相较于 VIP, SVIP 的额外特权有: 送 120 美豆/月、AI 消除去水印、支持电脑端、无损改尺寸、商用海报模板、商品一键换色、AI 画质修复、智能抠图 (包月送 50 张、包季送 250 张、包年送 1200 张)
	美颜相机	¥ 25/月	¥ 12/月	¥ 238/年	¥ 108/年	支持水光肌、肤色调节、3D 打光、专属滤镜、专属风格、视频创作神器、无广告等会员权益。 AI 写真单点收费: 轻写真 8.8 元/套, 多人写真 9.8/11.8 元/套, 概念写真 1.8 元/套 (当前限免体验一次), 卡通分身 6.8 元/套, 形象照 8.8 元/套, 写真视频 12.8 元/套
工作提效	美图秀秀 SVIP (包含美图设计室)	¥ 38/月	¥ 30/月	¥ 288/年	¥ 218/年	同美图秀秀粉钻 SVIP (赠送 AI 智能抠图张数、智能抠图、画质修复、海量模板、证件照设计、多端共享等) AI 商拍套餐: 基础版月套餐 2500 美豆/198 元, 高级版月套餐 5500 美豆/398 元, 专业版月套餐 10000 美豆/648 元。AI 商品图 8 美豆/单次生成, AI 模特试衣 10 美豆/单次生成。
	WHEE	¥ 68/月	¥ 58/月	¥ 608/年	¥ 518/年	会员每月赠送 1800 美豆。AI 功能消耗美豆: 图生图 2 美豆/张、文生图 2 美豆/张、模型训练 100 美豆/个、AI 超清 4 美豆/张、AI 生视频 10 美豆/次、AI 扩图 2 美豆/张、AI 改图 2 美豆/张、AI 无痕消除 2 美豆/张、AI 模特图 5 美豆/张
	开拍	/	¥ 25/月	¥ 238/年	¥ 188/年	支持 AI 脚本创作、AI 提词器、AI 剪辑智能识别一键成片、大量美颜滤镜素材、多端同步、300G 存储空间等会员权益。 数字人时长充值: ¥5/1 分钟, ¥18/5 分钟, ¥98/30 分钟, ¥188/60 分钟
	美图云修	¥ 168 元/600 张, ¥ 588 元/2400 张, ¥ 2580 元/12000 张, ¥ 8800/50000 张				为影楼机构等 B 端用户提供批量精修图服务, 包括 RAW 转档、批量处理、智能精修、多元场景 (婚纱、儿童、亲子、孕妇、全家福等)、多人协作等功能

资料来源: 各产品 APP/官网/官方公众号, 国投证券研究中心整理

2.3. 收购设计师网站站酷，完善影像业务生态布局

收购国内领先的视觉创意平台站酷，完善影像业务线布局。站酷成立于 2006 年，深耕视觉创意行业，有 1700 万视觉创意人才入驻，能力覆盖 14 个视觉创意大类、93 个细分小类，拥有 4.6 亿正版素材。2024 年 2 月，美图公司宣布其全资子公司 Meitu Investment Ltd 拟全资收购站酷网的全部已发行股本。此次收购的总价值约 3964.05 万美元，支付方式包括发行约 5299.22 万股代价股份支付约 1778.42 万美元，以及现金支付余额约 2185.63 万美元。此次收购有望对美图的影像及设计产品业务之发展带来巨大协同效应：

- 1) **促进国内设计师群体深度参与构建MiracleVision的生态**:随着设计师对MiracleVision使用量的提升，将会有更多设计师分享其关于MiracleVision的使用心得和讨论，如生成效果展示、视觉模型测评、使用教程分享等内容。这些由专业设计产生的高质量内容将成为标杆，有助于MiracleVision传播至公司核心的目标用户传播者。同时，公司会根据设计师使用后的诉求不断对MiracleVision的产品进行迭代，并将反馈数据加入到训练中进而提升模型的迭代速度和质量。
- 2) **扩充优质训练素材及正版资源**:站酷拥有超过 4 亿条正版图片及视频的一站式正版视觉内容交易平台“站酷海洛”，是海外头部素材库 Shutterstock 的独家中国代理。美图将通过其庞大的用户量及品牌优势，全力支持站酷海洛的发展，并助其进一步提升版权图库及视频库的规模。美图的影像产品用户也将可以把他们创作的优质图片及视频上传到站酷海洛进行变现。同时，美图设计室及其他生产力工具的用户未来将可选择购买站酷海洛上的正版影像内容以应用在其作品中，提升他们作品的多样性及专业度。
- 3) **赋能美图平台产品，进而提升付费转化率和留存率**:进一步拓展美图创意平台(MCP)上的设计师数量，从而为生活场景影像产品(如美图秀秀、美颜相机)带来更多富有创意的高品质素材，提升用户满意度、会员付费转化率及留存率。
- 4) **提供创意课程教育平台，提高用户设计能力**:社区的设计师可以从用户的视角制作 AI 工具的使用指南，帮助非专业的传播者更好学习使用美图 AI 产品，提供一站式设计相关课程，帮助用户提升设计能力。

