

投资评级（推荐）

美图公司（1357.HK）

2024 年 02 月 19 日

AIGC与SaaS协力打通生活工作双场景，赓续商业新篇章

恒生指数	16155.61
恒生科技指数	3253.1
恒生互联网科技指数	1790.7
目标价（港元）	5.12
潜在涨幅（跌幅）	115.1%

基本数据

收盘价（港元）	HK\$2.38
52 周最高/最低(港元)	4.19/1.72
总市值（亿港元）	106.6
流通市值（亿港元）	106.6

股价相对走势

涨跌幅%	1m	3m	12m
绝对表现	-11.9	-31.4	16.1
相对表现	-16.47	-18.4	4.9



资料来源：Wind 资讯，盈立证券

证券分析师

Chan Kwok Keung
SFC 持牌号：BUL892
winson.chan@usmarthk.com

- 核心摘要
- 以“美学”为核心的 AI 产品生态，推动渗透率和付费水平提升的共振：聚焦 AIGC 赛道，坚定推进“流量为王、辅益广告”转为“AI 创新、订阅收费”的商业模式转型。公司将 AIGC 功能与订阅模式相结合，增加付费权益，吸引订阅，叠加基础功能的演进优化，有望持续推动付费率增长；另一方面，公司不断推出多样化 AI 工作场景工具，成为新的付费转化点打开定价上限。
- 互联网导流向订阅模式转型，商业战略路线清晰：在全球的虚拟服务和内容消费中，订阅制逐渐成为主流消费形态之一，各类应用商店的 App 服务开始从买断制转为订阅制。在工具领域中，美化产品的刚需较低且低频，在流量变现上想象空间受限。在接近饱和的流量生态中，产品和服务变更更符合主流消费形态。
- 自研 AI 视觉大模型 MiracleVision，打造全面 AI 产品生态，收购站酷完善影像布局，构建视觉大模型生态及护城河：公司形成了由底层、中间层和应用层构成的 AI 产品生态。自研视觉大模型 MiracleVision 定位“懂美学的 AI 视觉大模型”，从底层支持 AI 产品迭代；中间层包括美图创意平台；应用层根据数字内容形式分为 AI 图片、视频、设计及影像服务聚合，包括美图秀秀、Wink、WHEE 等。收购国内领先的设计师互动平台站酷将对美图业务发展带来巨大的协同效应，有助构建视觉大模型生态及护城河。
- 立足全新技术，“生活-工作”双能场景迅速落地：美图公司 AI“底层+中间层+应用层”生态逐步完善，从生活娱乐场景“移步换景”，拓展至生产力场景。催化更加刚需和高频的需求，向“大 C 小 B”带来新的收入增量。
- 盈利预测与投资评级：我们预测公司 2023-2025 财年的营业收入将分别达为 27.6/35.2/43.9 亿人民币，同比增长为 32.2%/27.8%/24.7%，经调整归母净利润（Non-IFRS）分别为 3.42/5.04/6.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.076/0.112/0.156 元，即 0.083/0.122/0.170 港元，对应 PE 为 28.7x/19.5x/14.0x，以付费订阅及生产力软件为主要商业模式作为可比公司，考虑国内 AI 商业化应用落地标的稀缺性，给予公司 2024 年 42xPE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：产品上线发展不及预期、AI 技术更新迭代，公司研究无法及时跟进、市场竞争风险。

盈利预测及估值（百万元人民币）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	1,666.0	2,085.3	2,756.4	3,522.8	4394.2
yoy	39.5%	25.2%	32.2%	27.8%	24.7%
毛利	1,124.6	1,186.6	1,648.3	2,187.6	2878.2
毛利率	67.5%	56.9%	59.8%	62.1%	65.5%
Adj.归母净利润	85.1	110.5	341.8	503.8	698.7
Adj.归母净利率	5.1%	5.3%	12.4%	14.3%	15.9%
EPS (元)	0.019	0.024	0.076	0.112	0.156
EPS(港元)	0.0207	0.0269	0.083	0.122	0.170
PE	115.2x	88.7x	28.7x	19.5x	14.0x

资料来源：公司数据、盈立证券

目录

一、从 Demo 到商业应用，AIGC 重塑内容产业运作模式	3
1.1 雨后春笋，漫长发育后 AIGC 迎来快速增长，是内容生成方式的深刻变革.....	3
1.2 规模迅速扩张的同时，产业链日趋完整.....	4
1.3 MaaS 及软件订阅付费为长期主流营收模式.....	5
二、大模型重构云厂商服务方式，SaaS 迎来崭新变化.....	6
2.1 轻便弹性等需求促使 SaaS 稳定发展.....	6
2.2 管理上“云”，云 ERP 行业向投融资中期过度.....	8
三、美图商业模式转型耦合现今互联网潮行业流趋势.....	8
3.1 互联网导流向订阅模式转型，商业战略路线清晰.....	8
3.2 自研 AI 视觉大模型 MiracleVision，打造全面 AI 产品生态，收购站酷完善影像布局，构建视觉大模型生态及护城河.....	11
3.3 立足全新技术，美图“生活-工作”双能场景迅速落地.....	15
四、财务分析	21
4.1 历史经营情况	21
五、盈利预测与估值	23
5.1 美图公司盈利预测.....	23
5.2 美图公司可比公司及估值.....	24
六、附表	25

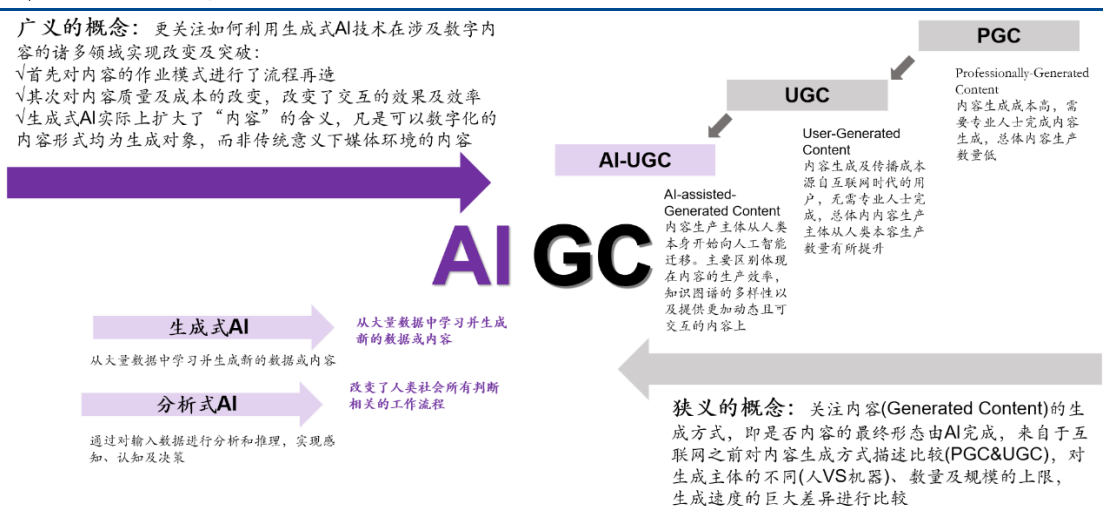
一、从 Demo 到商业应用，AIGC 重塑内容产业运作模式

1.1 雨后春笋，漫长发育后 AIGC 迎来快速增长，是内容生成方式的深刻变革

AIGC (Artificial Intelligence Generated Contents)是一种先进的内容创作方法。它利用人工智能(AI)来自动创建或编辑各种形式的内容，包括文本、图像、视频和音频。这一技术基于机器学习、深度学习、自然语言处理(NLP)和计算机视觉等 AI 领域的应用，模拟并扩展了人类的创造性和分析能力。AIGC 在新闻制作、社交媒体、广告、娱乐、教育及艺术创作等多个行业中均有应用，提供了个性化内容生成和高效的大规模内容生产能力。

AIGC 概念在其狭义和广义之间存在显著区分。在狭义概念中，强调对内容属性的关注，侧重于分析数字内容的制作形式以及与人工生成内容方式的对比。典型的例子包括图片、文字和视频等传统内容形式，通过 AI 实现生产的过程。而在广义概念中，着重于生成式 AI 的概念，即通过该技术思路解决先前决策式 AI 难以应对的问题，特别是在数据或内容生成方面，以实现质的飞跃。

图 1.1 AIGC 概念对比



资料来源：甲子光年，盈立证券

早在 90 年代之前，AIGC 便已经进入了萌芽阶段，但由于算力的落后，当时的技术依旧停留在小范围实验期。21 世纪初，AIGC 从实验性向实用性逐渐转变。2007 年，纽约大学人工智能研究员罗斯古德温撰写出世界第一部完全由人工智能创作的小说。2012 年，微软公开展示了基于深层神经网络 (Deep Neural Network, DNN) 的全自动同声传译系统。

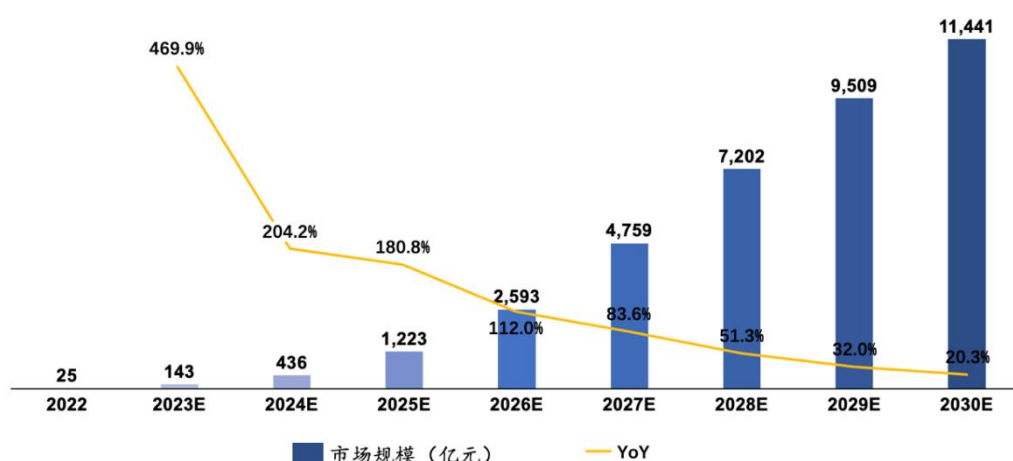
2019 年,随着以生成式对抗网络(Generative Adversarial Network, GAN)逐渐成熟, AIGC 技术研究迎来关键拐点。我国的 AIGC 行业可大致分为三个阶段:

