

【广发传媒&海外】美图公司 (01357.HK)

AI 驱动付费率提升，生产力场景具备弹性

核心观点:

- **拍摄美化龙头，用户认知深刻，MAU 领先同行。**据 Questmobile，美图秀秀在图片编辑领域拥有最高的用户活跃度。24 年 4 月，公司 MAU 市占率达到 54%，近两年 MAU 市场份额保持在 50% 以上，具备较高的用户粘性。MAU 第二的醒图截至 24 年 4 月 MAU 市占率约为 28.6%。其他竞品 MAU 份额较低，与美图秀秀差距较大。
- **AI 驱动用户付费率提升，积极推动产品出海。**根据公司财报，截至 23 年，公司月活跃用户数达 2.5 亿人，同比增长 3%。公司推出 AI 相关功能提升用户付费意愿，付费率从 20 年 0.65% 提升至 23 年的 3.7%。公司积极推动产品全球化，在海外推出多个新功能获取用户。我们认为，对标其他订阅类 APP，公司用户付费率较低，随着用户订阅数据的提升和产品的持续出海，C 端订阅收入增长空间广阔。
- **AI 为中小厂商降本增效，渗透率有望加速提升。**公司推出“美图设计室”等面向商业场景的产品，并持续迭代，通过 AI 设计服务降低中小企业设计成本。我们认为中小企业成本敏感，AI 降本增效成果显现将加速渗透率提升，带动付费增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 营收分别为 36.63、47.07、56.46 亿元，归母净利润分别为 5.08、7.00、9.20 亿元。公司商业模式转向订阅，盈利能力提升，采用 PE 方法估值并结合 PS 讨论。参考可比公司按 28X PE，对应 3.9X PS，预计美图公司合理估值为 142.19 亿元人民币，对应 155.85 亿港元（人民币兑港币汇率取 0.91:1），合理价值 3.44 港币/股。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**用户订阅意愿不及预期、AI 终端图片编辑能力提升的风险、电商平台参与设计竞争的风险、AI 模型效果不及预期的风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,085	2,696	3,663	4,707	5,646
增长率 (%)	25.2%	29.3%	35.9%	28.5%	19.9%
EBITDA	-13	322	610	851	1,163
归母净利润	94	378	508	700	920
增长率 (%)	-	301.8%	34.2%	37.8%	31.4%
EPS (元/股)	0.02	0.08	0.11	0.15	0.20
市盈率 (P/E)	59.0	38.9	21.8	15.8	12.0
ROE (%)	0.5%	8.9%	12.2%	14.4%	16.0%
EV/EBITDA	-	44.1	16.5	11.2	7.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

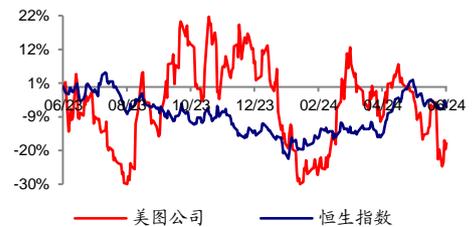
买入

当前价格	2.67 港元
合理价值	3.44 港元
报告日期	2024-06-24

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4535/4535
总市值/流通市值 (百万港元)	12109/12109
一年内最高/最低 (港元)	3.98/2.29
30 日日均成交量/成交额 (百万)	58.04/159.34
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-19.84/-20.07

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

章驰



SAC 执证号: S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意, 章驰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、公司概况：AI 技术驱动下的美学经济“颜究所”	5
（一）公司沿革：“美图”类产品矩阵起家，拓展软硬件多元化产品线遭遇挑战，转型订阅模式重获增长	5
（二）股权结构稳定，管理团队经验丰富	7
二、影像及设计产品：核心应用商业模式逐渐清晰，AIGC 驱动付费渗透率加速增长	8
（一）影像数字化市场：多场景的影像数字化需求驱动，AIGC 形成新动力促进持续增长，行业头部效应显著	8
（二）把握审美趋势，沉淀私域数据，构建视觉模型生态是美图的核心竞争优势 ..	11
（三）C 端：生活场景应用持续迭代创新，核心产品用户基础稳定，付费转化意愿增强	12
（四）B 端：AI 赋能生产力场景，助力影像行业 workflow 提效	17
（五）AIGC 拓宽海外市场创收能力，全球化布局提速	19
三、美业解决方案：开拓美妆护肤赛道，助力产业数字化升级	21
四、公司财务：营收稳定增长，现金储备丰富	23
五、盈利预测和投资建议	26
（一）盈利预测	26
（二）估值讨论	28
六、风险提示	29

图表索引

图 1: 美图公司沿革	6
图 2: 美图业务生态	6
图 3: 美图公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 18 日)	7
图 4: 2022 年和 2025 年中国影像数字化市场空间测算 (亿元)	8
图 5: 图片编辑赛道 MAU 市场份额推移 (2020 年 4 月-2024 年 1 月)	9
图 6: 拍摄美化行业排名前五的应用的月度独立设备数 (万台) 及环比增幅 (%) 推移 (2023 年 6 月-2024 年 3 月)	9
图 7: 图像与录像类应用免费榜排名 (2023 年 1 月-2024 年 5 月)	10
图 8: 国内拍摄美化 APP 推出 AI 功能时间及 iOS 端下载量 (千次) 推移 (2023 年 1 月-2024 年 5 月)	10
图 9: 国内拍摄美化 APP 推出 AI 功能时间及 iOS 端流水 (千美元) 推移 (2023 年 1 月-2024 年 5 月)	11
图 10: 文生图模型人像效果对比 (左为美图秀秀, 中为阿里通义万相, 右为百度文心一格)	12
图 11: 美图公司月活跃用户数和会员数对比及付费率推移 (2020-2023 年)	13
图 12: 美图公司各产品 MAU 推移 (单位: 百万人) (2018 年 6 月-2023 年 6 月)	13
图 13: 美图公司 AI 功能上线历程	14
图 14: 2023 年各互联网赛道产品的付费率水平	16
图 15: 美图助力五大行业 workflow 提效	17
图 16: 美图设计室 workflow 与传统设计 workflow 对比	18
图 17: 小微企业经营者面临的主要经营压力来源	19
图 18: 美图公司海外产品本地界面	20
图 19: 中国出海收入前 50 的视频与图片编辑类工具厂商排名推移 (2023 年 1 月-2024 年 2 月)	20
图 20: 美图宜肤服务品牌	21
图 21: 美得得服务品牌	22
图 22: 公司美业解决方案收入 (单位: 百万元) 及增速	22
图 23: 公司 2018-2023 年营业收入 (亿元) 及同比增速	23
图 24: 公司 2018-2023 年主要业务营收占比	23
图 25: 公司 2018-2023 年毛利润和净利润及同比增速 (单位: 亿元)	24
图 26: 公司 2018-2023 年整体毛利率和净利率	24
图 27: 公司 2018-2023 年各项费用率	25
图 28: 公司 2018-2023 年各项费用 (亿元) 及增速	25
图 29: 公司 2019-2023 年经营性现金流净额 (亿元) 及增速	25
图 30: 公司 2018-2023 年货币资金 (亿元) 储备及增速	25

表 1: 美图公司管理团队简介	7
表 2: 美图公司面向用户 (2C) 产品矩阵介绍	13
表 3: 美图生活娱乐产品与竞品会员价格 (人民币元) 及权益对比	15
表 4: 美图生活娱乐核心产品与竞品 AIGC 功能和收费模式对比	15
表 5: 美图公司面向商用场景 (2B) 产品矩阵介绍	18
表 6: 美图公司核心 APP 经营数据预测 (单位: 百万人)	26
表 7: 2024-2026 年美图公司核心业务收入预测 (单位: 百万元)	27
表 8: 2024-2026 年美图公司盈利预测	28
表 9: 可比公司估值 (截至 2024 年 6 月 21 日)	29

一、公司概况：AI 技术驱动下的美学经济“颜究所”

美图公司成立于2008年，是一家以美为内核，以人工智能为驱动的科技服务商。公司围绕着“让艺术与科技美好交汇”的使命，形成了toB+toC端全面产品矩阵，核心业务包括影像及设计产品业务、美业SaaS解决方案及广告业务。影像及设计业务主要覆盖自拍美颜、智能修图、视频剪辑等功能，包括美图秀秀、美颜相机、美图云修、Wink等产品。据QuestMobile数据，美图秀秀连续8年夺得中国图片美化赛道用户规模第一名、美颜相机连续8年夺得中国拍照摄影赛道用户规模第一名。美业SaaS业务主推化妆品ERP、供应链管理和AI测肤。据美图公司官网，公司旗下的美图宜肤为护肤品牌及医美机构提供先进的AI测肤解决方案，已经成功覆盖4300多家门店，并与迪奥、资生堂、雅芳、樊文花等知名品牌已达成战略合作。公司通过美得得为超过10000家化妆品门店提供化妆品ERP及供应链管理解决方案，帮助客户优化采购流程。

（一）公司沿革：“美图”类产品矩阵起家，拓展软硬件多元化产品线遭遇挑战，转型订阅模式重获增长

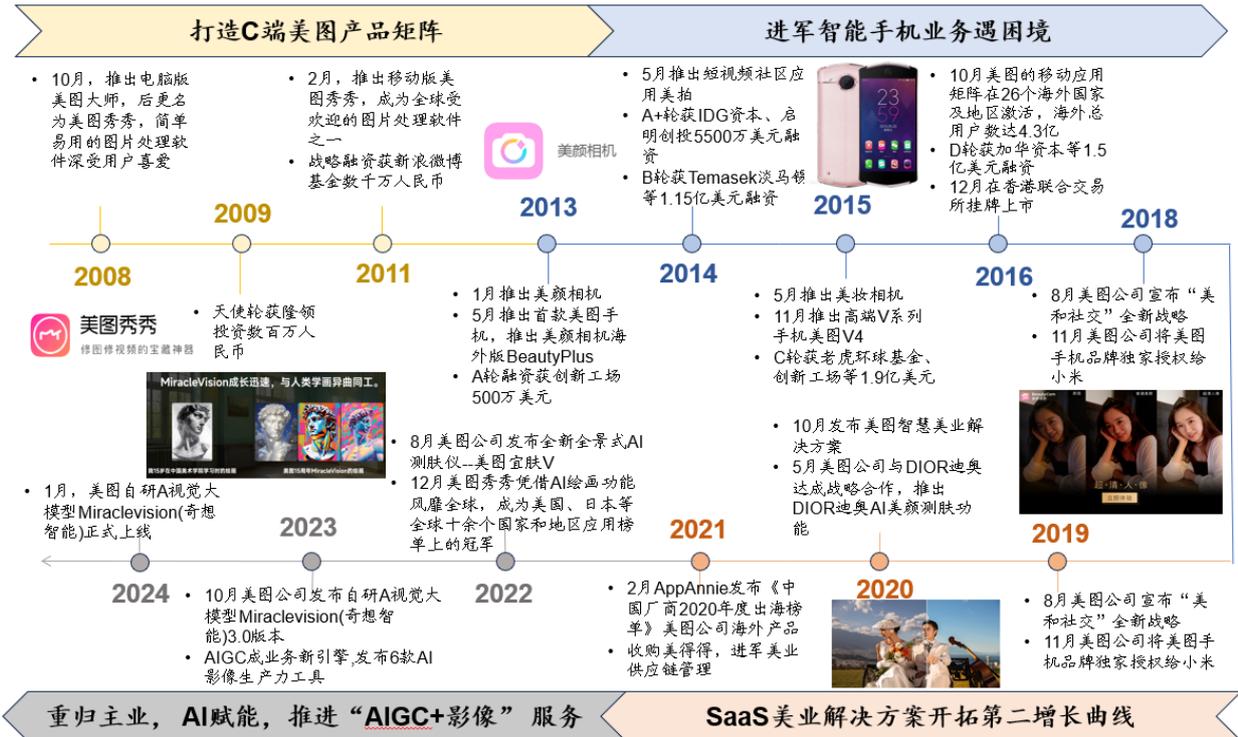
打造美图矩阵化产品路径，美图秀秀引领美学经济（2008年-2012年）：公司官网显示，美图公司成立于2008年，同年10月推出PC版美图秀秀。2011年推出移动版美图秀秀，并在2012年底实现PC端用户量突破1亿，PC+移动端用户量突破2亿的成绩，成为全球受欢迎的图片处理软件之一。秉承以“美”为核心的发展理念，公司此后陆续上线了美颜相机、美图贴贴、美妆相机、潮自拍、美拍等产品，开启了专注于美图的矩阵化发展路径，同时向智能硬件和内容营销方向进行探索，旨在通过多个产品线共同推进公司的整体发展。

