

美图公司——AI 赋能全球化产品力，B 端突围拓展应用场景

投资要点

战略聚焦影像与设计产品，AI 赋能提升产品力

- 美图公司运用 AI 技术实现应用变现，作为 SaaS 企业依靠 AI 赋能的影像与设计产品力推动会员订阅转化。以工具为核心定位促使美图持续洞察真实修图诉求，利用 AI 技术提升修图效率与审美边界，提升用户体验、粘性与付费意愿，进而促进订阅渗透率与 ARPU。
- AI+视觉内容是当前商业化变现最强的 AI 应用赛道，但 AI 图像应用发展进程中单一/少数功能的产品留存度不高，而 AI 图像编辑应用常青，美图旗舰产品——美图秀秀集合多功能 DAU 领先。

从生活向生产力场景拓展，B 端应用广阔

- 在 2.5 亿 MAU 大盘上，生产力产品用户数与占比双增，1H2024 生产力 MAU 环比增长 8.7%至 1920 万，同比增长 2%，占比提升至 7.5%。1H2024 综合订阅渗透率为 4.2%，AI 修图领域的长期技术沉淀与用户数据积累有助于美图快速迭代功能并适应市场需求，用户留存率与付费订阅渗透率持续在上升通道中。
- 底层 MiracleVision 视觉大模型持续研发快速迭代，AI 在图像/视频领域的商用空间广阔，助力电商、广告、游戏、动漫、影视生产力提升。合作大语言模型完善并优化 AI 功能如 AI-PPT，DeepSeek 开源大模型发布，推理能力提升，有助于美图更多 AI 应用落地。
- 集合电商+设计+ workflow 功能的美图设计室已导流并聚集小 B 端用户，产品收入增长逾 152%，整体 B 端用户覆盖度仍有较大提升空间且具有变现能力。AI 图像+设计/电商市场空间广阔，我们看好美图在该应用领域小 B 端普惠进程中的变现能力，以及若电商应用能促进购买转化将实现从白牌到品牌电商进一步提升付费订阅渗透率和粘性的机会。

全球化贡献用户增量，核心业务与广告业务双增

- 国内 MAU 趋于稳定（1.7 亿+），海外用户占比超 30%（8500 万），订阅渗透率已与国内水平相当，ARPU 固定价（汇率）差异显著高于国内，贡献近 50%的影像与设计产品收入。
- 广告业务随着整体 MAU 的平稳回升与生产力/海外产品的不断推出稳步增长。用户数的增加与长期订阅用户的增加促使平台的使用人数与频次增加，流量基数与新产品广告位保障广告业务稳增长。全球化布局下，1H2024 中国内地以外地区广告业务收入增长 129%。

风险提示：AI 技术的提升和落地不及预期，市场竞争风险，全球地缘政治环境波动或影响 AI 产品出海。

美图公司 1357. HK

行 业：互联网

评 级：增持（首次）

基本信息

当前股价（港元）	6.5
总股本（百万股）	4558.06
总市值（亿元）	296.27

麦高证券 研究发展部

分析师：张骥

资格证书：S0650524120001

联系邮箱：zhangji@mgzq.com

联系人：周楨

资格证书：S0650123040013

联系邮箱：zhouxie@mgzq.com

相关研究

投资建议

我们选取上市公司奥多比、万兴科技、金山办公、金山软件作为可比公司进行对比。美图公司维持把握核心制图/视频需求的能力，运用 AI 技术辅助产品力提升，并不断拓宽 B 端应用场景，拓展海外用户，具备长期持续增长可能性，适宜给予美图公司一定估值溢价。我们预计 2024 年-2026 年公司归母净利润分别为 6（剔除出售加密货币所获收益）/8.05/9.25 亿元，同比+58.5%/34.1%/15%。2024 年-2026 年 EPS 为 0.13/0.18/0.2 元。可比公司 2025 年平均 PE 为 40.5X，美图公司 2025 年目标 PE 37X，对应目标价 6.96 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

财务摘要和估值模型

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2695.74	3491.16	4186.67	4862.25
增长率（%）	29.3%	29.5%	19.9%	16.1%
归母净利润（百万元）	378.29	599.72	804.53	925.38
增长率（%）	301.8%	58.5%	34.1%	15.0%
EPS（元/股）	0.09	0.13	0.18	0.20
市盈率（P/E）	37.54	23.75	34.56	30.04

数据来源：公司公告、麦高证券研究发展部预测

注：股价取 2025 年 2 月 19 日收盘价；剔除公司出售加密货币所获收益的影响

正文目录

一、战略聚焦影像与设计产品，AI 赋能提升产品力	6
1.1 战略聚焦影像与设计产品，MAU 基本盘+订阅渗透提升	6
1.2 AI 技术强化传统“修图”功能，AI 生成驱动创意	10
1.3 AI 图像编辑常青，美图旗舰产品领先	14
二、从生活向生产力场景拓展，B 端应用广阔	15
2.1 实用&可玩性吸引 C 端用户，美图生活场景 MAU 稳定	15
2.2 AI 视觉内容实现商业化变现，应用场景看 B 端	16
2.3 Canva: AI 图像+设计先普惠广告营销，后赋能 workflow 锚定 B 端	19
2.4 AI 图像+电商的价值实现，Photoroom 下一步欲提升购买转化	21
2.5 中国 AI 设计/商拍市场空间广阔，美图设计室头部效应显著	23
三、全球化贡献用户增量，核心与广告业务双增	25
四、公司其他业务与基本信息	27
4.1 第三大业务收入——美业解决方案	27
4.2 公司股权结构与管理团队	28
五、盈利预测与投资建议	30
5.1 盈利预测	30
5.2 投资建议	32
六、风险提示	33

图表目录

图表 1: 美图公司历史沿革	6
图表 2: 历届“美图影像节”	7
图表 3: 2019-1H2024: 每半年各业务营业收入 (百万元)	8
图表 4: 2019-1H2024: 毛利率&净利率	8
图表 5: 2019-1H2024: 经调整归母净利润 (百万元)	8
图表 6: 2019-1H2024: 各活动现金流 (百万元)	9
图表 7: 2019-2023: 自由现金流 (百万元)	9
图表 8: 美图 MAU (千人)	9
图表 9: 付费订阅用户数 (千人) & 付费订阅渗透率	9
图表 10: 美图影像产品矩阵	10
图表 11: 美图 MiracleVision 人脸技术	11
图表 12: 美图应用端 AI+编辑功能	11
图表 13: 美图应用端 AI+生成功能	12
图表 14: LibLib 在线生图 Web UI 示例	13
图表 15: AI 图像模型的参数设置	13
图表 16: 2024 年各类 AI 应用投放产品占比 (%)	14
图表 17: 2024 年 11 月 AI+图片 APP 榜单	14
图表 18: 2020-1H2023: 各 APPMAU 分布 (千人)	15
图表 19: 2022-1H2024: 生产力 MAU 占比与分场景环比变化 (%)	15
图表 20: AI 滤镜助力 Remini 突破市场	16
图表 21: 2024 年全球 AI 应用 (Web) 访问量趋势	16
图表 22: 2024 年 1-8 月全球 AI 应用内购收入分布	17
图表 23: 全球 AI 应用下载量&内购收入 (亿次, 亿美元)	17
图表 24: 2024AI 产业融资金额对比 (%)	17
图表 25: 美图会员模式	18
图表 26: 2019-1H2024: 销售、管理、研发费用及费率 (百万元)	18
图表 27: MiracleVision 应用场景	19
图表 28: 企业数字化中 AIGC 的应用领域	19

图表 29: AI 图像在广告营销中的应用.....	19
图表 30: 生成式 AI 在市场营销各类工作中的发展潜力&使用度 (%)	20
图表 31: Canva 设计功能.....	20
图表 32: Canva MAU (百万人)	20
图表 33: Canva to B 领域分布	21
图表 34: Canva to B 企业规模分布.....	21
图表 35: AI 图像编辑的电商垂类应用.....	21
图表 36: Photoroom AI 图片工具示例.....	22
图表 37: Photoroom MAU & 收入 (千人, 百万欧元)	22
图表 38: 中国 AI 图像+广告营销 (平面设计) 市场规模敏感性分析.....	23
图表 39: 中国 AI 商拍市场规模敏感性分析	24
图表 40: 中国生活场景应用 MAU 变化	24
图表 41: 中国在线设计产品移动+网页端 MAU 变化	24
图表 42: 美图公司海外产品布局	25
图表 43: 海内外 MAU (千人)	25
图表 44: 美图秀秀海内外定价对比 (人民币)	25
图表 45: 海内外分业务收入 (亿元)	26
图表 46: 美图宜肤的虚拟测肤与虚拟造型	27
图表 47: 美图公司股权结构	28
图表 48: 董事会成员	28
图表 49: 美图公司影像与设计产品收入拆分及预测.....	30
图表 50: 美图公司营业收入拆分及预测 (百万元)	31
图表 51: 美图公司盈利与费用预测 (百万元)	31
图表 52: 可比公司估值	32

一、战略聚焦影像与设计产品，AI 赋能提升产品力

1.1 战略聚焦影像与设计产品，MAU 基本盘+订阅渗透提升

美图公司从图片美化工具起家，回归影像与设计应用主线。2008 年创始人吴欣鸿在厦门创立美图公司（下文简称“美图”），并推出旗舰产品“美图秀秀”PC 版。

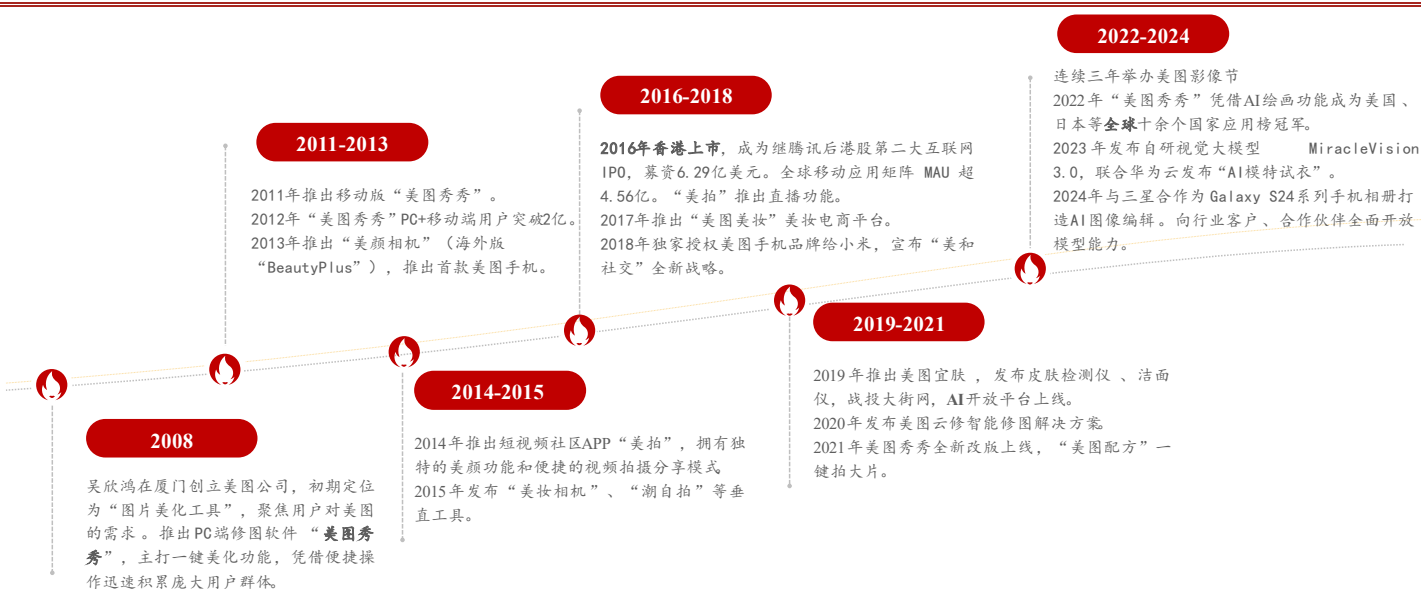
2011 年推出移动版软件，简单易用的特点令两平台累计用户迅速在下一年突破 2 亿人。随后几年美图陆续推出“美颜相机”、“美拍”（短视频社区 APP）、“美妆相机”等视觉内容垂直工具拓展移动应用产品矩阵，在硬件端推出并不断更新美图拍照手机，于 2016 年在香港联合交易所主板挂牌上市。

2016-2018 年间，公司在短视频、直播、电商领域尝试并发展，2018 年独家授权美图手机品牌给小米，宣布“美和社交”全新战略。

2019-2021 年美图着力拓展美肤领域，包括皮肤检测仪、洁面仪等，于 2021 年正式并入美得得——通过自主研发的 SaaS 平台专注服务于美妆行业的零售运营。随后美图重新聚焦影像与设计产品，2019 年 AI 开放平台上线，AI 技术赋能促使美图旗下旗舰影像产品国内外市场影响力持续提升，2022 年“美图秀秀”凭借 AI 绘画功能成为美国、日本等全球十余个国家应用榜冠军。

2022-2024 年，美图连续三年举办“美图影像节”，推出 AI 赋能的各类生产力场景应用，已覆盖商业摄影、口播视频、电商设计、设计服务、游戏营销、视频生成领域。