1. 发育成长期(2023-2025 年): 底层大模型发展迅速, 大资金及人才体量玩家开始入局, 产业生态相对封闭, 创业公司少。市场集中度较低, 产品竞争较为激烈, 以人工智能专利数量的申请集中度分析, 根据前瞻网研究报告, 截止 2023 年 5 月为止, 申请专利数量排名前四的市场份额仅占约 20%, 排名前八的市场份额仅占约 25%。
2. 蓬勃增长期(2025-2027 年): 人机共创概念逐渐被行业普遍应用, 在内容资讯和娱乐传媒领域产生确定性价值, 入局玩家增多, 呈现出技术迭代加快、市场需求增大、细分赛道变多等特点。
3. 快速发展期(2028 年以后): 产业生态完善, 能够形成一个内部持续运营的内容体系, 预计会催生出完全不同的新业态。

1.2 规模迅速扩张的同时, 产业链日趋完整

根据第 50 次《中国互联网络发展状况统计报告》, 截至 2022 年 6 月, 中国互联网普及率已高达 74.4%。在网民规模持续提升、网络接入环境日益多元、企业数字化进程不断加速的宏观环境下, AIGC 技术作为新型内容生产方式, 开辟人类生产交互新纪元。根据预测, 2023 年中国 AIGC 产业规模约为 143 亿元, 在之后的蓬勃增长期中, 人机共创概念持续深化, 由于大量新入局玩家, 推动了技术迭代以及市场需求。2028 年, 中国 AIGC 产业规模预计将达到 7,202 亿元, 中国 AIGC 产业生态日益稳固, 2030 年中国 AIGC 产业规模有望突破万亿元, 达到 11,441 亿元。

图 1.2 中国 AIGC 行业市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 盈立证券

在科技巨头不断下场加持下, AIGC 产业链涌现一批初创企业, 促使产业链不断丰富。我国的 AIGC 产业链可大致分为基础设施层、模型层及应用层。

- (1) 基础设施层：基础设施层由预训练模型为基础搭建而成的，例如相关算法/模型研究结构，数据、算力和算法是 AIGC 平台的三大技术基础。AIGC 平台依赖于大量的数据来进行训练和优化模型，数据来源包括物联网设备、传感器等，AIGC 需要对这些数据进行有效的收集、存储和管理，以便训练出更准确、更具代表性的模型。算力指计算设备执行算法、处理数据的能力，算力硬件层三大要素包括 AI 芯片、AI 服务器、数据中心，其中 AI 芯片是算力层的基石，承担人工智能相关的计算任务，是决定算力层性能的关键。算法是一系列解决问题、实现特定功能的有序指令和步骤，在 AIGC 行业中，算法是模型的基础，用于实现数据分析、人工智能模型训练等功能。
- (2) 模型层：预训练大模型按照模态可以分为文本、图像、视频、代码、音乐生成等多种，但从底层架构上都分属两类：Transformer 是一种编解码模型框架，适用于处理文本、代码这类强连续性生成任务；Diffusion、GAN、NeRF 等框架善于处理图像生成类任务。
- (3) 应用层：AIGC 技术的渗透路径将遵循数字产业的基本发展逻辑，按照客户类型、产品形态和商业模式，划分为 ToC 和 ToB 两个领域。ToC 产品以内容和工具形式触达消费者，各类 C 端应用可通过直接调用通用大模型 API 形成各种 AI 创作工具，并利用其生成内容进行变现，典型场景覆盖文娱、影视传媒行业以及电商零售等。AIGC 技术通过大模型能力去部分补充或替代原有场景的算法小模型或是传统软件功能，将其渗透各行各业以提高企业生产办公效率，可以归纳为企业服务的 ToB 赛道。

1.3 MaaS 及软件订阅付费为长期主流营收模式

长期来看，我国主流 AIGC 营收模式可分为四种：MaaS (Model as a Service)、按产出内容量付费、软件订阅付费以及模型定制开发费。

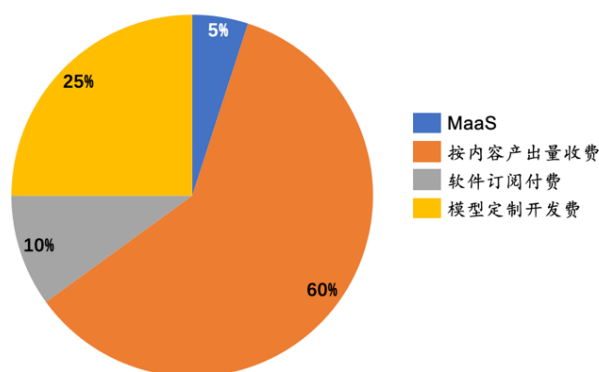
- (1) MaaS (模型及服务)：适用于底层大模型和中间层变现，客户无需自行开发或维护复杂的 AI 模型，而是通过服务提供商的平台直接访问和使用这些模型，MaaS 通常基于使用量（如 API 调用次数、处理的数据量等）进行收费，也可能包括固定的订阅费用，较为典型的是 GPT-3 基于对外 API 的收费模型。
- (2) 按产出内容量付费：适用于应用层变现，用户按照生成的文字数量、图像数量或视频长度等来支付费用，适合对 AIGC 需求量波动较大的客户，通常是按内容量的阶梯定价，或者按照实际生成的内容单位（如每千字、每幅图像等）进行计费，例如 Midjourney 的第一档收费套餐（每月付费 10 美元 AI 生成 200 张图片且需排队生图）。
- (3) 软件订阅付费：用户在订阅期间可以无限制地使用软件的所有功能，这种模式适用于需要频繁使用 AIGC 服务的用户，在这种模式下，用户为访问和使用 AIGC 软件或平台支付周期性费用，并且通常基于不同的服务层级和功能套餐来设置不同的订阅价格，有时也包括免费的基础版本以吸引新用户，例如 Midjourney 的第二档收费

套餐（每月付费 30 美元 AI 生成不限量图片，附赠 15 小时的免排队生图时间）。

- (4) 模型定制开发费：根据客户的具体需求，开发符合其业务特点和目标的定制 AI 模型，例如特定领域的文本生成或特殊风格的图像生成，这种服务通常根据项目的复杂度和开发所需的资源来计费，可能包括一次性的开发费用和后续的维护费用，例如 Mailmunch 经营的订制化电子邮件营销平台、CrowdStrike 的实时监控有害、违规行为的云上系统和 Domino Data Lab 的人工智能社区收集系统。

AIGC 产业中，不同营收模式的市场份额将有明显区分。尽管目前按照产出量收费的模式占据主导地位，但随着底层模型及 AIGC 应用生态的建立，MaaS 及软件订阅付费将变为主流。

图 1.3 2023 年不同营收模式规模分布



资料来源：量子位，盈立证券

二、大模型重构云厂商服务方式，SaaS 迎来崭新变化

2.1 轻便弹性等需求促使 SaaS 稳定发展

在当今数字化时代，软件即服务（Software as a Service，简称 SaaS）成为企业和个人在云计算领域中的一种常见选择。SaaS 指的是一种基于云计算的软件交付模式，用户可以通过互联网按需使用软件应用。在 SaaS 模式下，软件提供商负责软件的安装、配置、维护以及数据的安全性，而用户只需要通过浏览器或移动应用程序来访问和使用软件。SaaS 的工作原理相对简单。首先，软件提供商将软件部署到云服务器上，并负责软件的运行和维护。用户通过订阅的方式获得对软件的访问权限，通常按照月度或年度支付费用。用户可以通过任何设备（如计算机、智能手机或平板电脑）上的 web 浏览器或专用移动应用程序访问软件。通过云端部署，软件提供商可以实时更新和升级软件，以确保用户始终使用最新版本。

区别于常规的购买服务器、安装软件以及编写程序，在云时代，IaaS (Infrastructure as a Service)使得用户不再受制于服务器的购买和租赁，PaaS (Platform as a Service)进一步解放了软件的安装，助力 SaaS 更进一步，使得服务公司可以更专注于运营工作。

图 2.1 IaaS、PaaS、SaaS 对比

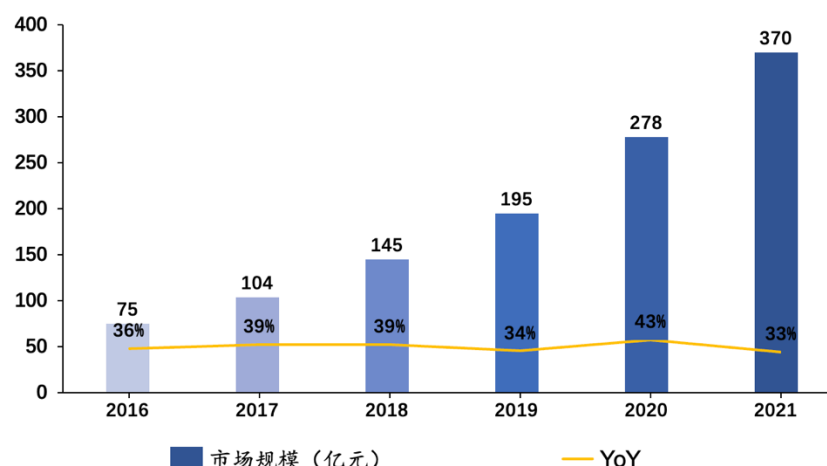


资料来源：公开数据，盈立证券

国内云计算市场增长提速。根据信通院数据，2020 年国内云计算市场规模约 2091 亿元，同比增长 57%，2016 至 2020 年 CAGR 约为 32%。其中，2020 年公/私有云市场规模分别达 1277/814 亿元，同比增长 85%/26%，2016 至 2020 年 CAGR 分别约 50%和 19%，公/私有云市场增长均明显提速。在新冠危机之后，为了更好地满足弹性部署要求，提高系统敏捷性与可拓展性，企业 IT 支出转云的节奏预计将加快，根据 Gartner 的预测数据，企业云收入增速 2024 年将达到 96%，是传统软件收入增速的 3 倍。公有云市场中，我国 SaaS 市场规模达到 370 亿元，保持稳定的增长趋势。

