

美图公司（01357.HK）深度研究

擅成人之“美”，战AI之“图”

2024 年 01 月 02 日

【投资要点】

- ◆ 需求侧影像编辑和美业市场需求回暖,供给侧迎来 AI 驱动及 SaaS 转。美妆行业零售额增速回正,线下旅游热潮恢复,带动颜值经济复苏,C 端美拍和美妆行业景气度回升;B 端企业降本增效需求扩大,商业摄影行业数字化转型进程加速,AI 技术的引入降低美术成本,有效促进企业的创意业务发展。我国计算机视觉产品的市场规模预计将于 2023 年将达到 140 亿元,增速预计恢复至 13.8%,CV 相关领域投融资热潮亦全面复苏。同时,视觉大模型及算法迭代迅速,海内外头部科技及互联网企业陆续发表大模型成果。AI 加速全行业数字化转型,垂类 SaaS 的应用价值突出,催生商业摄影、医美美妆、零售销售、内容设计等领域实现商业化落地。
- ◆ “产品+生态+技术”构筑美图三大核心竞争力。美图产品功能及应用场景丰富,完整覆盖 C 端和 B 端客户,利用 AI 迭代旗下影像剪辑软件,高频上线 AI 编辑功能,领跑 AI 图像赛道。公司凭借庞大用户基础占据影像处理领域龙头位置,全方位打造美丽生态,美图秀秀和美颜相机 MAU 连续多年蝉联第一,在摄影与录像类目中,Wink 稳居 App Store 中国区免费榜前。公司不断加大研发投入推动产品创新,引入优质尖端人才,并基于“数据+算法”优势构建技术壁垒。
- ◆ 商业模式不断优化 C 端订阅业务持续增长,SaaS 业务开拓 B 端影像美业市场。2019-2022 年公司 VIP 订阅业务营收 CAGR 约为 109%,公司全面转型订阅制的战略下,多举措催化付费渗透率和 ARPPU 进一步提高,进而推动整体 VIP 订阅业务收入持续增长;公司美业 SaaS 业务以美得得(供应链 SaaS)为主,与 70%以上 CS 百强连锁达成深度合作,构建了连接超亿用户的化妆品零售网络,随着公司供应链管理能力提升、AI 测肤等技术进一步优化,公司 SaaS 业务有望实现长足增长。AI 视觉大模型筑基,构建“底层+中间层+应用层”产品生态,公司推出“懂美学”的 MiracleVision 视觉大模型,截止 2023 年 12 月,已迭代至 4.0 大版本,MiracleVision 具备强劲产品力,落地速度快,商业变现逻辑完备,助力公司持续笑傲技术新时代的美图领域。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (首次)

目标价: 5.13 港元

东方财富证券研究所

证券分析师: 方科

证书编号: S1160522040001

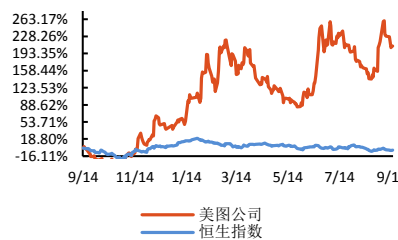
证券分析师: 向心韵

证书编号: S1160523100001

联系人: 向心韵

电话: 021-23586478

相对指数表现



基本数据

总市值(百万港元)	16522.63
流通市值(百万港元)	16522.63
52 周最高/最低(港元)	4.19/1.36
52 周最高/最低 (PE)	143.45/-64.81
52 周最高/最低 (PB)	4.05/1.61
52 周涨幅 (%)	153.48
52 周换手率 (%)	397.99

相关研究

【投资建议】

公司作为国内影像编辑美化行业的龙头企业，在国内影像美业赛道逐渐修复的大背景下，凭借丰富的产品布局、扎实的用户基础、强劲的研发实力，C 端业务营收有望借助 AI 技术实现稳步提升，B 端业务营收有望借助 SaaS 数字化转型和商业化落地实现高速增长。我们预计 23/24/25 年公司营业收入分别为 29.51/39.54/55.26 亿元，同比增速分别为 41.5%/34.0%/39.7%，归母净利润分别为 3.28/4.91/7.04 亿元，经调整归母净利润分别为 3.37/4.70/7.84 亿元，EPS 分别为 0.07/0.11/0.16 元，对应 PE 分别为 45/30/21 倍。

图表 1：美图公司盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,085.33	2,950.70	3,954.40	5,525.78
增长率(%)	25.17%	41.50%	34.02%	39.74%
EBITDA（百万元）	230.79	355.47	502.82	684.37
归属母公司净利润（百万元）	94.14	327.98	490.62	703.79
增长率(%)	311.49%	248.39%	49.59%	43.45%
经调整归母净利润（百万元）	110.54	336.73	469.78	784.49
增长率(%)	39.71%	29.94%	204.62%	39.51%
EPS(元/股)	0.02	0.07	0.11	0.16
市盈率（P/E）	63.02	45.22	30.23	21.07
市净率（P/B）	1.49	3.61	3.22	2.78
EV/EBITDA	20.20	38.86	26.81	19.07

