

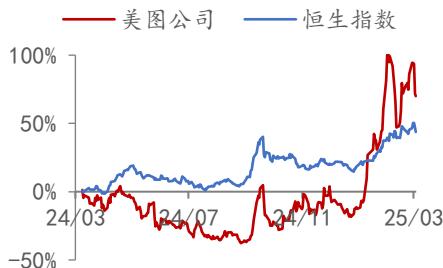
2024 业绩点评：AI 带动付费用户增长，全球化布局加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-25

收盘价（港元）	5.60
近 12 个月最高/最低（港元）	6.50/2.07
总股本（百万股）	4,558
流通股本（百万股）	4,558
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	255
流通市值（亿港元）	255

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.2023年业绩点评：AI 助力营收利润强劲增长，付费转化率持续提高
2024-03-18

2.MiracleVision4.0 版本推出，看好付费转化率进一步提升 2023-12-06

3.构建底层大模型积极布局 AIGC，进军生产力领域 2023-11-07

主要观点：

● 2024 业绩：

1) 整体业绩：2024 年总收入 33.4 亿元，同比增长 23.9%。经调整归母净利润 5.86 亿元，同比增长 59.2%（不含出售加密货币带来的一次性收益），自 2019 年以来，美图公司已连续六年实现净利润正增长。毛利率录得 68.7%，同比+7.3pct。

2) 分业务看：影像与设计产品业务收入 20.9 亿元，同比增长 57.1%；广告业务收入 8.5 亿元，同比增长 12.5%；美业解决方案业务收入 3.8 亿元，同比下降 32%；其他业务收入 1710 万元。

● 全球化布局加速，海外用户增长明显

截至 2024 年，美图全球月活跃用户达 2.66 亿，同比增长 6.7%，其中海外用户 9451 万（占比 35.6%），同比增长 21.7%。以美颜相机为例，“AI 换装”功能带动海外新增用户超 2000 万，推动其全球月活突破 7200 万，登顶 12 个国家 APP store 总榜榜首。2024 年 4 月，“AI 绘画”助力 Wink 登顶肯尼亚 App Store 总榜。2024 年 11 月，“AI 发型”推动美图秀秀海外版登顶印尼 App Store 总榜。此外，公司在美国、悉尼等地组建本地化团队，并针对海外市场推出商拍设计、口播视频等生产力工具，计划进一步加大国际市场投放。

● AI 带动付费渗透率提升，盈利能力提升

截至 2024 年，美图付费订阅用户数约 1261 万创下历史新高，同比增长约 38.4%，订阅渗透率约为 4.7%，美图设计室单产品收入近 2 亿元。开拍上线首年登顶口播赛道 MAU 榜首，订阅渗透率达 12.8%。同时公司也在优化业务结构，业务重心聚焦在利润率更高的影像设计产品，战略性调整低毛利的美业解决方案等业务，实现公司整体利润率的显著提升。

● 投资建议

在 AI 加持下，我们看好公司付费率转化进一步提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 41.05/49.85/58.99 亿元(25-26 年前值 45.77/56.24 亿元)，同比增长 22.9%、21.4%、18.3%，NON-IFRS 归母净利润为 9.04/11.95/14.74 亿元(25-26 年前值 8.28/10.74 亿元)，同比增长 54.2%、32.2%、23.3%，维持“买入”评级。