大模型在 2023 年引起互联网行业剧变，从年初到年尾，阿里云、百度云、华为云、腾讯云、火山引擎，无论大小，几乎主流的云厂商，都在开始谋局 MaaS。各家厂商相继推出 MaaS 服务并非简单的趋同竞争。而是因为大模型重构了云厂商向企业提供服务的方式，打破了 IaaS、PaaS、SaaS 的三层架构，作为底层能力或集成平台，接入企业业务系统和数据，直接作为中枢大脑提供服务。这使得未来中国 SaaS 市场规模及增速的估计更加乐观。

图 2.2 中国 SaaS 市场规模及增速



资料来源：中国信通院，盈立证券

2.2 管理上“云”，云 ERP 行业向投融资中期过度

ERP (Enterprise Resource Planning, 企业资源计划)是一种集成的管理软件系统,旨在实现企业内部各个部门和业务流程的自动化和优化,通过整合关键的业务功能,为公司提供了一个统一的信息平台,如财务管理、人力资源、采购、库存控制和生产管理,使得企业能够在一个集中的系统中实时监控和管理其各项业务活动。ERP 系统的主要特点包括数据集成和共享、流程自动化、实时信息更新和报告、模块化设计以及灵活性和可扩展性,这些特点使得 ERP 系统成为提高企业运营效率、降低成本、改善客户服务和决策支持的关键工具。由于组织架构庞大且复杂、对集团内各部门业务的协同管理要求高等特点,国内大型企业为代表的高端 ERP 市场主要由 SAP、Oracle 两大巨头厂商把持。其他中小型公司由于业务及组织架构相对单纯,管理的核心则在于供应链、财务以及客户关系管理等模块。

随着互联网飞速发展,ERP 市场迎来革新,ERP 云管理系统凭借其灵活性、安全性进一步拓了解决方案的功能和覆盖范围,和传统 ERP 相比,云 ERP 有以下特点:

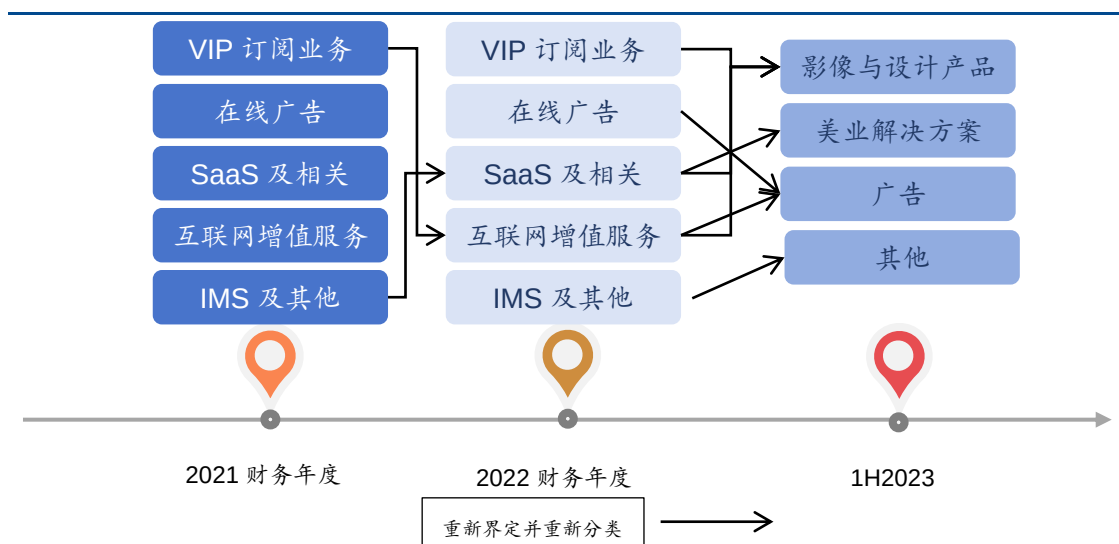
- (1) 连接方式:在传统 ERP 下用户只能使用固定的计算机,通过内部网络访问软件;云 ERP 则可以通过互联网无线访问,进一步满足灵活性需求。
- (2) 运营方式:传统 ERP 主要安装在企业硬件或服务器上,维护和管理主要有企业自己进行;云 ERP 则托管在服务商提供的云平台上,使得用户无需担心软件后续的应用维护、数据安全防护等问题。
- (3) 付费方式:传统 ERP 采用买断式付费方式,并且维护费用相对较高;云 ERP 服务商则是向用户实行按需付费的方式,通常为定期收取使用费。
- (4) 迭代速度:传统 ERP 升级系统的过程复杂,由于其特定的架构,升级成本较高,时间间隔较长;云 ERP 系统的升级通常在一两个小时内完成,并且在升级的时间段不影响客户在平台内完成大部分的工作。
- (5) 稳定程度:不同于传统 ERP 中需要 IT 部门持续参与,云 ERP 依靠强大的服务器群集与负载均衡系统等能够提供稳定的服务输出。

三、美图商业模式转型耦合现今互联网潮行业流趋势

3.1 互联网导流向订阅模式转型,商业战略路线清晰

根据美图公布的 2022 年度报告和 2023 年中期报告,公司在 2021 财年度、2022 财年度及 2023H1 对其各类业务收入进行了如下重新界定:

图 3.1 美图公司业务划分



资料来源：公司公告，盈利证券整理

美图在 2022 年度报告中将互联网增值服务部分重新界定为 SaaS 及相关服务，并将 VIP 订阅业务部分重新界定为互联网增值服务。

公司又在 2023 中期报告中将 VIP 订阅业务、部分 SaaS 及相关服务和部分互联网增值服务界定为影像与设计产品业务；部分 SaaS 及相关服务界定为美业解决方案业务；在线广告及部分互联网增值服务界定为广告服务；IMS 及其他服务界定为其他业务。

2023 上半年，美图仍保留 IMS 及其他服务（达人内容营销解决方案），但业务逐渐关停。美图于 2023 年 8 月 4 日与 Rapid Recruitment Limited (RRL) 签署协议、出售了专门负责 IMS 服务的子公司 Dajie Net 的股份，股权比例从 58.98% 减少为 38.98%，不再是 Dajie Net 的控股股东，Dajie Net 的资产负债不再纳入合并报表，剩余股份将计入联营公司投资。

美图从 IMS 服务上剥离资源重新整合，进一步聚焦 AIGC 赛道，推进“流量为王、辅益广告”转为“AI 创新、订阅收费”的崭新商业模式。美图自 2020 年起便推行战略转向，从围绕流量分流、以广告收入为第一增长曲线的互联网模式转变为 VIP 订阅模式。2022H1，美图的 VIP 订阅首次超过广告成为第一大收入来源。近一年，随着美图 AIGC 功能的不断进步及人工智能热潮，公司 2023H1 的月活跃用户（MAU）同比增长 3% 至 2.47 亿人（其中海外月活跃用户约 7369 万），订阅渗透率提升至 2.9%，订阅业务收入同比增长 62%，达到约 6 亿元。鉴于 AI 推动产品应用场景从生活延伸至工作层面，美图有望持续吸引更多新用户并交叉使用产品，进一步带动订阅渗透率及每付费订阅用户平均收入（ARPPU）提升。

图 3.2 美图月活跃用户数变化明细

	1H2023	2022	2021
月活跃用户总数（千人）	247,061	242,880	230,644
增长率(%)	1.72%	5.31%	n/a
按产品划分：			
- 美图秀秀	126,952	129,616	114,718

- 美颜相机	52,102	49,009	56,870
- BeautyPlus	31,174	32,520	37,116
- 其他	36,833	31,735	21,940
按地理位置划分:			
- 中国大陆	173,373	163,121	153,882
- 海外	73,688	79,759	76,762
VIP 付费用户总数 (万人)	720	560	400
付费渗透率 (%)	2.91%	2.31%	1.73%

资料来源：公司公告，盈立证券

扎实的产品体验和 AIGC 带来的产品附加值，支撑向订阅制转型，回归产品与服务，顺应全球主流消费形态。根据艾媒咨询，在全球的虚拟服务和内容消费中，订阅制逐渐成为主流消费形态之一，各类应用商店的 App 服务开始从买断制转为订阅制。2018 年及以前为互联网流量红利期，美图秀秀 MAU 持续攀升，在线广告业务收入增长迅速。截至 2018 年 12 月 31 日，美图公司互联网业务收入为 9.477 亿元，同比增长 26.3%，其中在线广告收入为 6.209 亿元，同比增长 101.9%。广告收入的变化与流量增减往往成正比。在工具领域中，美化产品的刚需较低且低频，在流量变现上商业流量比例、广告加载率、eCPM 等广告要素均难有上升空间。为破除困境，公司曾推出大 DAU 产品，跨界短视频和手机硬件，但结果不及预期。在接近饱和的流量生态中，工具产品，尤其是美化产品，面临流量变现的困境，因此以产品变现为核心的订阅制更符合主流选择。

表 3.3 美图公司、OpenAI 和 Midjourney 收费模式一览表

美图秀秀			
单位：人民币	目前优惠价	原价	折扣比例
按使用时间计费			
连续包月	30 元	48 元	37.50%
连续包季	68 元	128 元	46.88%
连续包年	218 元	358 元	39.11%
按使用量计费（批次收费）			
500 张	50 元	8000 元	99.37%
3000 张	68 元	1.08 万元	99.37%
10000 张	159 元	2.55 万元	99.37%
50000 张	698 元	11.18 万元	99.37%

MiracleVision 4.0 API 开放服务		
单位：人民币	文生图	图生图
按使用量计费（分层收费）		
10 万张以下	0.1 元/张	0.1 元/张
10 万张~100 万张	0.08 元/张	0.08 元/张
100 万张以上	0.06 元/张	0.06 元/张

OpenAI		
ChatGPT Plus 订阅费	20 美元/月	
图像模型 API 许可- 按使用量计费（按分辨率分类）		
1024x1024	0.002 美元/张	
512x512	0.0018 美元/张	
256x256	0.0016 美元/张	

Midjourney		
订阅费	包月	包年
Basic Plan	10 美元/月	96 美元/年
Standard Plan	30 美元/月	288 美元/年
Pro Plan	60 美元/月	576 美元/年
Mega Plan	120 美元/月	1,152 美元/年