数据来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2023 年 12 月 29 日）

【风险提示】

- ◆ 行业竞争加剧风险；
- ◆ 隐私监管政策风险；
- ◆ 产品迭代不及预期风险；
- ◆ 用户增长不及预期风险。

1、关键假设

1) 影像与设计产品业务: 考虑到公司正处于向订阅制全面转型升级阶段, 且大陆付费渗透率相较于部分海外应用程序而言较低, 未来公司将专注于产品及功能创新, 以及应用内营销, 以提高付费用户渗透率。同时通过 AIGC 功能驱动应用的生产力效用提升, 使用户愿意接纳更高的价位, 推动 ARPPU 进一步提高, 进而带动整体 VIP 订阅业务收入增长。我们预测 2023/2024/2025 年订阅付费用户数量分别为 8.18/10.70/13.57 百万人, ARPPU 分别为 190/194/200 元。最终我们预测 23/24/25 年订阅业务营业收入分别为 15.55/20.75/27.13 亿元。由于影像与设计产品业务主要是 C 端产品, 产品口碑佳, 规模效应强, 将是公司主要的毛利贡献来源, 我们预计影像与设计产品业务 2023/2024/2025 年毛利率分别为 71.50%/71.80%/72.20%。

2) 美业解决方案业务: 公司美业解决方案业务主要以美得得及美图宜肤两款 SaaS 产品为抓手, 根据公司 2023 年中报披露, 美得得 23 年上半年新签订客户数量为 1339 家, 22 年全年新增客户数为 1891 家, 23 年增速可观, 我们判断随着行业数字化和云化转型的深入推进, 公司的两项 To B 的 SaaS 业务有望维持较高的增速。我们预测 2023/2024/2025 年美业解决方案业务的营业收入分别为 6.32/10.79/19.74 亿元。美业解决方案面向 B 端商业客户, 具备定制化属性, 同时由于市场竞争较为充分, 在业务拓展初期, 公司的议价能力受到一定限制, 但由于公司的产品和服务质量受到广泛好评, 同时技术附加值较高, 我们认为随着业务形态逐渐成熟, 将带动美业解决方案业务的毛利率逐年抬升, 我们预计 2023/2024/2025 年美业解决方案业务的毛利率分别为 5.5%/7.05%/9.35%。

3) 在线广告: 受疫情及宏观经济影响, 22 年在线广告业务出现大幅下滑, 随着 23 年社会经济活动的恢复, 23 年上半年公司广告业务同比增长 28.2%, 我们判断, 由于经济复苏叠加 22 年低基数效应, 2023 年广告业务收入将会迎来较快增长, 预计随着广告业务恢复常态, 公司的产品战略更为聚焦, 广告位资源平稳发展, 2024 及 2025 年广告业务收入增速将回落。我们预测广告业务 2023/2024/2025 年营业收入分别为 7.45/7.82/8.21 亿元。广告业务是公司的成熟业务, 影像广告业务定价的主要因子主要来源于市场竞争和下游报价能力的变化, 我们认为随着经济回暖, 公司的产品与旅行出游、时尚潮流等新兴消费场景高度关联, 公司的毛利率将维持过往的稳态水平, 并随着用户群体的付费能力增强, 保持稳中有进。我们预计 2023/2024/2025 年广告业务的毛利率分为 75.30%/76.40%/77.45%。

2、创新之处

影像美业赛道逐渐修复, AIGC 推动商业化场景落地。站在行业角度, 我们从需求侧和供给侧两个大方向展开讨论。其中需求侧我们认为 C 端美拍和美妆行业景气度逐渐回升, B 端的商业摄影行业和企业降本增效需求扩大。供给侧我们认为 AI 技术的变革将驱动影像及 SaaS 数字化转型, 并阐述了四个具体的商业化落地场景。公司有望受益于影像美业行业快速修复带来的红利。

由 C 端延伸至 B 端, 构建 AIGC 产品矩阵。我们认为公司拥有三大核心竞争力: “产品+用户+技术”。凭借庞大用户基础占据图片及视频编辑赛道领先地位, 长期 CV 技术积淀利于快速布局视觉大模型领域, 同时基于大模型构建 AIGC 产品矩阵, 专注细分场景实现差异化竞争。在公司全面转型订阅制的战略下, 我们认为 AI 将催化付费渗透率和 ARPPU 进一步提高, 推动订阅业务营收持续增长。

3、潜在催化

AIGC 技术迭代, 与 MAU、付费率和 ARPPU 提升形成正向循环。在图像生产力领域, 美图可以依靠海量 MAU、视觉大模型、AIGC 应用软件开发积累的经验占据市场领先地位, 技术上实现自我迭代, 使得免费用户体验感上升, MAU 提升, 订阅服务和 AIGC 付费率提升, 形成一个正向循环的商业模式。海内外多模态大模型的快速迭代将带动具备强劲影像 AI 能力的公司加速实现技术的商业化落地与变现。