图表 1：美图公司历史沿革



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

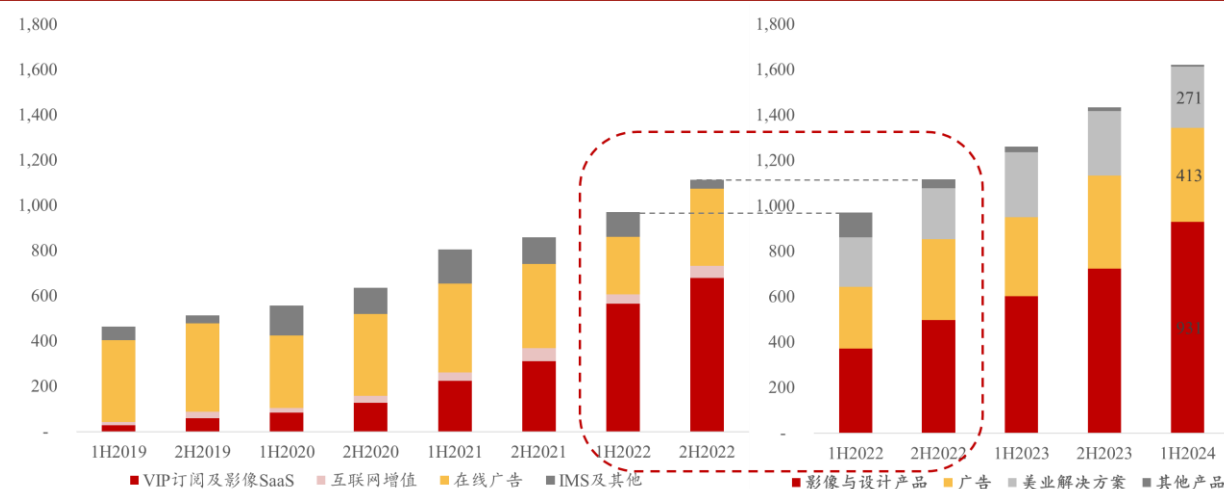
图表 2：历届“美图影像节”



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

美图持续优化业务结构，压舱石已从智能硬件向广告，再向影像与设计产品转变。美图剥离智能手机业务后主要发展美学应用，2019 年来每个半年度均保持营收环比正增长，主要营收贡献来源从智能硬件逐渐过渡至广告业务，而后 VIP 订阅及影像 SaaS 业务收入以每半年超 100% 的增速快速增长，2022 年超越广告业务成为主要营收来源。更改统计口径后影像与设计产品以近 50% 的同比增速增长，核心占比不断提升，从 1H2022 的 38.2% 增至 1H2024 的 57.4%，达 9.3 亿元。另两大收入来源为广告与美业解决方案业务（主要为测肤服务（含硬件）——美图宜肤和针对化妆品零售门店的 ERP 和供应链 SaaS 服务——美得得）收入占比分别为 25.5%、16.7%。

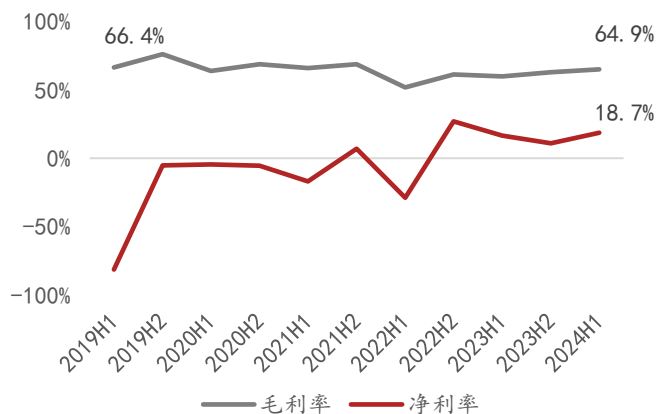
图表 3：2019-1H2024：每半年各业务营业收入（百万元）



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

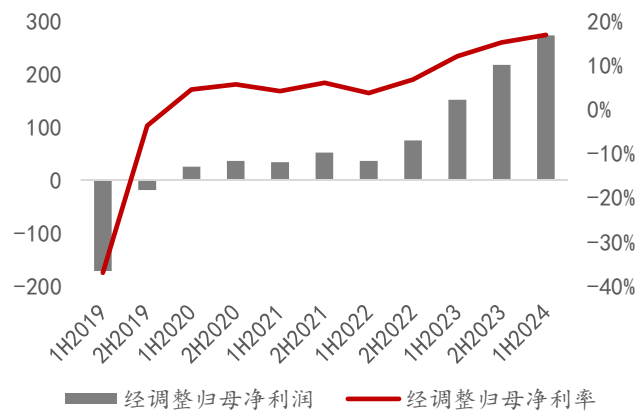
主营业务转型推动利润指标改善，2022 年净利扭亏。2022 上半年，贡献高流水的美得业务收入增长与高毛利的广告业务收入收缩使毛利率下降，但近年来高毛利的影像与设计产品收入与占比增长重新推动毛利率上涨，截至 1H2024 美图毛利率为 64.9%，较去年同期增长 5.1pct，整体毛利率维持在 60%+。连续四个半年度归母净利润为正，经调整后归母净利润率持续增长，1H2024 达 16.8%。同时随着营收增长与战略投资完善布局，美图现金流逐渐改善。

图表 4：2019-1H2024：毛利率&净利率

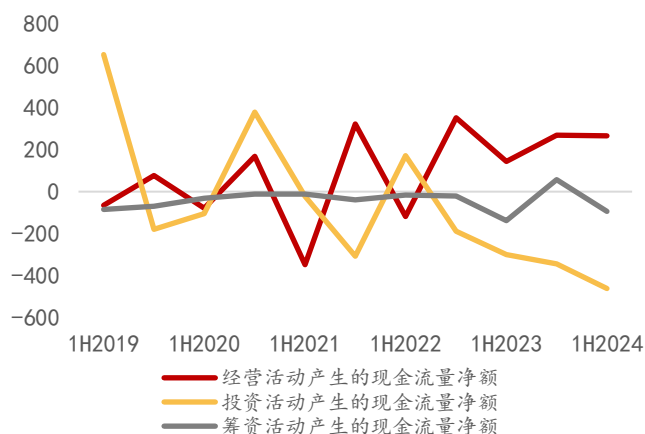


资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

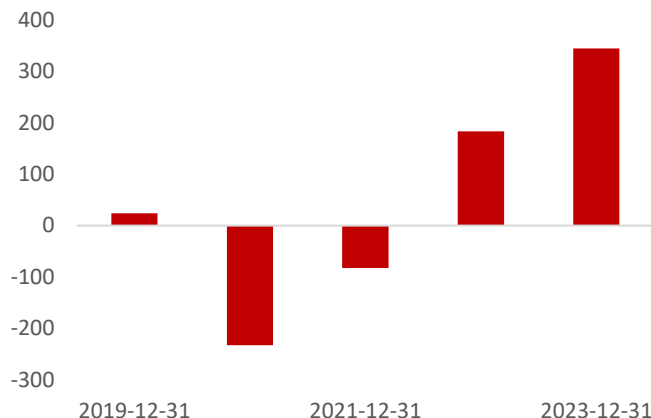
图表 5：2019-1H2024：经调整归母净利润（百万元）



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 6：2019-1H2024：各活动现金流（百万元）


资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 7：2019-2023：自由现金流（百万元）


资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

注：本部分自由现金流计算为经营活动净现金流-资本支出+加密货币购买

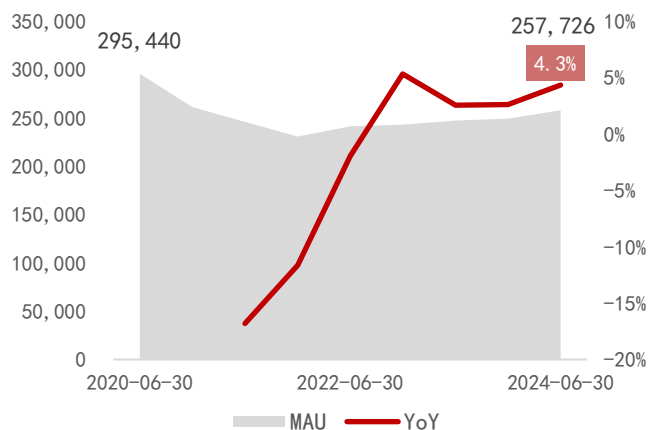
影像与设计产品收入主要由订阅收入贡献，美图 MAU 基本盘稳固，订阅渗透率提升是主要增长动能。影像与设计产品收入主要由两部分构成：1) 订阅收入；2) 单购收入。

- 1) 订阅收入可以大致估算为：付费订阅用户数*每付费订阅用户平均收入 (ARPU)，其中以订阅渗透率表现付费订阅用户渗透比例，即：付费订阅用户数/月活跃用户 (MAU)。整理可得：

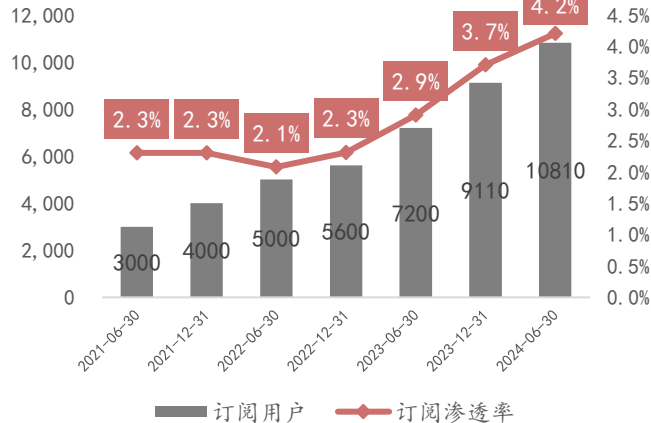
$$\text{订阅收入} = \text{付费订阅用户数} * \text{每付费订阅用户平均收入}$$

$$= \text{MAU} * \text{订阅渗透率} * \text{ARPU}$$

2022 年来 AI 功能与 AI 应用带动 MAU 与订阅用户增长，截至 2024 年 6 月 30 日，美图 PC+移动端所有平台应用程序 MAU 同比增长 4.3%至 2.58 亿人；付费订阅用户 2021 年以来持续增长，2024 年突破千万人，截至 2024 年 6 月 30 日付费订阅用户达 1081 万人，渗透率较上年同期增长 1.3pct 至 4.2%，2023 年底为 3.7%，较上年同期增长 1.4pct。超过 1 个百分点的渗透率增长为美图影像与设计产品的营收增长注入动力。

图表 8：美图 MAU（千人）


资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 9：付费订阅用户数（千人）&付费订阅渗透率


资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

- 2) 单购收入由现金收入部分与美豆收入部分组成，其中现金收入主要包括个人证件照制作，美豆则主要用于 AI 应用的支付。

美图全面布局图片/视频工具，构建从 AI 编辑到 AI 创作、从生活向生产力场景延展的影像产品矩阵。美图基于 AI 技术强化传统“修图”功能，优化旗舰产品，并推出“WHEE”提供一站式 AI 视觉创作服务，包括文生图、图生图、画面拓展即局部修改等 AIGC 图像服务。同时从“美图秀秀”、“美颜相机”等主要面向生活场景的应用拓展，2022 年首届影像节针对商业摄影、商用海报等工作场景中的用户痛点分别发布“美图云修”及“美图设计室”；2023 年推出口播视频工具“开拍”。当前形成美图设计室围绕“AI 图像+电商”与“AI 图像+广告营销”与开拍针对“AI 视频+口播”的生产力应用场景布局。

图表 10：美图影像产品矩阵



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

1.2 AI 技术强化传统“修图”功能，AI 生成驱动创意

AI 功能可基于图像改变特征分为基础 AI 编辑功能和创造型 AI (AI 生成) 功能。分辨率设置、老照片修复、AI 抠图、背景替换、批量修图等基础 AI 编辑功能为尤其 C 端用户提供便捷而需求明确的图像编辑服务，满足即时照片/视频的编辑需求，包括要求标准化的证件照（驾照、签证照、结婚照）等；AI 滤镜、风格生成、头像生成、文生图、图生图、AI 改图、图生视频等创造型 AI 功能提供更高的视觉内容效果，兼具一定娱乐/社交属性。

AI 技术从以下四个方面辅助形成终端功能，图像处理精确度和逼真度不断提升：

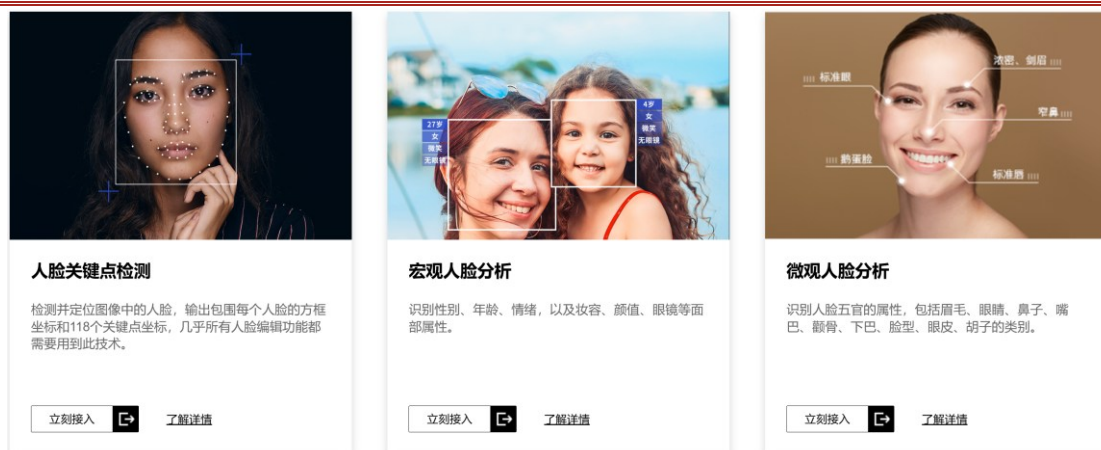
1) 智能识别：首先识别图像中的主体、背景、物体等关键元素，理解其结构与关系。快速准确地识别图像中需编辑的主要对象，可自动识别（例如在人像修图时可自动识别人脸）亦可手动圈定大致区域辅助识别，并自动将识别主体与背景分离，是大量进阶 AI 应用的基础，包括实现一键抠图、换色、背景替换、消除背景杂乱部分、调整构图等图像处理能力。