资料来源：美图公司，OpenAI 和 Midjourney 官网，盈立证券

3.2 自研 AI 视觉大模型 MiracleVision, 打造全面 AI 产品生态， 收购站酷完善影像布局，构建视觉大模型生态及护城河

美图公司在影像领域技术储备丰富，持续推进 AIGC 场景落地。2010 年 3 月，美图成立了研发部门美图影像研究院 MT Lab 作为公司的算法中枢，致力于计算机视觉、机器学习、增强现实、云计算等 AI 领域的研究与产品落地，核心技术包括：人脸技术、人体技术、图像识别、图像处理、图像生成等多个方向。2013 年起开始布局深度学习领域。2022 年 11 月起，美图厚积薄发，爆发式推出多款 AIGC 产品，譬如 AI 动漫、AI 商品图及 AI 试衣等应用。

美图公司发布自研 AI 视觉大模型 MiracleVision, 为目前国内通过备案的大模型中唯一专注视觉的跨模态、多模态大模型。2023 年 6 月和 8 月先后发布自研 AI 视觉大模型 MiracleVision (奇想智能) 1.0 版本和 2.0 版本，并以此为基础推出 7 款新品，将运用场景从生活拓展至生产力，包括图片和视频生成产品 WHEE、口播视频制作软件“开拍”、视频剪辑工具 WinkStudio 等。2023 年 10 月 9 日，美图在北京美图大厦举办了公司 15 周年生日会，发布了 MiracleVision 3.0 版本，全面应用于公司旗下影像与设计产品。2023 年 12 月 5 日至 6 日，主题为“未来 AI 设计”的美图创造力大会在厦门举行，发布 MiracleVision 4.0 版本，主打 AI 设计与 AI 视频。大模型 4.0 较 3.0 版本的提升在于从 AI 设计和 AI 视频生成能力提升商业设计和数字营销工作流的效率。AI 设计方面，新增了矢量图形、文字特效、智能分层、智能排版四大能力；全新视觉模型商店的推出，支持创建个人视觉模型，保护设计师的著作权及开放收益权。AI 视频方面，新增了文生视频、图生视频、视频运镜、视频生视频四大能力。据介绍，MiracleVision 的 AI 视频能力已能融入行业工作流，尤其是电商和广告行业。此外，公司与站酷合作构筑平台生态，模型商店助力构筑创作者生态循环，将 WHEE 作为一个平台，平台属性产生的生态价值将远大于模型

生成的价值。2024 年 1 月 2 日，MiracleVision 通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案，是目前通过备案中唯一专注视觉领域的大模型。

公司形成了由底层、中间层和应用层构成的 AI 产品生态。其中，自研视觉大模型 MiracleVision 定位“懂美学的 AI 视觉大模型”，从底层支持 AI 产品迭代；中间层包括美图 AI 开放平台、创意平台及 AI 修图助手 RoboNeo；应用层根据数字内容形式分为 AI 图片、视频、设计、数字人及影像服务聚合五类，包括美图秀秀、WHEE、Wink 等。

图 3.4 美图公司 AI 影像产品全家桶



资料来源：美图 NDR，盈立证券

持有稳定 2.47 亿 MAU 基本盘，借由先发优势和技术深耕禀赋，以 AI 驱动产品从生活场景向生产力场景，挖掘“大 C 小 B”刚需。公司在生活场景端的旗舰产品为美图秀秀（功能全面）、美颜相机，以及主打视频编辑的 Wink。在生产场景端，AI 视觉大模型目前取得如下进展：（1）WHEE：生成 AI 内容超过 550 万条；（2）开拍：用户规模快速增长，2023 年 9 月月活用户突破 35 万人；（3）Wink Studio：2023 年 7 月上线累计服务近 10 万名账号主理人；（4）美图设计室 2.0：以 AI 商业设计的无限可能为核心，为用户提供全面的 AI 智能作图工具，服务用户累计已超 1.8 亿人；（5）Dream Avatar：2023 年 8 月 26 号上线，定位 AI 演员与虚拟主播（Vtuber）领域；生成式 AI 技术大幅降低创作门槛，推动内容生成市场高企，根据 Globe Newswire 预测，内容生成市场未来十年 CAGR 达 25%，增长空间巨大。

图 3.5 美图公司 AI 相关产品近况更新

产品	商标	描述
生活场景		
美图秀秀		图像视频快修神器，全球累计超 10 亿人使用。QuestMobile 显示美图秀秀自上线以来在图片美化赛道用户规模第一。
美颜相机		潮流个性相机 APP，以人像为核心，为用户提供强大简洁的变美功能。QuestMobile 显示，美颜相机的用户规模及月活均是行业第一。
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，主要服务剪辑起步的年轻用户，赋能小成本一键出片。
美图证件照		快速制作专业证件照。提供数百款规格，满足各种场合场景；上传自拍照后智能抠图剪裁，搭配超清美颜、AI 换装等功能，轻松做出理想照片。
美妆相机		虚拟试妆 App，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，用户可从中选择最适合妆容。
Chic		一款影像 App，有多款主题相机，随时记录生活，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。
蛋嘜		晒娃神器，可一键套用孩童专属照片模板、快速制作萌娃表情包，并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。
生产力场景		
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。
WinkStudio		提供专业的视频美化能力，实现优质的人像处理。同时采用更高效更直观的美化功能界面，让操作变得轻松简单。
美图云修		为商业摄影行业打造的一站式 AI 修图方案，一键完成后期精修的基本工作，每位修图师日均修图量可提升至约 2 万张，压缩 50%成本的同时保证高品质的稳定出片。
美图设计室		围绕“AI 商品设计”与“AI 平面设计”两大板块，推出 AI 商品图、AI 海报、AI 潮鞋、AI 换装等功能。
WHEE		在线生成的 AI 视觉创作工具。拥有无限灵感和想象，提供一站式 AI 视觉创作服务。面向大众用户及专业视觉创作者，以“工作流”作为核心功能串联，提供文生图、图生图、画面拓展及局部修改等 AIGC 图像服务。

开拍		一款高清口播视频创作工具,打通创作灵感到视频美化、后期剪辑,全链路提高视频爆款率及出片效率。
美业 SaaS 服务		
美图宜肤		通过 AI 测肤算法,为皮肤科研及皮肤管理行业提供技术支持与多场景测肤解决方案。旗下的美图魔镜可提供高保真虚拟试妆、饰品试戴、染发、彩瞳试戴、五官分析等虚拟试妆解决方案。
美得得		专注化妆品行业的产业互联网平台,通过 ERP 系统、营销工具及采购平台帮助线下美妆店解决店务管理、会员运营、商品采购等人货场问题,为顾客提供更好的购物体验。

资料来源:美图 Miracle Vision 3.0 发布会、美图公司官网,盈立证券

收购设计师互动平台站酷,将对美图的影像及设计产品业务发展带来巨大的协同效应,构建 **MiracleVision** 视觉大模型生态及护城河。2024 年 2 月 2 日,美图宣布旗下子公司 Meitu Investment Ltd 拟收购 ZCOOL Network Technology Ltd (站酷) 全部已发行股本,交易总代价为 39,640,495 万美元(约 3.1 亿港币),其中 1,778.4 万美元将通过配发及发行 52,992,166 股代价股份来支付,余额 2,185.6 万美元则将以现金形式支付。站酷成立于 2006 年,起初作为一个原创设计师社区,逐步发展成为一个集主站设计师互动社区(站酷网)、商业版权平台(站酷海洛)、创意营销平台(站酷共创)、设计教育平台(站酷教育)于一体的综合性平台。目前,站酷拥有 1700 万注册用户,涵盖设计师、摄影师、插画师、艺术家等创意群体,在设计创意领域中具有重要的影响力和号召力。我们认为收购站酷将对美图业务发展带来巨大的协同效应:

(1) **设计师积极参与视觉大模型生态构建:** 随着设计师对 MiracleVision 的使用量增加,站酷的设计师社区和其他社交媒体平台将迎来更多设计师分享心得和讨论,进一步提升 MiracleVision 在国内设计和创意界的知名度和使用率。同时,更多专业的正负反馈数据以及高质量的素材和资源将被引入,进一步扩大训练规模,提升训练质量,加速 MiracleVision 的性能和迭代速度。

(2) **实现商用版权素材与美图影像生产力深度结合:** 除原有供稿平台,美图引入站酷设计师高品质商用版权素材,满足影像生产力创作者对商用版权素材的极大需求,同时提升订阅转化率。2023 年 1-11 月,【海报模板】已成为美图设计室收入的前二功能,未来将全面引入站酷商用基础素材(包括照片、免抠素材、插画、图标、字库),设计师可创作模板,进一步丰富商用模板数量。美图庞大的流量优势有助于壮大站酷版权平台,其庞大的潜在创作者用户群可利用美图 AI 设计工具如 WHEE、美图设计室等创作生产力素材,并在站酷平台进行分发。

(3) **AI 设计教育增加用户粘性:** 站酷现有 AI 创作版块未来可引入美图 AI 设计工具,如 WHEE、美图设计室等,辅助设计师高效商业设计,同时培养用户使用习惯,增加用户转移其他 AI 设计工具的成本。

除影像和设计业务外,我们认为收购站酷亦有助推动广告业务发展。未来通过站酷共创平台,举办赛事或活动,召集专业设计师,带来更多创

意营销，丰富美图营销解决方案，服务更多美图品牌广告客户（如日用快消、电商、食品饮料、服饰等）。

3.3 立足全新技术，美图“生活-工作”双能场景迅速落地

作为国内图片美化行业的领军企业，美图经历了手机、电商、短视频以及“工具+社交”等多种商业模式和产品路径的探索后，回归工具软件应用的本质。公司通过主打软件订阅模式辅以多元化付费模式成功实现业务盈利。2016~2018年间，公司着重发力手机业务，试图通过“图片美化+硬件”结合的业务模式打开局面，但短期较难以通过收入规模化带动业务模式盈利。2014年时，公司曾经推出短视频APP“美拍”，并在9个月左右的时间内获得1亿用户，随着BAT入局，自身在推荐算法中的竞争力不足，最终抖音、快手成为了短视频赛道的龙头。在2018年8月，CEO吴欣鸿在美图战略发布会上正式宣布“美和社交”战略，但仍难以撼动微信和微博在各自社交场景中多年经营形成的稳固地位。历经了各类转型后，回归专注于软件产品变现。随着订阅等业务规模逐步扩大，22年公司也实现了净利润层面的盈利。如今，美图公司AI“底层+中间层+应用层”生态逐步完善，从生活娱乐场景“移步换景”，拓展至生产力场景。