进军硬件领域，多产品线共同推进（2013年-2018年）：2013年，美图开始向硬件领域进军，5月份推出首款手机产品“Meitukiss”，并随后迭代升级了多款手机产品。美图手机凭借其强大的拍照、美颜功能受到市场欢迎，手机业务一度成为公司重要的收入来源。但系统性能配置一直是美图公司的技术短板，随着头部品牌纷纷在拍照领域取得重大突破，美图手机销量持续减少，并于2018年宣布退出手机业务，将美图手机品牌授予小米运营。在此期间，公司还陆续尝试过多种类型的业务，并积极布局海外市场。2015年，美图扩张手游业务，与Forgame联合推出了“美美小店”。2017年，美图探索电商平台，推出美图美妆App。

VIP订阅业务增长势头强劲，AI技术加速商业化进程（2019年-至今）：2019年起，公司开始在美业解决方案和未来皮肤医学上进行布局，5月份通过自建品牌美图宜肤，向全球护肤品牌及医美机构提供AI测肤和SaaS解决方案。2021年底通过收购美得得，进入化妆品ERP及供应链管理赛道。在影像产品方面，自2020年起，公司旗下应用美图秀秀、美颜相机等推出VIP订阅业务，并将订阅业务从生活场景拓展至工作场景，成功打造专注于影像行业的新商业化模式。聚焦“生产力和全球化”战略，在2023年6月公司推出了美图视觉大模型MiracleVision(奇想智能)，形成了由底层、生态层和应用层构建的AI产品生态，带动VIP会员数量快速增长，加速商业模式转型。据公司年报，截至2023年底，美图公司旗下应用拥有超过911万VIP会员。2024年1月，

MiracleVision开始陆续应用于美图秀秀、WHEE等美图旗下产品中。

图 1: 美图公司沿革



数据来源: 公司官网, 公司各应用官网, 天眼查, 广发证券发展研究中心

图 2: 美图业务生态

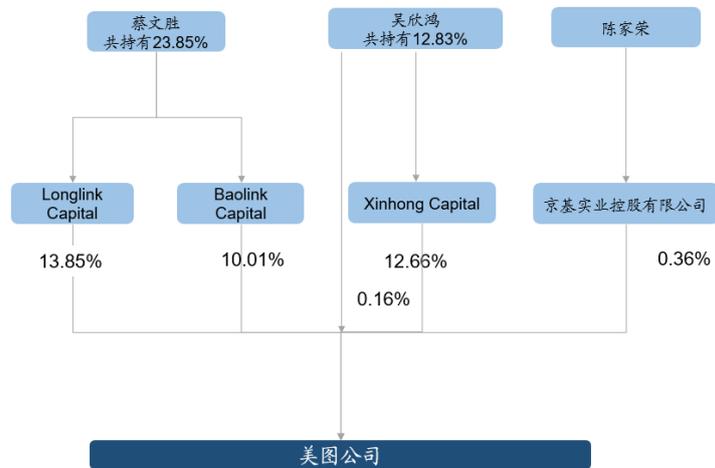


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(二) 股权结构稳定，管理团队经验丰富

2023年6月，公司发布公告称蔡文胜辞任公司董事长，美图公司创始人兼首席执行官吴泽源（即吴欣鸿）当选公司董事长。吴泽源曾在数字奇缘等公司任职高管，系资深互联网人士，曾推出多款知名产品，对图片处理及应用有深刻认识。2008年，吴泽源在厦门创办了美图公司，2013年美图手机项目提出后，蔡文胜首次在投资的公司中出任董事长，吴泽源任CEO，共同构建了两入主导的管理层结构。截至2024年6月18日，蔡文胜仍是公司第一大股东，合计持股23.85%。董事长吴泽源为公司第二大股东，持股比例达12.83%。原第三大股东陈家荣及京基实业在24年6月有所减持，减持后占比约为0.36%。该股东为公司财务投资人，不参与公司实际运营。

图 3: 美图公司股权结构（截至2024年6月18日）



数据来源：公司 2023 年财报，同花顺，广发证券发展研究中心

美图公司的核心管理团队具有丰富互联网行业经验，包括集团高级副总裁，影像产业事业群总裁陈剑毅，技术副总裁兼MT Lab（美图影像研究院）负责人刘洛麒，首席财务官颜劲良等，他们在各自的领域内拥有深厚的专业知识和丰富的管理经验，共同推动着公司的发展和创。

表1: 美图公司管理团队简介

姓名	职务	年龄	过往经历
吴欣鸿	董事长兼首席执行官	43	2003年6月至2006年3月任数字情缘（520.com）总经理，2006年3月至2008年10月任华域网络（cncn.com）产品总监，2008年1月至今任厦门美图网科技有限公司执行董事兼总经理。2013年7月获委任为美图公司执行董事。2016年12月15日，带领美图公司在香港联合交易所主板挂牌上市，2023年6月1日担任美图公司董事长。
颜劲良	首席财务官兼公司秘书	40	2006年6月毕业于美国宾夕凡尼亚大学沃顿商学院，取得经济理学学士学位。拥有特许金融分析师资格。2006年7月至2012年4月曾担任瑞银的董事和中国香港及中国内地互联网研究主管。2012年5月获委任为云游控股有限公司的首席财务官，2013年2月获委任为云游控股有限公司的联席公司秘书，监督集团的企业融资、投资者关系及财务管理，同时负责集团的战略规划及实施。2016年12月开始担任美图公司首席财务官及联席公司秘书。2019年获委任为美图公司秘书。

施娜	首席人力资源官	46	2000年在中央民族大学获得经济学学士学位，并于2003年在大连理工大学获得科技哲学硕士学位。曾于2013年至2014年间担任联想集团的人力资源及运营总监，并于2015年至2016年间担任Lenovo ZUK的人力资源及运营总监。2017年至2019年间，施女士于自如集团担任人力资源副总裁。2019年4月加入美图公司，负责战略运营、项目管理、人力资源及行政管理业务。
陈剑毅	集团高级副总裁，影像与设计产品事业群总裁		负责美图公司产品、商业化、订阅业务。

数据来源：公司官网，同花顺，广发证券发展研究中心

二、影像及设计产品：核心应用商业模式逐渐清晰，AIGC 驱动付费渗透率加速增长

（一）影像数字化市场：多场景的影像数字化需求驱动，AIGC 形成新动力促进持续增长，行业头部效应显著

影像数字化市场在C端主要基于个人用户对美颜拍摄、视频剪辑的需求，B端市场主要是企业在商业摄影修图、皮肤检测、营销内容设计等场景的需求。影像数字化市场涵盖场景众多，驱动了厂商提供更加丰富的产品，促使影像行业保持增长。据艾瑞咨询，2022年中国影像数字化市场空间约为125亿元，分场景来看，商业摄影/医美美妆/零售营销/内容设计分别为20亿/50亿/10亿/45亿元，预计2025年将接近160亿元。从行业发展趋势来看，拍摄美化领域厂商主要依托图像处理技术和AI算法两方面构建技术壁垒，其中AI算法是最核心的部分。我们认为，随着智能影像技术在商业摄影领域的逐步应用，预计将激发更多生产场景中的影像数字化需求，基于AIGC技术的新型生产模式有望为影像行业带来更广阔的成长空间。

图 4：2022年和2025年中国影像数字化市场空间测算（亿元）

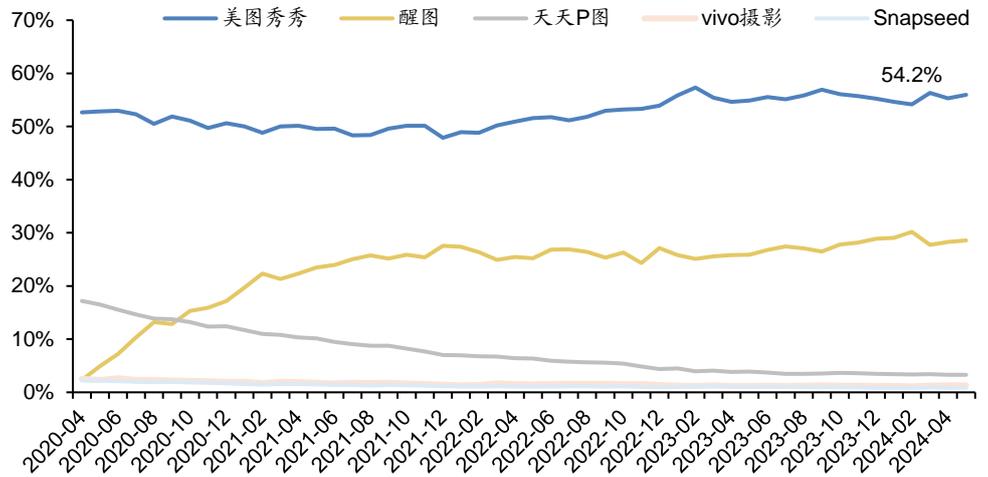
影像数字化场景	中国影像数字化市场空间（亿元）	
	2022	2025e
商业摄影	~ 20	~ 25
医美美妆	~ 50	~ 70
零售营销	~ 10	~ 15
内容设计	~ 45	~ 50

数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

竞争格局方面，据Questmobile，美图秀秀在图片编辑领域持续保持最高的用户活跃度，2024年4月MAU市占率达到54%，较2020年的48%有明显增长，近两年美图秀秀MAU市场份额保持在50%以上，显示出较高的用户粘性。MAU排名第二的产品为醒图，其他类似功能竞品天天P图、vivo摄影、Snapseed等占据份额较低，均与美图

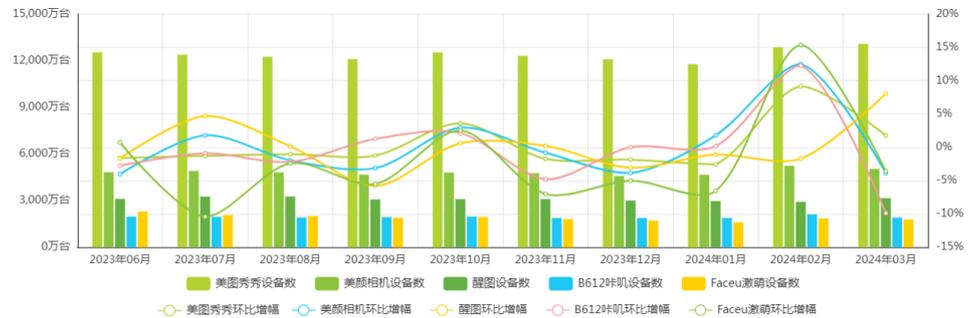
秀秀差距较大。据艾瑞咨询，从拍摄美化行业排名前五的应用的独立设备数量来看，美图秀秀位列第一，大幅领先排名第二、第三的美颜相机和醒图。