图25. 站酷三大业务板块



资料来源：站酷网，站酷官方微信公众号，国投证券研究中心整理

搭建设计需求者和专业设计师的桥梁。6月12日，在第三届美图影像节上公司发布了站酷设计服务，涵盖平面、插画、UI、网页、影视、动漫、摄影、空间设计、服装设计等 14 大类。大众用户在面临遇到复杂、高度定制化的需求，一般会付费找专业设计师来实现。然而，传统设计服务平台一直存在三大痛点：找人难、流程复杂、售后难。用户亟需一个找人高效、流程简单、售后放心的设计服务平台。站酷设计服务的发布，针对性解决传统设计服务平台痛点，成为连接广大设计需求者和千万级专业设计师的桥梁。在筛选设计师环节，提供便捷检索功能，帮助用户快速筛选出意向设计师，匹配效率明显提升。在需求沟通和下单决策环

节，用户选中意向合作设计师后，通过站酷设计服务提供的成功案例和口碑评价，可以快速判断设计师的专业性，极大减少需求沟通和下单决策需要耗费的时间；再根据透明公开的服务报价，用户可以轻松做出下单决策。在售后环节，上线支付担保体系，承诺一键退款，解决用户不满意、售后难的问题。

图26. 站酷设计服务



资料来源：美图官方微信公众号，国投证券研究中心

3. AIGC 拉动创作平权，传播者市场广阔大有可为

3.1. 多模态能力跃升，看好图片生成类商业化前景

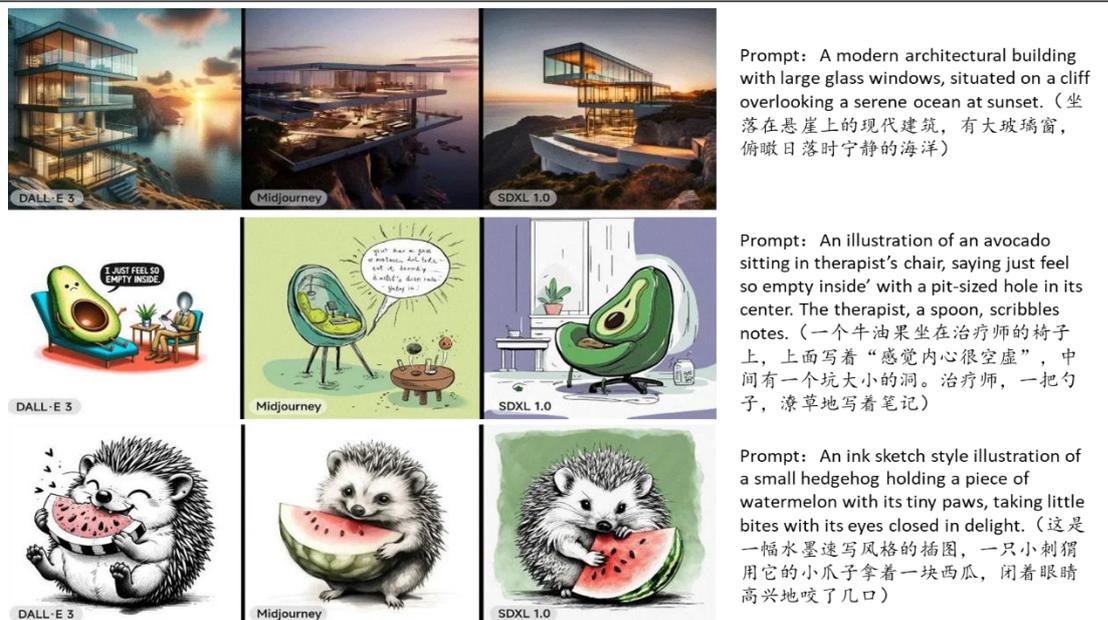
从 GAN 到 Diffusion，多模态能力持续升级。基于近年来图像处理和语言理解方面的技术突破，融合图像和文本处理的多模态任务获得了广泛的关注并取得了显著成功。文本生成图像 (text-to-image) 是图像和文本处理的多模态任务的一项子任务，其根据给定文本生成符合描述的真实图像，具有巨大的应用潜力，如视觉推理、图像编辑、视频游戏、动画制作和计算机辅助设计。目前，文生图的模型发展历程可分为如下阶段：生成对抗网络模型 (Generative Adversarial Networks)、自回归模型 (Autoregressive Model)、扩散模型 (Diffusion Model)、基于 Transformer 架构的扩散模型 (DiT)。当前主流的技术路径是扩散模型，OpenAI 的 DALL·E 2 和 Google 的 Imagen 均是基于扩散模型完成的。