“AIGC+C端市场存量变现+生产力场景增量”的三驾马车齐头并进成为美图的主要战略。如上文所述，美图发布自研大模型和7款影像生产力工具，AI产品生态初步形成，产品矩阵框架完备。相较于美图过往推出的产品，这7款新产品主要面向生产力场景用户，美图进一步释放布局生产力场景市场的信号、寻求业务突破。

在生成式AI时代，影视领域中工具软件的用户和设计师资产价值逐步攀升。用户的使用反馈以及专业设计师的模板资产积累（模型商店）将为公司生成式AI带来强大的行业竞争优势。在专业设计领域，公司将积累足够实用、易用且具备广泛适用性的生成式AI数字资产。

图 3.6 美图公司用户画像，着重瞄准电商与自媒体用户

目标群体	用户画像	全球用户规模	全球市场规模
专业用户	主要包括设计师、摄影师、视频剪辑师等以设计为本职工作、关注艺术效果的专业群体	近 7000 万	1785 亿元
电商与自媒体用户	主要包括新媒体运营、电商从业者、短视频 KOL 等，以传播效果为核心诉求的内容创作者	9 亿	2213 亿元
一般用户	广大 C 端用户，以设计用于自我和情绪表达，期盼得到关注和认可的人群	40 亿	500 亿元

资料来源：美图公司官网，盈立证券

图 3.7 产品与电商和自媒体用户间的触达联系



资料来源：美图公司，盈立证券

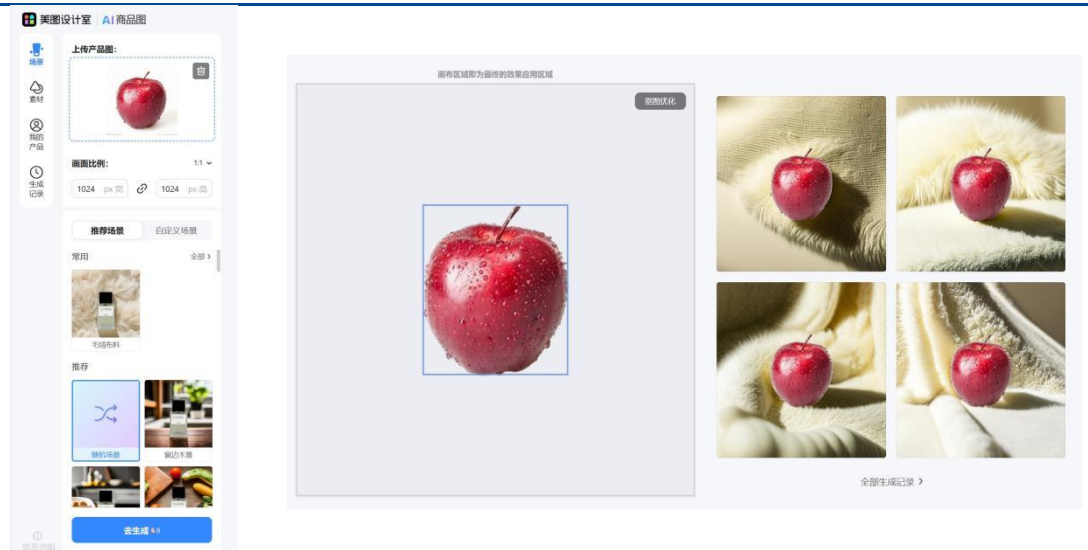
(1) 美图设计室产品介绍

美图设计室主要分为工具与模板中心：

①工具包括 AI 功能支持的平面设计与电商设计两大板块，其中 AI 平面设计包括图片编辑、智能抠图、AI 海报、无损放大、AI Logo、AI 消除等子功能，AI 电商设计包括 AI 商品图、AI 鞋服设计、AI 模特试衣等子功能。

图 3.8 AI 商品快速布景演示

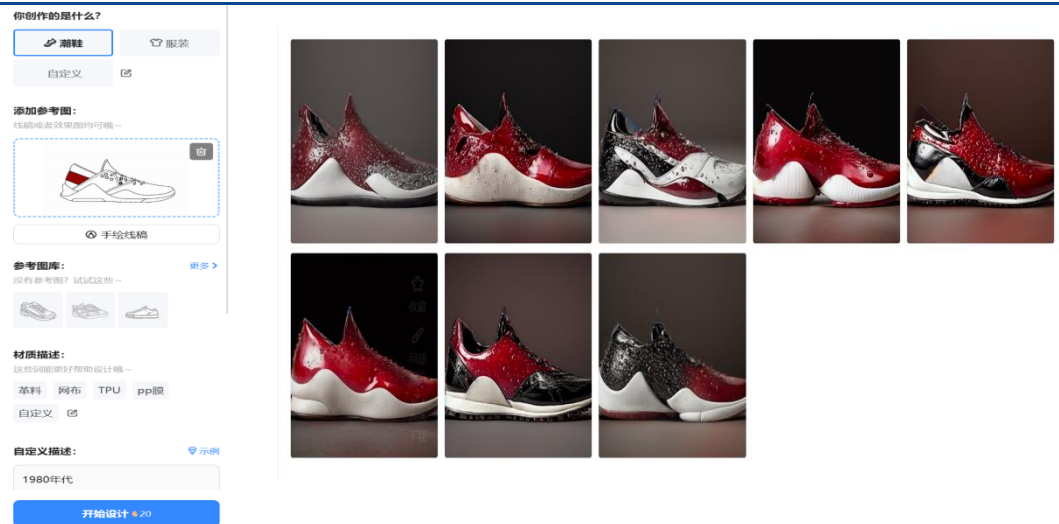
将任意商品图片导入后系统将自动识别抠图，用户可进一步选择抠图优化和尺寸调整。场景分为“推荐场景”和“自定义场景”，其中推荐场景包含 50 个场景类别，如简约空间、绿植木台、办公角落等；自定义场景根据用户输入的描述语句生成。点击生成后，AI 将在一个场景下产出 4 张效果图。



资料来源：美图秀秀 APP，盈立证券

图 3.9 鞋服快速设计展示

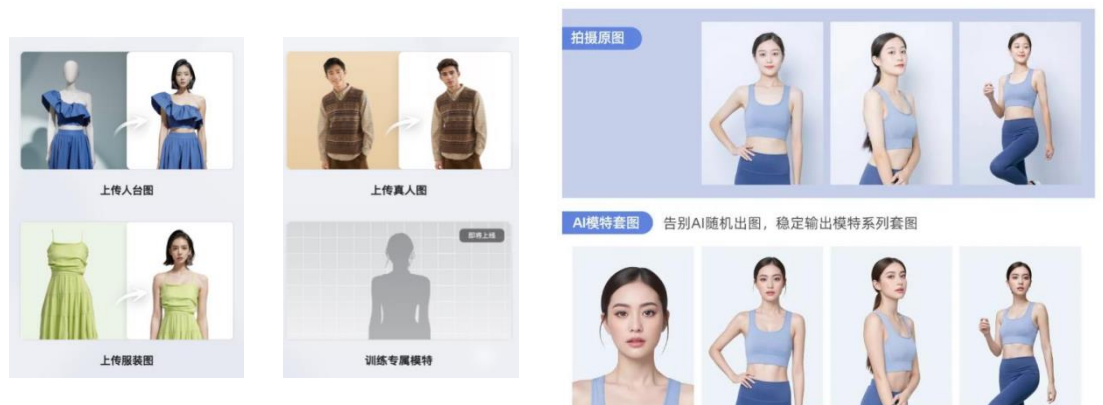
用户首先选择潮鞋、服装以及自定义物品（可输入各种物品）等产品类型。接着上传参考图（手绘线稿或效果图均可），接着添加材质描述及自定义描述，最后可上传图片进行风格迁移，AI 将模仿该图的配色、视觉风格、画面元素。点击生成后将一次产生 8 张效果图。



资料来源：美图秀秀 APP，盈立证券

图 3.10 模特试衣设计展示

“AI 模特试衣”通过人像自动修复、精准局部控制技术，保留衣服细节，又能适应人体不同的姿态。使用流程极为简单便捷：上传人台图、真人图、服装图，选择模特库中的不同模特，即可生成试衣效果。针对用户的单品组图需求，“AI 模特试衣”可以指定模特，输出相同模特在相同服装、不同姿势下的试衣效果，形成商品系列图，效果稳定。

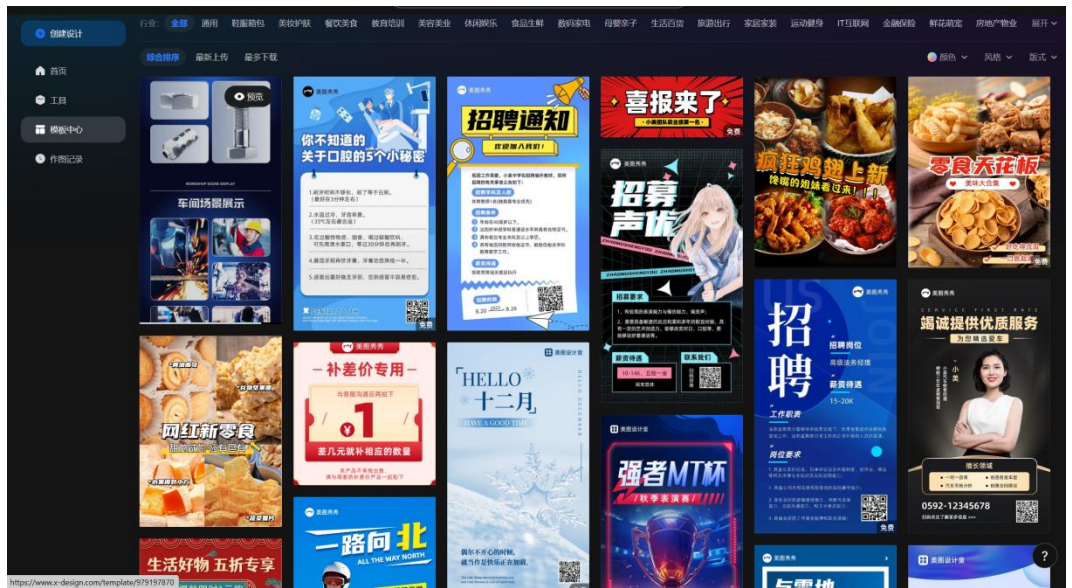


资料来源：美图秀秀 APP，盈立证券

②模板中心主要覆盖电商、抖音、小红书、微信营销、公众号、行政办公、教育、社交生活等具体场景，每个应用场景下细分多个具体用途及行业的海报模板及素材。

图 3.11 海量海报模板设计展示

美图设计室的模板中心拥有海量海报资源，涵盖鞋服箱包、美妆护肤、餐饮美食、教育培训、美容美业等多个版块，赋能各大社交媒体平台的账号主理人迅速匹配合适模板，疗愈相关短视频及自媒体宣传更新缓慢的传统痛点。