正文目录

1. 影像处理与社交领域龙头，管理层多次增持彰显信心	6
1.1. 软件起家，硬件筑基，AI 破局	6
1.2. 创始人创投履历显赫，高管多次增持	7
2. 行业趋势：影像美业赛道逐渐修复，AIGC 推动商业化场景落地	8
2.1. 需求侧：影像编辑及美业市场需求回暖	8
2.1.1. C 端：美拍和美妆行业景气度回升	8
2.1.2. B 端：商业摄影行业和企业降本增效需求扩大	9
2.2. 供给侧：AI 驱动影像及 SaaS 数字化转型，催生商业化场景落地	11
2.2.1. 影像技术的智能化变革	11
2.2.2. SaaS 技术的数字化变革	14
2.2.3. 影像及 SaaS 商业化落地的四大场景	15
3. C 端王者，B 端跃进，AI 时代巩固领先地位	17
3.1. 优质产品+用户追随+技术领先共同打造，终成图像处理领域的王牌玩家，	17
3.1.1. 产品优势：产品功能丰富，专注细分场景	17
3.1.2. 用户优势：月活用户基数庞大，细分赛道头部效应明显	19
3.1.3. 技术优势：强劲研发实力推动产品创新，数据+算法构建技术壁垒	21
3.2. AI 大模型筑基，推出“底层+中间层+应用层”的全栈生态	24
3.2.1. 垂直大模型+应用场景+商业模式是大势所趋	24
3.2.2. 美图大模型的核心竞争力：模型能力+落地能力+变现能力	25
3.3. 商业模式不断优化，VIP 订阅服务+SaaS 加速商业化变现	27
3.3.1. VIP 订阅收入规模显著，ARPPU 与付费率增速可观	27
3.3.2. SaaS 业务开拓 B 端影像美业市场，创新方案助力美业数字化发展	28
3.3.3. 2022 年首次实现 IFRS 全年盈利，未来看点在于订阅业务及美业业务	30
4. 盈利预测与投资建议	31
4.1. 关键假设与盈利预测	31
4.2. 估值与投资建议	33
5. 风险提示	34

图表目录

图表 1：美图公司盈利预测	2
图表 2：美图公司发展历程	6
图表 3：美图高管团队	7
图表 4：蔡文胜、吴泽源历史增持情况	7
图表 5：2021 年 1 月-2022 年 6 月美颜拍摄行业月独立设备数及渗透率	8
图表 6：2021 年热门类别 APP 月均活跃设备数量与渗透率对比	8
图表 7：2022Q1-2023Q2 中国化妆品市场零售额	9
图表 8：2023 年 1 月女性用户典型消费品类电商关注度	9
图表 9：2023 年 1 月女性用户美妆细分品类电商关注度	9
图表 10：2010-2022 年 Adobe 营收构成及订阅业务增速	10
图表 11：2010-2022 年 Adobe 营运利润率及订阅业务毛利率	10
图表 12：2017-2024E 中国企业级 SaaS 市场规模及增长率预测	11
图表 13：2009-2025E 全球与中国 SaaS 渗透率	11
图表 14：2010-2017 年历届 ImageNet 冠军人脸识别错误率与神经网络层数	11

图表 15: 视觉人工智能识别精度及应用场景示例	12
图表 16: 2021-2023E 中国计算机视觉市场规模预测	12
图表 17: 视觉大模型发展历程	13
图表 18: 国内外视觉/多模态大模型最新动态梳理	13
图表 19: 2020 年中美云计算结构差异	14
图表 20: AIGC 行业应用成熟度模型	15
图表 21: 商业摄影场景下的影像数字化应用示意	15
图表 22: 妙鸭相机界面	16
图表 23: B612 咔叽 AI 韩式证件照功能	16
图表 24: 医美/美妆场景下影像及 SaaS 数字化的应用	16
图表 25: 零售营销场景下影像数字化的应用	17
图表 26: 美图设计室“AI 模特试衣”功能示意	17
图表 27: 内容设计场景下影像数字化的应用	17
图表 28: 美图设计室“AI 海报”	17
图表 29: 美图产品体系	18
图表 30: 2022 年中国影像数字化厂商综合实力榜单	18
图表 31: WHEE、Wink 与部分竞品功能及定价对比	19
图表 32: 2016H1-2023H1 美图 MAU 规模及增速	19
图表 33: 16H1-23H1 美图 MAU 构成(按产品划分)	20
图表 34: 16H1-23H1 美图 MAU 构成(按地区划分)	20
图表 35: 2022-2023Q2 美图秀秀、美颜相机平均 MAU (亿人)	20
图表 36: 2016-2022 年美图研发费用、增速及研发费用率	21
图表 37: 美图近期部分专利申请详情	22
图表 38: 美图关于 IMS 业务所采取的隐私保护措施	22
图表 39: 人脸检测基准测试结果	23
图表 40: 美图影像研究院 MT Lab 部分核心技术示意	23
图表 41: ICCV 2019 DeepFashion2 挑战赛“服饰关键点估计”排名	24
图表 42: MT Lab 国际赛事奖项汇总	24
图表 43: 美图 AI 产品生态	25
图表 44: 美图 MiracleVision 大模型及发展趋势	25
图表 45: 美图“AI 绘画”、“AI 写真”、“AI 扩图”功能示意	26
图表 46: 美图 AI 开放平台部分 API 付费方案及定价	26
图表 47: 2019-2022 年美图 VIP 订阅业务收入及增速	27
图表 48: 2020-2022 年美图 VIP 订阅业务 ARPPU 及增速	27
图表 49: 美图部分产品 VIP 订阅价格及权益	27
图表 50: 美得主营业务	28
图表 51: 美图化妆品零售 SaaS 服务示意	28
图表 52: 美图人工智能测肤 SaaS 服务示意	29
图表 53: 美图宜肤 V 功能示意	29
图表 54: 美图宜肤分阶 SaaS 服务	29
图表 55: 美图商业摄影 SaaS 服务示意	30
图表 56: AI 图像与人工图像对比	30
图表 57: 2022 年美图主营业务构成(百万元)	31
图表 58: 2016-2022 年经调整后归母净利润及净利率	31
图表 59: 2023H1 经营情况	31
图表 60: 美图公司收入拆分及预测	32
图表 61: 美图公司盈利预测	33
图表 62: 可比公司估值比较	34