图27. 文生图底层模型技术发展路径



资料来源: Gitub, Datawhale, 国投证券研究中心整理

图28. 海外文生图模型效果对比

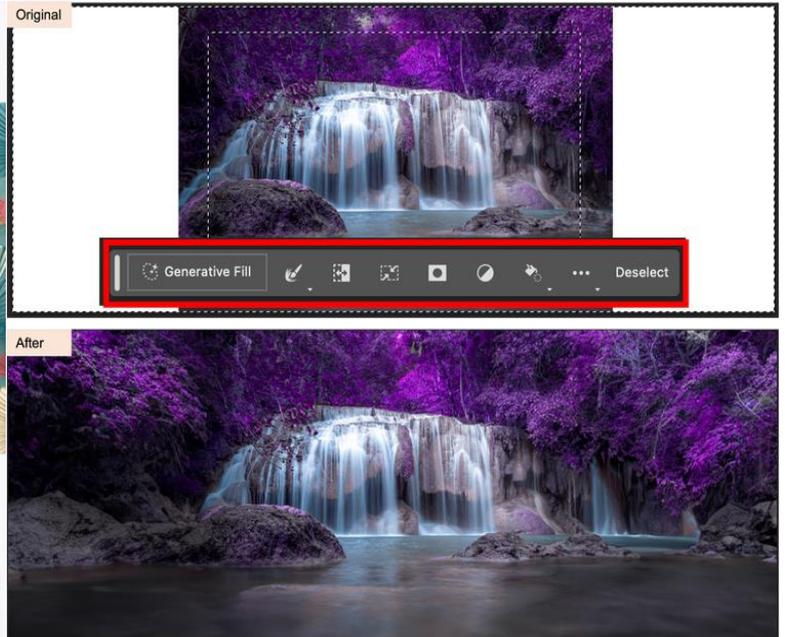
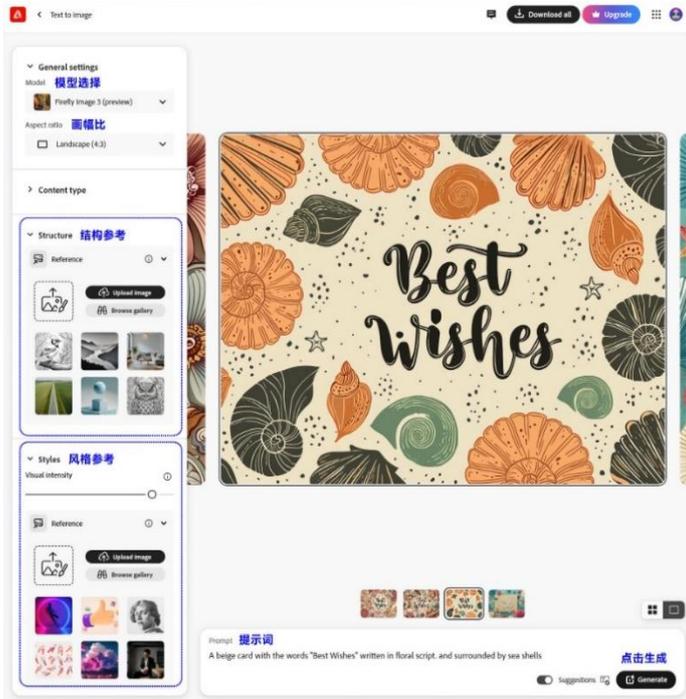


资料来源: DALLE 3, Midjourney, SDXL, 优设 AIGC, 国投证券研究中心整理

AI 充当创意辅助，颠覆了图像生成类应用的产品形态。随着底层模型技术的持续迭代，在图像渲染质量、风格样式、细节精度、整体质感等方面持续优化。AI 能够为设计师提供创意灵感，并可通过各种形式的提示生成所需要的图片，功能丰富多样，例如智能填充、一键 3D 创作、一键合成图像、一键图像修改、一键草图变成矢量图等。

图29. Adobe Firefly Image 3 文生图界面

图30. Adobe Firefly 的智能填充功能备受欢迎

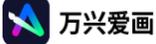


资料来源: Adobe Firefly, 优设网, 国投证券研究中心

资料来源: Adobe Blog, 国投证券研究中心

图像生成类应用已展现出较强的商业化变现能力。文生图功能除了初期可能有少量免费体验额度外，基本均需要付费方可使用。①国外主流的图像生成平台以 Midjourney、Stable Diffusion、DALL-E 2 为代表。其中，Midjourney 采用闭源付费模式，在对 Diffusion Model 精调后部署在 Discord 上，用户通过与 bot 的交互来获得图片，Midjourney 通过早期开放公测积累了大量用户群，在 Discord 频道中形成了高活跃度的社群，以 SaaS 付费订阅模式提供通用或定制化服务，构建起了较为成熟的商业模式。而 Stable Diffusion 则完全开源，因此模型的优化迭代速度非常快，形成了较好的开发者生态，其盈利手段主要通过 API 收费和面向专业领域的 B 端用户提供定制化模型服务。②对于国内市场而言，随着我国自主研发模型的技术进展，文心一格、CogView、ZMO 等 AI 图像生成产品通过模型调优和知识增强训练，对中文提示词具备更强的理解能力，在美术创作、广告设计等领域已经形成了一定的用户基础。面向 C 端或小 B 端的图片生成应用，大部分以订阅模式或按生成量来定价收费。