● 风险提示

竞争环境恶化风险；产品上线发展不如预期风险。

● 重要财务指标

单位:千元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,340,761	4,105,157	4,984,656	5,899,324
收入同比 (%)	23.9%	22.9%	21.4%	18.3%
归母净利 (NON-IFRS)	586,167	903,996	1,195,433	1,473,790
归母净利 (NON-IFRS) 同比	59.2%	54.2%	32.2%	23.3%
毛利率 (%)	69%	73%	74%	75%
EPS (元)	0.18	0.18	0.24	0.31
PE	39.86	25.85	19.54	15.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	单位: 千元	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产:	2,518,729	2,525,174	2,532,932	2,540,857		营业收入	3,340,761	4,105,157	4,984,656	5,899,324
%总资产	35.74%	32.63%	29.20%	25.64%		增长率	24%	23%	21%	18%
存货	73,457	61,549	96,321	83,341		营业成本	1,046,550	1,109,945	1,297,922	1,477,087
贸易应收款项	407,014	570,404	602,456	785,620		%销售收入	31%	27%	26%	25%
现金及现金等价物	1,301,412	1,680,267	2,376,206	3,280,007		毛利	2,294,211	2,995,213	3,686,734	4,422,237
其他	2,746,065	2,900,323	3,065,511	3,219,808		销售及营销开支	483,400	574,722	697,852	766,912
非流动资产:	2,518,729	2,525,174	2,532,932	2,540,857		行政开支	399,889	500,711	610,701	723,574
%总资产	35.74%	32.63%	29.20%	25.64%		研发开支	910,703	1,108,392	1,345,857	1,592,817
物业及设备	469,863	474,562	479,307	484,100		减值亏损净额	2,751	8,210	9,969	11,799
使用权资产	52,100	52,100	52,100	52,100		其他收入	23,618	23,341	26,686	31,088
无形资产	519,602	519,602	519,602	519,602		其他(亏损)/收益净额	-364,785	-41,052	-49,847	-58,993
长期投资	1,413,516	1,413,516	1,413,516	1,413,516		融资收入净额	50,664	61,611	75,407	89,192
其他	63,648	65,395	68,406	71,538		无形资产减值亏损	639,556	61,577	74,770	88,490
资产总额	7,046,677	7,737,718	8,673,425	9,909,634		权益法入账的投资亏损	-23,668	-4,105	-4,985	-5,899
流动负债:	1,820,264	1,975,642	2,218,979	2,488,347		除所得税前利润/(亏损)	822,853	904,549	1,144,386	1,471,011
%总负债	90.38%	89.04%	90.07%	91.00%		%销售收入	24.6%	22.0%	23.0%	24.9%
贸易及其他应付款项	786,428	786,428	786,428	786,428		所得税开支	-16,693	-82,103	-49,847	-58,993
其他	870,209	1,025,587	1,268,924	1,538,292		净利润	806,160	822,446	1,094,540	1,412,018
非流动负债:	193,851	243,197	244,628	246,130		%销售收入	24.1%	20.0%	22.0%	23.9%
%总负债	9.62%	10.96%	9.93%	9.00%		本公司持有人	805,176	821,315	1,093,034	1,410,076
负债总额	2,014,115	2,218,838	2,463,607	2,734,477		%销售收入	24%	20%	22%	24%
公司拥有人应占权益	5,026,735	5,513,053	6,203,992	7,169,330		非控股权益	984	1,131	1,505	1,711
非控股股东权益	5,827	5,827	5,827	5,827		%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总权益	5,032,562	5,518,880	6,209,819	7,175,157		归母净利润 (non-IFRS)	586,167	903,996	1,195,433	1,473,790
负债和股东权益	7,046,677	7,737,718	8,673,425	9,909,634		%销售收入	17.5%	22.0%	24.0%	25.0%

现金流量表					单位: 千元
	2024A	2025E	2026E	2027E	
除税前利润	822,853	904,549	1,144,386	1,471,011	
折旧摊销及减值准备	84,219	85,061	85,912	86,771	
经营活动现金净流量	745,807	682,123	995,275	1,230,168	
资本支出	-52,973	-55,000	-56,000	-57,000	
投资活动现金净流量	7,165	-55,000	-56,000	-57,000	
融资活动现金净流量	-104,074	-248,268	-243,336	-269,367	
现金净流量	648,898	378,855	695,939	903,801	
期初现金	640,629	1,301,412	1,680,267	2,376,206	
期末现金	1,301,412	1,680,267	2,376,20	3,280,007	

财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
回报率				
净资产收益率	12.82%	17.73%	21.23%	22.90%
总资产收益率	9.15%	12.65%	15.18%	16.50%
投入资本收益率	15.70%	14.88%	17.60%	19.65%
增长率				
营业收入总收入增长率	23.93%	22.88%	21.42%	18.35%
EBIT 增长率	88%	10%	27%	29%
归母净利润增长率	59%	60%	33%	23%
总资产增长率	22.19%	9.81%	12.09%	14.25%
资产管理能力				
应收账款周转天数	43.4	43.5	42.9	42.9
应付款项周转天数	265.3	258.6	221.2	194.3
存货周转天数	22.2	22.2	22.2	22.2
总资产周转率	52%	56%	61%	63%
偿债能力				
资产负债率	28.58%	28.68%	28.40%	27.59%
流动比率	2.5	2.6	2.8	3.0

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（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，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。