1. 影像处理与社交领域龙头，管理层多次增持彰显信心

1.1. 软件起家，硬件筑基，AI 破局

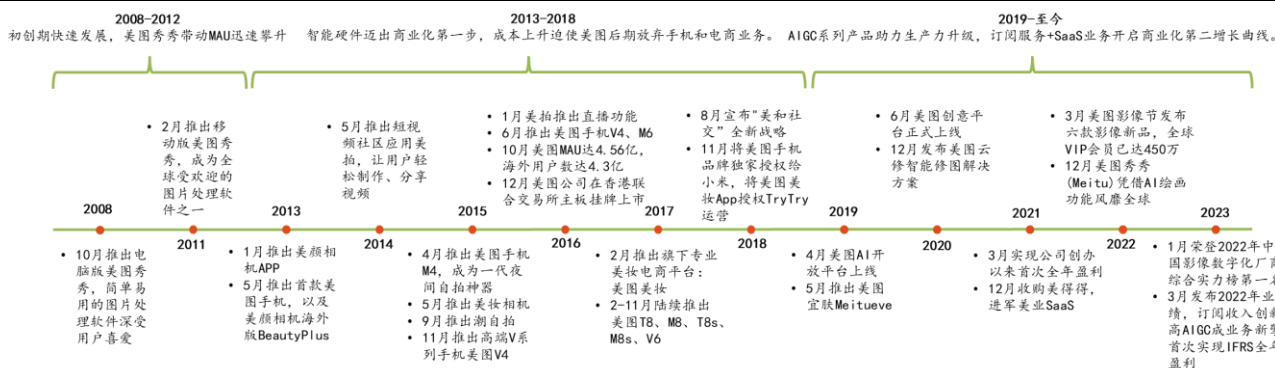
美图公司成立于2008年10月，是一家以“美”为内核、以AI为驱动的科技公司，通过影像产品和颜值管理服务帮助用户全方位变美，通过SaaS服务助力美丽产业数字化升级。截至2023年6月，美图公司月活跃用户总数为2.47亿，其中海外月活跃用户数达7368.8万。2022年以来，公司开始着力构建视觉大模型和AIGC产品矩阵。2008年至今，公司发展历程大致可分为以下三个阶段：

1) 2008-2012：初创期快速发展，美图秀秀带动MAU迅速攀升。美图公司成立于2008年10月，同时发布电脑版美图秀秀。2011年2月，推出移动版美图秀秀。2012年12月，美图秀秀PC端用户量突破1亿，PC+移动端用户量突破2亿。

2) 2013-2018：智能硬件迈出商业化第一步，成本上升迫使美图后期放弃手机和电商业务。2013年5月16日，美图推出第一款手机美图1（亦称作MeituKiss）。2013-2018年美图陆续推出数字系列、M系列、T系列、V系列四个系列的美图手机。2016年12月美图公司在香港联合交易所上市，证券代码为01357.HK。2018年受国内手机市场价格战影响，美图智能硬件业务亏损严重，后将手机业务授权给小米。

3) 2019-至今：AIGC系列产品助力生产力升级，订阅服务+SaaS业务开启商业化第二增长曲线。2019年4月，美图AI开放平台上线。2021年，公司取得美得得控股权，进军美业SaaS。2023年3月，美图发布2022年财报，公司首次实现IFRS全年盈利，其中VIP订阅业务创历史新高，AIGC成为业务新引擎。2023年12月5日，MiracleVision 4.0版本发布，最新版本具备AI设计与AI视频能力。

图表 2：美图公司发展历程



资料来源：美图公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 创始人创投履历显赫，高管多次增持

蔡文胜为美图创始人之一，曾任公司执行董事及董事长，亦是中国互联网及技术行业的企业家及著名投资人，具有丰富的投资经验，曾任北京二六五科技有限公司董事长，并参与投资暴风集团、58同城及飞鱼科技等。吴欣鸿(又名吴泽源)亦为美图创始人之一，现任公司执行董事、董事长及CEO，负责公司的整体管理。2023年6月1日，美图公司发布公告，蔡文胜辞任公司董事长，美图公司创始人兼CEO吴欣鸿当选公司董事长。

美图的高管团队亦具有丰富的管理及从业经验。颜劲良，CFO兼公司秘书，曾任UBS AG的董事和香港及中国互联网研究主管，云游控股COO、CFO、联席公司秘书，泡泡玛特独立非执行董事等职位。王秀娟，COO，负责公司商业化策略及创新生态系统，曾担任多家中国消费者移动及互联网公司的联合创始人。施娜，CHO，曾任联想集团、自如集团的人力资源及运营总监。

图表 3：美图高管团队



吴欣鸿（亦称吴泽源）
创始人，董事长兼CEO

中国科协第十届全国委员会
委员
第十届“中国青年创业
奖”获得者



颜劲良，CFA
CFO兼公司秘书

整体的财务管理、资本
市场运作、战略投资、
投资者关系、法务及上
市合规
巴伦中国“港美上市中
国公司CFO精英100”



施娜
CHO

战略运营、项目管理、
人力资源及行政管理



陈剑毅
集团高级副总裁，影像产
业事业群总裁

公司产品、商业化、订
阅业务

资料来源：美图公司官网，东方财富证券研究所

依据最终控制人的口径统计，截至2023年6月30日，公司前三大股东分别为蔡文胜（25.34%），吴泽源（12.92%），陈家荣（11.64%），合计持股比例达49.9%。根据公司公告，蔡文胜和吴泽源于2017-2022年间多次增持公司股票，两人共同持股比例不断上升，向外界透露出管理层对于公司股价提振的信心。