表2: 海内外厂商文生图的收费模式

应用	公司	收费模式
国内		
	美图	会员每月赠送 1800 美豆。AI 功能消耗美豆：图生图 2 美豆/张、文生图 2 美豆/张、模型训练 100 美豆/个、AI 生视频 10 美豆/次、AI 扩图 2 美豆/张、AI 改图 2 美豆/张
	百度	基础版免费，白银 69 元/月，黄金 139 元/月，铂金 339 元/月
	万兴科技	10 次创作/5 元，30 次创作/12 元，100 次/20 元
	未序网络科技	9.9 元/次
	新国都	9.99 美元/月，49.99 美元/年
	上海退格数字科技	按月订阅：VIP 19.9 元/月，SVIP 36.9 元/月，Tia Pro 166.9 元/月 按年订阅：VIP 15.67 元/月，SVIP 29 元/月，Tia Pro 133.17 元/月
海外		
DALLE 3	OpenAI	月付：Pro \$10/月，Max \$20/月 年付：Pro \$5/月，Max \$10/月 (Pro 每月 1000 次快速生成，Max 每月 3000 次快速生成)
Stable Diffusion	Stability AI	免费：主要用于个人非商业研究用途。 Creator，月费 20 美元：适用于具有特定收入和资金上限的小规模创作者、开发人员和初创公司 Enterprise：主要面向大型企业，可以为大规模运营量身定制，价格根据定制情况而定。
Midjourney	Midjourney	基础版\$10/月，标准版\$30/月，Pro 版\$60/月，Mega 版\$120/月 (除了基础版限制每月生成 200 张图片，其余均无限量生成)
Firefly	Adobe	Creative Cloud 的订阅用户每月享有一定额度积分，普通产品如 Photoshop、Illustrator、InDesign 等均对应 500 积分，Express 对应 250 积分。若超出基础订阅套餐额度，需按照 4.99 美元/100 积分的价格额外购买。一积分对应一次内容生成。

资料来源：各家公司官网/APP，国投证券研究中心整理

Sora 引领多模态进入新阶段，文生视频赋能内容创作。视频是多帧图像的组合，它在文生图的基础上增加了时间维度，结合了文本、图像、声音及视觉效果，技术实现更困难。因此 Sora 的出现是里程碑式的突破，它是第一个能够根据人类指令生成长达一分钟的视频的模型。它不仅接受文本的输入，还可接受图像、视频等其他形式的输入，比如给静态图片添加动态、在时间线上扩展视频的长度等。从 LLM，到文生图，再到文生视频，AI 大模型在对真实世界的理解和模拟方面能力持续且快速提升，向 AGI 迈进的速度也超出了大家的预料。

图31. OpenAI 发布颠覆级的文生视频模型 Sora


资料来源：OpenAI，国投证券研究中心

3.2. 以美图视觉大模型为基，AIGC 加持内容生成

自研视觉大模型 MiracleVision，持续完善 AI 产品生态。自 2010 年成立 MT Lab(美图影像研究院)起，美图公司在人工智能领域深耕已经 14 年，伴随着 2022 年美图 AIGC 产品全面进入爆发期，通过一系列 AI 创新功能，为用户和行业提供优质的影像与设计服务，同时也搭建了完善的 AI 产品生态。2023 年 6 月 19 日，公司宣布推出自主研发的视觉大模型 MiracleVision，以此为基石，通过美图秀秀、美颜相机、Wink、美图设计室、WHEE、开拍、美图云修等影像与设计产品，持续向用户和行业输出 AI 图像、AI 视频、AI 设计等能力。

图32. 以视觉大模型构建美图 AI 产品生态



资料来源：美图公司官方公众号，国投证券研究中心

目前，美图已陆续推出多种 AI 功能，如 AI 写真、AI 封面、AI 扩图、AI 脚本、AI 模特试衣等，据官方微信公众号，美图用户每天处理数亿份图片和视频，约 83%都用到了泛 AI 功能。我们认为，AI 带来的多样化体验可提升用户粘性和付费意愿，并有望藉此进一步挖掘用户需求点。

图33. 美图 83%的用户使用 AI 功能



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心整理

MiracleVision 大模型快速迭代，引领 AI 创作新范式。2023 年 6 月美图正式发布视觉大模型 MiracleVision 后，经过一年时间的不断迭代，2024 年 1 月 2 日，MiracleVision 通过了《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案，这是目前通过备案的大模型中唯一专注视觉领域的大模型，也是福建省第一家通过备案的大模型。用户可在其官网和美图秀秀/WHEE 等美图旗下产品中体验，并通过 API、SDK、SaaS、模型训练等形式向行业客户、合作伙伴全面开放模型能力，助力多场景 workflow，帮助企业降本增效。

