

美图公司 (01357.HK)

付费渗透率达 4.2%，经调整利润同比增长 80%

优于大市

核心观点

总收入同比增长 29%，经调整利润同比增长 80%。2024H1，美图实现总收入 16.2 亿元，同比+29%，影像产品收入增长强劲带动。24 年 H1 公司毛利润 10.5 亿元，同比+40%，毛利率 65%，同比+5pct。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。24 年 H1 公司总体费用同比+46%，公司持续对 AI 投入，其中研发费用同比+45%。2024H1，公司经调整归母净利润 2.7 亿元，同比提升 80%，经调整归母利润率 17%，同比提升 5pct。

业绩会表示，美图的定位是 AI 应用公司，因此大模型的研发投入都会围绕提升产品力，更好地服务用户需求。公司不会为了竞争大模型能力而无止境地投入。1) 销售费用控制优秀，2024H1 为 2.1 亿元，同比减少 7.5%，但在推广方面同比增长 13%。2) 研发费用与投资节奏相关：根据业绩会，上半年 4.31 亿的研发费用中，有 5,900 万元是用于大模型的算力投入。公司修炼基础模型能力：23 年在做图像模型，24 年在做视频模型。公司业绩会表示从明年开始，应该不会再看到基于当前模型的投入有大幅度的增长。公司会灵活地选择自研、采购、开源方式获取模型能力。

付费渗透率提升驱动影像设计产品收入高速增长。24H1，美图影像设计产品收入 9.31 亿元，同比+55%。2024H1 美图 MAU 2.58 亿，同比+4%。VIP 付费会员达到 1081 万，同比+50%，付费渗透率为 4.2%，同比+1.3pct。测算 ARRPU 为 187 元，同比基本持平。生产力场景拓展进度良好，截至 24H1，美图设计室订阅用户数达约 96 万（23 年底约 87 万），产品收入同比增长逾 152%。海外方向：主要精力投入在两个大区域——亚洲、欧美。美图所有的影像与设计产品在全球的市场占有率 13% 左右，发展空间较大。

广告业务收入同比增长 18%，美业解决方案业务收入同比减少 6%。24H1 广告收入 4.1 亿元，同比+18%。程序化广告业务收入同比增长 45%；由于上半年产品的全球化进展顺利，海外广告收入同比增长 129%。24H1 美业解决方案收入 2.7 亿元，同比-6%。根据财报，鉴于过去一年这个业务的表现情况，公司未来对这个业务的收入增幅预期会更谨慎。

投资建议：公司成本费用控制优秀。考虑到成本费用控制优秀，上调盈利预期，预计 24-26 年经调整归母净利润为 5.6/7.9/9.7 亿元（上调 7%/0%/0%），维持“优于大市”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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,085	2,696	3,433	4,226	5,113
(+/-%)	25.2%	29.3%	27.3%	23.1%	21.0%
净利润(百万元)-调整后	111	368	557	792	967
(+/-%)	29.9%	233.2%	51.4%	42.0%	22.1%
每股收益(元)	0.02	0.08	0.08	0.15	0.21
EBIT Margin	-1.8%	13.9%	12.0%	18.6%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	9.2%	8.0%	13.1%	15.8%
市盈率 (PE)	88.7	26.6	17.6	12.4	10.1
EV/EBITDA	313.0	28.4	25.3	15.3	11.1
市销率 (PS)	0.05	0.04	0.03	0.02	0.02

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 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
 证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值 4.50 - 4.80 港元
 收盘价 2.37 港元
 总市值/流通市值 10748/10748 百万港元
 52 周最高价/最低价 4.14/2.13 港元
 近 3 个月日均成交额 88.43 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

《美图公司 (01357.HK) - 23 年底付费渗透率达 3.7%，生产力场景拓展良好》——2024-03-18
 《美图公司 (01357.HK) - 美图收购设计师互动平台站酷，构建 AI 生态及护城河》——2024-02-07
 《美图公司 (01357.HK) - 公司战略明晰，关注 AI 对付费渗透率的推动》——2023-12-18

业绩概览：总收入同比增长 29%，经调整利润同比增长 80%

总收入同比+29%，经调整归母净利润 2.7 亿元。2024H1，美图实现总收入 16.2 亿元，同比+29%，影像产品收入增长强劲带动。2024H1，影像与设计产品业务/广告业务/美业解决方案业务收入同比增长 55%/18%/−6%，占收入比 57%/25%/17%。

24 年 H1 公司毛利润 10.5 亿元，同比+40%，毛利率 65%，同比+5pct。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。24 年 H1 公司总体费用同比+46%，公司持续对 AI 投入，其中研发费用同比+45%。2024H1，公司经调整归母净利润 2.7 亿元，同比提升 80%，经调整归母净利润率 17%，同比提升 5pct。