图表 4：蔡文胜、吴泽源历史增持情况

时间	高管名称	均价（港元）	增持股份数（万股）	共同持股比例
2017年12月21日	蔡文胜	10.02041	300	39.07%
2017年12月22日	蔡文胜	10.31325	350	39.15%
2018年4月13日	蔡文胜	8.64025	200	39.18%
2018年4月16日	蔡文胜	8.96145	210	39.23%
2018年4月25日	蔡文胜	8.19941	300	——
2018年4月26日	蔡文胜	8.13721	500	39.42%
2018年5月10日	吴泽源	8.3575	128	39.50%
2018年11月30日	蔡文胜	3.30713	500	40.54%
2022年4月1日	吴泽源	0.9661	100	——

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 行业趋势：影像美业赛道逐渐修复，AIGC 推动商业化场景落地

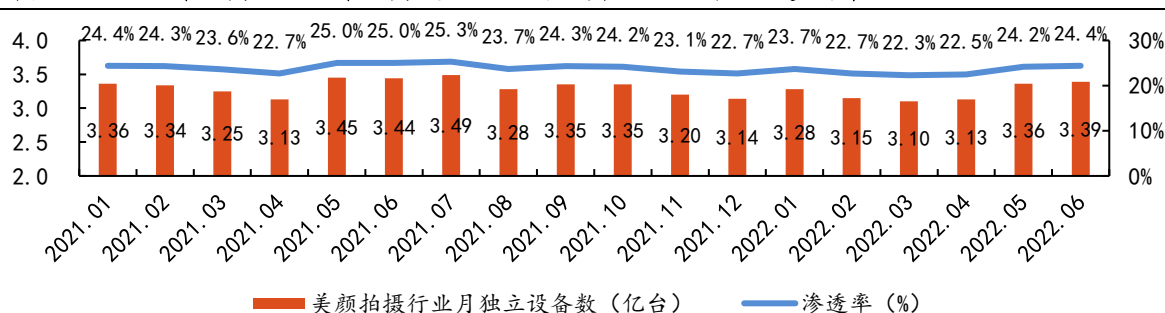
2.1. 需求侧：影像编辑及美业市场需求回暖

2.1.1. C 端：美拍和美妆行业景气度回升

后疫情时代，人们的出游频率上升，线下商业活动频率恢复，对形象管理和美的需求逐渐恢复。

美颜拍摄类 APP 用户规模庞大，月活及渗透率较高。根据艾瑞咨询数据，2021 年 1 月-2022 年 6 月间，美颜拍摄行业月总独立设备数稳定在 3 亿以上，最高达 3.49 亿，渗透率普遍在 22% 以上，行业平均渗透率达到 23.8%，较 2019 年有显著提升。

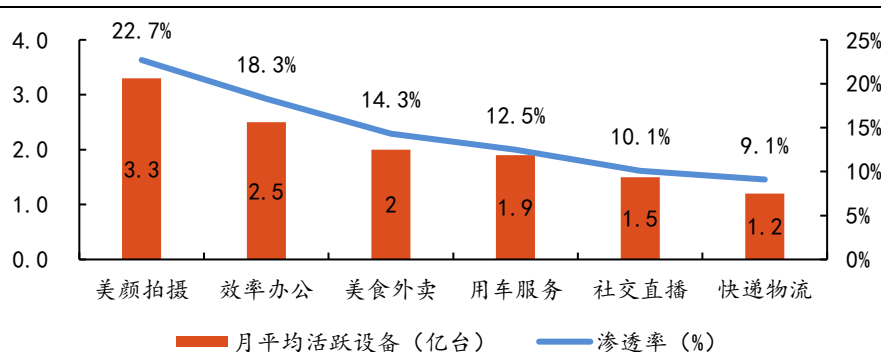
图表 5：2021 年 1 月-2022 年 6 月美颜拍摄行业月独立设备数及渗透率



资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国美颜拍摄类 APP 用户营销价值洞察报告》，东方财富证券研究所

与热门 APP 类别进行横向对比，2021 年美颜拍摄类 APP 的平均月活设备与渗透率分别为 3.3 亿台和 22.7%，大幅领先于效率办公、美食外卖等类别，流量价值突出。

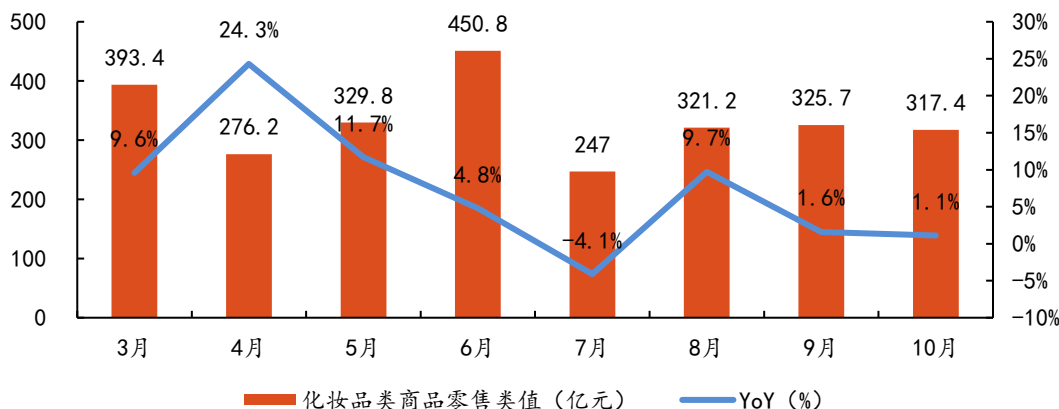
图表 6：2021 年热门类别 APP 月均活跃设备数量与渗透率对比



资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国美颜拍摄类 APP 用户营销价值洞察报告》，东方财富证券研究所