图 5：图片编辑赛道MAU市场份额推移（2020年4月-2024年1月）



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

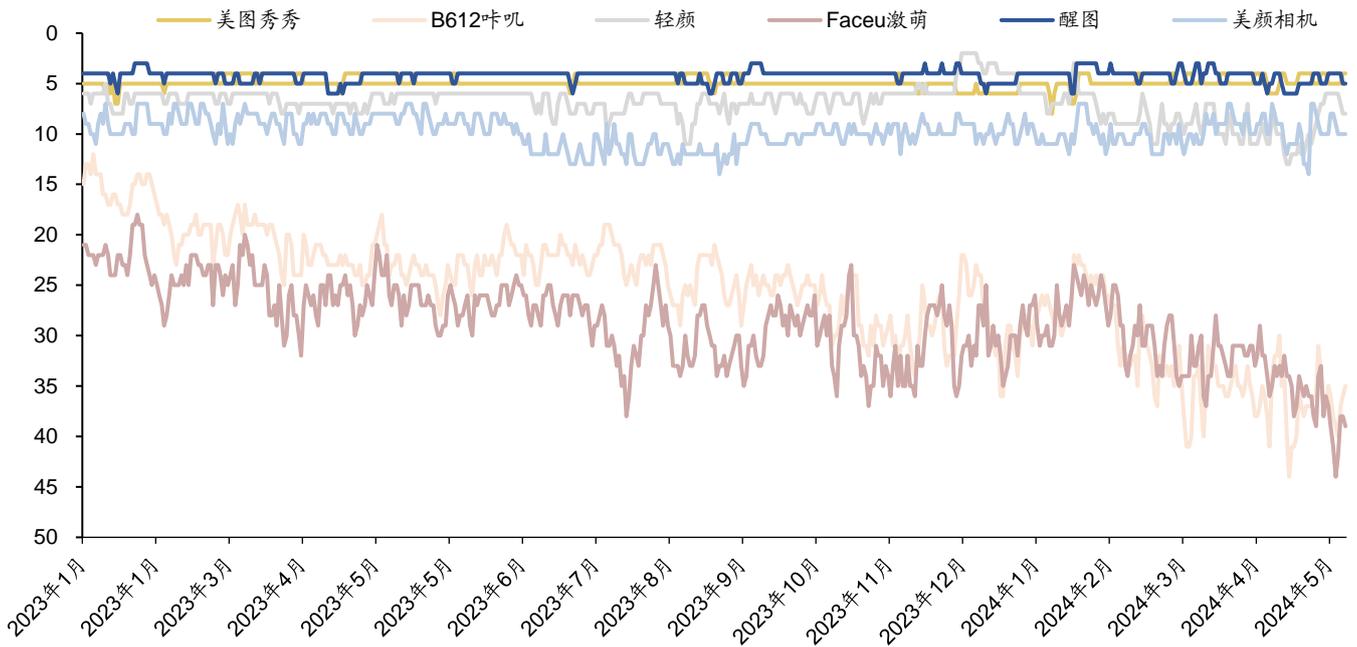
图 6：拍摄美化行业排名前五的应用的月度独立设备数（万台）及环比增幅（%）推移（2023年6月-2024年3月）



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

从应用下载榜单也可以看到类似的表现，根据七麦数据，美图旗下产品美图秀秀在免费榜排名上相对靠前，与醒图保持免费榜Top2的位置，领先同类产品。

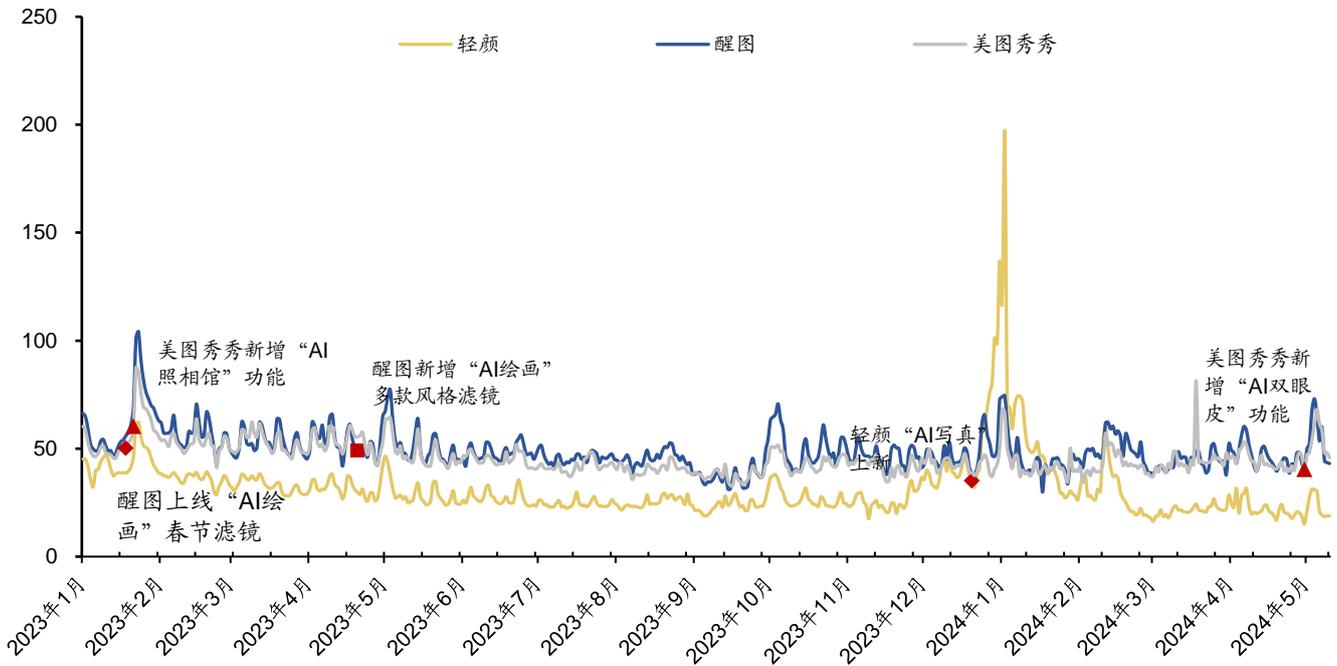
图 7: 图像与录像类应用免费榜排名 (2023年1月-2024年5月)



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

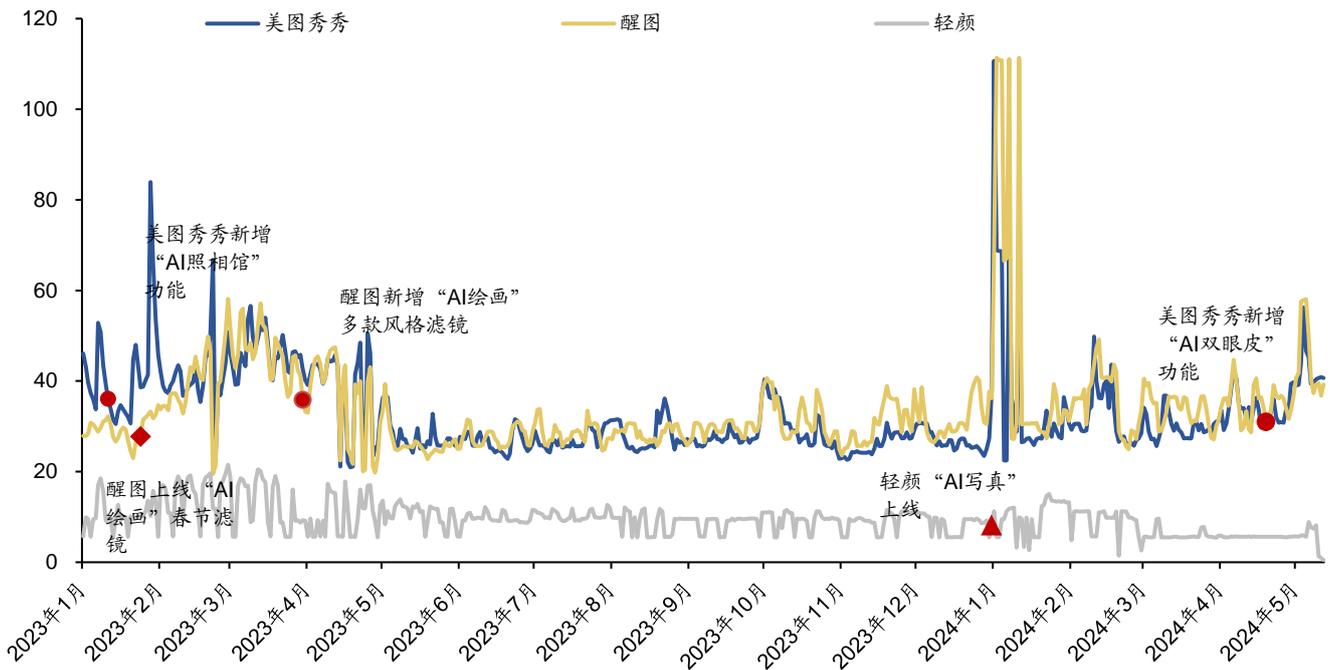
AIGC推动拍摄美化付费率提升, 带动订阅收入增长。2023年初至今, 国内各拍摄美化APP相继推出AIGC功能。从下载量和流水趋势来看, AIGC技术提升了行业付费率。通过AI形成的AI绘画、写真等具备社交传播属性, 提升了用户付费意愿。

图 8: 国内拍摄美化APP推出AI功能时间及iOS端下载量(千次)推移 (2023年1月-2024年5月)



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 9：国内拍摄美化APP推出AI功能时间及iOS端流水（千美元）推移（2023年1月-2024年5月）



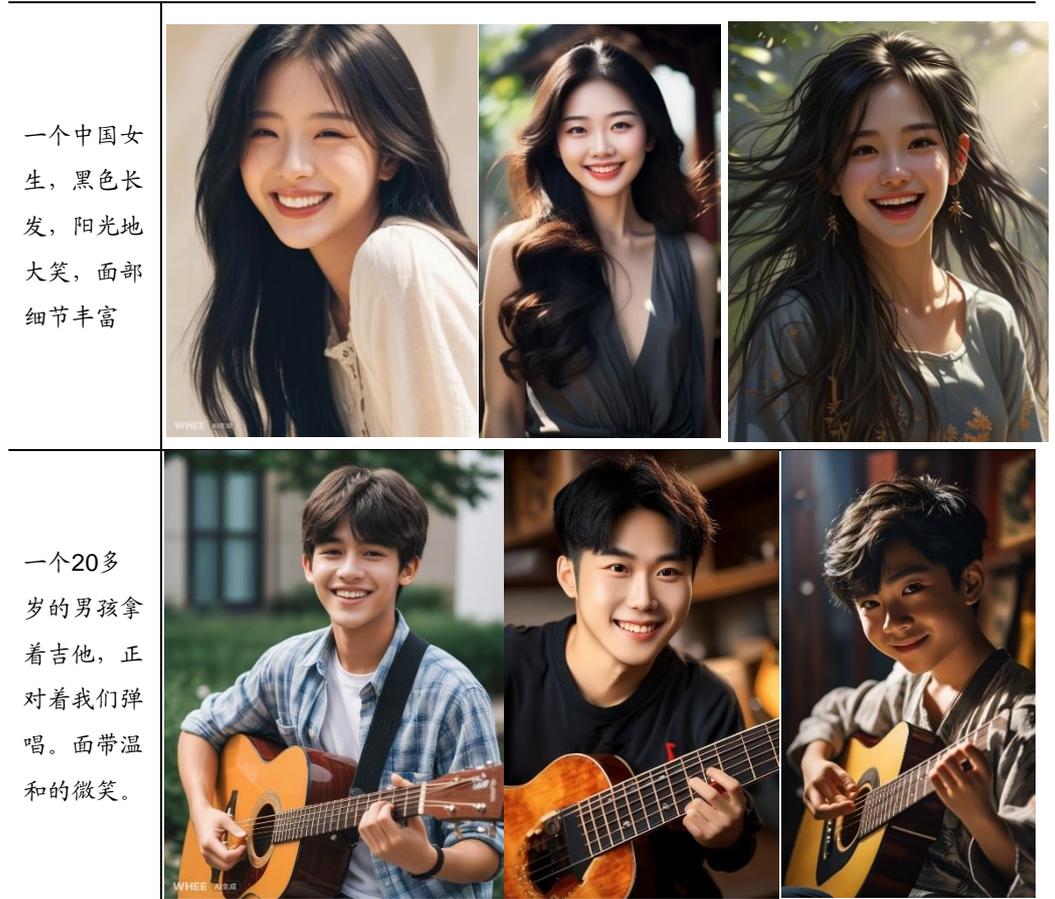
数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

