

美图公司 (01357.HK)

2024H1 业绩点评: AI 驱动订阅率提升, 全球化战略持续兑现

买入 (维持)

2024 年 09 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书: S0600524070002  
chenxin@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E    |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入 (百万元)    | 2085   | 2696   | 3612   | 4688   | 5687     |
| 同比(%)          | 25.17  | 29.27  | 33.99  | 29.78  | 21.32    |
| 经调整归母净利润 (百万元) | 110.54 | 368.30 | 553.62 | 901.07 | 1,181.30 |
| 同比(%)          | 29.94  | 233.17 | 50.32  | 62.76  | 31.10    |
| 经调整 EPS (元/股)  | 0.02   | 0.02   | 0.08   | 0.12   | 0.20     |
| 经调整 P/E        | 114.89 | 88.42  | 26.54  | 17.66  | 10.85    |

投资要点

- **事件:** 2024H1 公司实现营收 16.21 亿元, yoy+28.6%, 经调整归母净利润 2.73 亿元, yoy+80.3%, 业绩符合此前业绩预告。
- **影像与设计产品业绩保持高速增长, 全球化战略成效显著。** 2024H1 公司影像与设计产品业务实现营收 9.31 亿元, yoy+54.5%, 延续高增速, 主要系生成式 AI 技术持续提升公司系列产品吸引力, 为用户提供效果更好的图像及视频处理、视觉设计创作等功能, 驱动付费订阅用户渗透率及付费订阅收入提升, 2024H1 公司付费订阅用户数超 1081 万, yoy+50.1%, 付费订阅率 4.2%, yoy+1.3pct。用户规模方面, 2024H1 公司 MAU 达 2.58 亿, yoy+4.3%, 其中境外 MAU 达 0.85 亿, yoy+15.0%, 是用户规模增长的主要驱动力, 且占整体 MAU 比例已提升至 32.9%。展望后续, 我们看好公司持续践行全球化战略, 丰富 AI 功能, 驱动 MAU、付费渗透率及付费订阅收入稳健增长。
- **生产力布局持续深化, 产品矩阵逐步扩容。** 公司围绕“数字内容垂直场景需求构建 AI workflow” 打造生产力工具, 截至 2024H1, 聚焦“电商设计 AI workflow”的美图设计室订阅用户数约 96 万 (2023 年末约 87 万), 产品收入同比增长逾 152%, 聚焦“口播视频 AI workflow”的开拍用户累计制作内容数突破 5000 万。公司持续扩展产品矩阵, 于 2024/6/12 的美图影像节上发布和升级了 6 款生产力工具, 新增覆盖游戏物料 AI 制作与投放、AI 短片制作领域。同时, 2024H1 公司已成功完成站酷的收购, 并推出全新的面向自由设计师的在线服务平台。展望后续, 我们期待公司生产力工具产品力不断增强, 与站酷的战略协同不断增强, 业绩弹性有望稳步释放。
- **费用管控良好, 加大 AI 投入致研发费用短期波动。** 2024H1 公司毛利率 64.93%, yoy+5.13pct, 提升主要系高毛利率的影像与设计产品收入占比提升。2024H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 12.64%、10.95%、26.23%, yoy-4.93pct、-0.48pct、+2.89pct, 其中研发费用率同比提升主要系生成式 AI 训练相关的费用增加。展望后续, 我们预计随着公司践行自研、外采并重的 AI 大模型策略, 研发投入将得到更有效的控制。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到 AI 研发投入, 我们略下调此前盈利预测, 预计 2024-2026 年经调整归母净利润分别为 5.5/9.0/11.8 亿元 (此前为 5.9/9.3/12.1 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 27/18/11 倍。看好公司于影像赛道的竞争优势, 同时生产力及全球化战略持续推进, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 付费率提升不及预期, AIGC 技术及应用不及预期, 生产力场景拓展不及预期

股价走势



市场数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价(港元)      | 2.37      |
| 一年最低/最高价     | 2.13/4.19 |
| 市净率(倍)       | 2.41      |
| 港股流通市值(百万港元) | 10,748.18 |

基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元)  | 0.98     |
| 资产负债率(%)  | 30.28    |
| 总股本(百万股)  | 4,535.10 |
| 流通股本(百万股) | 4,535.10 |