美业回暖带动颜值经济复苏。根据国家统计局数据，2023 年 1-9 月化妆品类商品零售类值累计值达到 2966 亿元，同比增长 6.8%，其中 2023Q1 中国化妆品类商品零售额达 1043.2 亿元，2023Q2 中国化妆品类商品零售额达 1028.2 亿元，均实现同比正向增长。得益于后疫情时代消费及社交场景的全面放开，美业消费者需求亦有大幅回暖趋势，国内颜值经济发展重回正轨。

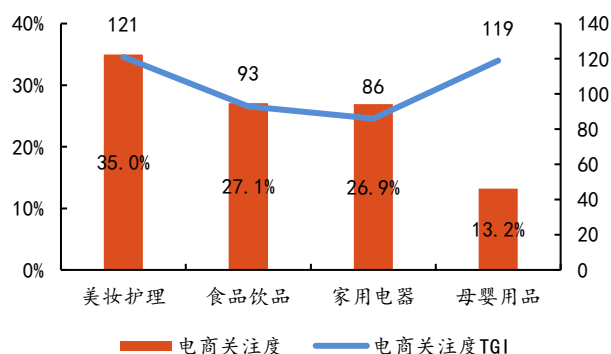
图表 7：2022Q1-2023Q2 中国化妆品市场零售额



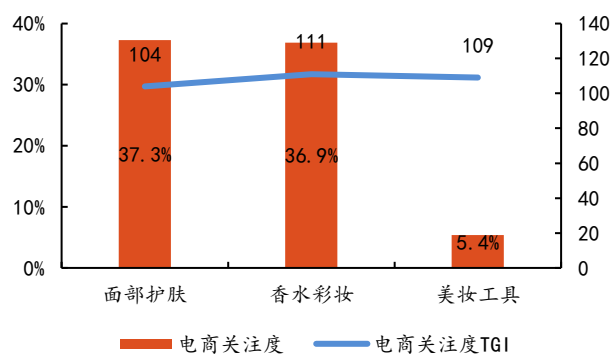
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

当下女性群体依旧是“颜值经济”的主要消费人群。根据 QuestMobile 统计，2023 年 1 月女性用户典型消费品类中，电商关注度最高的是美妆护理品类（35%），TGI 为 121，高于餐饮、家电、母婴等其他女性用户典型消费品类。在美妆护理细分品类中，电商关注度最高的是面部护肤品类（37.3%），TGI 为 104，美妆工具品类（5.4%）虽然关注度较低，但 TGI 却达到了 109，体现出用户对于该细分品类具有较强的兴趣与偏好，用户群体未来增长空间广阔。

图表 8：2023 年 1 月女性用户典型消费品类电商关注度



图表 9：2023 年 1 月女性用户美妆细分品类电商关注度



资料来源：QuestMobile《2023 年“她经济”洞察报告》，东方财富证券研究所

（注：1、品类关注度：指统计周期内，在电商平台中，浏览某品类商品的目标用户，占浏览四大消费品类所有商品的目标用户比例；2、细分品类关注度：指统计周期内，在电商平台中，浏览某品类商品的目标用户，占浏览该商品所在一级品类对的目标用户比例。）

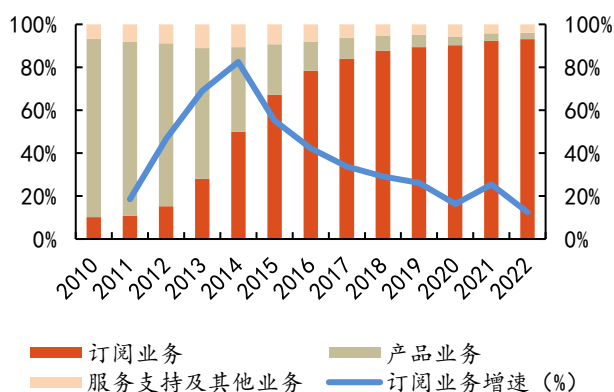
2.1.2.B 端：商业摄影行业和企业降本增效需求扩大

C 端对图片、视频美化的需求以及对智能化技术的应用习惯将逐渐传导至 B 端，进而催生更加专业的影像数字化需求。

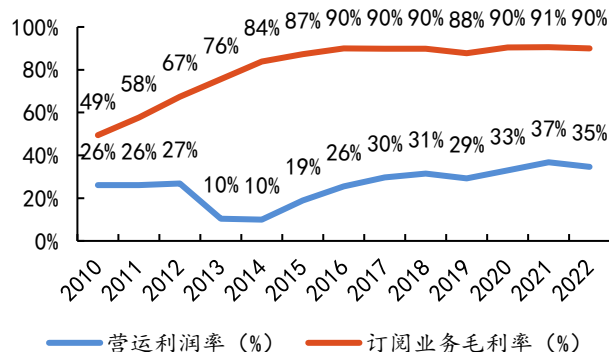
1) 商业摄影增速迅猛，人力成本高企促企业找寻降本增效良药。根据美图云修官网资讯，商业摄影赛道市场规模预计 2026 年有望达到 7658.60 亿元。创意类业务过去依赖人力资源投入，流水线、批量化生产难以保证产品审美的独特性乃至原创性，但是创意团队的建设难以形成规模效应，随着人力成本不断增长，商业摄影行业也正在面临变革，转型升级和降本增效的需求出现。AI 图像技术以及半定制的 SaaS 产品形态的出现极大地帮助了改善创意类业务效能，帮助企业在相关环节实现降本增效。