（二）把握审美趋势，沉淀私域数据，构建视觉模型生态是美图的核心竞争优势

产品矩阵和应用场景的丰富度和成熟度远高于竞品，领先的产品体验占领用户心智。随着AIGC技术的兴起，公司在算力和模型层面持续投入、通过迭代出更多图像编辑功能，如AI双眼皮、粘土滤镜、3D提拉等，满足细分场景需求，提升用户付费意愿。在图像与美化领域，公司已建立了较强的头部产品效应，其产品矩阵丰富，功能齐全，配合社交裂变玩法，美图用户粘性进一步增强。如美图秀秀的P合照功能支持邀请好友在线连麦P图，有利于增加用户间的互动交流，提高用户对平台的依恋度和忠诚度。除生活圈外，公司目前业务拓展至生产力场景，比如口播、设计室等等，应用场景更为广泛。

从效果来看，美图具备优质的生成效果，且图像处理效率更高。通过文生图技术，我们分别设定了两个具体场景以对比美图秀秀、文心一格（百度旗下AI创作产品）、通义万相等在人像处理方面的差异。我们认为美图的细节更加丰富，人像更灵动有质感。在满足文字要求的条件下，美图秀秀对光影效果、人物表情、肤色的把握更深刻，可以看到人物的表情、发型、动作等各方面都更自然。

图 10: 文生图模型人像效果对比 (左为美图秀秀, 中为阿里通义万相, 右为百度文心一格)

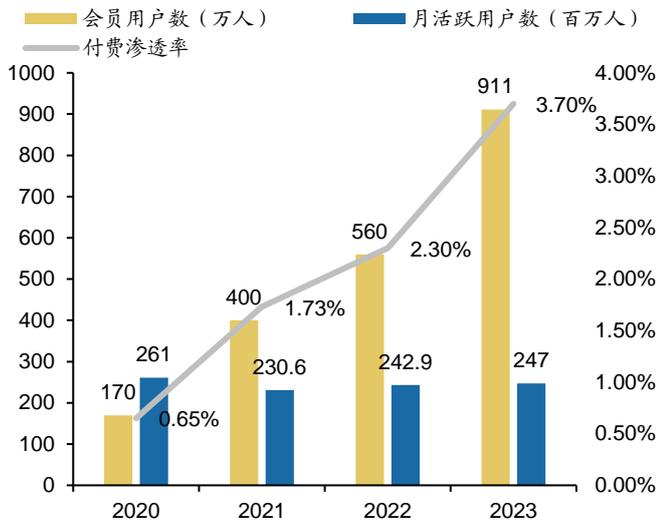


数据来源: WHEE, 文心一格, 通义万相, 广发证券发展研究中心 (注: 以上均为文生图效果, 并非真人照片)

(三) C端: 生活场景应用持续迭代创新, 核心产品用户基础稳定, 付费转化意愿增强

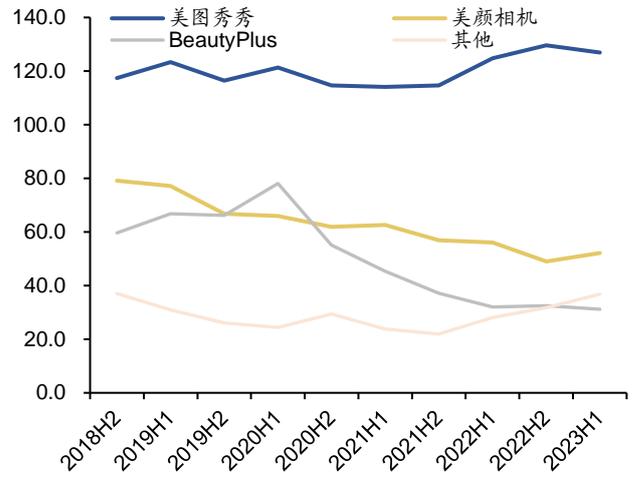
美图公司深耕美化应用赛道, 生活娱乐端产品布局丰富, 且始终保持迭代和技术创新。公司已经形成了以美图秀秀为核心的应用矩阵。凭借美颜、修图、修视频等核心功能和精细化的运营策略, 满足了C端受众的个性化需求, 并获得了较为稳定的用户层。据公司财报, 截至2023年12月31日, 美图公司月活跃用户数达2.5亿人, 同比增长3%, 公司用户市场基本盘稳健。**2020-2023年, 付费渗透率在AI驱动下明显提升, 从2020年0.65%提升至2023年3.7%, 我们认为AIGC加速了用户付费习惯的培育。**主要原因在于美图AI功能新玩法降低了用户的使用门槛, 因而扩大了目标用户群体。在功能迭代过程中, 公司与用户持续互动, 不断加深对使用场景的理解, 进而实现用户增长、留存和转化。

图 11: 美图公司月活跃用户数和会员数对比及付费率推移 (2020-2023年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 美图公司各产品MAU推移 (单位: 百万人) (2018年6月-2023年6月)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司C端产品主要包括美图秀秀、美颜相机、Wink等,覆盖拍照摄影美化、虚拟试妆、宝宝相机、视频剪辑等多个细分场景。通过定制化“美图配方”、AR效果、马赛克、趣味贴纸等新颖有趣的互动模式和强大的内容生态,满足了用户多元化的影像处理需求。在提升用户体验的同时,促进不同产品的自传播和引流,驱动订阅消费转化和收入增长。

表2: 美图公司面向用户 (2C) 产品矩阵介绍

产品	简介
美图秀秀	修图修视频神器,全球累计超10亿用户。QuestMobile数据显示,美图秀秀自2008年上线以来在图片美化赛道长期保持用户规模第一。
美颜相机	潮流个性相机APP,以人像为核心,为用户提供强大而简单的变美功能。QuestMobile数据显示,美颜相机用户规模及月活均位列行业第一。
Wink	像P照片一样P视频,高清视频人像精修,链路短,快捷好用,主要服务剪辑基础刚起步的年轻小白用户,使其低成本实现视频一键出片。
美妆相机	虚拟试妆App,为用户解决日常上妆的痛点,通过高级美妆功能,搭配出超过万亿种妆容效果,用户可以选择最适合的妆容。
Chic	一款影像App,有多款主题相机,随时记录生活,更有导入功能,让废片变成潮流大片,一键截图相册页,生成艺术感Plog。
蛋啵	拍娃晒娃神器,可一键套用宝宝专属照片模板、快速制作萌娃表情包,还能邀请家人亲友一起记录宝宝成长,在专属空间中分享互动。

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

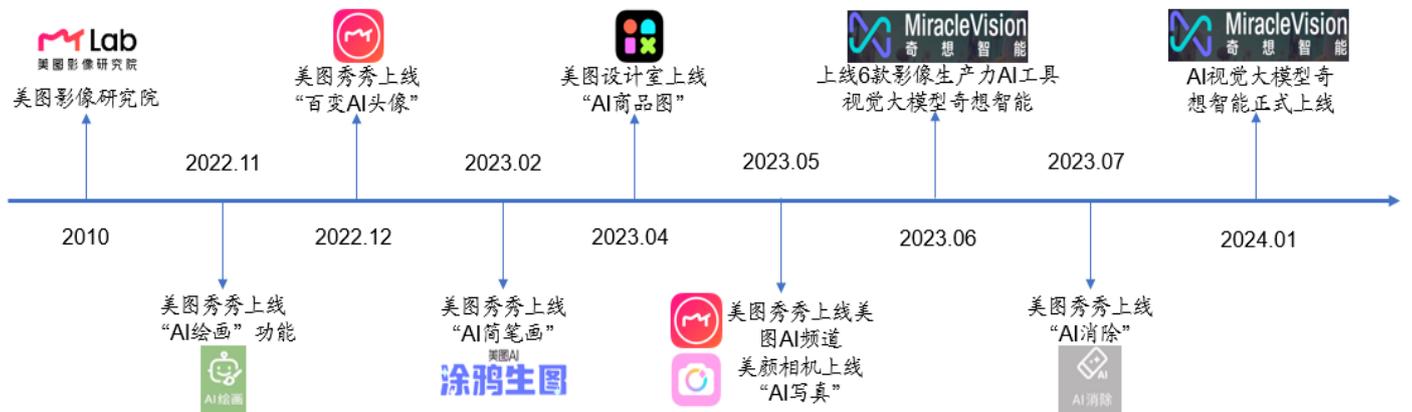
从结构来看,我们认为AI对公司业务驱动能力显著,据公司财报,约83%的美图用户都用到了泛AI功能,AI技术为用户带来更有趣的玩法并显著提高了用户制作数字内容的效率。同时,AI技术促进了公司商业模式的转型进程,实现了公司与用户的线上线下零距离互动,通过互动产生的数据可以更精准地构建用户画像,带动产品服务

的持续提升，进而驱动付费渗透率增长。2023年开始，公司持续创新旗下产品，平均每周都会推出AIGC新功能，并在美图秀秀上线了“AI频道”，旨在利用这些创新功能促进会员转化。

长期优化垂直模型，赋能美学艺术与AIGC技术有机结合。2010年，公司成立了美图影像研究院（MT Lab），致力于计算机视觉、深度学习、计算机图形学等AI相关领域的研发，曾在CVPR举办的“图像恢复与增强大赛”、ECCV举办的“智能手机的感知图像增强竞赛”等国际计算机视觉顶级赛事中，斩获十余项冠亚军奖项，并在人工智能领域顶级会议与顶级期刊上累计发表49篇学术论文。2013年开始布局深度学习，2016年推出AIGC雏形产品“手绘自拍”，2022年AIGC产品全面进入爆发期，“AI绘画”推动美图秀秀斩获韩国、泰国、新加坡等多国应用商店的摄影与录像畅销榜前十，持续占据日本App store免费榜单第一名，“AI简笔画”日均生成图片超100万张，“AI动漫”走红短视频平台。2023年6月发布自研AI视觉大模型MiracleVision(奇想智能)，2024年6月MiracleVision迭代至5.0版本。

在MT Lab的支持下，公司拥有了丰富的AIGC场景落地经验。目前AIGC技术广泛用于人脸、美颜、美妆、人体、图像分割、图像生成等多个技术研发领域，能够实现人像画质修复、动态视频美容、AI生发补发等全方位精细化的人像编辑功能，为生活娱乐产品功能迭代提供技术支撑。

图 13: 美图公司AI功能上线历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

会员订阅+单点模式落地，AIGC持续推动付费转化率提升。从商业模式上看，国内图像美化产品多采用会员VIP+单次付费的模式。我们对几家主流图像视频美化公司的会员价格及权益进行了整理，这6款产品均设置了多级会员订阅体系。美图秀秀和美颜相机为用户提供了免费基础版和会员模式，根据会员权益内容，美图秀秀再分为VIP服务和SVIP服务，其中基础服务主要通过在线广告获利，会员特权主要为订阅用户提供多级内容增值服务。视频剪辑产品Wink则主要通过订阅模式变现。在产品定价方面，排除美图秀秀的SVIP，美颜相机和B612咔叽相对便宜，醒图和Wink价格相对较高。

伴随AIGC技术的应用，公司还推出了单次付费的证件照、AI写真等服务，价格根据不同主题划分为多个档位。在定价策略上，美图的形象照类产品与竞品保持了一致性，几乎没有显著的价格差异。目前公司的AI写真、百变AI头像等非传统功能主要以美豆单点形式变现，AI扩图、智能抠图等经典功能则包含在VIP会员权益当中，形成以VIP高级订阅为主，美豆单购为辅的付费模式，促进付费渗透率的提升，进一步打开会员付费空间。

表3：美图秀秀产品与竞品会员价格（人民币元）及权益对比

套餐	美图秀秀 SVIP	美图秀秀 VIP	美颜相机 VIP	Wink	醒图 VIP	B612 咔叽 VIP
会员价格	<ul style="list-style-type: none"> 连续包月：30 月度会员：38 连续包季：68 季度会员：108 连续包年：218 年度会员：288 	<ul style="list-style-type: none"> 连续包月：15 月度会员：22 连续包年：128 年度会员：208 	<ul style="list-style-type: none"> 连续包月：12 月度会员：25 连续包季：30 季度会员：60 连续包年：108 年度会员：238 	<ul style="list-style-type: none"> 连续包月：18 连续包年：168 年度会员：218 	<ul style="list-style-type: none"> 连续包月：18（首月9） 月度会员：30 连续包年：118 年度会员：198 	<ul style="list-style-type: none"> 连续包月：12 连续包季：30 连续包年：98
权益内容	畅享美图秀秀VIP全部权益；精美VIP海报模板/字体/素材免费；赠送智能抠图张数；会员多端通用；	去除皱纹、整齐牙齿、肤色调整、AI扩图、AI改图等专属功能；更多滤镜素材等	免广告；专属素材；正版授权IP；医美级美颜等	AI修复、AI动漫、AI扩图、特定部位修图等专属功能	智能染发；极致美颜；滤镜特权；装饰特权；高级特效；免除广告；AI绘画等	VIP质感贴纸；超清人像；Full HD视频；消除笔；视频美颜；VIP专属美妆等