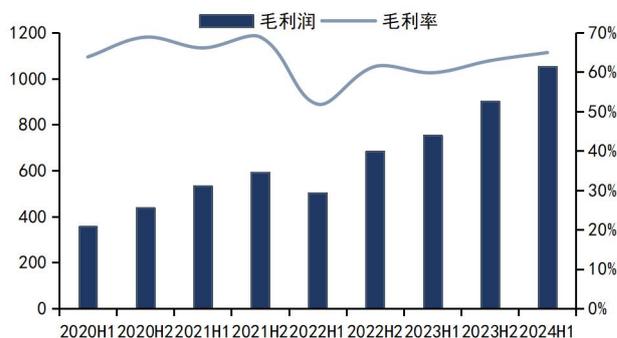
业绩会表示，美图的定位是 AI 应用公司，因此大模型的研发投入都会围绕提升产品力，更好地服务用户需求。公司不会为了竞争大模型能力而无止境地投入。1) 销售费用控制优秀，2024H1 为 2.1 亿元，同比减少 7.5%，但在推广方面同比增长 13%。2) 研发费用与投资节奏相关：根据业绩会，上半年 4.31 亿的研发费用中，有 5,900 万元是用于大模型的算力投入。公司修炼基础模型能力：23 年在做图像模型，24 年在做视频模型。公司业绩会表示从明年开始，应该不会再看到基于当前模型的投入有大幅度的增长。公司会灵活地选择自研、采购、开源方式获取模型能力。

图1：美图收入及增速（百万元、%）



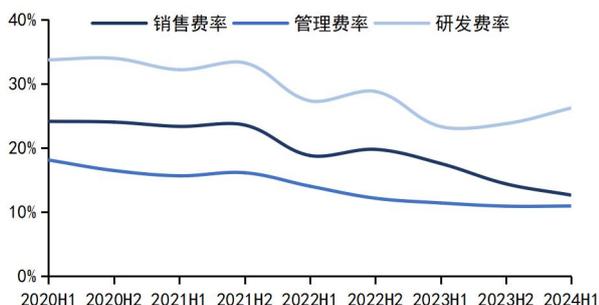
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：美图毛利润及毛利率（百万元、%）



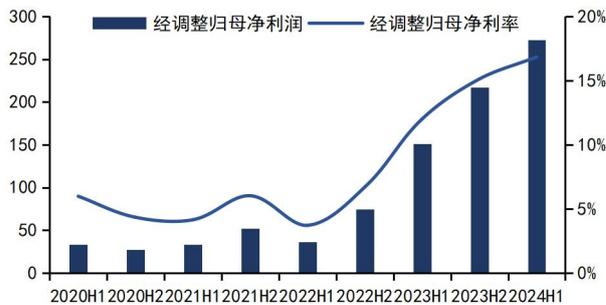
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：美图各项期间费用率（%）



资料来源：公司公告、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、国信证券经济研究所整理

商业化：付费渗透率达 4.2%，同比增长 1.3pct

付费渗透率提升驱动影像设计产品收入高速增长。24H1，美图影像设计产品收入 9.31 亿元，同比+55%。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。2024H1 美图 MAU 2.58 亿，同比+4%。VIP 付费会员达到 1081 万，同比+50%，付费渗透率为 4.2%，同比+1.3pct。测算 ARRPU 为 187 元，同基本持平。**生产力场景拓展进度良好。**截至 2024 年 6 月，聚焦“电商设计 AI 工作流”的美图设计室，订阅用户数达约 96 万（23 年底约 87 万），今年上半年的产品收入同比增长逾约 152%。

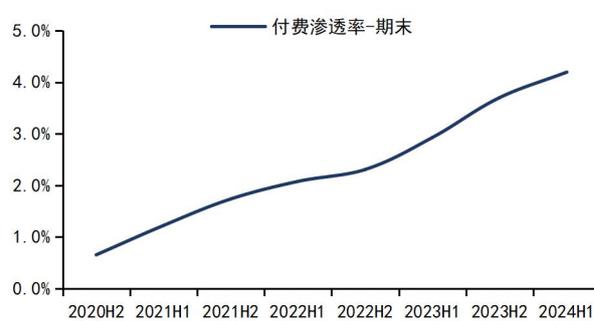
海外方向：主要精力投入在两个大区域——亚洲、欧美。根据业绩会，美图所有的影像与设计产品在全球的市场占有率只有 13%左右。海外发展空间较大。