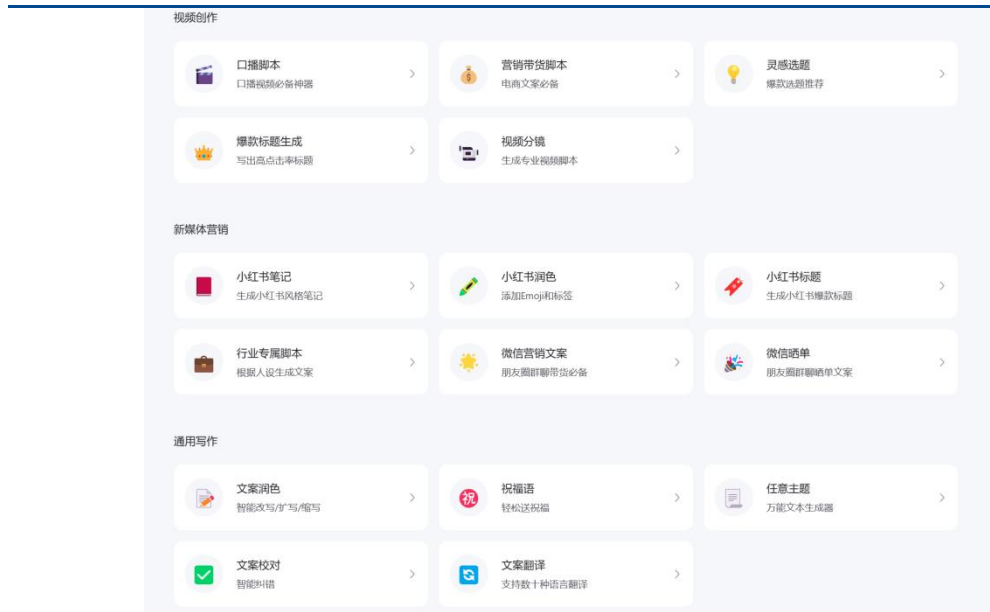
资料来源：美图秀秀，盈立证券

(2) 开拍产品介绍

美图发布“AI+口播”视频产品“开拍”，助力用户缩短视频制作周期。据公司自身调研数据估算，国内全网视频创作者数量超过 1000 万，日均生产专业视频数量超过 500 万条，单条视频平均创作耗时 1~7 天，其中约五分之一的视频涵盖口播场景；该产品可帮助用户在十分钟内制作高质量口播视频，在前期内容策划阶段，开拍能够利用 AI 一键生成热门的口播脚本；中期拍摄阶段，开拍提供 AI 提词器，可根据创作者语速智能滚动提词，并支持多设备联动，实现一台设备作为提词器，一台设备进行拍摄；后期剪辑阶段，开拍在文字基础上即可进行视频编辑，实现一键包装快速出片。

图 3.12 开拍“AI 脚本”产品功能展示

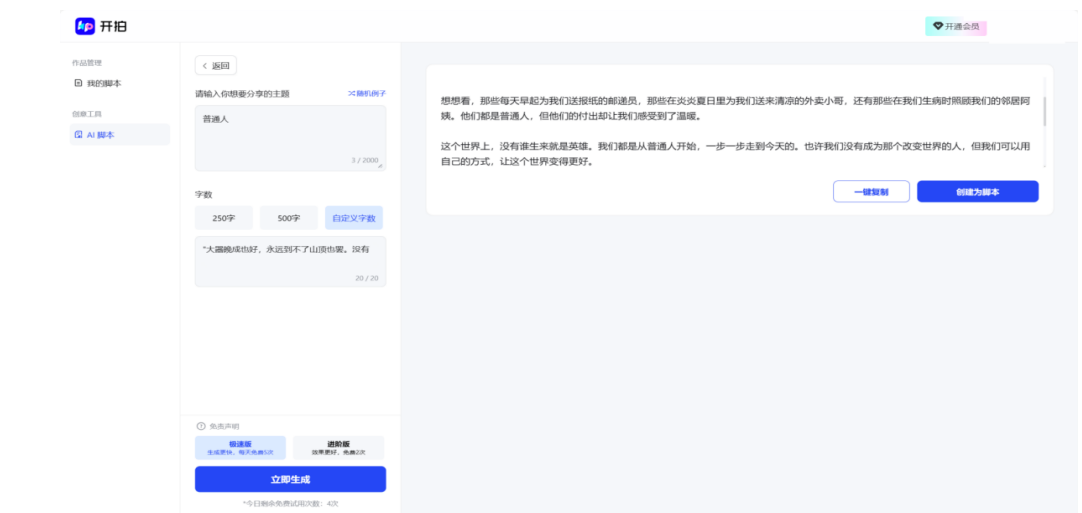
开拍包括三大主要模块“视频制作”、“新媒体营销”和“通用写作”，足以赋能新兴用户在视频创作赛道上将自身灵感迅速变现，打破了传统自媒体需要自行视频剪辑、文案、后期润色的技术屏障，使个人及小型工作室能够更快进行独立完备的内容输出。



资料来源：美图公司，盈立证券

图 3.13 开拍“AI 脚本”产品功能展示

AI 脚本有若干脚本风格方案供用户选择，包括口播脚本、小红书文案、营销带货等。以“普通人”为关键词举例，用户可选择脚本字数时长，AI 将自动生成符合条件的脚本文字。生成后，用户可选择使用敏感词检测功能开拍将自动标黄文本中的敏感词。修改完毕后进入拍摄环节，用户可自主调节提词板格式及速度等。



资料来源：美图公司，盈立证券

(3) SaaS 类产品“美图宜肤”介绍

美图 AI 测肤归属于营业收入中的“美业解决方案”，该服务洞察顾客需求，以此为基础促进销售。公司借助美图影像研究院、知名院校和医院的合作，深度探索 AI 测肤领域的皮肤影像算法研究，在皮肤分析、人脸检测、图像处理等领域的算法均处于世界领先水平，为痘斑痣鉴别、敏感肌检测、黑眼圈检测等多项测肤专利技术为旗下测肤服务提供技术支撑。美图宜肤旗下的 AI 测肤产品分为全景式 AI 测肤、图像测肤、接触式测肤

3 个系统，助力化妆品品牌及美容院研析顾客画像、挖掘护肤需求、增加销售转化及回购。

美图宜肤的商业模式以硬件及 SaaS 服务销售为主，目标客户为知名化妆品品牌和线下美容院。该产品向化妆品品牌及美容院销售硬件以及配套的 CRM SaaS 服务，同时皮肤分析及虚拟造型服务内嵌至客户自有应用、网站或第三方平台，贯通线上线下。截至 7 月，美图宜肤已在全球 290 个城市的 3941 家线下门店部署，销售硬件累计接近 4000 台，合作方涵盖 Sephora、Givenchy、Sisley、Dior、Shiseido Group 等知名品牌。

图 3.14 美图宜肤以“硬件+SaaS 产品”为销售组合



资料来源：美图公司，盈立证券

(4) SaaS 类产品“美得出”介绍

美得出归属于营业收入中的“美业解决方案”，企业愿景为“做中国女性体验消费入口的整合者”，简化美妆零售。美得出（原有礼派）创立于 2014 年，18 年 12 月引入美图公司战略投资，是专注化妆品行业的产业互联网服务公司。秉承着“让美妆零售更简单”的使命，通过美得出·美妆连锁 ERP 系统、美得出·移动营销工具、美得出·共享采购平台帮助线下化妆品门店一站式解决店务管理（场）、会员运营（人）、商品采购（货）等问题，完成线上线下融合的人货场升级，为顾客提供更好的购物体验。成立 9 年来，美得出一直坚持做第三方平台，坚持服务于化妆品行业，坚持维护终端门店的利益。

作为美业领域的先行者和领跑者，美得出在美妆零售行业 CS 渠道，市场份额稳居领先地位。目前已服务超过 3.5 万家线下化妆品门店，覆盖全国 31 个省份，252 个城市超过 1.5 亿消费者。通过 ERP SaaS 业务助力其完成数字化转型升级，同时与多个知名美妆品牌及平台达成战略合作，持续创新保持行业领先地位。美图公司为美得出引入 AI 算法、人脸测肤等黑科技为美妆门店赋能，打通业务“缺乏科技护城河”的痛点。双方正式开放合作短短 30 天时间内，美得出 App 便吸引了全国 9 个省份省商户的签约合作。

图 3.15 美得以“社交新零售+ERP+营销+共享采购平台”为销售组合



资料来源：美图公司，盈立证券

四、财务分析

4.1 历史经营情况

2020-2023H1 财年期间，公司整体营业收入呈现稳步增长趋势。2020 及 2021 财年营业收入分别增长 22.1%和 39.5%，主要得益于高级订阅服务和应用内购买业务显著增长。随着 SaaS 及相关服务在 2021 年推出，该业务收入在一年内大幅度增长，使得 2022 财年公司营业收入同比增长 25.2%。2023 财年营业收入重新分类，影像与设计产品，美业解决方案及广告业务三项业务均呈现增长趋势，2023H1 较 2022H1 同比分别增长 62.2%、31.1%和 28.1%，总体营业收入同比增长 29.8%。

表 4.1 成长能力指标（人民币）

报告期	2023H1	2022	2021	2020
营业总收入(元)	12.61 亿	20.85 亿	16.66 亿	11.94 亿
毛利润	7.540 亿	11.87 亿	11.25 亿	7.939 亿
归母净利润	2.276 亿	9,414 万	-4,451 万	-4,097 万
经调整归母净利润	1.353 亿	1.105 亿	8,507 万	6,089 万
营业总收入同比增长(%)	29.83	25.17	39.53	22.1
毛利润同比增长(%)	49.79	5.53	41.72	13.53
归母净利润同比增长(%)	185.5	311.49	-8.65	89.67
营业总收入滚动环比增长(%)	13.89	13.88	15.49	11.45
毛利润滚动环比增长(%)	21.11	8.36	15.88	6.28
归母净利润滚动环比增长(%)	524.6	151.7	71.04	0.66