数据来源：美图秀秀APP，美颜相机APP，WinkAPP，醒图APP，B612 咔叽APP，广发证券发展研究中心

表4：美图秀秀核心产品与竞品AIGC功能和收费模式对比

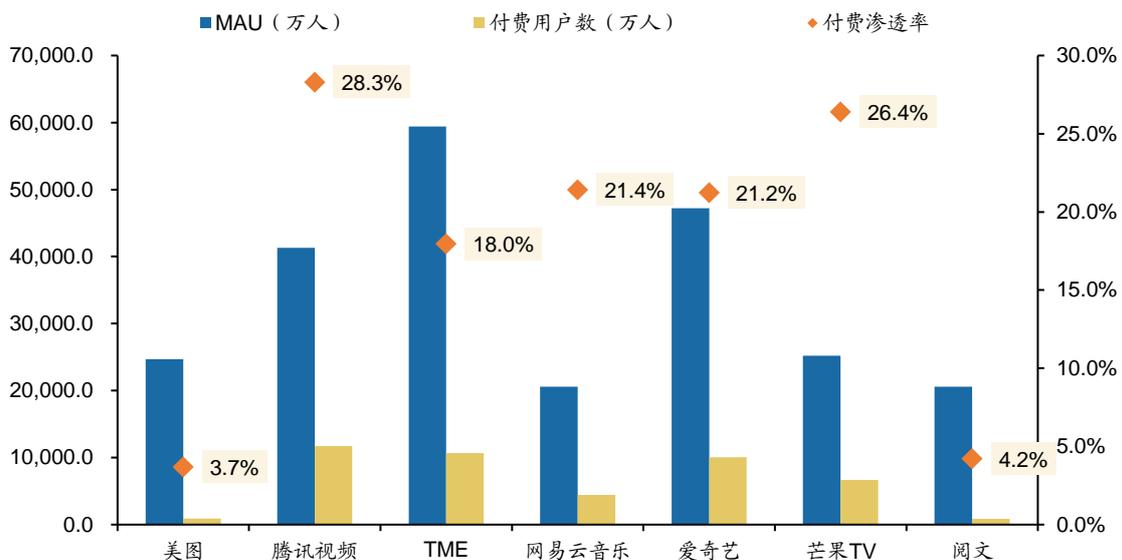
产品	分类	图片美化/处理	形象照制作	AI	
美图秀秀 美颜相机	具体功能	滤镜/贴纸 美颜/美妆 拼图 修合照 批量修图 画质修复 标记 去印记	写真 证件照 形象照	AI 绘画	图生图 文生图 头像制作 涂鸦生图
				AI 设计	AI 海报 AI 商品图 智能抠图 AI 消除
				其他	AI 动漫 AI 扩图 AI 调色 AI 改图
	收费模式	VIP 权益： 部分滤镜贴纸美妆特效	单次付费： 写真/证件照：1.8元/8.8元/9.8元/次。形象照：6.9元/次，10.9元/3次，19.9元/10次。	单次付费： 百变AI头像，30张限时69美豆，原价250美豆；60张限时99美豆，原价400美豆；120张限时129美豆，原价600美豆（1元为7美豆）	SVIP 权益： AI设计功能，部分功能限时免费

Wink	具体功能	视频美容 视频剪辑 画质修复	-	AI 视频	AI 修复 AI 动图 AI 绘画 AI 动漫
	收费模式	VIP 权益: 部分滤镜贴纸视频特效, 人像增强		VIP 权益: AI 动漫免费生成 10 秒, AI 扩图、视频修复等含免费次数 单次付费: AI 动漫 30 秒/12 元, 60 秒/20 元	
妙鸭相机	具体功能	高清画质 发型设计 精修写真	写真 证件照 艺术照		AI 消除 AI 修脸 数字分身
	收费模式	单次付费	单次付费: 9.9 元/张	体验模式: 3.8 元, 首次免费, 附赠 1 套都市证件照模板 专家模式: 9.9 元, 附赠 10 颗钻石, 30+官方模板免费用	
醒图	具体功能	美颜/美妆 拼图 批量修图 超清画质 抠图	-		AI 绘画
	收费模式	VIP 权益: 部分滤镜贴纸美妆特效, 超清画质		VIP 权益: AI 绘画中部分风格需 VIP	

数据来源: 美图秀秀 APP, 妙鸭相机 APP, 醒图 APP, 广发证券发展研究中心

从付费渗透率来看, 对比同样以订阅收费为主的互联网应用, 美图公司付费渗透率处于相对较低水平, 公司持续推动自身工具效果, 对比订阅制的其他APP, 其付费渗透率仍有较大提升空间。目前公司产品付费渗透率仅为3.7%, 随着用户使用习惯及AI功能的引入, 我们预计付费渗透率及APRU均有提升趋势, 从而推动C端收入持续提升。

图 14: 2023年各互联网赛道产品的付费率水平



数据来源: 各公司财报, QuestMobile, 广发证券发展研究中心

(四) B 端：AI 赋能生产力场景，助力影像行业 workflow 提效

发布视觉大模型V5和6款影像生产力工具，进一步加强生产力领域布局。据公司官方微信，6月12日，在以“聊聊AI workflow”为主题的第三届美图影像节上，公司现场发布6款产品并讨论了其大模型的更新换代：美图云修V2（专业级AI批量修图软件）；开拍V2（AI制作口播视频）；美图设计室V3（电商场景AI设计工具）；站酷（优质服务）；奇觅（游戏物料AI制作与投放平台）；MOKI（AI制作短片），其覆盖商业摄影、口播视频、电商设计、设计服务、游戏营销、视频生成领域。6款产品的发布进一步完善公司的AI产品生态，并将带来影像生产力的大爆发。公司的影像设计服务将持续拓展至更多专业场景，致力于提升整个影像产业的生产效率，进一步拓宽收入空间。

在底层模型方面，公司将Miracle Vision(奇想智能)的核心能力拆解为“奇思妙想”和“智能创作”两大特点。在“奇思妙想”层面，Miracle Vision通过“提示词智能联想”功能简化了用户的操作流程，当用户输入关键词，Miracle Vision可自动补充相关表述，推动创作平权。在“智能创作”层面，Miracle Vision通过“深化创作”功能，进一步丰富作品内容和提升表现力。目前，美图奇想大模型（Miracle Vision）已升级到V5，采用美图自研DiT技术架构，涵盖图像大模型、视频大模型、音频大模型和文本大模型，拥有更好的扩展性与更大的参数量，在语义理解、画面稳定性、动态连续性、主体一致性、内容可控性以及生成时长等方面，获得全方位提升。

随着大模型的发展，AI应用将经历点、线、面三个阶段。公司正在把AI单点功能串联成AI workflow。生态层由中国领先的视觉创意平台站酷和美图AI助手RoboNeo提供服务。在应用侧，围绕满足生产力场景的核心需求“workflow提效”，公司计划通过模型的训练、分发以及商业化策略，体系化构建影像生产力场景模型生态。目前，应用层落地AI图片、AI视频、AI设计、AI营销四大领域。下一步，公司计划继续探索大模型与 workflow 的结合，并深耕电商、广告、游戏、动漫、影视五大行业，持续助力更多设计场景。

图 15：美图助力五大行业 workflow 提效



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表5: 美图公司面向商用场景 (2B) 产品矩阵介绍

产品	简介	
面向行业		
美图秀秀 桌面版		针对商用场景推出的全新系列产品, 已覆盖 Web、Windows、Mac、Linux 多平台。面向电商、行政办公、新媒体、市场营销等人员, 提供图片处理及在线设计服务。
开拍		一款高清口播视频创作神器, 从脚本创作灵感到视频人像美化拍摄、后期智能剪辑, 全链路提高视频爆款率及出片效率。
美图证件照		一分钟制作出专业证件照。提供数百款照片规格, 满足各种场合的使用场景; 一键上传自拍照, 智能抠图剪裁, 搭配超清美颜、AI 换装等功能, 即可轻松做出理想照片。
美图 AI 开放平台		AI 服务平台, 专注于人脸技术、人体技术、图像识别、图像处理、图像生成等核心领域, 为客户提供经市场验证的专业 AI 算法服务和解决方案。
广告流量 联盟		美图构建广告生态的战略性项目, 依托美图大数据为广大中小媒体提供便捷高效的变现能力, 为广大客户提供海量精准的广告投放服务。
美图设计室		为用户提供自助设计服务, 拥有丰富的商用海报模板, 用户通过“改字换图”就能快捷生成活动海报、自媒体封面等设计物料。
美图云修		专业级 AI 批量修图软件, 能批量精修、调色, 2.0 版本性能跃升。
MOKI		用 AI 做短片, 覆盖前期设定、AI 内容生成、后期制作。
奇觅		游戏广告 AI 制作与投放平台, 包含 AI 灵感库、AI 广告制作、AI 广告投放。

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

美图设计室全方位赋能电商场景, 拓展B端用户。公司产品发布会推出美图设计室 V3, 进一步针对电商等细分场景强化AI服务能力。我们认为通过AI技术, 有望使得中小商家在货品上架和宣传等方面的步伐加速, 从而实现对商家的降本增效。由于国内中小商家竞争激烈, 降本效果有望推动产品渗透率提升。

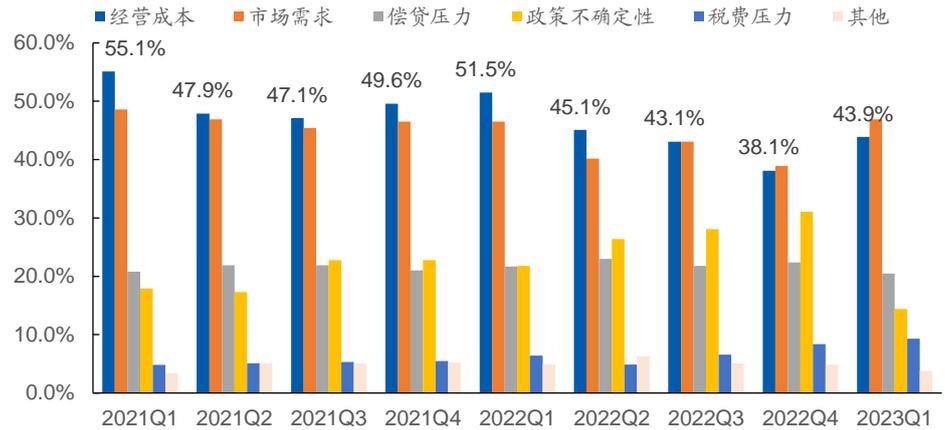
图 16: 美图设计室工作流程与传统设计工作流对比



数据来源: 美图官方微信号, 广发证券发展研究中心

中小企业成本敏感，AI降本增效效果显现将加速渗透率提升。根据北京大学光华管理学院发布的《中国小微经营者调查2023年一季度报告》显示，经营成本是国内中小企业面临主要压力来源，中小企业对成本端敏感，我们预计降本能力强的工具渗透率有望快速提升。具体到电商场景下，我们认为，国内电商行业中小商家竞争激烈，同时电商平台普遍通过低价竞争获取用户，中小商家普遍利润率较低，降本工具对商家具备较强的吸引力，一旦AI工具降本在电商终端落地，将促使该工具的使用率快速增长，提升产品订阅收入。