相关研究

《美图公司(01357.HK): 2023 年报点评: 利润落在预告上限, AI 加速付费率提升》

2024-03-18

《美图公司(01357.HK): 2023 业绩预告点评: 业绩高速增长, AI 推动公司付费率增长加速》

2024-01-22

## 美图公司三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |                 |                 |                 |                 | 利润表 (百万元)       |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                 | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
| <b>流动资产</b>    | <b>2,768.80</b> | <b>3,487.78</b> | <b>4,276.45</b> | <b>5,180.31</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,695.74</b> | <b>3,611.95</b> | <b>4,687.65</b> | <b>5,687.11</b> |
| 现金及现金等价物       | 640.63          | 1,088.98        | 1,417.00        | 1,944.60        | 营业成本            | 1,039.86        | 1,274.65        | 1,618.25        | 1,986.58        |
| 应收账款及票据        | 387.75          | 414.91          | 437.39          | 437.55          | 销售费用            | 428.19          | 487.61          | 562.52          | 625.58          |
| 存货             | 53.84           | 48.13           | 81.33           | 77.60           | 管理费用            | 300.92          | 390.09          | 492.20          | 568.71          |
| 其他流动资产         | 1,686.58        | 1,935.75        | 2,340.73        | 2,720.56        | 研发费用            | 635.48          | 902.99          | 1,054.72        | 1,194.29        |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2,998.39</b> | <b>2,879.00</b> | <b>2,828.83</b> | <b>2,779.69</b> | 其他费用            | 19.91           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产           | 464.13          | 460.82          | 464.92          | 466.91          | <b>经营利润</b>     | <b>271.38</b>   | <b>556.61</b>   | <b>959.95</b>   | <b>1,311.95</b> |
| 商誉及无形资产        | 851.27          | 711.20          | 646.39          | 584.82          | 利息收入            | 46.68           | 51.25           | 43.56           | 35.43           |
| 长期投资           | 159.04          | 183.03          | 193.56          | 204.00          | 利息支出            | 4.79            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他长期投资         | 1,494.42        | 1,494.42        | 1,494.42        | 1,494.42        | 其他收益            | 124.82          | 124.38          | 30.69           | 34.89           |
| 其他非流动资产        | 29.53           | 29.53           | 29.53           | 29.53           | <b>利润总额</b>     | <b>438.09</b>   | <b>732.24</b>   | <b>1,034.20</b> | <b>1,382.27</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>5,767.19</b> | <b>6,366.78</b> | <b>7,105.28</b> | <b>7,959.99</b> | 所得税             | 71.67           | 117.16          | 165.47          | 221.16          |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,264.42</b> | <b>1,400.62</b> | <b>1,501.60</b> | <b>1,527.91</b> | <b>净利润</b>      | <b>366.42</b>   | <b>615.09</b>   | <b>868.73</b>   | <b>1,161.10</b> |
| 短期借款           | 14.98           | 13.31           | 11.09           | 8.13            | 少数股东损益          | (11.88)         | (12.92)         | (13.03)         | (15.09)         |
| 应付账款及票据        | 140.60          | 142.65          | 216.96          | 224.50          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>378.29</b>   | <b>628.00</b>   | <b>881.76</b>   | <b>1,176.20</b> |
| 其他             | 1,108.83        | 1,244.66        | 1,273.54        | 1,295.28        | EBIT            | 291.29          | 556.61          | 959.95          | 1,311.95        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>389.07</b>   | <b>384.57</b>   | <b>404.57</b>   | <b>424.57</b>   | EBITDA          | 342.11          | 615.55          | 1,013.66        | 1,362.53        |
| 长期借款           | 134.57          | 134.57          | 134.57          | 134.57          | 经调整归母净利润        | 368.30          | 553.62          | 901.07          | 1,181.30        |
| 其他             | 254.50          | 250.00          | 270.00          | 290.00          |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,653.49</b> | <b>1,785.20</b> | <b>1,906.17</b> | <b>1,952.48</b> | <b>主要财务比率</b>   | <b>2023A</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    |
| 股本             | 0.28            | 0.28            | 0.28            | 0.28            | 每股收益(元)         | 0.02            | 0.08            | 0.12            | 0.20            |
| 少数股东权益         | 4.84            | (8.07)          | (21.10)         | (36.20)         | 每股净资产(元)        | 0.92            | 1.01            | 1.15            | 1.32            |
| 归属母公司股东权益      | 4,108.86        | 4,589.66        | 5,220.22        | 6,043.71        | 发行在外股份(百万股)     | 4,535.10        | 4,535.10        | 4,535.10        | 4,535.10        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5,767.19</b> | <b>6,366.78</b> | <b>7,105.28</b> | <b>7,959.99</b> | ROIC(%)         | 6.10            | 10.40           | 16.01           | 19.17           |
|                |                 |                 |                 |                 | ROE(%)          | 9.21            | 13.68           | 16.89           | 19.46           |
|                |                 |                 |                 |                 | 毛利率(%)          | 61.43           | 64.71           | 65.48           | 65.07           |
|                |                 |                 |                 |                 | 销售净利率(%)        | 14.03           | 17.39           | 18.81           | 20.68           |
|                |                 |                 |                 |                 | 资产负债率(%)        | 28.67           | 28.04           | 26.83           | 24.53           |
|                |                 |                 |                 |                 | 收入增长率(%)        | 29.27           | 33.99           | 29.78           | 21.32           |
|                |                 |                 |                 |                 | 经调整归母净利润增长率(%)  | 233.17          | 50.32           | 62.76           | 31.10           |
|                |                 |                 |                 |                 | 经调整 P/E         | 88.42           | 26.54           | 17.66           | 10.85           |
|                |                 |                 |                 |                 | P/B             | 2.35            | 2.13            | 1.88            | 1.63            |
|                |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA       | 41.41           | 14.35           | 8.39            | 5.85            |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月31日的0.9094,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>