资料来源：公司公告，盈立证券

2022 财年，公司首次实现归母净利润为正，是公司从流量端变现回归产品端变现，核心商业逻辑转型的初步成果。2022 上半年，公司归母净利润亏损为 2.66 亿元，2022 年全年归母净利润为 9414 万元，是自 2020

年以来首次实现扭亏为盈，经调整归母净利润为 1.105 亿元。2023H1 较 2022H1 毛利润和经调整归母净利润分别同比增长 49.8%和 275.8%。

表 4.2 各业务经营指标拆解

报告期	2023H1	2022H1	2022	2021
影像与设计产品(百万元)	602.2	371.3	877.8	591.1
yoy	62.2%		48.5%	
美业解决方案	286.4	218.4	462.9	38.8
yoy	31.1%		1093.0%	
广告	349.2	272.5	596.0	765.8
yoy	28.1%		-22.2%	
其他	23.1	109.0	148.6	270.3
yoy	-78.8%		-45.0%	
收入总计	1260.90	971.20	2085.3	1666.0
yoy	29.8%		25.2%	39.5%
毛利	754.0	503.4	1,187.3	1,125.1
毛利率	59.8%	51.8%	56.9%	67.5%
销售费用	221.6	182.7	403.1	391.0
销售费率	17.6%	18.8%	19.3%	23.5%
管理费用	144.1	136.3	271.9	265.0
管理费率	11.4%	14.0%	13.0%	15.9%
研发费用	294.3	265.5	586.4	545.5
研发费率	23.3%	27.3%	28.1%	32.7%
净利润	209.5	(281.6)	18.9	(77.4)
净利率	16.6%	-29.0%	0.9%	-4.6%
归母净利润	227.6	(266.20)	94.1	(44.5)
归母净利率	27.8%	-52.9%	7.9%	-4.0%
经调整归母净利润(Non-IFRS)	135.3	36.0	110.5	85.1
经调整归母净利率	10.7%	3.7%	5.3%	5.1%
资料来源：公司公告，盈立证券				

聚焦 VIP 订阅及 SaaS，营业成本费用结构改善。2021 财年成本费用随着营收增加而稳定增长。2022 财年，营业成本增长 66%，主要系与供应链管理 SaaS 相关的存货成本和支付予与 IMS 业务相关达人的薪酬。随着 IMS 业务的剥离和公司聚焦毛利更高的 VIP 订阅，2023H1 同比由 2022H1 的 51.8%增至 59.8%。销售费率、管理费率和研发费率均同比减少，净利率从 0.9%增至 16.6%，经调整归母净利率由 3.7%增至 10.7%。

表 4.3 盈利能力指标（人民币）

报告期	2023H1	2022	2021	2020
平均净资产收益率(%)	5.84	2.58	-1.26	-1.14
年化净资产收益率(%)	11.67	2.58	-1.26	-1.14
总资产净利率(%)	4.43	1.93	-0.96	-0.9
年化投资回报率(%)	11.42	2.58	-1.48	-1.83

资料来源：公司公告，盈立证券

资产负债率平稳，账上流动资金充足。公司经营现金流占营业收入比例维持平稳，公司拥有健康的经营现金流来维持日常运作。2021–2023H1 财年期间，资产负债率维持在 25%左右水平，流动负债率和流动比率也和过往基本持平，公司财务稳健，流动资金足够支持公司业务发展和扩张。

表 4.4 现金状况及财务风险指标（人民币）

报告期	2023H1	2022	2021	2020
期末现金及现金等价物（元）	6.65 亿	9.47 亿	7.39 亿	11.6 亿
现金/总资产(%)	12.6	18.9	15.6	25.7
所得税/利润总额(%)	11.45	89.22	-608.09	-66.55
经营现金流/营业收入(%)	11.47	11.22	-1.58	7.47
资产负债率(%)	25.78	25.87	25.94	20.84
流动负债/总负债(%)	84.16	82.55	85.17	86.61
流动比率	2.14	2.3	2.41	3.58

资料来源：公司公告，盈立证券

五、盈利预测与估值

5.1 美图公司盈利预测

基于底层大模型，公司构建了以“美学”为核心的 AI 产品生态，或推动渗透率和付费水平提升的共振。相较于国外同类产品，公司的订阅渗透率仍有显著增长潜力（截至 2023 上半年，订阅渗透率约为 2.9%）。公司立足于 MiracleVision 大模型和基于 MT Lab 研发中心的影像领域的技术优势，与 AIGC 技术高度融合的应用将持续推动影像行业供给侧的产品升级创新，盘活 C 端现有存量用户，提升付费水平；同时，挖掘更多生产力场景包括大 C 和小 B 端工作场景的专业化刚需，共同驱动整体影像数字化市场保持较快增速。我们预测公司在 2023-2025E 财年间将实现渗透率分别为 3.3%/4.3%/5.3%，成为推动收入增长的主要因素。我们预测公司 2023-2025E 财年营收分别为 27.6/35.2/43.9 亿人民币，同比上涨 32.2%/27.8%/24.7%。

1、影像与设计产品业务：公司转型订阅模式已得到验证，AIGC 驱动 VIP 订阅带来收入增量。部分新产品首发将以订阅形式上线，引导会员转化，叠加基础功能的演进优化，有望持续推动付费率增长；另一方面，公司不断推出多样化 AI 工作场景工具，成为新的付费转化点打开定价上限。AI 功能加速渗透导致算力成本增加，但仍在可控范围之内。我们预测 23-25 年订阅渗透率有望达到 3.3%/4.3%/5.3%。ARPPU 达到 188/194/200 元，影像与设计产品业务营收达到 15.5/21.2/27.6 亿元。

2、美业解决方案业务：公司对美业深刻理解，庞大的数据体系助推公司向美业 SaaS 延伸。公司专注于加大与知名品牌产品客户合作，以精

准的用户消费行为分析数据及美妆供应链的渗透能力，布局万家线下美妆门店，打通“线上到线下”和“虚拟变美到现实变美”的互联网盈利闭环。我们认为收入随医美行业线上化程度逐步加速稳步提升。我们预测 23-25 年营收有望达到 5.7/7.0/8.9 亿元。

3、广告业务：考虑宏观行业环境，预计业务保持稳定增长。我们预测 23-25 年收有望达到 6.4/6.9/7.5 亿元。

表 5.1 盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
影像与设计产品（千元）	515,641	877,768	1,551,000	2,127,210	2,756,000
yoy		70%	77%	37%	30%
月活跃用户数（千人）	230,644	242,880	247,061	252,000	255,000
付费渗透率	1.7%	2.3%	3.3%	4.3%	5.3%
VIP 订阅用户数（千人）	4,000	5,600	8,250	10,965	13,780
APPRU	181	181	188	194	200
美业解决方案	38,797	462,907	567,061	704,857	888,825
yoy		1093.2%	22.5%	24.3%	26.1%
广告	765,849	596,045	638,364	690,710	749,420
yoy		-22.2%	7.1%	8.2%	8.5%
其他	345,742	148,609	-	-	-
Yoy		-57.0%	-	-	-
收入总计	1,666,029	2,085,339	2,756,425	3,522,777	4,394,245
yoy		25.2%	32.2%	27.8%	24.7%
毛利润	1,124,570	1,186,558	1,648,342	2,187,645	2,878,230
毛利率	67.5%	56.9%	59.8%	62.1%	65.5%
经调整归母净利润 (Non-IFRS)	85,073	110,543	341,791	503,757	698,685
经调整归母净利率	5.1%	5.3%	12.4%	14.3%	15.9%
资料来源：公司公告，盈立证券预测					

5.2 美图公司可比公司及估值

公司已通过一系列举措验证其向订阅模式的成功转型，借助 AI 的赋能并深入涉足生产力场景，成功推动了影像与设计产品业务的强劲增长。此外，在开放后出行的潮流影响下，我们预计美业解决方案及广告业务将受益，有望保持平稳的增长态势。考虑公司 AIGC 生产力场景驱动下将迎来高速增长，我们预测公司 2023-2025 财年的营业收入将分别达为 27.6/35.2/43.9 亿人民币，同比增长为 32.2%/27.8%/24.7%，经调整归母净利润（Non-IFRS）分别为 3.42/5.04/6.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.076/0.112/0.156 元，即 0.083/0.122/0.170 港元，对应 PE 为 28.7x/19.5x/14.0x，以付费订阅及生产力软件为主要商业模式作为可比公司，给予公司 2024 年 42xPE，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5.2 可比公司及其估值

股票代码	公司名称	当前股价	经调整归母净利润 (人民币百万元)			PE (倍)		
		交易货币	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
ADBE.O	Adobe	\$546.7	38918.8	45655.7	50677.6	51.4	41.9	37.8
SZ300624	万兴科技	¥ 101.0	99.2	149.6	211.0	112.7	74.8	53.0
SH688095	福昕软件	¥ 48.8	-36.8	-11.7	39.7	N/A	N/A	137.2
SH688111	金山办公	¥ 246.6	1361.6	1822.9	2444.8	85.2	63.6	47.4
均值			10085.7	11904.1	13342.3	83.1	60.1	34.6
1357.HK	美图	HK\$2.38	341.8	503.8	698.7	28.7	19.5	14.0