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、国信证券经济研究所整理

图6：美图付费渗透率-期末（%）

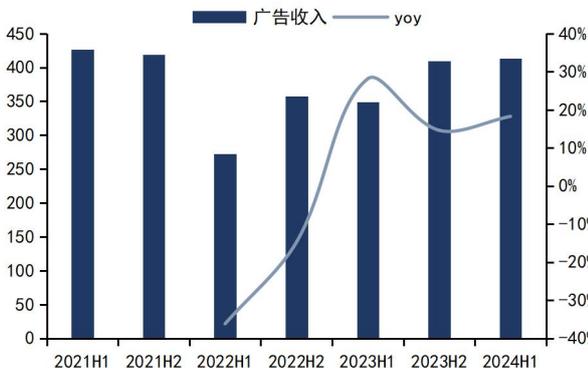


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

广告业务收入同比增长 18%。24H1 广告收入 4.1 亿元，同比+18%。根据公司财报，从广告形式上看，程序化广告业务收入同比增长 45%；由于上半年产品的全球化进展顺利，全球的广告收入（不含中国内地）同比增长 129%。

美业解决方案业务收入同比减少 6%。24 年 H1 美业解决方案收入 2.7 亿元，同比-6%。根据财报，鉴于过去一年这个业务的表现情况，公司未来对这个业务的收入增幅预期会更谨慎。不过由于本身属于非战略核心业务，加上毛利率很低，所以即使未来增长缓慢，也不会对集团净利润有太大影响。

图7：美图广告业务收入及增速（百万元、%）



资料来源：公司公告、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、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司 AI 垂直领域拓展顺利，需继续观察付费渗透率提升趋势。公司成本费用控制优秀。考虑到成本费用控制优秀，上调盈利预期，预计 24-26 年经调整归母净利润为 5.6/7.9/9.7 亿元（上调 7%/0%/0%），维持“优于大市”评级。

风险提示

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。

陈淑媛财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	947	641	1468	1615	1776	营业收入	2085	2696	3433	4226	5113
应收款项	1016	1287	1475	1635	1780	营业成本	898	1040	1248	1450	1687
存货净额	26	54	58	61	64	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	55	93	515	634	767	销售费用	391	403	481	465	562
流动资产合计	2456	2769	4210	4777	5387	管理费用	834	878	1291	1523	1721
固定资产	441	464	467	469	472	财务费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	688	851	1166	1521	1920	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	15	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1369	1617	1617	1667	1717	其他收入	(454)	42	0	0	0
资产总计	5004	5767	7526	8500	9562	营业利润	(492)	417	413	788	1142
短期借款及交易性金融负债	10	15	1037	1098	919	营业外净收支	667	21	0	0	0
应付款项	247	213	231	243	255	利润总额	175	438	413	788	1142
其他流动负债	812	1036	1324	1515	1759	所得税费用	156	72	68	129	187
流动负债合计	1069	1264	2593	2856	2932	少数股东损益	(75)	(12)	(12)	(12)	(12)
长期借款及应付债券	0	135	135	135	135	归属于母公司净利润	94	378	357	671	967
其他长期负债	226	254	339	392	422						
长期负债合计	226	389	474	526	556	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1295	1653	3067	3382	3488	净利润	94	378	357	671	967
少数股东权益	(60)	5	(7)	(19)	(31)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3770	4109	4466	5137	6104	折旧摊销	76	63	133	135	137
负债和股东权益总计	5004	5767	7526	8500	9562	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	239	(134)	(223)	(26)	4
每股收益	0.02	0.08	0.08	0.15	0.21	其它	(75)	(12)	(12)	(12)	(12)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	333	295	255	767	1097
每股净资产	0.83	0.91	0.98	1.13	1.35	资本开支	0	(66)	(450)	(493)	(539)
ROIC	0%	13%	14%	21%	25%	其它投资现金流	121	(280)	0	(139)	(167)
ROE	2%	9%	8%	13%	16%	投资活动现金流	(298)	(594)	(450)	(681)	(756)
毛利率	57%	61%	64%	66%	67%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-2%	14%	12%	19%	22%	负债净变化	0	135	0	0	0
EBITDA Margin	2%	16%	16%	22%	25%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	25%	29%	27%	23%	21%	其它融资现金流	173	(276)	1022	61	(179)
净利润增长率	-311%	302%	-6%	88%	44%	融资活动现金流	173	(7)	1022	61	(179)
资产负债率	25%	29%	41%	40%	36%	现金净变动	208	(306)	827	147	161
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	739	947	641	1468	1615
P/E	88.7	26.6	17.6	12.4	10.1	货币资金的期末余额	947	641	1468	1615	1776
P/B	2.6	2.4	2.2	1.9	1.6	企业自由现金流	0	176	(195)	275	557
EV/EBITDA	313	28	25	15	11	权益自由现金流	0	35	827	336	378

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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