图34. 美图 MiracleVision 大模型迭代进展



资料来源：美图公司官网，国投证券研究中心整理

MiracleVision 将助力电商、广告、游戏、动漫、影视五大行业“ workflow 提效”：1) 在电商行业，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。2) 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。3) 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。4) 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。5) 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，极大提升影视行业设计环节的效率。

图35. MiracleVision 五大目标应用行业

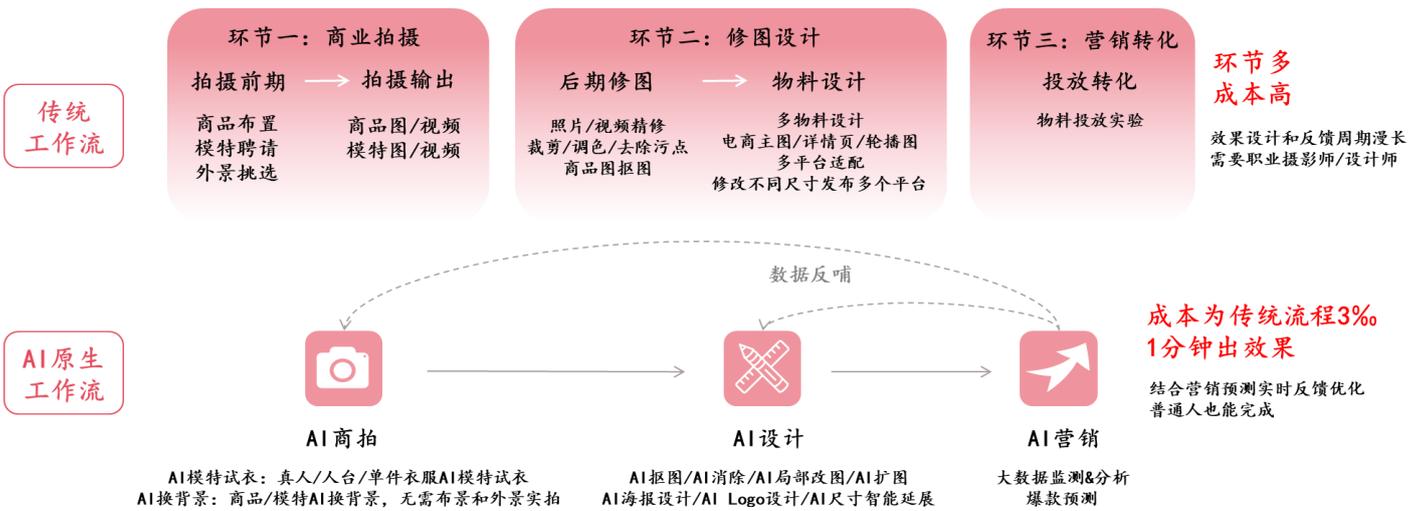


资料来源: MiracleVision (奇想智能) 官网, 国投证券研究中心整理

3.3. AI 或将促进技术平权, 向上打开成长天花板

化繁为简, 抓住应用场景核心需求实现高效的 AI 原生 workflow。AI 视觉大模型带来的不仅仅是更好的视觉呈现, 还有对工作流的效率提升。以电商为例, 传统的工作流需要经过拍摄前期的选景布景, 对输出的商品图进行后期精修、物料设计, 最后再通过营销投放等达到宣传推广的目的; 而如今在 AI 原生 workflow 中, AI 贯穿商拍、设计、营销全流程, 成本仅是传统流程的 3%, 且降低了学习门槛、出图迅速, 它让曾经离技术很远的非专业人士也能够快速体验 AI 的技术成果。