2) 特征提取：AI 提取图像中的颜色、亮度、对比度、锐度、风格、艺术时期等特征信息。

3) **智能分析与修改**: 运用特征信息, 根据预设的美学标准或用户指令, 分析图像存在的问题并进行调整, 并可生成特定艺术效果、滤镜, 实现风格迁移、图生图修改等。

4) **图像超分辨率与清晰度提升**: 运用超分辨率技术进行像素拓展, 进一步提升图像细节, 实现旧图修复, 并对艺术创作、广告、游戏开发以及影像制作等行业的辅助图像生成起到较好支持。

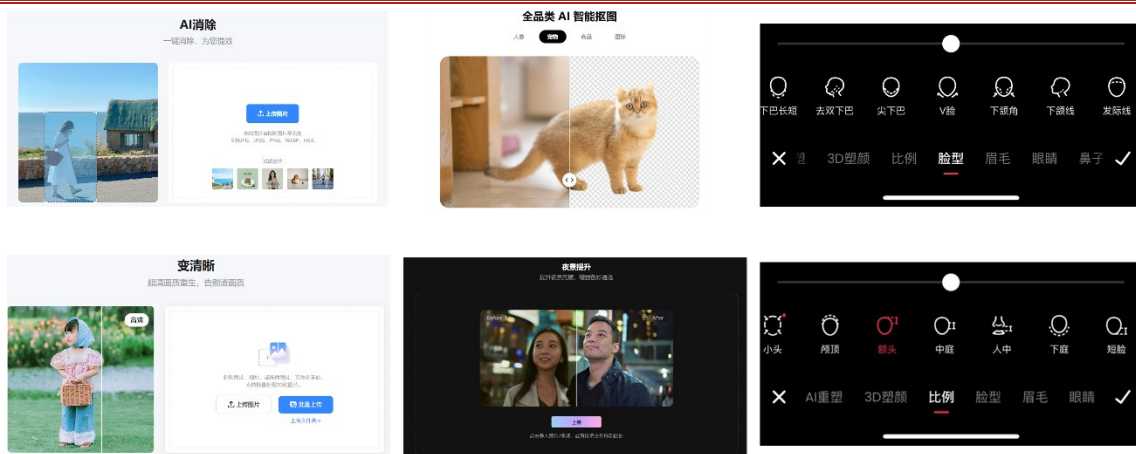
图表 11: 美图 MiracleVision 人脸技术



资料来源: 公司官网、麦高证券研究发展部

美图应用端 AI+编辑促进功能一键化与细节需求化, AI+生成驱动创意效果与素材生成。例如: 传统“瘦脸”修图需求在脸型功能类目下细分出“下巴长短”、“去双下巴”、“尖下巴”、“V 脸”、“下颌角”、“下颌线”等调节选项, 以多个“一键化”的调整维度形成顺畅并自然的“瘦脸”效果, 其中“一键化”以滑动调整调节程度为主。

图表 12: 美图应用端 AI+编辑功能



资料来源: 公司官网/APP、麦高证券研究发展部

图表 13：美图应用端 AI+生成功能



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

当前的 AI 图像模型为用户提供了较高的灵活性和控制能力。图像生成控制的方法有很多，包括 Prompt（提示词）、LoRA（低秩适配器）、ControlNet（控制网络）等，还包括 ComfyUI 等一类用于配置工作流的外部应用程序。据腾讯研究院，ControlNet（一种神经网络结构）已经可以提供一系列精准控制能力：

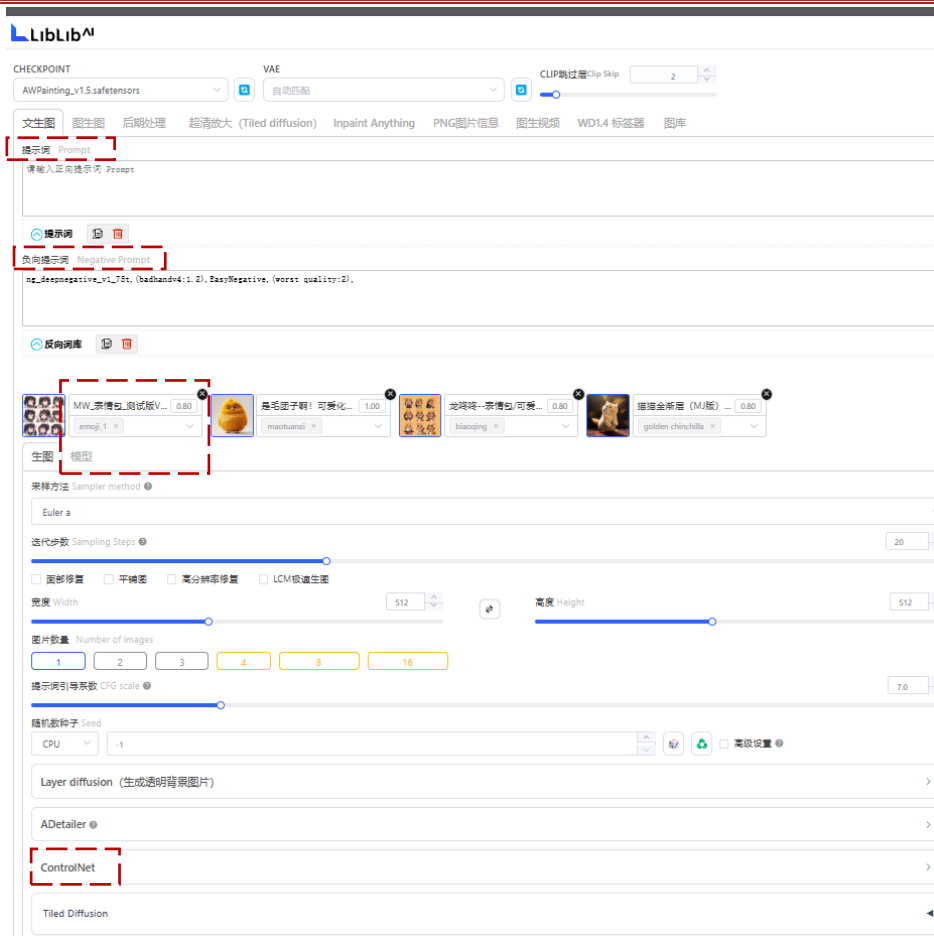
1) **光影控制**：ControlNet 作者 5 月发布 IC-Light，可操控图像照明效果。它利用潜在空间一致性，确保不同光源下外观一致，实现自然光照变化。用户上传图片后，系统自动分离主体、选择光源位置并添加 AI 打光效果。

2) **轮廓控制**：7 月 ControlNet 作者发布 Paints-Undo，可将图像“拆解”为 25 秒绘制过程视频，处理多种风格图像，包括但不限于动漫风格。单帧模型可以针对给定的一张图像和一个操作步骤反向生成绘制过程。而多帧模型能展示两张图像之间的过渡，通过生成 16 帧中间帧来呈现更连续的动态过程。两种模型的结合使用可生成几分钟的详细绘画过程视频，为用户提供深入观察艺术创作过程的机会，展现了 ControlNet 的轮廓控制力。

3) **画面构图**：ControlNet 架构还可以作为中间载体，将用户简短的 Prompt 提示词进行扩展，并精确控制图像生成的各项元素。ControlNet 作者的新工具 Omost 通过 LLM AI 代理的自动扩展功能，能够根据简单的 Prompt 生成详细的图像构图描述，包括光照、轮廓、对象等全局和局部的具体要求。特定的生成器最终则根据 LLM 设计的蓝图来创建图像。

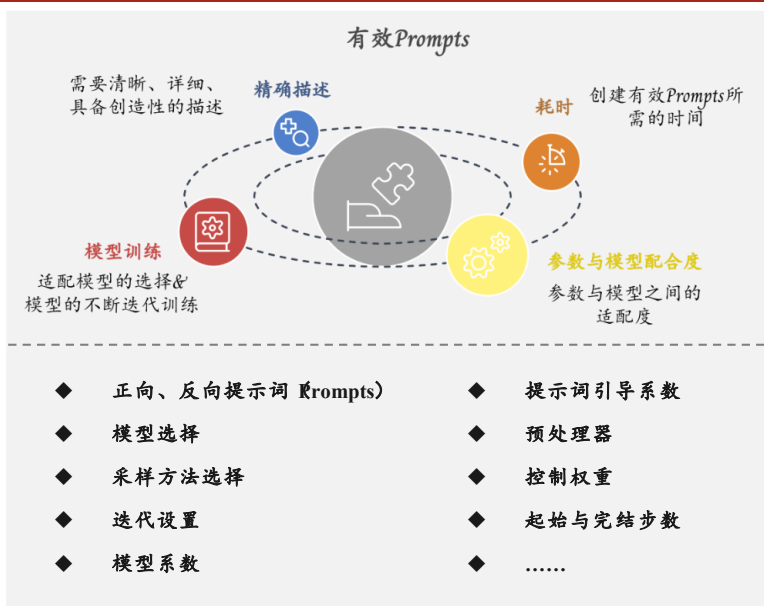
大模型可控图像生成的操作性强，但难为弱专业人士提质增效，更具易操作性特征的应用具备市场潜能。以 LibLib——在线生图（Web UI）为例，基于正向/反向提示词、模型选择、参数设置（提示词引导系数、采样方法、控制权重、迭代设置、起始与完结步数等）等模型设置生成图片需要操作者具备一定熟练度与专业度，有效提示词、有效模型设置一定程度上与大多弱专业人士使用 AI 工具的初衷相悖，因而更具易操作性的应用具备市场潜能。

图表 14: LibLib 在线生图 Web UI 示例



资料来源: LibLib, 麦高证券研究发展部

图表 15: AI 图像模型的参数设置

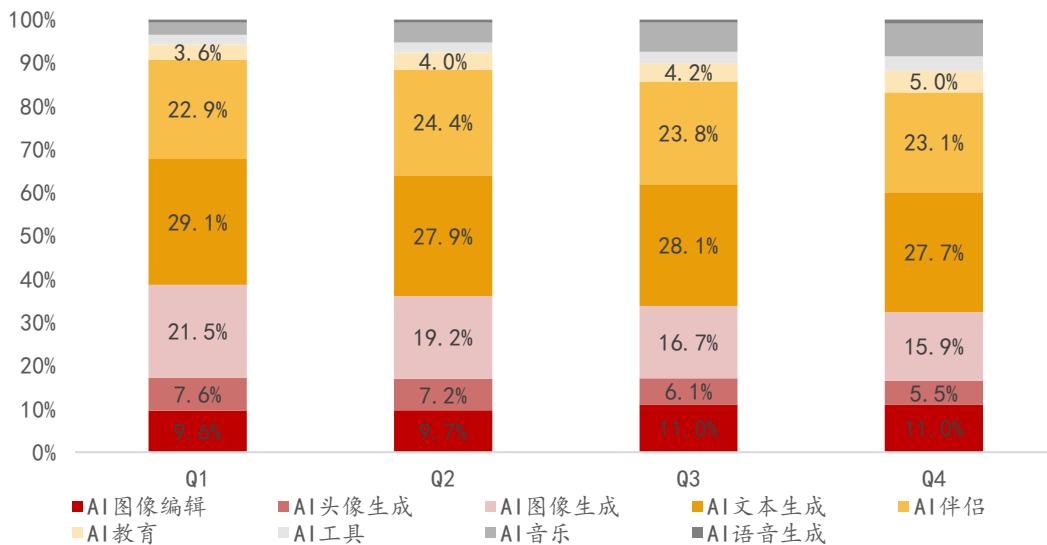


资料来源: LibLib, 互联网公开渠道整理, 麦高证券研究发展部

1.3 AI 图像编辑常青，美图旗舰产品领先

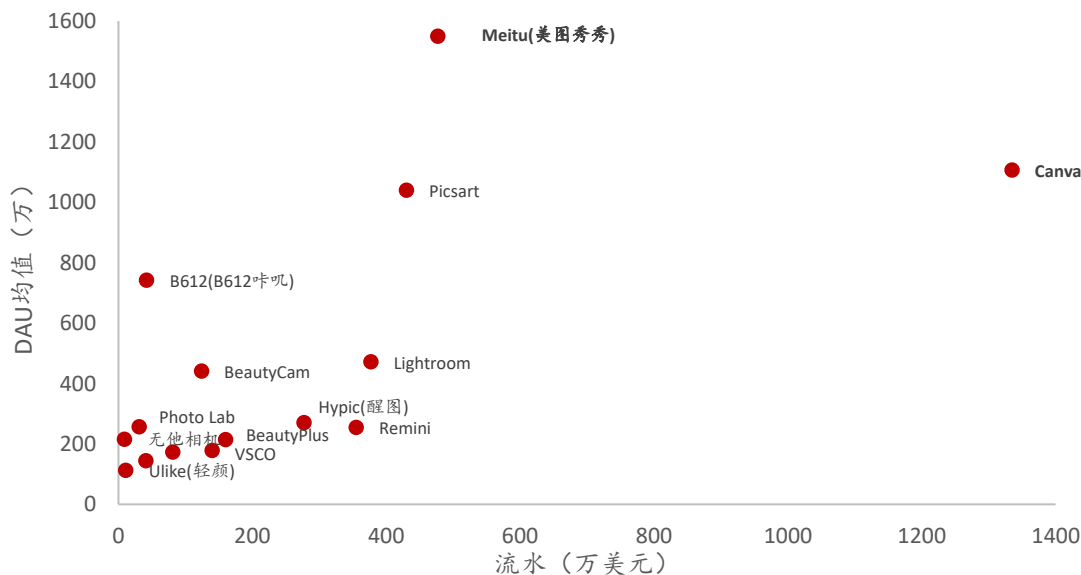
AI+图像编辑 APP 市场竞争者持续增加，美图秀秀产品力强，用户普及度最高。2024 年各类 AI 应用投放数增长 20%，在此背景下，图像编辑类投放产品数增速超越平均，全年平均投放占比为 10.3%。头像生成、图像生成热度渐退，其中 AI 图像生成的投放产品从 Q1 的 21.5% 下降至 Q4 的 15.9%，AI 头像生成从 7.6% 持续下降至 5.5%，而 AI 图像编辑占比从 9.6% 增长至 11%。集成多功能的美图旗舰产品“美图秀秀”用户普及度高，DAU 领先其他 AI+图片 APP，Canva 的应用内流水最高，变现能力较强。