2) SaaS 有助于企业降本增效，具有较强规模效应和利润空间。SaaS 模式相对传统软件只需部署一套软件实例，所需投入的开发、服务器、运维人员是明确的，且后续系统升级和维护可通过云端完成。随着客户规模的上升，分摊到单个客户所需要承担的成本将进一步下降，因此利润率将进一步提升。以全球头部 SaaS 公司 Adobe 为例，其自 2012 年开始战略性地从传统软件产品业务转移到 SaaS 订阅业务。2010-2022 年，公司 SaaS 订阅业务营收占比从 10% 上升至 93%，SaaS 订阅业务的毛利率从 49% 上升至 90%，公司整体的营运利润率从 26% 提高至 35%。

图表 10：2010-2022 年 Adobe 营收构成及订阅业务增速



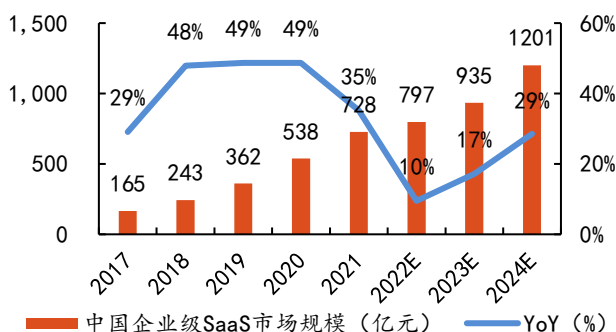
图表 11：2010-2022 年 Adobe 营运利润率及订阅业务毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

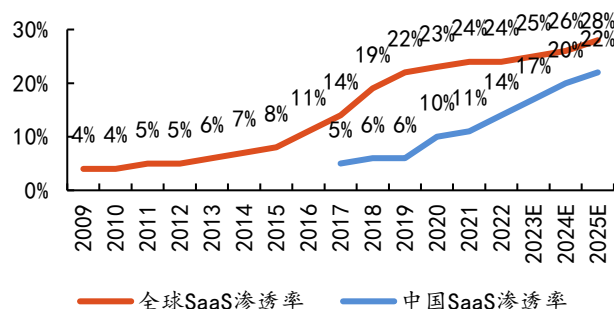
3) 中国企业级 SaaS 市场前景广阔，渗透率仍有提升空间。在企业数字化转型中，SaaS 扮演着应用场景层面的关键作用，承接了数字化“场景孵化器”的重任。中国企业级 SaaS 的 To B 服务遍及全行业，已突破 500 大类应用，主要以传统 IT 的 SaaS 为主，以协同、CRM、HR 为代表。随着业务垂直场景的变化与爆发，非标准化 SaaS 服务市场已经崛起，但渗透率与发达国家还存在差距，未来有较大发展空间。

图表 12: 2017-2024E 中国企业级 SaaS 市场规模及增长率预测



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国企业级SaaS行业研究报告》，东方财富证券研究所

图表 13: 2009-2025E 全球与中国 SaaS 渗透率



资料来源：Mob研究院《2022年中国企业级SaaS行业研究报告》，东方财富证券研究所

2.2. 供给侧：AI 驱动影像及 SaaS 数字化转型，催生商业化场景落地

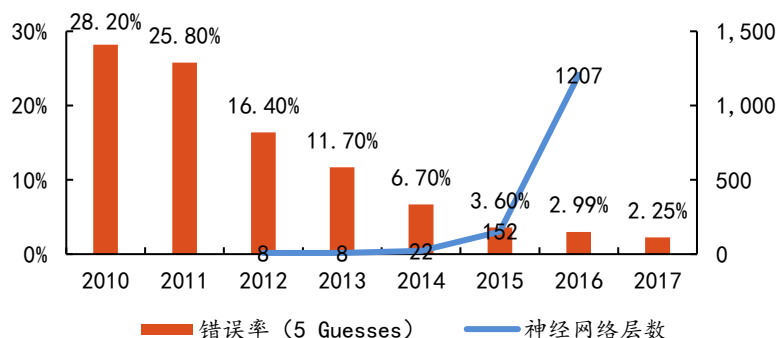
2.2.1. 影像技术的智能化变革

AI 推动影像数字化转型升级。影像数字化厂商的技术壁垒构建主要包括数字图像处理和 AI 算法两方面，其中 AI 算法是最核心的部分，包括对人体人脸的检测与美化、对场景的识别、对表情的识别等，以及更前沿的技术领域如自动生成、3D 重建等，将为影像行业带来新的变革。

1) 计算机视觉技术前景广阔

深度学习的出现极大推动了视觉人工智能行业的发展。2015 年，视觉人工智能系统识别项目 ImageNet 比赛中，ResNet 以 3.57% 的识别错误率首次超越人类视觉的 5.1%。目前人脸识别准确率已经提升至 97% 以上。2010 年至 2017 年历届 ImageNet 冠军人脸识别错误率情况如下：