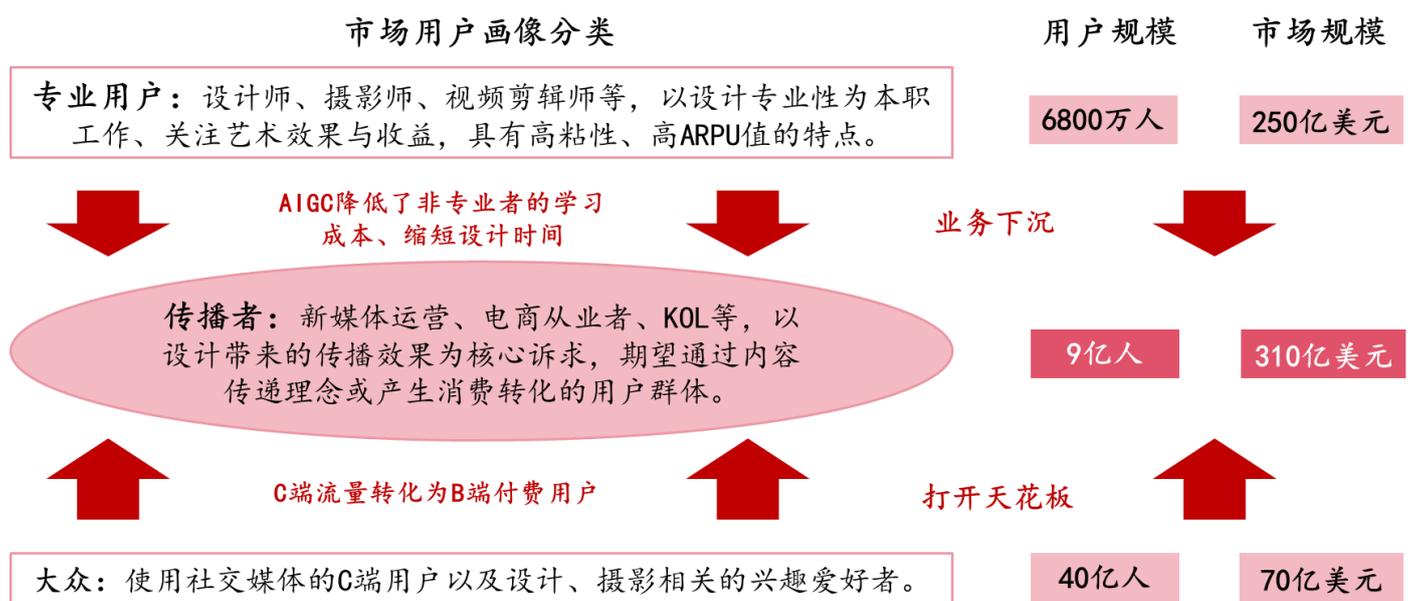
图36. 电商设计传统 workflow VS AI 原生 workflow



资料来源：美图公司公告，国投证券研究中心

AI 拉平技术鸿沟实现平权化，传播者空间广阔美图打开成长天花板。随着 AIGC 的出现，降低了创作者的学习成本和使用门槛，缩短了设计时间，AI 促进了技术平权，让更多的行业享受科技平权带来的红利，因此 AI 创作者的规模将进一步扩张。根据 Adobe 公开资料显示，Adobe 将创作用户分为三类，分别是专业用户、传播者和大众，用户规模分别是 6800 万人、9 亿人和 40 亿人，对应测算出的全球市场规模分别是 250 亿美元、310 亿美元和 70 亿美元。由此可见，虽然传播者的用户规模和平均客单价都不是最高的，但两者相结合算出的整体市场空间是最大的。与 Adobe 需要从专业用户向传播者下沉相对应的，是美图正在从大众用户拓展至传播者。凭借在 C 端坚实的用户基础，美图有望将 C 端流量转化为 B 端付费客户。随着生产力工具的推出，公司下游客户逐渐延伸至电商、广告、新媒体运营等多行业，面向“出于宣广等目的而对设计有需求的非专业者”。传播者这一新客群的平均客单价较高，因此美图从原来 70 亿美元的大众市场打开天花板至 310 亿美元的传播者赛道。

图37. 传播者市场空间广阔



资料来源：Adobe 公告，国投证券研究中心整理

百舸争流角逐新空间，AIGC 重塑创意生产力格局。Adobe 在专业设计领域是处于垄断地位的王者，根据 Statista 数据，在图像编辑领域，Adobe 旗下产品 Photoshop（43%）、InDesign（28%）、Illustrator（13%）三款应用在 2023 年市场份额合计超过 80%；第四是 Canva，市场占有率为 7%。面向大众的美图秀秀亦广为人知，长期占据用户心智。而介于二者之间的传播者近年来随着“网红经济”逐渐被关注，AI 创作平权拉通了该领域的不同玩家，其中包括 Adobe（以专业用户为主、高壁垒高价值）、Canva（以模板生态闻名）、美图、以及去年兴起的文生图等厂商。我们认为，在传播者规模空间足够大但市场格局尚未明晰的情况下，各家均有望凭借独特优势获取市场份额。美图依靠流量优势和 AI 原生属性，拓展更多的“大 C 小 B”付费用户，在人工智能浪潮中有望实现弯道超车。

4. 盈利预测与投资建议

一、关于影像与设计产品业务的假设及说明

- 1) 影像与设计产品分为生活和生产力场景，其收入的大致测算思路均是“月活跃用户*订阅渗透率*ARPPU”。
 - 2) 根据前几年月活跃用户数据，结合美图秀秀等产品已逐渐步入成熟的情况，预计月活跃用户保持持平微增的态势。
 - 3) 由于2023年以前生产力场景的产品较少且未单拆出来，2022年整体渗透率约等于生活场景的订阅渗透率（2.3%）；2023年年报披露的整体订阅渗透率（3.7%）则包含了生活和生产力场景。
 - 4) 根据2023年年报公开交流会信息，美图秀秀、美颜相机等生活场景产品的付费渗透率在3.1-3.3%之间，美图设计室的付费渗透率约6%。
 - 5) 美图设计室2023年才正式推出，且生产力场景面向付费意愿更高的B端用户，其付费渗透率远未达到天花板，因此假设生产力场景产品的订阅渗透率在未来几年持续提升。
 - 6) 根据2022年年报，生产力工具的ARPPU比生活社交类高60-70%。
- 我们预计影像与设计产品2024-2026年的收入分别为20.49/26.75/33.60亿元，同比增速分别为54.38%/30.56%/25.62%。