图表 16：2024 年各类 AI 应用投放产品占比（%）



资料来源：AppGrowing、麦高证券研究发展部

图表 17：2024 年 11 月 AI+图片 APP 榜单



资料来源：白鲸出海、麦高证券研究发展部

注：筛选 DAU 突破百万、或者月流水突破百万美元、加入了 AI 功能的图片 App

二、从生活向生产力场景拓展，B 端应用广阔

2.1 实用&可玩性吸引 C 端用户，美图生活场景 MAU 稳定

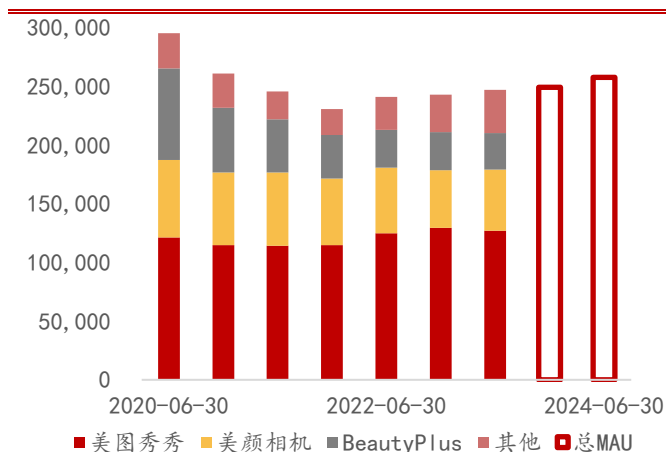
以美图秀秀为核心构建用户基本盘，面向小 B 端拓展的其他应用发展迅速。美图秀秀中国内地版 1H2023 用户达 1.27 亿。随着业务战略结构改变，1H2023 用户被重新根据应用场景分归为生产力与生活两大类：

生活 = 【美颜相机】+【BeautyPlus】+部分【美图秀秀】+部分【其他】

生产力 = 部分【其他】+部分【美图秀秀】（美图设计室）

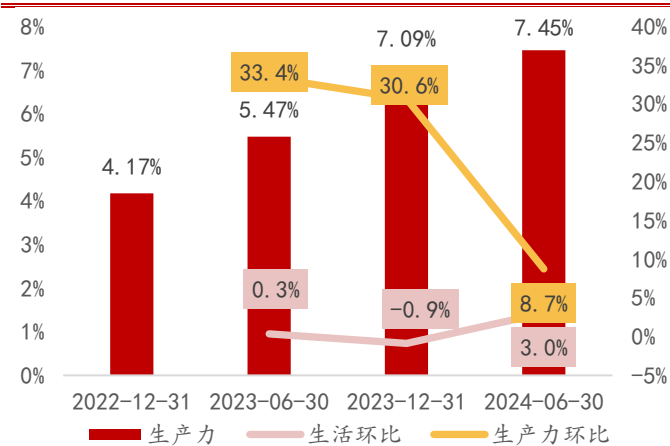
2024 上半年，生活类用户环比回升，增长 3%至 2.39 亿，生产力类用户环比增长 8.7%至 1920 万，同比增长 2%，占比提升至 7.5%，其中美图设计室订阅数增长 10.3%至 96 万。

图表 18：2020-1H2023：各 APPMAU 分布（千人）



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 19：2022-1H2024：生产力 MAU 占比与分场景环比变化（%）



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

美图从实用性和可玩性吸引 C 端用户留存与付费，满足包括修图与证件照（及写真）、社媒传播等需求。经美图统计分析 2023 年至 2024 年 8 月用户数据，基于实际需求的老付费功能及素材持续贡献于付费订阅用户新增：有 42% 的主要生活场景付费订阅用户来源于 2023 年之前上线的付费功能素材，47% 来自于 2023 年及 2024 年上线的付费功能及素材。而在 AI 技术提升“美图”效果，并进行 AI 功能推新下，有 41% 的美图用户使用 AI 工具。

C 端应用场景上：

- 1) 一部分线下证件照的即时需求被线上 AI 修图所取代，AI 写真照仍以可玩性居多。修图软件分别推出证件照功能，亦有专用于个人拍摄并修图生成证件照的小程序，均基于不同证件照类型提供对应尺寸及格式的修图模板，功能差异较小。
- 2) 自媒体创作/运营/传播者运用新奇、流行的 AI 效果吸引短流，运用 AI 修图，高质高量发布作品维持关注度。中国自媒体从业人员超 1 亿人，自媒体创作者长期需要维持账号活跃度并发布“创意性”或“吸睛性”内容增加流量和关注，AI+图像应用通过大量素材库及“创意”玩法例如粘土滤镜、古早像素滤镜、风格头像生成等形成自媒体创作者灵感库与工具库，帮助

KOL/KOC 高频地发出创意内容。例如，2024 年 4 月，Remini 推出粘土 AI 滤镜，助力其突破市场，下载量持续上行趋势。

图表 20: AI 滤镜助力 Remini 突破市场

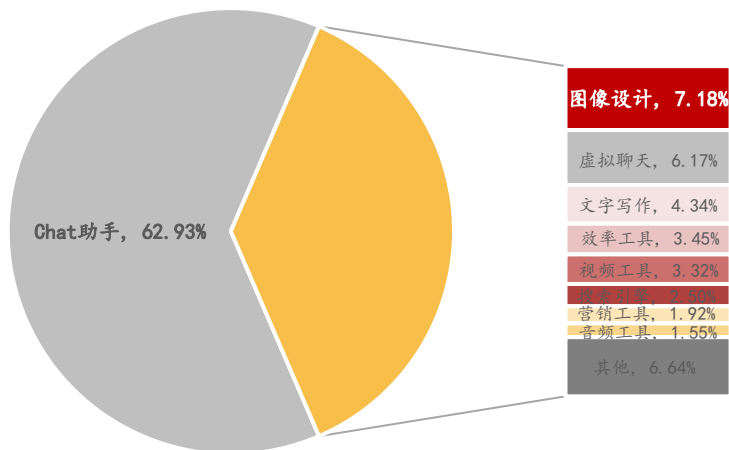


资料来源: Remini APP、SensorTower、麦高证券研究发展部

2.2 AI 视觉内容实现商业化变现，应用场景看 B 端

AI 图像设计访问量仅次于 Chat 助手，AI 图像视频变现能力最强。AI 应用市场处于快速增长期，用户接受度与使用频率提升，AI 图像设计类访问量高于文字写作。2024 年 AI 应用 Web 端访问流量增长 111%，在所有垂类应用中，除占比最大的 Chat 助手类应用外，图像设计类应用访问量第二（占比为 7.18%），访问量占比大于专注文字写作（4.34%）、效率工具（3.45%）、视频工具（3.32%）等。并且，AI + 图像视频类应用是盈利能力最强的细分市场。2024 年前八个月该类目下收入占整个 AI 应用市场总收入的 53%，AI + Chatbot 收入占比为 29%。

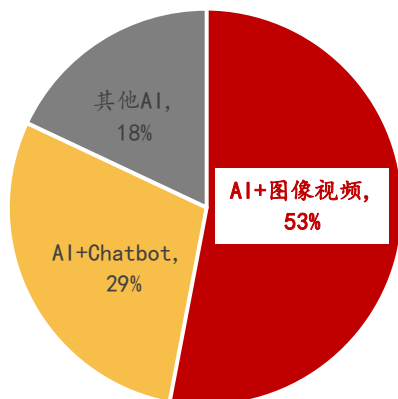
图表 21: 2024 年全球 AI 应用（Web）访问量趋势



资料来源: 伽马数据、麦高证券研究发展部

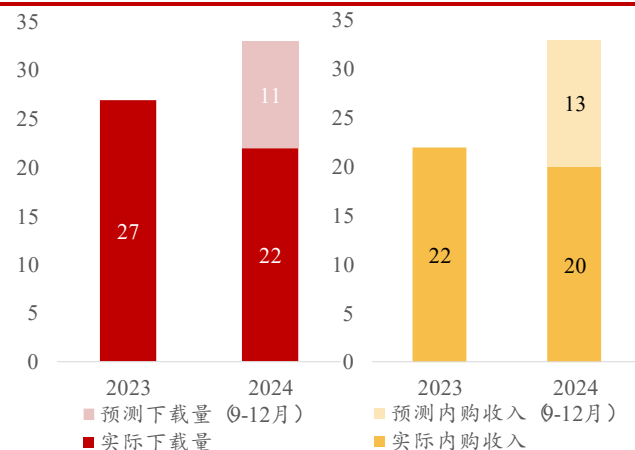
在 AI 应用下载量迅速增长的同时，全球用户支付意愿度有进一步提升的趋势。2024 年 1-8 月全球 AI 应用下载量同比增长 26%至 22 亿次，收入同比增长 51%至 20 亿美元。据 Sensor Tower 预测，预计 2024 年全年下载量、收入将分别达到 33 亿次、33 亿美元，YOY 分别为 22.2%、50%，全球 AI 应用内购收入增速远高于下载增速。

图表 22：2024 年 1-8 月全球 AI 应用内购收入分布



资料来源：SensorTower、麦高证券研究发展部

图表 23：全球 AI 应用下载量&内购收入（亿次，亿美元）

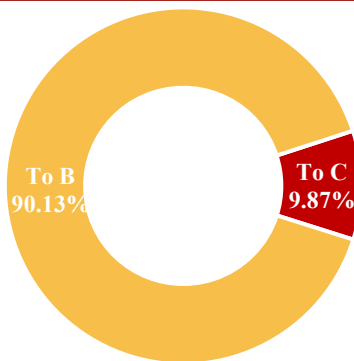


资料来源：SensorTower、麦高证券研究发展部

从整体 AI 行业融资端行为看，在总投资金额快速增长的同时当前资金优选高质量、B 端应用。2024 年全球 AI 产业融资数量下降 52.4%但总金额增长 77.2%，C 端业务占比仅为 9.87%，非 C 端应用占比达 90.13%。

美图旗下 B 端应用美图设计室与开拍分别在各领域具备优势。美图挖掘细分需求，拆解细分功能再结合 AI 技术形成新的功能模块，分别从口播视频（开拍）、设计营销（美图设计室）、电商物料（美图设计室）、商业摄影（美图云修）等角度助力相应领域的生产力提升。针对 AI 生成应用的 B 端场景，美图旗下产品在口播视频生成、商业影音图像 APP 中领先：根据 QuestMobile2024 年 6 月数据，开拍和美图设计室的 MAU 分别达 83 万、75 万。

图表 24：2024AI 产业融资金额对比（%）



资料来源：伽马数据、麦高证券研究发展部

美图从 C 端用户的实际使用习惯寻找构建 B 端生态的需求，并进行引流。美图保持对工具产品力成就竞争优势的追求，围绕用户对工具“简单”、“好用”的诉求与定义，挖掘真实修图需求，保持审美敏感度，运用 AI 技术赋能修图过程，提升图像处理效率与视觉内容的效果呈现。率先实现的广告营销与电商类应用场景 B 端用户与 C 端用户存在一定重叠，形成从 C 向 B（尤其是小 B）的自然导流趋势。在会员设置上，订阅美图秀秀 APP VIP 会员涵盖大部分美图设计室功能，需要专业使用网页版的则需订购 SVIP 会员。