图 17：小微企业经营者面临的主要经营压力来源



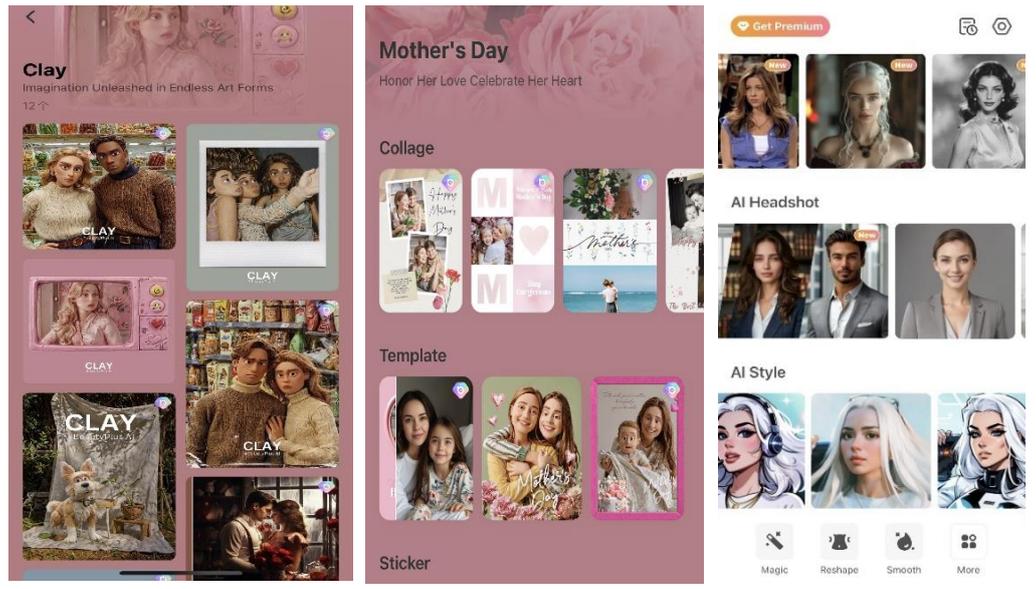
数据来源：北京大学光华管理学院《中国小微经营者调查 2023 年一季度报告》，广发证券发展研究中心

（五）AIGC 拓宽海外市场创收能力，全球化布局提速

据公司官网，美图公司自2014年起开拓出海业务，目前已经在195个国家和地区布局影像产品和互联网服务。2015年，AirBrush首次成功验证订阅商业模式是公司海外营收能力最强的产品。2017年，Meitu“绘画机器人Andy”上线成为爆款功能，掀起全球漫画风热潮。公司2023年财报显示，2022年底，公司“AI绘画”功能一经上线风靡全球，使得Meitu在众多国家和地区打开了应用知名度。2023年4月底，公司推出了“AI动漫”刺激日本用户增长，使得WINK获得日本市场iOS分类榜第1名。

在全球化战略布局中，公司深入理解当地文化习俗。通过多年的产品创新和本地化运营，成功打造了符合不同地区审美和需求的图像影像全产品矩阵。目前，美图在海外形成了三款主打产品，AirBrush、BeautyPlus（美颜相机海外版）、MeituPic（美图秀秀海外版）。

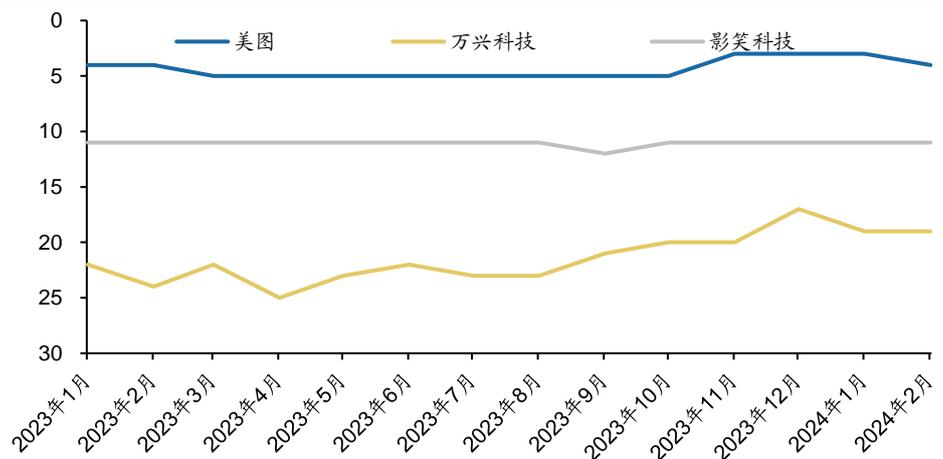
图 18: 美图公司海外产品本地界面



数据来源: BeautyPlus 界面, AirBrush 界面, 广发证券发展研究中心

海外用户付费意愿较强, ARPU 高于国内市场。在 data.ai 发布的 2024 年 1 月中国非游戏厂商出海收入排行榜上, 美图公司排名位于前 3 位, 在 2023-2024 年中, 公司长期保持出海榜单前五。面向海外市场, 美图公司积极传播国风国潮文化, 多个新功能曾风靡多个国家和地区, 让东方美学在不同文化环境中迸发出新的增长点。据公司财报, 2023 年, 公司在中国内地以外市场的月活用户和付费用户分别占总用户的 30% 以上, 同时海外用户付费意愿较高, 虽然海外月活规模低于国内市场, 但能带来占比 50% 以上的影像产品收入。公司在国际市场积极开展付费订阅业务, 并在部分高付费意愿地区如欧美、东亚等地布局高 ARPU 值产品, 持续提升出海产品收入水平。

图 19: 中国出海收入前 50 的视频与图片编辑类工具厂商排名推移 (2023 年 1 月-2024 年 2 月)



数据来源: Data.ai, 广发证券发展研究中心

三、美业解决方案：开拓美妆护肤赛道，助力产业数字化升级

公司美业解决方案业务主要是“美图宜肤”和“美得得”两大板块，其中美图宜肤主要通过 AI 测肤系统打通护肤品营销场景，美得得则主要应用于化妆品供应链服务领域。

AI 测肤系统助力美容护肤业全场景营销。美图宜肤以技术为导向，深耕 AI 测肤领域。据公司官网及官方微信，2017 年，MT Lab 成立了美图宜肤实验室，并由浙江大学皮肤学博士带领团队投入皮肤影像算法领域的开发，逐步完善并提升 AI 测肤技术的精确度。在深度算法技术支持的基础上，美图宜肤还通过皮肤分析、人脸检测等算法，以及痘斑痣鉴别、敏感肌检测、黑眼圈检测等技术，建立了跨渠道需求的线上、线下场景测肤工具，帮助美业客户实现长链路顾客服务。美图宜肤旗下的 AI 测肤产品矩阵涵盖三大板块：全景式 AI 测肤、图像测肤、接触式测肤。全景式 AI 测肤系统作为公司的旗舰产品，由美图宜肤 M/V 和宜肤 SDK 组成，主要服务线下门店和产品研发等专业场景。图像测肤系统能将公司的皮肤检测技术整合到品牌方的服务中，实现线上与线下的紧密协同，随时随地的链接客户。接触式测肤系统专注于深度测肤场景，能够将局部肌肤放大 100 倍，深度观察肌肤细节。通过强大的产品开发和数据整合能力，美图宜肤为医美、化妆品等行业提供全方位的支持，助力美业产业链向数字化、智能化转型升级，实现全场景营销。

图 20：美图宜肤服务品牌



数据来源：美图宜肤官网，广发证券发展研究中心

建立化妆品产业互联网平台，推动美业实体渠道数字化变革。美得得官网显示，美得得（原有礼派）创立于2014年，是专注化妆品行业的产业互联网服务公司，主营业务包括新零售SaaS工具，智慧供应链服务和基于本地商圈的流量服务。秉持“让美妆零售更简单”的愿景，借助美妆连锁ERP系统、移动营销工具和共享采购平台，公司能为化妆品门店一站式解决店务管理、会员运营、商品采购等问题，完成线上线下一融合的人货场升级。2017年，公司与美团点评达成战略合作，开启平台引流先河。

2019年，公司获得美图的战略投资，更名为“美得得”，并引入AI算法、人脸测肤等黑科技，为美妆门店赋能。2022年，美图完成对美得得收购，同年业绩并表。目前美得得已帮助超过3.5万家线下化妆品门店完成了数字化的基础建设，累计SKU数4000+，和350多个品牌达成深度合作，其中包括欧美名品、日韩爆款、新锐品牌及国际顶级一线奢侈品品牌，合作商家突破3000家。

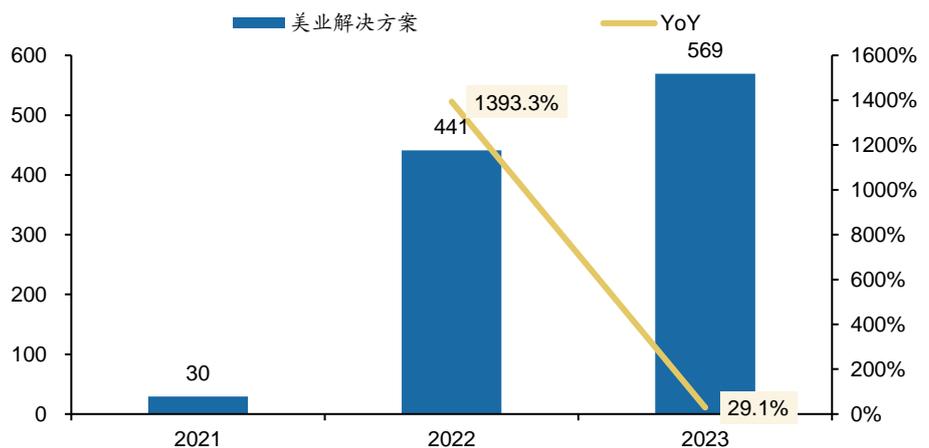
图 21：美得得服务品牌



数据来源：美得得官网，广发证券发展研究中心

目前，美业SaaS方案收入在总营收中所占份额较低，对公司整体财务贡献有限。2023年美业方案收入为5.7亿元，整体收入水平占比不高，我们认为，后续SaaS业务有望通过引入更多毛利率较高的小众产品实现扩张。

图 22：公司美业解决方案收入（单位：百万元）及增速

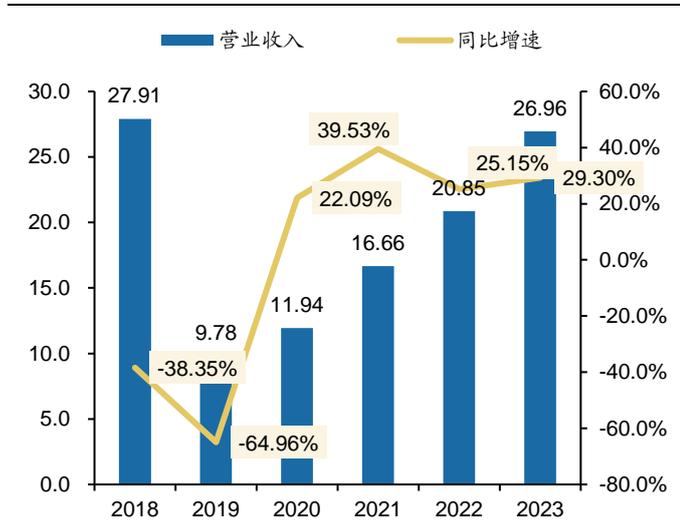


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、公司财务：营收稳定增长，现金储备丰富

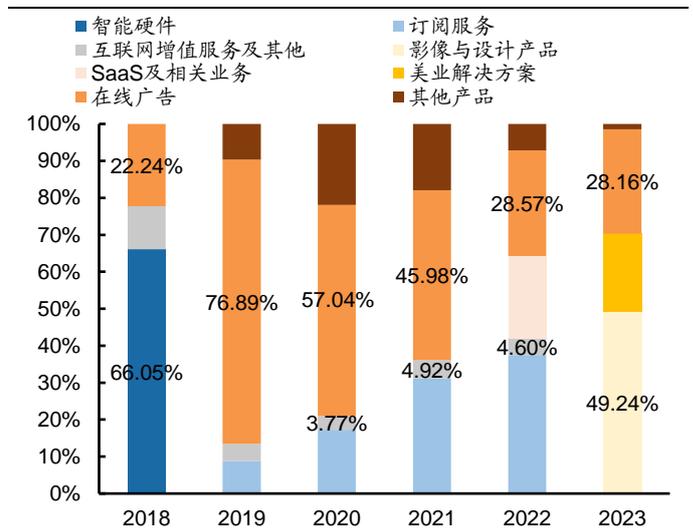
经营战略调整，营收探底回升，主营业务聚焦影像产品订阅服务。收入端方面，公司在2018年剥离手机业务，因此营收有所下降。2019年后公司业务结构经历较大的调整，营收稳步上升。公司开始聚焦影像产品VIP订阅服务，并正式进军B端领域，在SaaS解决方案业务上重点发力。据公司财报，2022年公司SaaS业务收入达到4.63亿元，占公司总营收的比例达到22.2%，订阅服务收入比例持续攀升。2023年，公司总营收达到26.96亿元，同比增加29%，影像与设计产品业务/在线广告业务/美业解决方案业务占比分别为49.24%/28.16%/21.11%。我们认为，公司聚焦主业开拓新商业模式，是公司收入逐步提升的核心因素。随着公司在AIGC领域的投入增加，AI技术将为用户带来更有趣的玩法并大幅提升用户制作数字内容的效率，影像产品组合的付费订阅用户渗透率将会持续快速上升，公司业务有望持续增长。