二、关于美业解决方案的假设及说明

- 1) 美图宜肤方面，根据2023年年报，公司将更多资源倾斜在服务全球大品牌客户上，针对中国内地外的高价值大客户的收入同比上一年翻倍，该策略继续践行，预计将持续增长。
 - 2) 根据2022年年报，美得自得收购日期起所贡献的计入合并财务报表的期内收入及亏损分别约为人民币4.14亿元和1885.3万元。未来公司将继续引入高毛利单品，预计该业务毛利率将有所提升。
- 我们预计美业解决方案2024-2026年的收入分别为7.04/8.60/10.42亿元，同比增速分别为23.69%/22.24%/21.12%。

三、关于广告业务的假设及说明

由于公司主要商业模式转变为订阅模式，资源配置向影像与设计产品业务倾斜，预计广告业务将呈平稳增长态势。我们预计广告业务2024-2026年的收入分别为8.35/9.18/10.10亿元，同比增速分别为10%/10%/10%。

表3：2022-2026E 美图公司主营业务拆分及预测

营收拆分（亿元，人民币）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	20.85	26.96	36.07	44.69	54.25
YoY	25.15%	29.30%	33.80%	23.90%	21.38%
综合毛利率	56.93%	61.43%	63.47%	64.48%	65.35%
影像与设计产品	8.69	13.27	20.49	26.75	33.60
YoY	67.44%	52.70%	54.38%	30.56%	25.62%
收入占比	41.68%	49.22%	56.79%	59.84%	61.93%
美业解决方案	4.41	5.69	7.04	8.60	10.42
YoY	1420.69%	29.02%	23.69%	22.24%	21.12%
收入占比	21.15%	21.11%	19.51%	19.25%	19.21%
广告	6.30	7.59	8.35	9.18	10.10
YoY	-25.53%	20.48%	10.00%	10.00%	10.00%
收入占比	30.22%	28.15%	23.14%	20.55%	18.62%

资料来源：ifind，国投证券研究中心预测

从公司内驱力来看，拓展生产力场景带来量价齐升，订阅模式实现收益增长与用户留存之间的正循环。从外部人工智能行业的加成来看，AIGC 拉动了创作平权，推动影像行业供给侧改革，美图有望在传播者领域实现弯道超车。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 36.07/44.69/54.24 亿元，归母净利润分别为 5.22/7.44/9.95 亿元。

表4：美图公司重要财务数据和盈利预测

摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,085.33	2,695.74	3,606.94	4,469.02	5,424.43
净利润	94.14	378.29	522.40	743.55	995.09
每股收益 (元)	0.02	0.08	0.12	0.16	0.22
每股净资产 (元)	0.83	0.91	1.00	1.12	1.29
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率 (倍)	128.62	32.01	23.18	16.29	12.17
市净率 (倍)	3.21	2.95	2.68	2.38	2.06
净利润率	0.91%	13.59%	14.03%	16.12%	17.77%
净资产收益率	2.50%	9.21%	11.57%	14.60%	16.96%
股息收益率	0.00%	0.67%	0.96%	1.36%	1.82%
ROIC	-0.27%	8.17%	11.12%	17.08%	22.81%

资料来源: ifind, 国投证券研究中心预测

我们选取了“全球创意设计软件龙头 Adobe、国内数字创意软件企业万兴科技、国产 PDF 龙头福昕软件”作为可比公司。相较行业平均估值，美图仍有一倍的成长空间。首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 3.70 港元，相当于 2024 年 5 倍的动态市销率。

表5：可比公司估值表 (2024-06-21)

可比公司	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元, 人民币)				市销率 PS				毛利率	净利率
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2023
Adobe	17350.02	1385.53	1560.48	1740.50	1947.76	14.00	11.12	9.97	8.91	87.87%	27.97%
万兴科技	102.18	14.81	18.16	21.99	25.60	7.69	5.63	4.65	3.99	94.77%	7.31%
福昕软件	44.11	6.11	6.88	8.22	10.14	10.46	6.41	5.37	4.35	94.79%	-14.93%
						平均值	7.72	6.66	5.75		
美图公司	112.61	26.96	35.51	44.38	54.48	3.05	3.17	2.54	2.07	61.43%	13.59%