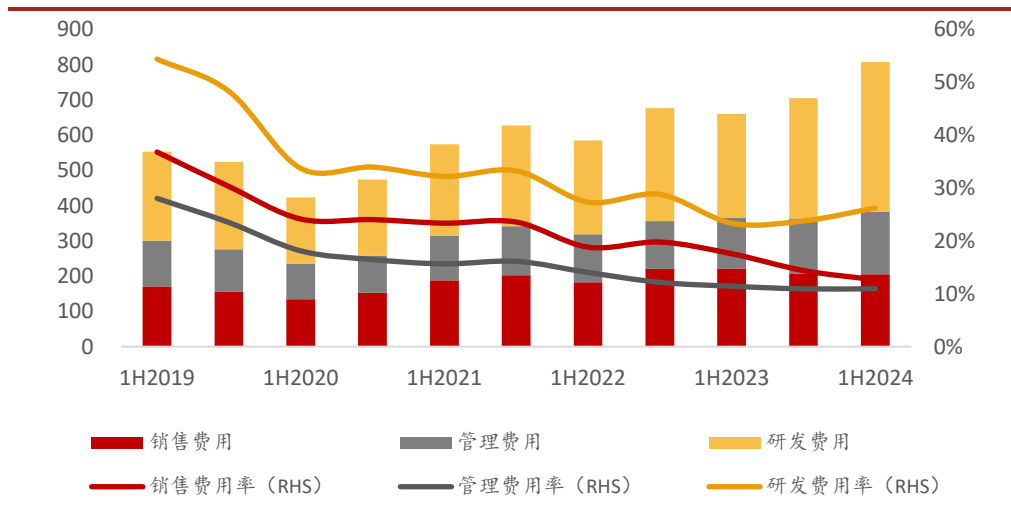
图表 25：美图会员模式

个人版		
会员	粉钻VIP	粉钻SVIP
使用权限	- 美图秀秀APP - APP内美图设计室	- 美图秀秀APP、网页端、客户端 - APP内美图设计室、网页版美图设计室
AI功能	需要通过购买美豆支付，美豆单价0.055~0.115元不等： - AI商品图（8美豆/4张，0.44~1.24元/次） - AI文案 - AI扩图 - AI字画 - 图文去重等	
会员权益	1. 部分优化功能如人像处理中的平整提拉、去油光、整牙等 2. 更多美化素材、特效、IP贴纸 3. 去除广告 4. 与其他平台合作的会员福利	在粉钻VIP的基础上： - 海报设计作品个人商用授权 - 无水印 - 赠送120美豆/月（~60张AI商拍图） - 抠图权益： - 月：50张抠图 - 季：250张抠图 - 年：1200张抠图

资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

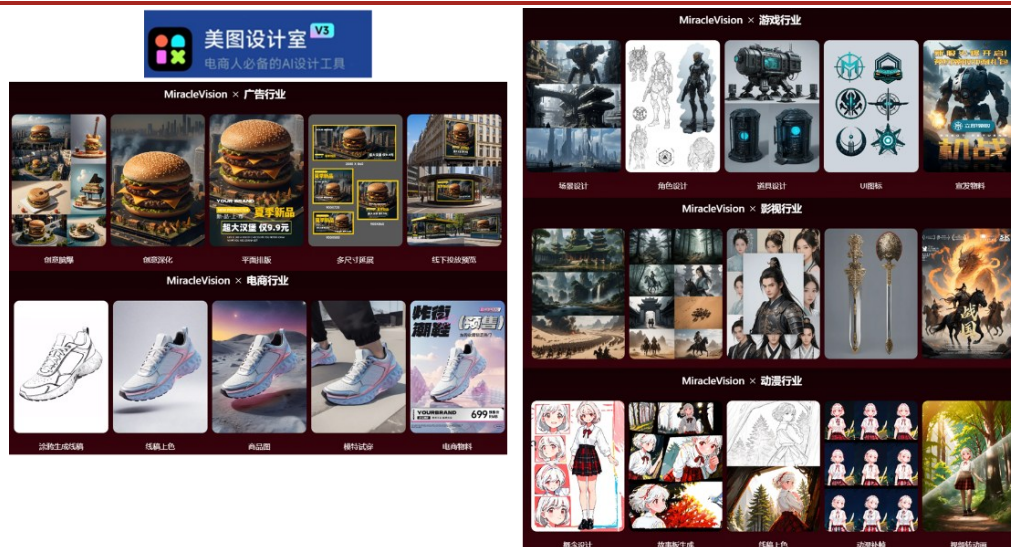
研发持续投入，MiracleVision（美图奇想大模型）视觉大模型不断拓展应用场景。2019 年研发费用超过销售费用，生成式 AI 训练（算力+研发人员）促使研发费用增加，2024 上半年同比增长 44.5%，研发费率从 23.8%提升 2.4pct 至 26.2%。美图 MiracleVision 美学与大语言模型合作，集成从设计创作到宣传营销的功能，打通商品/概念/角色/场景生成的工作流程。当前设计师基于不同平台特性在工作过程中需切换使用多个工具，分别适用于 2D 设计、素材使用、排版、修图、剪辑后期等，美图继续优化电商、广告、口播视频的工作流覆盖，同时拓宽应用场景，包括游戏、影视、动漫等。

图表 26：2019-1H2024：销售、管理、研发费用及费率（百万元）



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 27: MiracleVision 应用场景



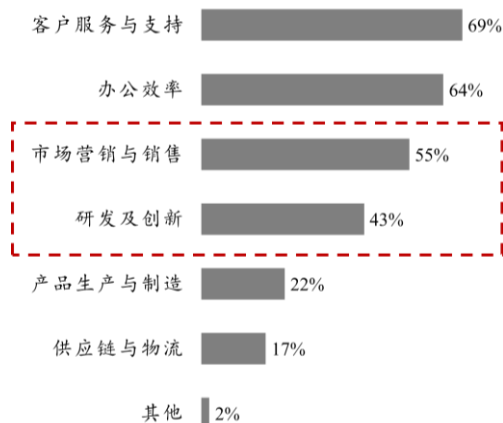
资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

2.3 Canva: AI 图像+设计先普惠广告营销，后赋能 workflow 锚定 B 端

从实际场景出发的 AIGC 技术企业端应用由点及面逐步深化，市场营销是主要运用场景之一。AIGC 的个性化与创造力在降本增效的基础上被逐渐挖掘，在市场营销场景中被用于内容创作、客户洞察分析和精准营销。红杉资本《2024 企业数字化年度指南》中的调研数据显示，61%的企业通过外部成熟 AIGC 产品(同比+8%)，运用 ChatGPT 等生成宣传文案和内容创意，使用 Midjourney 等进行图片设计，使用 GitHub Copilot 等进行代码生成。

AI 图像大模型如 Stable Diffusion、Midjourney、DALL-E 等平台被用于平面和视频广告制作，具体包括在海报与广告图片制作、产品展示与包装设计等环节。卡夫亨氏、雀巢、可口可乐、伊利、飞猪、钟薛高等品牌陆续发布 AIGC 广告作品。首部 AI 制作电影《Our T2 Remake》在 2024 年上线，电影宣传海报中的终结者小熊就是通过 Lora 训练生成的。同时电影运用 Stable Diffusion/Midjourney/DALL·E 进行 AI 图像生成，Pika/Runway/Deforum 进行 AI 动画生成，Premiere 进行剪辑。

图表 28: 企业数字化中 AIGC 的应用领域



资料来源：红杉资本、麦高证券研究发展部

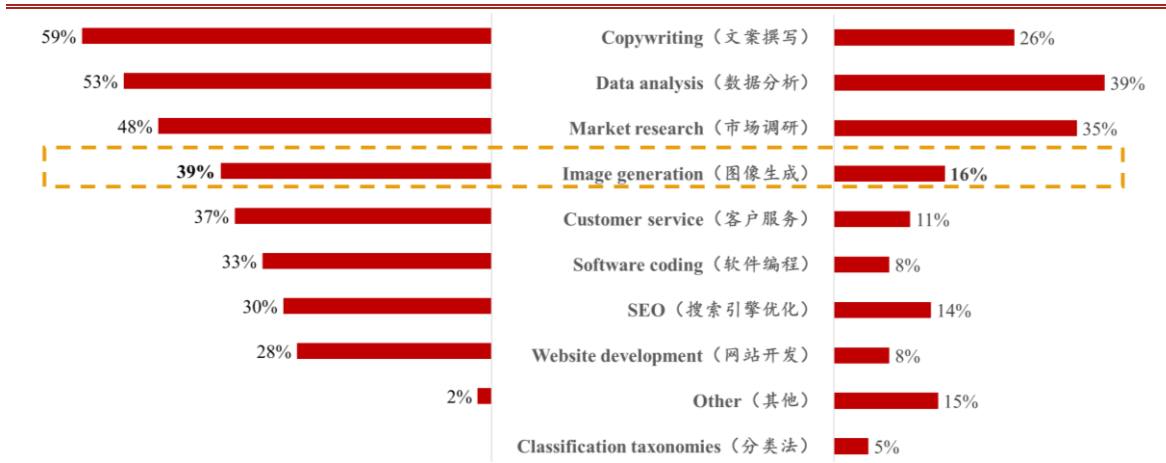
图表 29: AI 图像在广告营销中的应用



资料来源：互联网公开渠道整理、麦高证券研究发展部

AI+图像在营销工作中的重要性强，使用度仍有提升空间。根据 MediaOcean 《2024 Market Outlook Report》，市场营销工作中，AI 应用于市场调研和数据分析工作的普及度高，文案撰写、图像生成等维度的潜能仍有待进一步挖掘和释放。

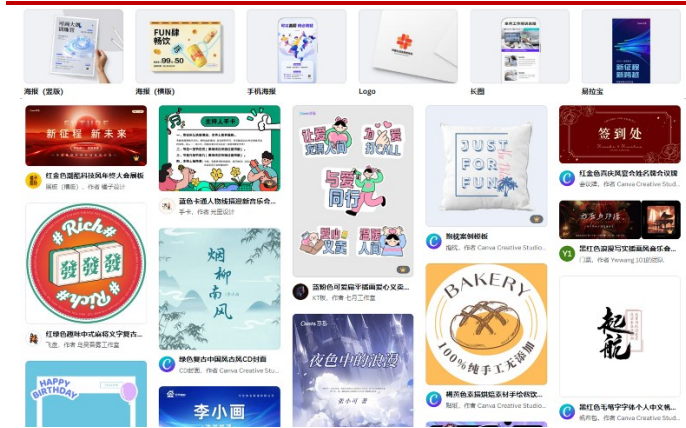
图表 30：生成式 AI 在市场营销各类工作中的发展潜力&使用度 (%)



资料来源：MediaOcean 《2024 Market Outlook Report》、麦高证券研究发展部
注：统计数据分别来源于经 2023 年 4 月&11 月调研 1000+营销专家

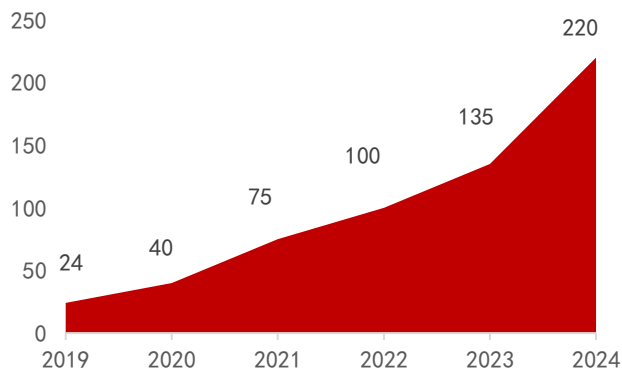
Canva 先以低门槛设计工具普惠大众，后向 B 端拓展应用。Canva 前十年的应用发展定位在普及大众的设计应用，通过提供大量模板/素材选择的低门槛设计工具赋能广告营销场景，提供海报生成、Logo 设计、易拉宝设计、会员卡设计、网站设计、插画素材等，在非专业设计师客群的心智占领非常强大。通过加强工作过程中视觉传播工具的应用，近年 Canva 拓展 B 端客户（广告营销、教育培训、非盈利机构等），据 Enlyft 统计，中小机构（定义为<50 名员工）占比近 50%，并有超过 95% 的福布斯 500 强公司在使用 Canva (Forbes)。Canva 在持续强化 AI 技术的应用时，其长期大量模板与素材的积累或将继续在 AI 训练集中形成优势与壁垒。主打各类设计功能应用场景的 Canva 官网公布估值近\$400 亿，2024 年底 MAU 超 2.2 亿，据 AI 产品榜，截至 2024 年 11 月 Canva 年经常性收入 (ARR) 近\$25 亿，付费订阅用户渗透率达到近 10%。

图表 31：Canva 设计功能



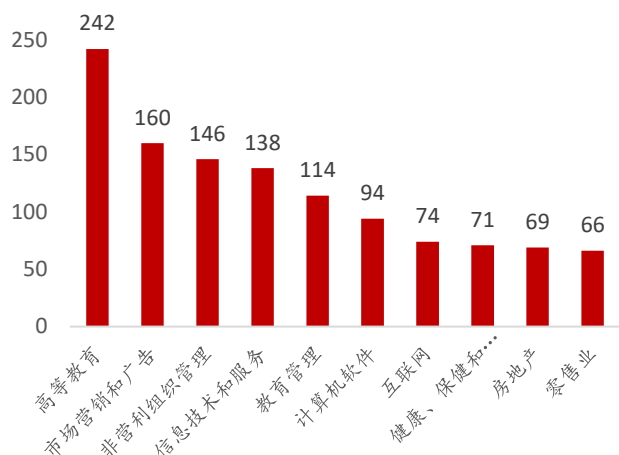
资料来源：Canva 官网、麦高证券研究发展部

图表 32：Canva MAU (百万人)