图 23：公司2018-2023年营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 24：公司2018-2023年主要业务营收占比

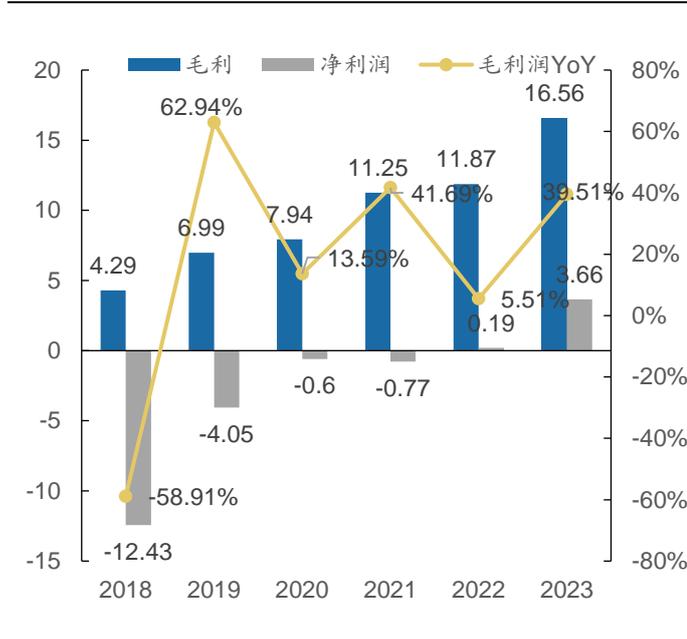


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2023年调整统计口径，原“VIP订阅业务”、“互联网增值服务”、“SaaS及相关业务”及“在线广告”项下的若干收入已重新分类为“影像与设计产品”、“美业解决方案”和“在线广告”。

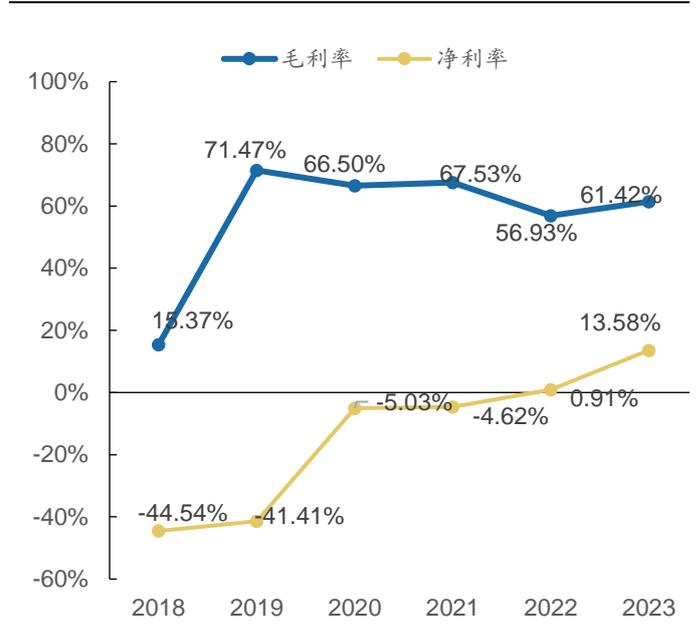
从毛利端来看，公司自2018年出售手机业务，转型高级订阅服务模式后，毛利率和净利率重回增长轨道，2019年起毛利率始终保持在50%以上。公司财报显示，21-23年，公司毛利率分别为67.53%/56.93%/61.42%，毛利率波动主要由供应链管理SaaS业务收入占比增加所致，2022年SaaS业务占比为全年营收比例的22%，然而业务尚处于扩展期，需要专注推动知名品牌产品的客户采用率及市场份额而非盈利能力，因而拉低整体毛利率。公司2023年毛利16.56亿元，同比增长39.51%；毛利率为61.42%，同比增长4.5pct，主要是高毛利业务如影像与设计产品毛利提升和广告业务毛利回升所致。公司2023年净利率为13.58%，同比上升12.7pct，净利率提升的主要受益于毛利率改善和加密货币的减值亏损拨回。

图 25: 公司2018-2023年毛利润和净利润及同比增速
(单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

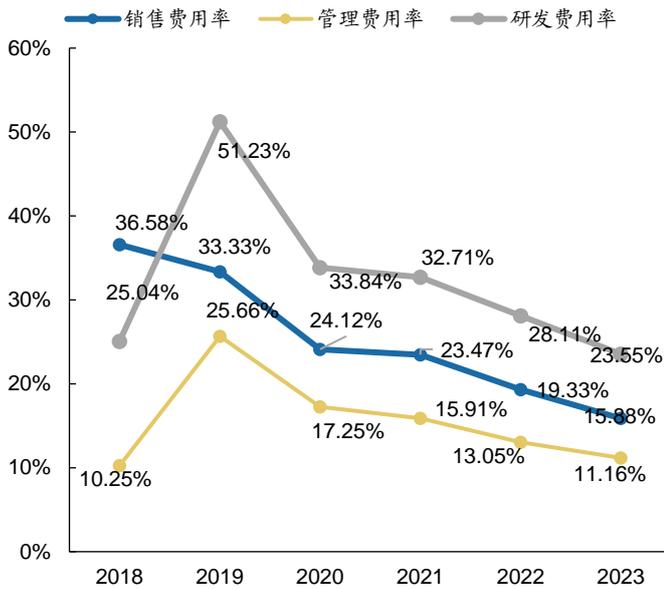
图 26: 公司2018-2023年整体毛利率和净利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

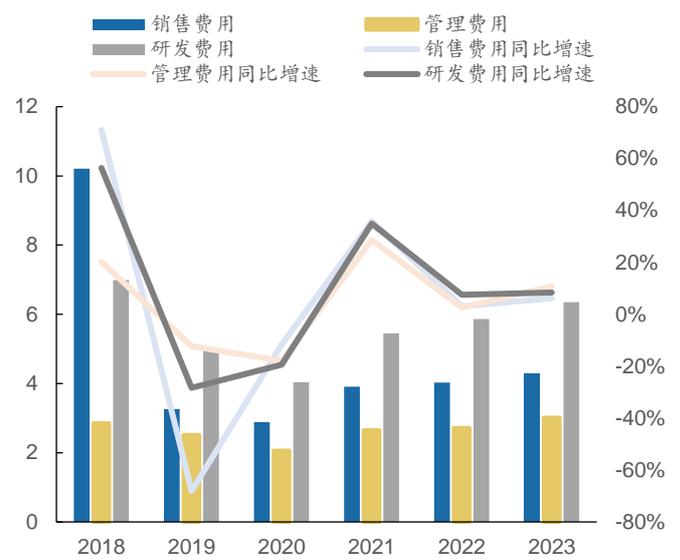
AI技术研发投入增加, 研发费用有所提升。根据公司财报, 从费用端看, 2019-2023年公司销售费用率、管理费用率及研发费用率呈现出整体降低的趋势。2023年三大费用提高, 主要原因是SaaS模式的推广和海外市场的开拓, 另外研发方面公司加大了对AIGC技术的投入和应用。2023年公司销售费用为4.28亿元, 同比增长6.20%, 主要是影像订阅业务中海外业务拓展导致的推广渠道费用增加。2023年公司管理费用为3.01亿元, 同比增长10.66%, 这一增长主要归因于员工成本上升。2023年研发费用为6.35亿元, 研发费用同比增长8.36%, 主要是公司持续对人工智能领域投入, 导致研发雇员费用和AI相关硬件开支增加。

图 27: 公司2018-2023年各项费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 公司2018-2023年各项费用(亿元)及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2021-2023年经营性现金流逐渐实现增长, 货币资金储备充裕。根据公司财报, 2023年公司经营性现金流净额为4.13亿元, 同比增长76.50%; 2021-2023年, 公司货币资金储备分别为7.39/9.47/6.41亿元, 现金流较为稳定。2023年货币资金同比减少32.31%, 主要系投资活动产生现金流减少。

图 29: 公司2019-2023年经营性现金流净额(亿元)及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司2018-2023年货币资金(亿元)储备及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

(一) 盈利预测

1. 影像与设计产品业务

公司C端生活类APP产品矩阵完善，国内用户大盘稳定。同时，新产品全球化布局，出海步伐持续。过去半年公司海外产品多次攀登全球多国榜单前列，海外市场预期较为乐观。在AIGC赋能和全球化战略下，生活类APP活跃用户数量仍有上升空间，我们预计24-26年生活场景活跃用户数量分别为2.38、2.44、2.51亿人，同比增速为2.81%、2.70%、2.50%，其中海外市场用户同比增速为5.76%、4.28%、3.48%。

据公司官方微信，在6月的第三届美图影像节上，公司现场发布6款生产力工具新版本并讨论大模型的更新换代，反映公司在保持C端产品存量市场的同时，进一步发力生产力产品市场，扩展B端产品增长潜力，因此我们预计24-26年生产场景活跃用户数量分别为0.21、0.25、0.29亿人，同比增速为20.38%、17.00%、16.00%。

表6: 美图公司核心APP经营数据预测 (单位: 百万人)

	2021A	2022A	2023A	2024H1E	2024H2E	2024E	2025E	2026E
APP 活跃用户数据								
生活类 APP MAU		233	231	235	238	238	244	251
YoY			-0.54%		2.81%	2.81%	2.70%	2.50%
生产类 APP MAU		10	18	21	22	21	25	29
YoY			74.27%		23.82%	20.38%	17.00%	16.00%
产品 MAU 合计	231	243	249	256	260	258	268	278
国内 MAU	154	163	171	174	178	178	184	192
YoY	-5.65%	6.00%	5.12%	0.32%	4.80%	3.64%	3.73%	3.92%
海外 MAU	77	80	78	82	82	82	86	89
YoY	-21.63%	3.90%	-2.61%	10.90%	0.59%	5.76%	4.28%	3.48%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

收入方面，影像与设计产品业务主要取决于VIP订阅制收入。由于海外产品和生产力场景产品定价体系高于国内生活娱乐产品，因此在全球化和生产力场景的延展下，ARPU值有望进一步提高。同时，生产力场景相较于生活场景用户付费意愿更高，因此，在AIGC的驱动和B端产品布局的商业化推进下，付费渗透率会进一步提升。公司公告显示，公司于2月收购站酷，公司与站酷的紧密合作也会进一步为影像与设计业务赋能。我们预测24-26年公司该业务ARPU值分别为14.61、15.71、16.49元，付费渗透率为4.5%、5.5%、6.1%，订阅收入分别为20.40、27.76、33.57亿元，同比增速为53.7%、36.1%、20.9%。

2. 美业解决方案业务

鉴于业务仍处于拓展的早期阶段，目前仍然专注于提升市场份额而非盈利能力。我们预测24-26年美业解决方案业务营收分别为7.00、8.76、10.78亿元，同比增速分别为23.0%、25.2%、23.0%。

3. 广告业务

由于公司产品具有强工具属性，流量模式不再符合公司的长期发展战略。目前核心商业模式已从流量模式转变成为订阅模式，资源上会重点倾向于影像与设计业务方面。但基于平台用户基数庞大，并且全球化带来的用户增长可能会带动广告业务一定程度的上升，因此我们预计未来广告业务将保持稳健增长，24-26年单MAU广告收入分别为0.29、0.32、0.36亿元，广告业务总营收分别为8.97、10.29、11.85亿元，同比增速分别为18.2%、14.6%、15.2%。