资料来源：截至 2024 年 2 月 19 日，Wind 一致预测，盈立证券

六、附表

表 6.1 美图公司资产负债表

截止日期	2023/6/30	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31
年结日	12 月 31 日	12 月 31 日	12 月 31 日	12 月 31 日
非流动资产				
物业及设备	4.592 亿	4.412 亿	3.832 亿	3.608 亿
无形资产	8.598 亿	6.598 亿	7.774 亿	3.930 亿
递延税项资产	1073 万	893.7 万	701.8 万	377.9 万
预付款项及其他应收款项	950.9 万	564.3 万	1950 万	789.0 万
于联营公司及合营企业的投资	1.272 亿	1.237 亿	--	--
长期投资	--	--	1.181 亿	6.523 亿
指定以公允价值记账之金融资产	11.48 亿	12.31 亿	8.382 亿	--
定期存款	1.800 亿	5000 万	3000 万	1.500 亿
非流动资产	28.20 亿	25.49 亿	22.15 亿	15.98 亿
流动资产				
存货	5244 万	2559 万	488.9 万	147.6 万
贸易应收款项	3.061 亿	3.506 亿	3.568 亿	3.510 亿
预付款项及其他应收款项	8.084 亿	6.849 亿	9.123 亿	5.062 亿
短期投资	5597 万	4052 万	800.0 万	2045 万
受限制现金	30.00 万	30.00 万	50.00 万	50.00 万
现金及现金等价物	6.646 亿	9.466 亿	7.387 亿	11.58 亿
定期存款	5.201 亿	3.529 亿	4.815 亿	8.534 亿
合同成本	4590 万	5437 万	2988 万	1834 万
流动资产	24.54 亿	24.56 亿	25.33 亿	29.10 亿
总资产	52.74 亿	50.04 亿	47.47 亿	45.07 亿
流动负债				
贸易及其他应付款项	7.948 亿	7.341 亿	8.039 亿	6.604 亿
所得税负债	8014 万	6274 万	5596 万	5066 万
租赁负债	1615 万	1678 万	2063 万	2598 万

借款	1998 万	1000 万	1000 万	500.0 万
合同负债	2.330 亿	2.452 亿	1.584 亿	7159 万
流动负债	11.44 亿	10.69 亿	10.49 亿	8.136 亿
净流动资产	13.10 亿	13.87 亿	14.84 亿	20.96 亿
总资产减流动负债	41.30 亿	39.35 亿	36.98 亿	36.94 亿
非流动负债				
递延税项负债	2.056 亿	2.146 亿	8028 万	4195 万
租赁负债	970.8 万	1137 万	1791 万	280.5 万
贸易及其他应付款项	--	--	8443 万	8097 万
非流动负债	2.153 亿	2.260 亿	1.826 亿	1.257 亿
负债总额	13.59 亿	12.95 亿	12.32 亿	9.393 亿
非控股权益	-1.168 亿	-6011 万	-55.70 万	1391 万
净资产	39.14 亿	37.10 亿	35.16 亿	35.68 亿
资本及储备				
股本	28.30 万	28.30 万	28.10 万	28.00 万
储备	1.512 亿	3663 万	-9164 万	-1.079 亿
股份溢价	70.94 亿	71.74 亿	71.37 亿	71.35 亿
累计亏损	-32.14 亿	-34.41 亿	-35.29 亿	-34.74 亿
控股股东权益合计	40.31 亿	37.70 亿	35.16 亿	35.54 亿
总权益	39.14 亿	37.10 亿	35.16 亿	35.68 亿
总权益及非流动负债合计	41.30 亿	39.35 亿	36.98 亿	36.94 亿

资料来源：公司公告，盈立证券

表 6.2 美图公司利润表

报表起始日	2023/1/1	2022/1/1	2021/1/1	2020/1/1
报表截止日	2023/6/30	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31
年结日	12 月 31 日	12 月 31 日	12 月 31 日	12 月 31 日
收入	12.61 亿	20.85 亿	16.66 亿	11.94 亿
营运收入合计	12.61 亿	20.85 亿	16.66 亿	11.94 亿
营业成本	5.069 亿	8.981 亿	5.409 亿	4.001 亿
毛利	7.540 亿	11.87 亿	11.25 亿	7.939 亿
其他收入	3797 万	1.303 亿	1.015 亿	3852 万
其他收益净额	--	5.429 亿	2.120 亿	3.900 万
销售及营销开支	2.216 亿	4.031 亿	3.910 亿	2.875 亿
行政开支	1.441 亿	2.719 亿	2.650 亿	2.059 亿
减值及拨备	-1.772 亿	4.257 亿	2.488 亿	502.0 万
研发开支	2.943 亿	5.864 亿	5.455 亿	4.042 亿
经营溢利	3.093 亿	1.735 亿	-1170 万	-7022 万
融资收入净额	2358 万	1492 万	240.1 万	2956 万
应占以权益法入账的投资之亏损	-9630 万	-1316 万	-163.8 万	456.1 万
除所得税前利润/(亏损)	2.366 亿	1.752 亿	-1094 万	-3610 万
所得税开支	2709 万	1.563 亿	6650 万	2403 万
持续经营业务税后利润	2.095 亿	1889 万	-7743 万	-6013 万

除税后溢利:年内利润/(亏损)	2.095 亿	1889 万	-7743 万	-6013 万
除税后溢利:非控股权益应占利润/(亏损):	-1816 万	-7525 万	-3292 万	-1916 万
除税后溢利:本公司拥有人应占利润/(亏损):	2.276 亿	9414 万	-4451 万	-4097 万
每股指标				
年内本公司拥有人应占亏损的每股盈利/(亏损)(以每股人民币元表示)-基本	0.05	0.02	-0.01	-0.01
年内本公司拥有人应占亏损的每股盈利/(亏损)(以每股人民币元表示)-摊薄	0.05	0.02	-0.01	-0.01
年内其他综合收益/(亏损),扣除税项	4307 万	7875 万	-1534 万	-1.152 亿
全面收益:年内综合收益/(亏损)总额,扣除税项	2.525 亿	9764 万	-9277 万	-1.754 亿
全面收益:非控股权益应占综合收益/(亏损)总额	-1720 万	-7309 万	-3290 万	-1882 万
全面收益:本公司拥有人应占综合收益/(亏损)总额	2.697 亿	1.707 亿	-5987 万	-1.565 亿
资料来源:公司公告, 盈立证券				

表 6.3 美图公司现金流量表

报表起始日	2023/1/1	2022/1/1	2021/1/1	2020/1/1
报表截止日	2023/6/30	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31
年结日	12 月 31 日	12 月 31 日	12 月 31 日	12 月 31 日
经营业务调整				
除所得税前利润/(亏损)	--	1.752 亿	-1094 万	-3610 万
利息收入	--	1615 万	1422 万	4190 万
融资费用	--	675.3 万	687.7 万	682.7 万
存入银行的短期投资的投资收入	--	--	--	1541 万
应占联营公司及合营企业的亏损/(利润)	--	--	--	456.1 万
加:减值及拨备	--	4.257 亿	2.488 亿	1445 万
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动	--	5.198 亿	1.836 亿	-4372 万
出售一间子公司之收益	--	--	--	837.3 万
加:折旧及摊销	--	6278 万	7594 万	9532 万
汇兑(收益)/亏损净额	--	173.5 万	-1461 万	-482.0 万
加:经营调整其他项目	--	3651 万	3849 万	2665 万
营运资金变动前经营溢利	--	1.693 亿	1.759 亿	8544 万
经营业务				

存货减少	--	34.50 万	177.6 万	1283 万
贸易应收款项增加	--	-441.7 万	-804.8 万	-938.7 万
贸易及其他应付款项(减少)/				
增加	--	-1.985 亿	1.426 亿	8397 万
营运资本变动其他项目	--	5455 万	7525 万	-566.1 万
预付款项及其他应收款项减少				
/ (增加)	--	2.312 亿	-3.907 亿	-6833 万
受限制现金减少	--	20.00 万	--	--
经营活动产生/(所用)的现金	1.625 亿	2.527 亿	-329.1 万	9887 万
经营业务净额				
已收利息	150.8 万	534.0 万	374.7 万	375.8 万
已付利息	34.20 万	86.10 万	66.40 万	58.50 万
已付所得税	1909 万	2316 万	2611 万	1283 万
经营活动所产生/(所用)现金				
净额	1.446 亿	2.340 亿	-2632 万	8921 万
投资业务				
定期银行存款已收利息	--	--	--	4934 万
存款减少(增加)	-2.737 亿	1.399 亿	4.797 亿	6.773 亿
出售物业及设备以及无形资产				
之所得款项	--	22.70 万	606.6 万	3067 万
购买物业及设备	3324 万	5041 万	3466 万	3.516 亿
购买无形资产	24.20 万	53.00 万	6.530 亿	94.60 万
出售於一间联营公司投资之所				
得款项	--	--	2428 万	-1114 万
收购子公司的付款,扣除已收				
现金	1000 万	864.1 万	6000 万	--
收回投资所得现金	5469 万	1770 万	5093 万	--
投资支付现金	2039 万	1.168 亿	8647 万	1.002 亿
投资业务其他项目	-1724 万	174.0 万	-5718 万	-2000 万
投资活动所用现金净额	-3.002 亿	-1677 万	-3.304 亿	2.734 亿
融资前现金净额	-1.555 亿	2.172 亿	-3.567 亿	3.626 亿
融资业务				
短期借款之所得款项	1498 万	1000 万	1000 万	500.0 万
短期借款之还款	500.0 万	1000 万	500.0 万	--
向非控股权益支付之股息	8140 万	--	1630 万	433.2 万
非控股权益注资之所得款项	--	--	--	188.2 万
雇员购股权计划下已发行股份				
之所得款项	-72.00 万	-18.00 万	-163.4 万	-105.9 万
租赁负债之付款	1133 万	3721 万	4495 万	4432 万
购买子公司少数股权而支付的				
现金	5625 万	--	--	276.5 万
支付股份奖励之所得款项	--	--	338.2 万	--
融资活动所用现金净额	-1.383 亿	-3703 万	-5124 万	-4347 万
现金及现金等价物增加/(减少)净额	-2.938 亿	1.802 亿	-4.080 亿	3.192 亿

现金期间变动				
期初之现金及现金等价物	9.466 亿	7.387 亿	11.58 亿	8.646 亿
汇率变动对现金及现金等价物之影响	1179 万	2768 万	-1141 万	-2567 万
期末之现金及现金等价物	6.646 亿	9.466 亿	7.387 亿	11.58 亿

资料来源：公司公告，盈立证券

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%
- 持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于±5%之间
- 审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

公司长期评级

- A：公司长期成长性高于行业可比平均水平
- B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当
- C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10%以上
- 中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数±5%之间
- 审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数-10%以上

免责条款

重要声明

本报告由盈立证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商（中央编号：BJA907），香港交易所参与者，持有第 1/4/9 类受归管活动牌照，严格遵循《证券及期货条例》，为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析及投资意见基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考，并非作为所述证券买卖的出价。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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的相关研究报告。

除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照，即就证券提供意见。在此申明，分析师本人秉持勤勉的职业态度，对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有，未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。