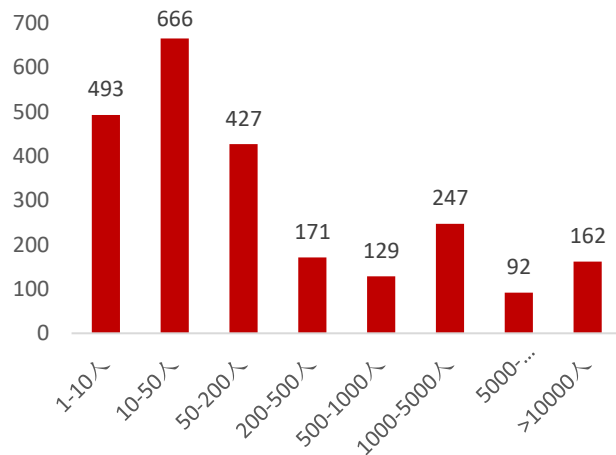
资料来源：Canva 官网、麦高证券研究发展部

图表 33: Canva to B 领域分布



资料来源: Enlyft、麦高证券研究发展部
注: 调研 2507 个使用 Canva 的企业

图表 34: Canva to B 企业规模分布



资料来源: Enlyft、麦高证券研究发展部
注: 调研 2507 个使用 Canva 的企业

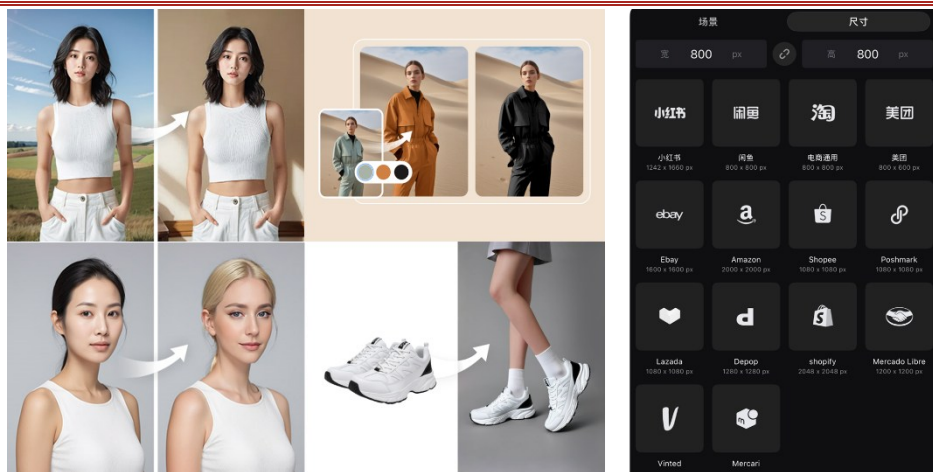
2.4 AI 图像+电商的价值实现, Photoroom 下一步欲提升购买转化

电商运营是 AI 图像另一重要 B 端应用。AI 图像编辑在电商垂类应用领域中提供多种提效功能, 包括商品设计、商品图及物料设计。传统商品图需要经历 (模特)-拍摄-后期的, AI 技术通过赋能背景替换、AI 试穿、AI 服装换色、AI 模特等减少或省略部分步骤, 并提供不同投放平台适配的模板尺寸。拓展至物料设计则包含 banner、海报促销图等。

对于所在行业与售卖品类为多 SKU 的电商来说, 批量生成与模板化功能是运用 AI+图像/视频提升效率的重要方式。例如 Amazon 的商品图背景均为白色, 仅需两步即可完成批量操作: 选择背景颜色、尺寸, 智能抠图+更换背景一键生成。

白牌/小微电商模特降本, 跨境电商兴起下减少外籍模特获取时间+金钱成本。假设: 一个女装电商品牌每月上新 40 件单品, 一个模特一天内拍完 (以 8 小时计, 中等模特费用在每小时 800-1200 元左右, 每年需花费 76800-115200 元为请模特。若使用 AI 工具 (年花费 300-500 元 (订阅+单购)) 替代部分商品拍摄, 替代 50%即可节省 3-5 万元。

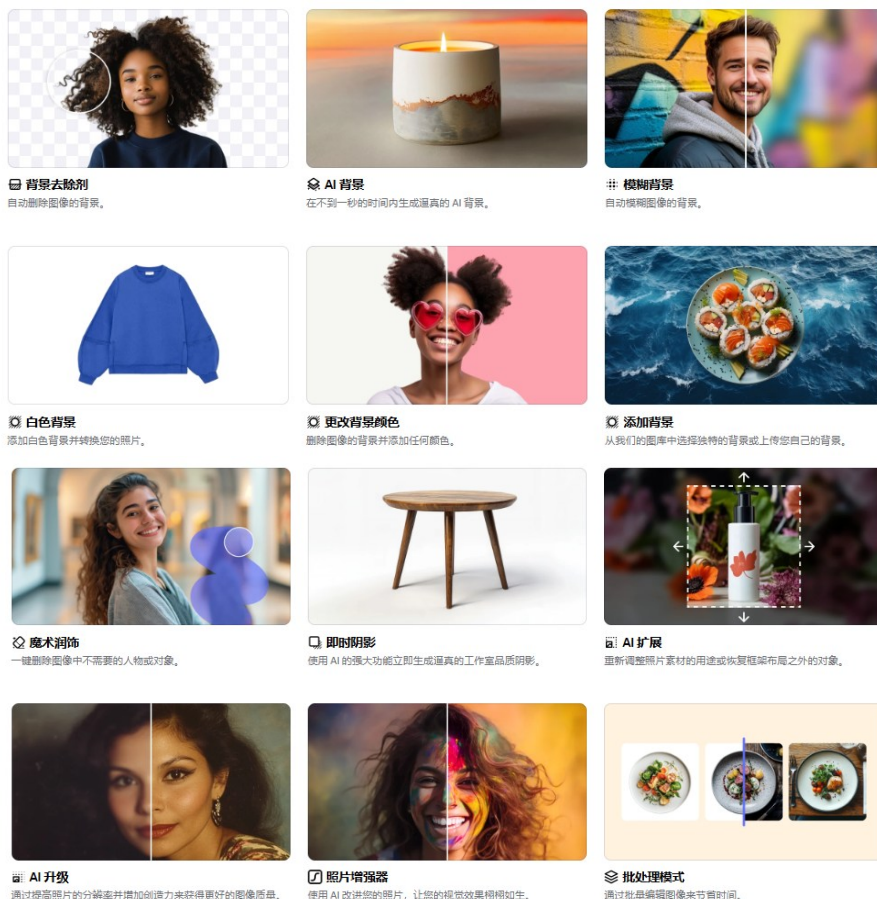
图表 35: AI 图像编辑的电商垂类应用



资料来源: 美图设计室、美图秀秀 APP、麦高证券研究发展部

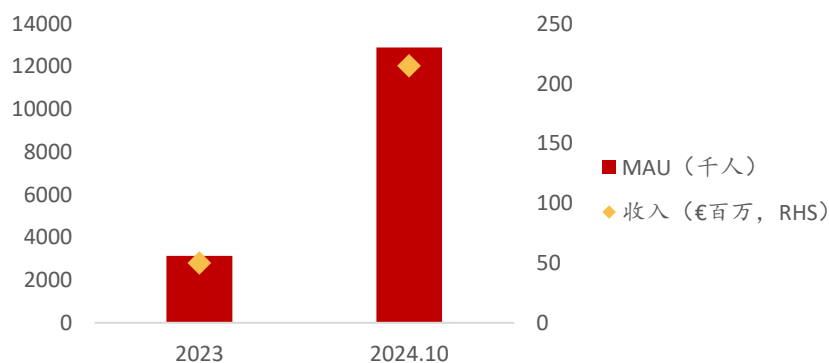
Photoroom 作为一个专注于小 B 到大 B 电商场景应用的平台，2019 年推出即实现收支平衡。2023 年 ARR 达到 5000 万欧元，2024 年初 B 轮融资时估值为 5 亿欧元，2024 年十月 MAU 达 1289 万，较年初增长 310%。2023 年每 MAU 平均收入约为 16.67 欧元，在每 MAU 平均收入不变的情况下，2024 年底 MAU 增长至 1289 万时预计至少有 2 亿欧元收入。

图表 36: Photoroom AI 图片工具示例



资料来源: Photoroom、麦高证券研究发展部

图表 37: Photoroom MAU & 收入 (千人, 百万欧元)



资料来源: Photoroom、麦高证券研究发展部
注: 截至 2024 年 10 月的收入为预测值

当前 AI 电商图在实用性上仍有一些挑战：

- 1) 图片真实性：商品图/模特“一眼 AI”，或在识别过程中对于复杂纹理、毛发边界识别不清/有误（AI Hallucination）
- 2) 素材有限：可选背景库/模特库/模板库/参考模型等
- 3) 待更贴近个性化审美

除了在产品图的生成效果上进一步加强，假如 AI 图像+电商能在思维链上向上介入，促进购买转化？AI+图像在电商场景的使用主要在于帮助实现设计想法与需求，或操作者基于现有模板/素材制作物料，个人审美导向性强，即先有预设的图像再通过 AI 图像编辑工具来实现。而针对不同用户、不同展示时间段，不同背景或不同风格的商品图片吸引力有所差异：例如同一款家具分别展示在一个充满现代化、设计感的空间和在一个舒适温馨的会客厅里所能吸引到的人群不同。假如 AI 图像应用能通过 A/B 测试或 AI 大数据分析，得出哪一类人群对应哪一种视觉效果（可以是图片/live 图/视频）将最能促进购买转化，再辅助生成，AI 图像应用对于电商商家的赋能或将显著提升。

2.5 中国 AI 设计/商拍市场空间广阔，美图设计室头部效应显著

中国 AI 图像+设计市场在普及大众与赋能工作流程过程中从小 B 到大 B 端覆盖度均有较大提升空间。平面设计是广告营销场景中典型的视觉展现工作过程，据智研咨询，2023 年中国平面设计市场预计规模为 593.64 亿元。经敏感性分析，假如 AI 图像工具在平面设计各环节减少成本 50%-80%，市场渗透率为 40%-70%，AI 图像+平面设计市场规模预计在 47-208 亿元。

图表 38：中国 AI 图像+广告营销（平面设计）市场规模敏感性分析

		AI 平面设计市场渗透率					
AI 平面设计替代率		30%	40%	50%	60%	70%	80%
	10%	18	24	30	36	42	47
	20%	36	47	59	71	83	95
	30%	53	71	89	107	125	142
	40%	71	95	119	142	166	190
	50%	89	119	148	178	208	237
	60%	107	142	178	214	249	285

资料来源：智研咨询、麦高证券研究发展部测算

AI 图像在商拍场景中的替代度在技术加强下有提升空间，同时若 AI 商拍能在决策链上有突破进展，促进购买转化为商家增收或成为市场增量。据商务部《2023 年中国网络零售市场发展报告》，国家统计局数据显示，2023 年中国实物商品网上零售总额为 13 万亿元，参考 CtoC 网络零售总额占比 18.7%，假设白牌/中小电商零售占比为 20%，总额预计为 2.6 万亿元。据白鲸出海，一个品牌每年在素材准备中的花费大约在年 GMV 的 2-5%，此处我们假设白牌/中小电商商拍花费占比为 2%。经敏感性分析，

假如 AI 图像工具在商拍各环节减少成本 50%-80%，市场渗透率为 40%-70%，AI 商拍市场规模预计在 42-182 亿元。

图表 39：中国 AI 商拍市场规模敏感性分析

		AI商拍市场渗透率					
AI 商 拍 替 代 率		30%	40%	50%	60%	70%	80%
	10%	16	21	26	31	36	42
	20%	31	42	52	62	73	83
	30%	47	62	78	94	109	125
	40%	62	83	104	125	146	166
	50%	78	104	130	156	182	208
	60%	94	125	156	187	218	250

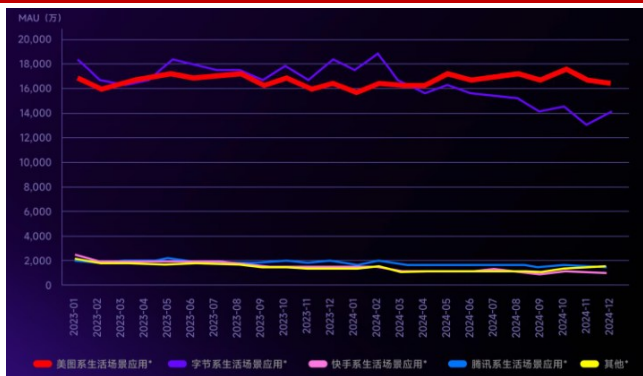
资料来源：商务部、白鲸出海、麦高证券研究发展部测算

整体来看，C 端市场美图以实用与创意产品力巩固并吸引用户付费，用户留存率与付费订阅渗透率持续在上升通道中；B 端海外广告与电商应用率先变现，国内 AI 图像+设计/商拍市场发展空间广阔，场景使用上美图设计室领先。

美图以用户使用需求为核心，运用 AI 技术提升传统需求的“易操作性”及“视觉效果”，AI 修图领域的长期技术沉淀与用户数据积累有助于美图快速迭代功能并适应市场需求。此外，自研视觉大模型 MiracleVision + 推动平权、可本地部署的 AI 推理大模型进一步挖掘用户画像数据的可分析度，提升模型效率。截至 2024 年 6 月综合订阅渗透率为 4.2%，用户留存率与付费订阅渗透率持续在上升通道中。在产品力不断巩固增强的背景下，生活场景应用中美图系产品用户规模在市场竞争中保持长期稳定。