4.其他业务

其他业务此前主要包括IMS（达人内容营销解决方案）等。公司目前战略聚焦于全球化和生产力，这部分业务与战略相关性较弱，公司已于23年出售此业务。另外该部分还包括一些正在孵化的体量较小的业务，我们预计24-26年其他业务营收保持在0.26亿元。

表7：2024-2026年美图公司核心业务收入预测（单位：百万元）

项目	2022A	2023A	2024H1E	2024H2E	2024E	2025E	2026E
公司收入合计	2,085	2,696	1,756	1,907	3,663	4,707	5,646
YoY	25.2%	29.3%	39.3%	32.9%	35.9%	28.5%	19.9%
影像与设计产品业务	869	1,327	958	1,081	2,040	2,776	3,357
付费用户数量（百万人）	5.60	9.11	10.81	12.47	11.64	14.73	16.96
ARPU（元/月）	12.93	12.14	14.78	14.45	14.61	15.71	16.49
付费率	2.3%	3.7%	4.2%	4.8%	4.5%	5.5%	6.1%
YoY	—	52.8%	59.1%	49.1%	53.7%	36.1%	20.9%
毛利率预测	70.4%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
影像与设计产品业务毛利润预测	612	996	719	811	1,530	2,082	2,518
美业解决方案业务	441	569	355	345	700	876	1,078
YoY	1393.3%	29.1%	24.0%	22.0%	23.0%	25.2%	23.0%
毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
美业 SaaS 业务毛利润预测	44	57	36	34	70	88	108
广告业务	630	759	429	468	897	1,029	1,185
YoY	0.0%	20.5%	23.0%	14.2%	18.2%	14.6%	15.2%
毛利率	74.3%	76.5%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
广告业务毛利润预测	468	581	322	351	673	771	889
其他业务	146	40	13	13	26	26	26
YoY	-46.3%	-72.3%	-67.5%	0.0%	-35.7%	0.0%	0.0%
毛利率	45.7%	46.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务毛利润预测	67	19	4	4	8	8	8

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

费用方面，我们预计公司销售费用整体保持增长，公司AI产品功能逐步完善，预计后续有望加强国内外市场的销售投放，同时随着B端业务的扩张，销售人员数量预计将有所增加，从而使得销售费用未来持续提升。研发投入方面，公司持续优化自身模型能力，针对AI技术加大研发投入，研发人员及研发相关投入预计将有所增加，预计研发费用将有较为明显的提升。管理费用方面，公司相关人员预计保持稳健，我们预计随着公司业务规模的扩张，管理费用将有所增加。

表8: 2024-2026年美图公司盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	1,666	2,085	2,696	3,663	4,707	5,646
YoY	39.5%	25.2%	29.3%	35.9%	28.5%	19.9%
营业成本 (百万元)	(541)	(898)	(1040)	(1383)	(1758)	(2124)
% of Revenue	32.5%	43.1%	38.6%	37.7%	37.3%	37.6%
毛利 (百万元)	1,125	1,187	1,656	2,281	2,949	3,522
% of Revenue	67.5%	56.9%	61.4%	62.3%	62.7%	62.4%
销售费用 (百万元)	(391)	(403)	(428)	(509)	(673)	(748)
YoY	36.0%	3.1%	6.2%	19.0%	32.0%	11.3%
% of Revenue	23.5%	19.3%	15.9%	13.9%	14.3%	13.3%
管理费用 (百万元)	(265)	(272)	(301)	(338)	(382)	(426)
YoY	28.7%	2.6%	10.7%	12.5%	13.0%	11.5%
% of Revenue	15.9%	28.1%	23.6%	22.6%	21.0%	20.0%
研发费用 (百万元)	(545)	(586)	(635)	(878)	(1101)	(1244)
YoY	35.0%	7.5%	8.4%	38.1%	25.5%	13.0%
% of Revenue	32.7%	28.1%	23.6%	24.0%	23.4%	22.0%
归母净利润 (百万元)	(45)	94	378	508	700	920
YoY	—	—	301.8%	34.2%	37.8%	31.4%
% of Revenue	—	4.5%	14.0%	13.9%	14.9%	16.3%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

综上, 我们预计公司2024-2026年营收分别为36.63、47.07、56.46亿元, 同比分别增长35.9%、28.5%、19.9%; 归母净利润预计2024-2026年分别为5.08、7.00、9.20亿元, 同比分别增长34.2%、37.8%、31.4%。

(二) 估值讨论

鉴于公司的商业模式正处于转型订阅模式的过渡阶段, 在AIGC的推动下, 公司的影像与设计产品业务和美业解决方案业务将迅速拓展。公司在2022年首次实现盈利, 同时2023年盈利水平持续改善, 同时公司付费率持续上升, A股订阅类公司大多为收入驱动, 同类公司通常采用PS估值方式。考虑到公司盈利水平的提升, 我们采用PE方法估值并参考可比公司PS估值。参考同业可比公司全球设计软件龙头Adobe、国内办公软件龙头金山办公及港股金山软件、PDF编辑商福昕软件、国内视频剪辑软件公司万兴科技。截至2024年6月21日, 2024年Adobe彭博一致预期对应当前市值PE为44X, PS为11 X, 金山软件Wind一致预期对应PE为25X, PS为3X, 金山办公Wind一致预期对应PE 69X, PS 20X。万兴科技Wind一致预期对应PE为81.7X, PS为5.6X, 福昕软件Wind一致预期对应PS为6.4X, 预计24年仍处于亏损状态。综上, 2024年可比公司平均PE为54.8X, 平均PS为9.2X。

公司整体盈利能力提升, 我们参考的同业平均PE 54.8X, 结合公司业务情况及港股估值折价对公司估值。我们预计公司2024年归母净利润5.08亿元, 考虑到港股流动性水平, 按平均PE给予约50%的估值折价, 我们按28X PE给予美图公司整体合理估

值142.19亿元人民币，该估值对应公司PS为3.9X，相当于可比公司PS水平的42%，与PE估值折价水平接近，因此我们认为公司整体估值具备合理性。综上我们预计美图公司合理估值为142.19亿元人民币，对应155.85亿港币（人民币兑港币汇率取0.91:1），合理价值3.44港币/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值（截至2024年6月21日）

股票代码	公司名称	货币单位	当前股价 (元)	公司市值 (百万元)	2024 净利润 (百万元)	2024E PE	2024E 营收 (百万元)	2024E PS
300624.SZ	万兴科技	人民币	52.85	10,218	125	81.65	1,835	5.6
688095.SH	福昕软件	人民币	48.21	4,411	-22	—	694	6.4
688111.SH	金山办公	人民币	247.77	114,484	1,668	68.63	5,732	20.0
03888.HK	金山软件	港元	23.90	32,007	1,284	24.94	10,800	3.0
ADBE.O	Adobe	美元	533.44	238,981	5,448	43.86	21,465	11.1
调整后平均估值水平						54.8		9.2

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司均取Wind或者Bloomberg一致预期, 人民币兑美元汇率取7.26:1, 人民币兑港币汇率取0.91:1。

六、风险提示

（一）用户订阅意愿不及预期

美图旗下产品主要依赖订阅获取收入，后续增长依赖用户订阅比例的持续提升，存在用户订阅不及预期的风险。

（二）AI终端图片编辑能力提升的风险

美图AI类产品面临AI终端，如手机、PC等自有应用的竞争压力，苹果等终端厂商可能自身布局AI美化，从而替代美图等工具类应用。

（三）电商平台参与设计竞争的风险

美图设计室等面向B端产品主要服务于电商等场景，由于电商平台可能推出同样功能吸引商家入驻，且头部互联网平台均有AI模型布局，因此该产品面临平台竞争风险。

（四）AI模型效果不及预期的风险

美图AI相关产品的效果依赖自身AI模型，存在模型效果不及预期，影响用户使用体验的风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	2,456	2,769	3,416	4,184	5,191
现金及现金等价物	947	641	1,097	1,687	2,532
应收账款及票据	351	388	560	719	863
存货	26	54	69	88	106
其他	1,133	1,687	1,690	1,690	1,690
非流动资产合计	2,549	2,998	3,033	3,076	3,118
固定资产净值	441	464	509	552	594
长期投资	1,405	1,653	1,640	1,640	1,640
商誉及无形资产	688	851	851	851	851
其他	15	30	33	33	33
资产总额	5,004	5,767	6,450	7,260	8,309
流动负债合计	1,069	1,264	1,453	1,500	1,545
短期借款	10	15	0	0	0
应付账款及票据	135	141	173	220	265
其他	924	1,109	1,280	1,280	1,280
非流动负债合计	226	389	370	370	370
长期借款	0	135	140	140	140
其他非流动负债	226	254	230	230	230
总负债	1,295	1,653	1,823	1,870	1,915
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	4,145	4,463	4,960	5,646	6,547
其他	-376	-354	-395	-395	-395
归母权益总额	3,770	4,109	4,565	5,251	6,152
少数股东权益	-60	5	61	139	241
股东权益合计	3,710	4,114	4,627	5,390	6,394
负债及股东权益合计	5,004	5,767	6,450	7,260	8,309

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,085	2,696	3,663	4,707	5,646
营业成本	898	1,040	1,383	1,758	2,124
毛利	1,187	1,656	2,281	2,949	3,522
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	403	428	509	673	748
行政管理费用	272	301	338	382	426
研发费用	586	635	878	1,101	1,244
其他营业费用合计	2	20	0	0	0
营业利润	-76	271	555	793	1,103
利息收入	16	47	43	47	47
利息支出	9	5	11	11	12
权益性投资损益	-13	-19	-15	-15	-15
其他非经营性损益	-410	122	136	21	21
除税前利润	175	438	664	915	1,202
所得税	156	72	100	137	180
合并净利润	19	366	564	778	1,022
少数股东损益	-75	-12	56	78	102
归母净利润	94	378	508	700	920

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	234	413	519	709	972
合并净利润	19	366	564	778	1,022
折旧与摊销	63	51	55	58	60
营运资本变动	83	18	9	-131	-116
其他非经营性调整	-6	-34	-110	5	6
投资活动现金流净额	-17	-645	10	-95	-96
处置固定资产收益	0	0	136	21	21
资本性支出	-51	-56	-100	-101	-102
投资资产支出	-7	-672	17	0	0
其他	41	83	-43	-15	-15
融资活动现金流净额	-37	-81	-72	-25	-30
长期债权融资	-37	115	5	0	0
股权融资	0	1	0	0	0
支付股利	0	81	10	14	18
其他	0	-279	-88	-39	-49
现金净增加额	208	-306	457	589	845
期初现金余额	739	947	641	1,097	1,687
期末现金余额	947	641	1,097	1,687	2,532

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	25.2%	29.3%	35.9%	28.5%	19.9%
营业利润增长率	-	-	104.5%	42.8%	39.1%
归母净利润增长率	-	301.8%	34.2%	37.8%	31.4%
获利能力					
毛利率	56.9%	61.4%	62.3%	62.7%	62.4%
净利率	0.9%	13.6%	15.4%	16.5%	18.1%
ROE	0.5%	8.9%	12.2%	14.4%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	28.7%	28.3%	25.8%	23.1%
有息负债率	0.2%	2.6%	2.2%	1.9%	1.7%
流动比率	2.3	2.2	2.4	2.8	3.4
利息保障倍数	-8.5	56.7	48.6	70.8	93.8
营运能力					
应收账款周转天数	60.5	51.8	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	10.3	18.6	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	54.2	48.7	45.0	45.0	45.0
每股指标					
每股收益	0.02	0.08	0.11	0.15	0.20
每股净资产	0.83	0.92	1.02	1.19	1.41
每股经营现金流	0.05	0.09	0.11	0.16	0.21
估值比率					
PE	59.0	38.9	21.8	15.8	12.0
PB	1.5	3.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	-	44.1	16.5	11.2	7.4

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
章驰：高级分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
卢丝雨：高级分析师，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
毛玥：高级研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。