资料来源: ifind, 国投证券研究中心预测 (注: ①Adobe 采用 ifind 一致预期, 万兴科技、福昕软件均采用此前覆盖报告的预测。②汇率假设: 1HKD=0.93CNY, 1USD=7.26CNY, 日期为 2024-06-21。上述总市值、营业收入均统一成人民币单位)

风险提示

- 1) **AI 新产品商业化不及预期:** 目前 AIGC 商业化模式仍在探索和尝试阶段, 可能由于付费意愿低、实际效果一般、用户黏性未明显提高等因素导致商业化拓展不达预期。
- 2) **AI 技术研发不及预期:** 若视觉大模型 MiracleVision 迭代发展不及预期, AI 产品功能效果可能受影响, 将会影响公司影像与设计主营业务的发展。
- 3) **订阅用户增长不及预期:** 国内 C 端用户付费意愿较低, 若生产力场景产品拓展不及预期, 将导致订阅付费用户增长不及预期。
- 4) **行业竞争加剧风险:** 目前各类型厂商均积极布局 AIGC+影像产品, 可能存在部分垂类场景下竞争加剧的风险。
- 5) **假设不及预期的风险:** 本篇报告在盈利预测中, 对影像与设计产品等业务做出合理假设, 由于客户需求和外部环境变化, 可能存在假设不及预期的风险。

表6: 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,085.33	2,695.74	3,606.94	4,469.02	5,424.43
营业成本	898.06	1,039.86	1,317.48	1,587.22	1,879.79
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	403.12	428.19	554.89	642.82	753.12
管理费用	858.22	936.40	1,234.88	1,485.33	1,748.63
财务费用	-14.92	-44.37	-2.85	-5.00	-7.06
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-59.14	335.66	502.54	758.64	1,049.94
其他非经营损益	234.37	102.43	102.43	102.43	102.43
利润总额	175.23	438.09	604.97	861.07	1,152.37
所得税	156.34	71.67	98.97	140.86	188.52
净利润	18.89	366.42	506.00	720.21	963.85
少数股东损益	-75.25	-11.88	-16.40	-23.34	-31.24
归属母公司净利润	94.14	378.29	522.40	743.55	995.09
EBITDA	223.09	444.54	804.13	1,058.08	1,347.32
EPS (元)	0.02	0.08	0.12	0.16	0.22

资料来源: ifind, 国投证券研究中心预测

表7: 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	233.99	413.23	575.35	582.73	794.80
净利润	18.89	366.42	506.00	720.21	963.85
折旧摊销	62.78	50.82	202.01	202.01	202.01
财务费用	-14.92	-44.37	-2.85	-5.00	-7.06
其他经营现金流	167.24	40.36	-129.81	-334.49	-364.00
投资活动现金流	-16.77	-644.63	85.67	85.67	85.67
资本支出	7.59	-106.69	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-24.36	-537.94	85.67	85.67	85.67
筹资活动现金流	-37.03	-81.16	-127.90	-159.79	-213.47
短期借款	0.00	4.98	-14.98	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-37.03	-86.14	-112.92	-159.79	-213.47
现金净增加额	180.19	-312.57	533.12	508.62	667.00

资料来源: ifind, 国投证券研究中心预测

表8: 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,455.84	2,768.80	3,954.47	5,126.28	6,528.08
现金	946.90	640.93	1,174.05	1,682.67	2,349.66
应收票据及应收账款合计	350.63	387.75	518.81	642.81	780.23
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	654.70	887.52	1,187.51	1,471.33	1,785.88
存货	25.59	53.84	39.22	47.25	55.96
其他流动资产	478.02	798.77	1,034.88	1,282.22	1,556.34
非流动资产	2,548.51	2,998.39	2,796.38	2,594.38	2,392.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	441.24	464.13	391.42	318.70	245.99
无形资产	449.78	775.75	646.46	517.17	387.88
其他非流动资产	1,657.49	1,758.51	1,758.51	1,758.51	1,758.51
资产总计	5,004.35	5,767.19	6,750.85	7,720.65	8,920.45
流动负债	1,068.86	1,264.42	1,857.86	2,272.23	2,728.71
短期借款	10.00	14.98	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	135.32	140.60	210.11	253.13	299.79
其他流动负债	923.55	1,108.83	1,647.75	2,019.10	2,428.92
非流动负债	225.97	389.07	389.07	389.07	389.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	225.97	389.07	389.07	389.07	389.07
负债合计	1,294.83	1,653.49	2,246.92	2,661.30	3,117.77
少数股东权益	-60.11	4.84	-11.56	-34.90	-66.13
股本	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
资本公积	3,769.34	4,108.57	4,108.57	4,108.57	4,108.57
留存收益	0.00	0.00	406.63	985.39	1,759.95
归属母公司股东权益	3,769.62	4,108.86	4,515.49	5,094.25	5,868.81
负债和股东权益	5,004.35	5,767.19	6,750.85	7,720.65	8,920.45

资料来源: ifind, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034