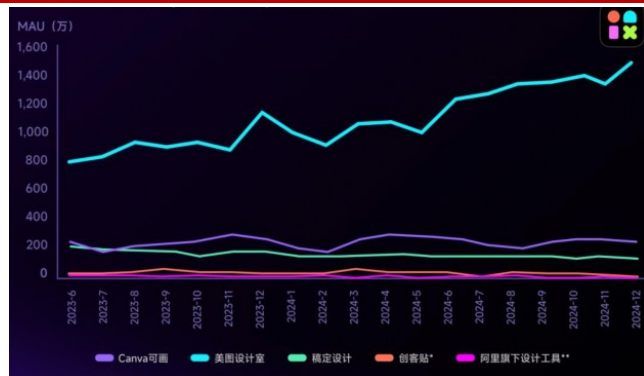
集合电商+设计+ workflow 功能的美图设计室已导流并聚集小 B 端用户，截至 2024 年 6 月生产力 MAU 近 2000 万，产品收入增长逾 152%，整体 B 端用户覆盖度仍有较大提升空间且具有变现能力。AI 图像+设计/电商市场空间广阔，我们看好美图在该应用领域小 B 端普惠进程中的变现能力，以及若电商应用能促进购买转化将实现从白牌到品牌电商进一步提升付费订阅渗透率和粘性的机会。

图表 40：中国生活场景应用 MAU 变化



资料来源：公司推介资料、麦高证券研究发展部

图表 41：中国在线设计产品移动+网页端 MAU 变化

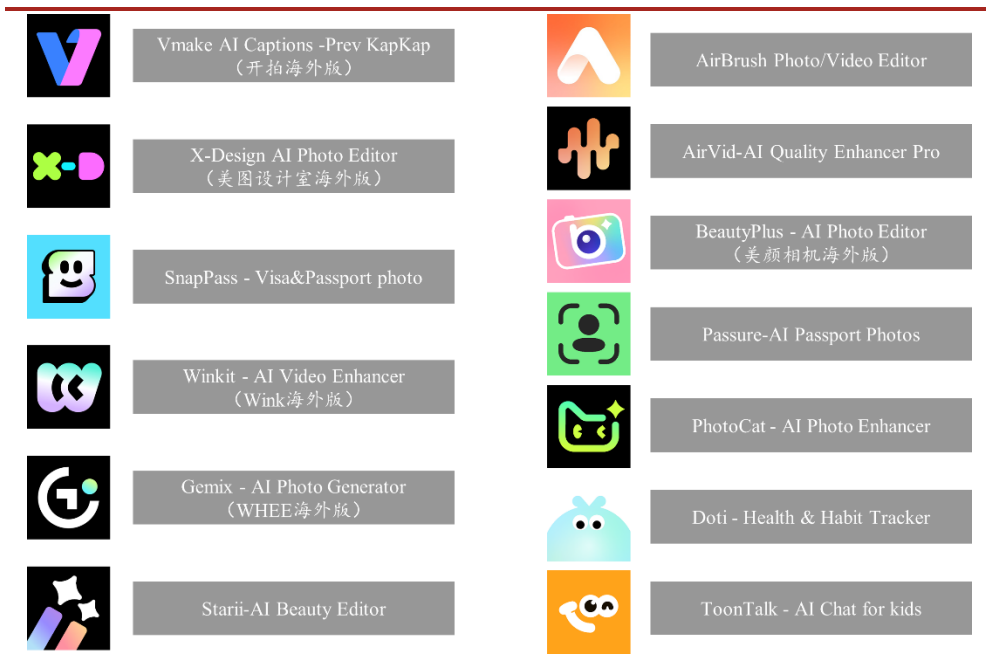


资料来源：公司推介材料、麦高证券研究发展部

三、全球化贡献用户增量，核心与广告业务双增

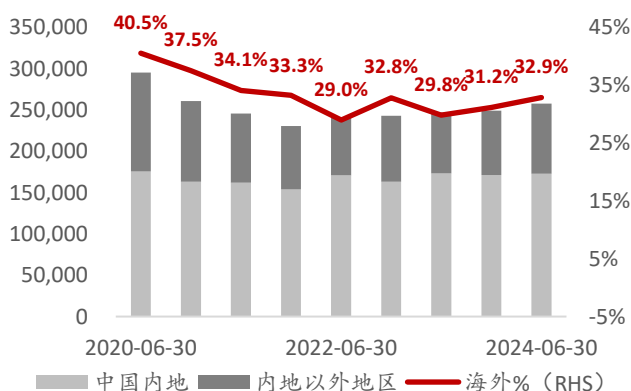
美图全面布局海外产品，海外用户是 MAU 与影像与设计产品收入增长的另一动能。2023 年来美图更加清晰和积极地布局全球化，在 195 个国家和地区布局影像产品，海外 MAU 连续两个半年环比增速提升。海外 MAU 占比与海外订阅占比均在 30% 以上，海内外订阅渗透率相当，但海外付费用户平均付费金额更高，带来超过一半以上的影像收入，欧美、东亚等地区国家 ARPU 更高。海外高 ARPU 主要来源于定价(汇率)。

图表 42：美图公司海外产品布局



资料来源：点点数据、麦高证券研究发展部

图表 43：海内外 MAU (千人)



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 44：美图秀秀海内外定价对比 (人民币)

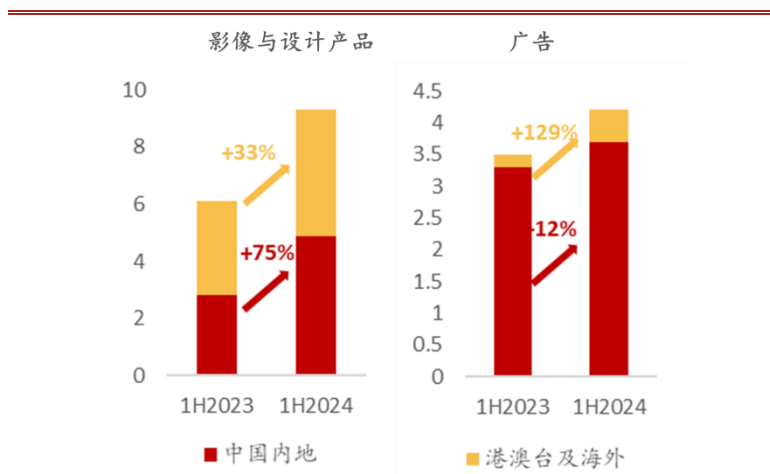
	中国		美国		法国	
	粉钻VIP	粉钻SVIP	VIP	VIP+	VIP	VIP+
月度	15	30	88~95	91	61	80
季度	-	68	-	-	152	-
年度	128	218	183~365	621	228~281	531

资料来源：公司官网、苹果公司官网、麦高证券研究发展部
注：定价均为连续包月/季/年

海外广告业务收入随用户增长高增。美图的程序化广告平台基于旗下多款流量平台，整合多种广告资源，为客户提供一站式效果广告投放服务。并与第三方平台合作，如 SpotX，拓展其全球市场，并利用 SpotX 的技术进行程序化视频广告投放。全

球化布局下,核心业务影像与设计产品收入与广告业务收入快速增长,其中 1H2024 中国内地以外地区广告业务收入大幅增长 129%。

图表 45: 海内外分业务收入 (亿元)



资料来源: 公司推荐材料、麦高证券研究发展部

注: 本部分数据仅作趋势参考

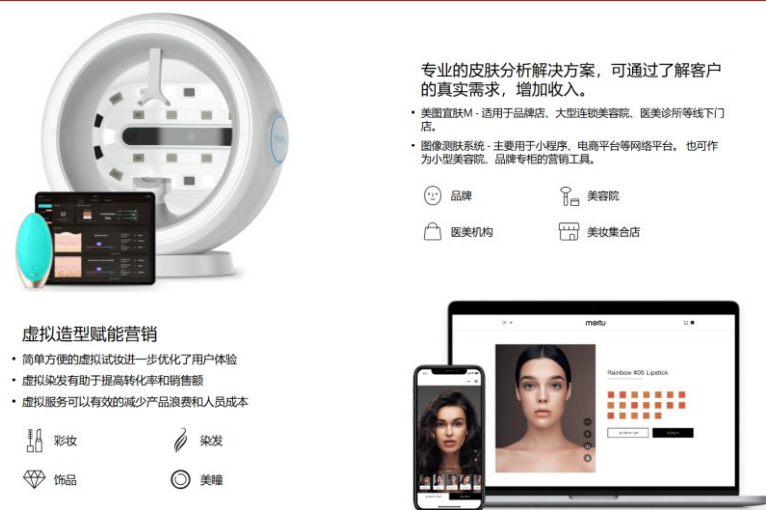
四、公司其他业务与基本信息

4.1 第三大业务收入——美业解决方案

美图的美业解决方案主要包括两个核心业务：美图宜肤和美得当，从技术和服 务两个维度切入美妆和美容行业，旨在通过 AI 技术和 SaaS 平台提升行业效率和服务 质量。当前美业解决方案为美图第三大业务收入，截至 2024 年 6 月占比为 16.7%，同 比略下降（-5.5%）至 2.7 亿元，2023 年全年收入为 5.7 亿元，对整体营收与利润水 平的拉动影响有限，我们预计该部分业务收入将维持相对稳定。

美图宜肤是美图在美容+美妆领域的技术解决方案，通过软件+硬件的方式运用 AI 技术提供 AI 测肤及 AI 造型功能：1) AI 测肤：通过智能硬件（如皮肤检测仪）和 软件系统，分析用户的皮肤状况（如毛孔、皱纹、色斑等），并提供个性化的护肤建议。 2) 虚拟试妆：用户可以通过 AR 技术虚拟试妆（如口红、眼影等），帮助消费者在购买 前预览效果，提升购物体验。3) 虚拟染发：用户可以通过 AI 技术模拟不同发色的效 果，帮助消费者选择适合自己的发色。4) 虚拟试戴：通过 AR 技术模拟佩戴耳环、项 链等饰品以及美瞳的视觉效果。服务对象主要包含美容院、线下店铺、消费者等。

图表 46：美图宜肤的虚拟测肤与虚拟造型



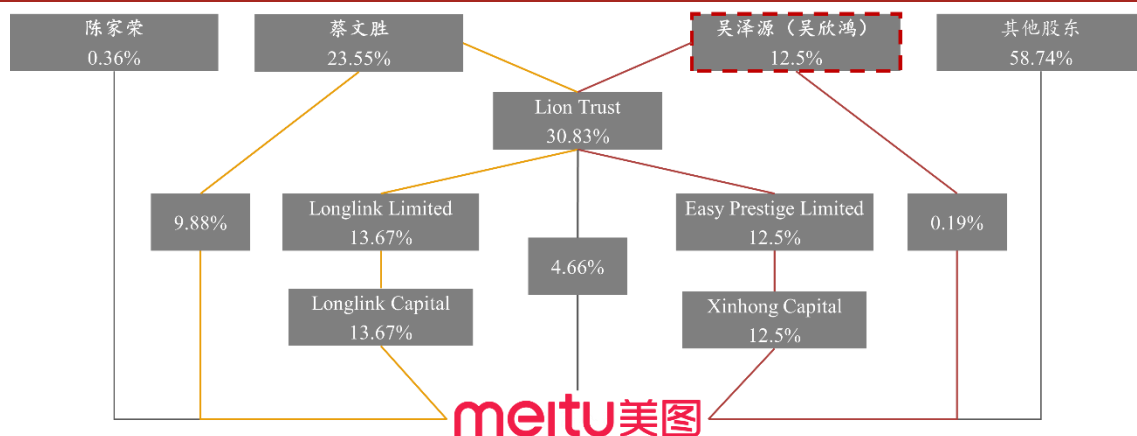
资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

美得当是美图在美妆行业的产业互联网平台，专注于为美妆零售门店提供全方 位的数字化解决方案，主要包括：1) ERP 系统：帮助美妆门店管理库存、销售、财务 等业务流程，提升运营效率。2) 移动营销平台：通过数据分析为门店提供精准的营销 工具，帮助提升客户转化率和复购率。3) 智慧供应链平台：优化供应链管理，帮助门 店降低采购成本，提升供应链效率。4) 社交新零售平台：通过社交电商和私域流量运 营，帮助门店拓展线上销售渠道。服务对象包含美妆连锁店与中小型美妆门店，已服 务超过 3.5 万家线下化妆品门店，超 70%百强连锁客户选择美得当完成新零售数字化 升级，覆盖超过 1.5 亿女性消费人群。

4.2 公司股权结构与管理团队

美图公司股权结构稳定且集中，管理团队经验丰富。美图创始人吴泽源先生任执行董事、首席执行官并于 2023 年 6 月起兼任董事长，2000 年起涉足中国互联网行业，2008 年起开发并研究影像编辑软件，曾创造并推出多款流行软件，包括从 520.com 到火星输入法，对视觉内容应用有长期深刻的经验积累。重要个人股东中，原董事长蔡文胜为最大股东合计持股 23.55%，吴泽源合计持股 12.5%，陈家荣持股 0.36%。

图表 47：美图公司股权结构



资料来源：公司财报、麦高证券研究发展部

图表 48：董事会成员

姓名	职位	委任时间	简介
吴泽源 (吴欣鸿)	执行董事、董事长、首席执行官	2013 年 7 月	吴先生负责本公司的整体管理。同时为集团内多家子公司/关联公司董事。吴先生自 2000 年起涉足中国互联网行业，2008 年开始开发及研究影像编辑软件曾创造并推出多款流行产品，从 520.com 到火星文输入法（一款将普通语言转换为由非常规中文字构成的网络语言的软件程序）。
过以宏	非执行董事	2014 年 1 月	过博士自 2006 年起一直是 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司的合伙人，多个互联网平台及应用程序开发和运营公司的董事。郭博士是 IDG-Accel China Growth Fund III L.P. 的合伙人，其为美图首次公开发行前投资者之一，亦为公司股东。
李开复	非执行董事	2016 年 8 月	李博士分别于 1983 年 5 月和 1988 年 5 月获得哥伦比亚大学文学学士学位和卡内基梅隆大学计算机科学博士学位。自 2009 年起担任风险投资公司 Innovation Works Limited 的董事长兼首席执行官，是 Innovation Works Development Fund L.P. 的联合创始人兼执行合伙人，其为美图首次公开发行前投资者之一，亦为公司股东。
陈家荣	非执行董事	2020 年 6 月	陈先生在投资管理和企业运营方面拥有丰富经验。2014 年 7 月至 2019 年 5 月，陈先生担任京基实业控股有限公司的创始人兼首席执行官，负责管理超过 20 亿港元的直接投资组合。
洪育鹏	非执行董事	2023 年 6 月	洪先生在风险投资和企业管理领域拥有深厚背景。自 2021 年 1 月 18 日起，洪先生担任 FinTech Chain Limited (澳大利亚证券交易所代码: FTC) 的独立非执行董事。

周浩	独立非执行董事	2016 年 11 月	周先生自公司上市起为美图独立非执行董事、审计委员会主席及提名委员会成员，具备上市规则第 3.10(2) 条所规定的适当专业会计或相关财务管理专业知识，任多家上市公司独立非执行董事。
赖晓凌	独立非执行董事	2019 年 1 月	赖先生于 1999 年 7 月获得清华大学工程物理学学士学位，并于 2007 年 12 月获得香港中文大学工商管理硕士学位。自 2019 年 1 月 1 日起获委任为独立非执行董事、薪酬委员会主席及审计委员会成员，拥有超过 15 年的投资及业务管理经验。
黄莺春	独立非执行董事	2020 年 6 月	黄女士于 2020 年 6 月 3 日获委任为本公司独立非执行董事，并于 2021 年 6 月 2 日获委任为薪酬委员会及提名委员会成员，在农业、投资及企业管理领域拥有丰富经验。

资料来源：公司财报（2023 年）、麦高证券研究发展部

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

营业收入

据测算，我们预计 2024 年-2026 年美图公司营业收入分别为 34.91/41.87/48.62 亿元，同比+29.5%/19.9%/16.1%。2024 年-2026 年公司归母净利润分别为 6/8.05/9.25 亿元，同比+58.5%/34.1%/15%。（2024 年预测剔除虚拟货币收益影响）

分业务营业收入拆分

影像与设计产品：该部分收入以订阅收入为核心，预计 2024 年-2026 年收入分别为 20.28/25.83/31.04 亿元。

- 1) 生产力产品用户和全球化战略下的海外用户成为 MAU 增长驱动，预计 MAU 同比+4%/3.5%/3%，2024 年-2026 年分别达 2.59/2.68/2.76 亿人。
- 2) 公司推出生产力产品，基于自研视觉大模型与全球领先大语言模型持续研发，运用 AI 技术提升产品力提升 C 端用户留存度与付费意愿，拓展 B 端应用场景，订阅渗透率有望持续提升，预计 2024 年-2026 年付费订阅渗透率为 4.9%/5.9%/6.8%；
- 3) 预计未来订阅期数增加，海外高单价产品曝光度提升，2024 年-2026 年年均 ARPU 分别为 159/162/165 元。

图表 49：美图公司影像与设计产品收入拆分及预测

	1H2022	2022	1H2023	2023	1H2024	2024E	2025E	2026E
MAU (千人)	240,931	242,880	247,061	249,155	257,726	259,121	268,190	276,236
YOY	-2.0%	5.3%	2.5%	2.6%	4.3%	4.0%	3.5%	3.0%
订阅渗透率	2.1%	2.3%	2.9%	3.7%	4.2%	4.9%	5.9%	6.8%
订阅用户数 (千人)	5,000	5,600	7,200	9,110	10,810	12,754	15,943	18,812
YOY	67%	40%	44%	63%	50%	40.0%	25.0%	18.0%
ARPU (元/月)	12.38	12.93	13.94	12.14	14.35	13.25	13.50	13.75
ARPU (元/年)		155.14		145.71		159	162	165

资料来源：公司财报，麦高证券研究发展部预测

注：本部分为截至当期数据；此处 ARPU 使用当期年末订阅用户数据测算，若使用当期平均订阅用户测算 ARPU 误差或将减小；本测算未考虑年初完成收购的站酷收入情况，并表后会增加影像与设计产品收入及整体营收。

广告：程序化广告提升投放效率，广告收入随用户大盘增长稳定增加，2H2024 广告收入增长 17.5%，预计 2024 年-2026 年收入同比+17.8%/16%/15%。

美业解决方案：预计主要收入来源美得得收入稳定，美图宜肤逐渐扭亏，2024 年-2026 年收入同比-2.8%/0%/0%。

图表 50：美图公司营业收入拆分及预测（百万元）

	2023	1H2024	2024E	2025E	2026E
影像与设计产品	1327.38	930.57	2027.89	2582.69	3104.00
YOY	52.8%	54.5%	52.8%	27.4%	20.2%
广告	758.79	412.91	894.23	1037.30	1192.90
YOY	20.5%	18.3%	17.8%	16.0%	15.0%
美业解决方案	569.16	270.57	553.29	553.29	553.29
YOY	29.1%	-5.5%	-2.8%	0.0%	0.0%
其他	40.41	7.10	15.76	13.40	12.06
YOY	-72.3%	-69.3%	-61.0%	-15.0%	-10.0%
营业收入	2695.74	1621.16	3491.16	4186.67	4862.25
YOY	29.3%	28.6%	29.5%	19.9%	16.1%

资料来源：公司财报，麦高证券研究发展部预测

毛利率及主要费率

- 随着高毛利的核心业务影像与设计产品收益变现，公司整体毛利水平提升。预计 2024 年-2026 年整体毛利率水平分别为 65.3%/65.5%/65.7%。
- 三大费用中研发支出增加，促使 MiracleVision 视觉大模型持续更新迭代，AI 垂类应用横向拓展。预计 2024 年-2026 年研发费用占比为 25%/25.5%/26%；公司将全球化发展列入重要战略方向，为拓展海外用户，增强出海产品竞争力，增加海外本地化部署，管理费用占比持稳，预计 2024 年-2026 年管理费用占比为 11%/11%/11%；营销费用持续控制，预计 2024 年-2026 年营销费用占比为 13%/12.5%/12%。

图表 51：美图公司盈利与费用预测（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本	1039.86	1211.43	1444.40	1667.75
毛利	1655.88	2279.73	2742.27	3194.50
毛利率	61.4%	65.3%	65.5%	65.7%
营销费用	428.19	453.85	523.33	583.47
占销售收入%	15.88%	13.00%	12.50%	12.00%
管理费用	300.92	384.03	460.53	534.85
占销售收入%	11.16%	11.00%	11.00%	11.00%
研发费用	635.48	872.79	1067.60	1264.18
占销售收入%	23.57%	25.00%	25.50%	26.00%

资料来源：公司财报，麦高证券研究发展部预测

5.2 投资建议

我们选取上市公司奥多比、万兴科技、金山办公、金山软件作为可比公司进行对比。美图公司维持把握核心制图/视频需求的能力，运用 AI 技术辅助产品力提升，并不断拓宽 B 端应用场景，拓展海外用户，具备长期持续增长可能性，适宜给予美图公司一定估值溢价。我们预计 2024 年-2026 年公司归母净利润分别为 6（剔除出售加密货币所获收益）/8.05/9.25 亿元，同比+58.5%/34.1%/15%。2024 年-2026 年 EPS 为 0.13/0.18/0.2 元。可比公司 2025 年平均 PE 为 40.5，美图公司 2025 年目标 PE 37X，对应目标价 6.96 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 52：可比公司估值

公司简称	市值	股价	归母净利润					PE			
	亿元	当地货币	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR（23-26）	2023A	2024E	2025E	2026E
奥多比	2,020.27	464.11	54.28	57.14	70.67	79.17	13.4%	50.0	35.4	28.6	25.5
万兴科技	150.98	78.09	0.86	0.48	0.94	1.26	13.5%	159.0	312.2	160.5	119.7
金山办公	1,688.22	365.00	13.18	15.18	18.84	23.90	21.9%	121.9	111.2	89.6	70.6
金山软件	585.40	43.85	4.83	14.16	19.24	23.84	70.2%	93.0	41.3	30.4	24.6
均值	1,111.22	237.76	18.29	21.74	27.42	32.04	29.8%	106.0	51.1	40.5	34.7
美图公司	296.27	6.50	3.78	6.00	8.05	9.25	34.7%	25.3	23.7	34.6	30.0

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部，注：可比公司预测值均采用 wind 一致预期
 注：该部分估值剔除公司出售加密货币所获收益的影响

六、风险提示

1. **AI 技术的提升和落地不及预期：**运用 AI 技术优化传统功能或增加 AI 生成功能需要不断推新更迭以吸引订阅。
2. **市场竞争风险：**
 - AI 制图的电商与设计垂类应用海外已有形成模型、商业化较强的企业，生产力产品拓展或不及预期；
 - 大型社媒平台从视频编辑导流用户基础庞大，海内外新用户增长或不及预期；
 - 海内外大模型推理与理解能力提升，MiracleVision 的研发或结合大模型进行 AI 升级的效率将影响未来市场竞争力
3. **全球地缘政治环境波动或影响 AI 产品出海。**

财务报表预测

资产负债表(百万人民币)

	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,769	4,584	4,835	5,655
现金	641	1,872	1,685	2,071
应收账款及票据	388	465	535	608
存货	54	61	72	83
其他	1,687	2,186	2,543	2,893
非流动资产	2,998	2,769	3,130	3,527
固定资产	464	454	448	447
无形资产	851	351	401	451
其他	1,683	1,964	2,281	2,629
资产总计	5,767	7,353	7,966	9,183
流动负债	1,264	1,819	2,122	2,412
短期借款	15	229	229	229
应付账款及票据	141	158	185	208
其他	1,109	1,431	1,708	1,974
非流动负债	389	248	248	248
长期债务	135	0	0	0
其他	254	248	248	248
负债合计	1,653	2,067	2,370	2,660
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,463	5,635	5,944	6,871
归属母公司股东权益	4,109	5,281	5,590	6,517
少数股东权益	5	5	5	6
股东权益合计	4,114	5,286	5,596	6,523
负债和股东权益	5,767	7,353	7,966	9,183

现金流量表(百万人民币)

	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	413	496	648	729
净利润	378	1,171	805	925
少数股东权益	-12	0	0	0
折旧摊销	51	48	47	47
营运资金变动及其他	-4	-723	-204	-243
投资活动现金流	-645	655	-337	-343
资本支出	-56	462	-92	-96
其他投资	-588	193	-246	-247
筹资活动现金流	-81	78	-499	-2
借款增加	115	80	0	0
普通股增加	1	0	0	0
已付股利	-81	-1	-499	-2
其他	-116	0	0	0
现金净增加额	-306	1232	-187	386

利润表(百万人民币)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,696	3,491	4,187	4,862
其他收入				
营业成本	1,040	1,211	1,444	1,668
销售费用	428	454	523	583
管理费用	301	384	461	535
研发费用	635	873	1,068	1,264
财务费用	-42	-29	-86	-77
除税前溢利	438	1,251	915	1,052
所得税	72	80	110	126
净利润	366	1,171	805	926
少数股东损益	-12	0	0	0
归属母公司净利润	378	1,171	805	925
EBIT	396	1,222	828	975
EBITDA	447	1,270	876	1,022
EPS (元)	0.09	0.26	0.18	0.20

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	29.27%	29.51%	19.92%	16.14%
归属母公司净利润	301.83%	209.48%	-31.28%	15.02%
获利能力				
毛利率	61.43%	65.30%	65.50%	65.70%
销售净利率	14.03%	33.53%	19.22%	19.03%
ROE	9.21%	22.17%	14.39%	14.20%
ROIC	7.77%	20.74%	12.51%	12.70%
偿债能力				
资产负债率	28.67%	28.11%	29.76%	28.97%
净负债比率	-11.94%	-31.08%	-26.02%	-28.24%
流动比率	2.19	2.52	2.28	2.34
速动比率	2.07	2.41	2.17	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.53	0.55	0.57
应收账款周转率	7.30	8.18	8.37	8.51
应付账款周转率	7.54	8.11	8.43	8.49
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.26	0.18	0.20
每股经营现金流	0.09	0.11	0.14	0.16
每股净资产	0.92	1.16	1.23	1.43
估值比率				
P/E	37.54	23.75	34.56	30.04
P/B	3.68	5.26	4.97	4.27
EV/EBITDA	32.74	20.59	30.08	25.41

数据来源：公司公告、麦高证券研究发展部预测，注：股价取2025年2月19日收盘价

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在15%以上；

增持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在5%到15%之间；

中性：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

减持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在5%以上；

同步大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

弱于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【分析师承诺】

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或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，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考，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，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。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信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
刘惠莹	机构销售	17860610172	liuhuiying@mgzq.com
罗礼智	机构销售	18502313729	luolizhi@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com