图表 14: 2010-2017 年历届 ImageNet 冠军人脸识别错误率与神经网络层数

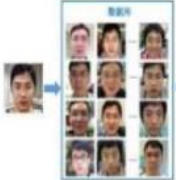


资料来源：ImageNet，虹软科技招股书，东方财富证券研究所

目前，随着技术的不断发展，视觉人工智能能够识别信息的种类从最初的文字信息，到人脸，人的体态，以及各种不同的物体的识别。识别精度也从最

初的 1:1 比对,到用于门禁系统等的 1:N 比对,以及用在黑名单监控等场景的 M:N 动态监控,同时数据标注的自动化程度极大提高,进一步提高识别效率,降低识别成本。

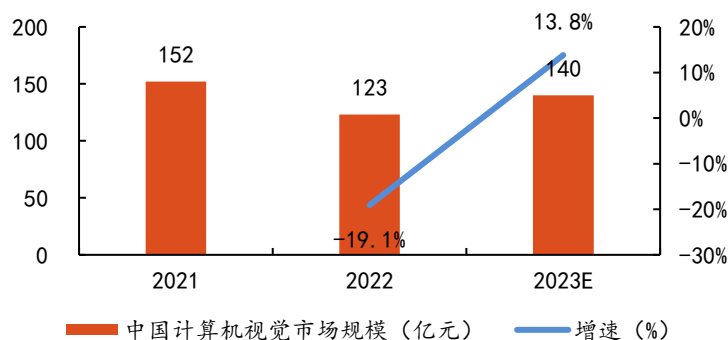
图表 15: 视觉人工智能识别精度及应用场景示例

1:1 人脸验证	1:N 静态人脸识别	M:N 动态人脸识别	体态识别 与行为预测
			

资料来源:虹软科技招股书,东方财富证券研究所

2022 年,计算机视觉(又称 AI 视觉)相关投融资热潮全面复苏,作为近两年来 AI 产业上市最火爆的细分赛道,涌现了商汤科技、格灵深瞳、云从科技、奥比中光等 IPO 企业,表示 AI 视觉的行业成熟度和认可度已进入新阶段。根据艾瑞咨询测算,2022 年我国计算机视觉产品的市场规模占整个人工智能行业的 42.4%。根据 IDC 发布的《中国人工智能软件 2022 年市场份额》报告,2022 年计算机视觉市场规模达 123.0 亿元,相比 2021 年同比缩减 19.1%,市场规模受宏观经济环境影响有所收紧,但随着人工智能市场需求的增长,预计 2023 年计算机视觉市场增速将恢复至 13.8%,达到 140 亿元。

图表 16: 2021-2023E 中国计算机视觉市场规模预测

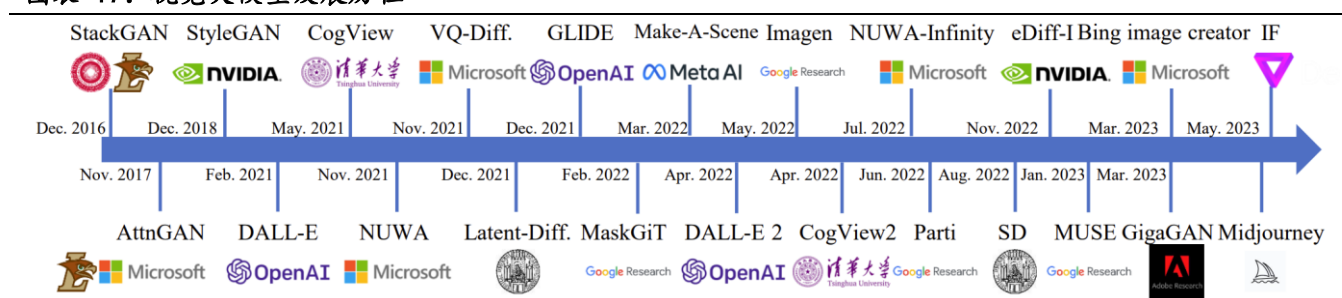


资料来源: IDC, 中商产业研究院《中国人工智能行业市场前景及投资机会研究报告》, 东方财富证券研究所

2) 视觉大模型及算法迭代迅速

随着 AI 大模型研发应用热潮持续高涨,赛道内的玩家开始将重心从语言大模型转向视觉大模型。近期,Adobe、Meta、360、美图等多家国内外互联网头部企业纷纷发表大模型成果,为本就火热的 AI 市场再添新潮。大模型在计算机领域的突破已临近技术突破的节点。随着 2020 年 ViT 模型的发布后,Attention/transformer 在计算机视觉开始得到深度应用,近三年在语义分割、目标检测等多个 CV 关键任务上 SOTA 模型性能持续提升,大模型在计算机视觉正在突破原有 CNN 模型的性能瓶颈。

图表 17：视觉大模型发展历程



资料来源：CVPR 2023《Alignments in Text-to-Image Generation》，东方财富证券研究所

图表 18：国内外视觉/多模态大模型最新动态梳理

时间	研发企业/团队	大模型/产品名称	最新进展
2023 年 7 月 19 日	云从科技	行人基础大模型	行人基础大模型在 PA-100K、RAP V2、PETA、HICO-DET 四个数据集上从阿里巴巴、日立等多家知名高校、企业与研究机构脱颖而出，刷新世界纪录。其中最高在 PA100K 上的 Fine-tuning 准确率达到 92.89% ，比 SOTA 高出 5.2% 。
2023 年 7 月 19 日	商汤	SenseMirage 3.0	SenseMirage 3.0 的参数提升至 70 亿 量级，能带来更强的图片生成效果和精细度，作图速度提升 3 倍 。
2023 年 7 月 18 日	上海人工智能实验室	书生多模态大模型	包含 200 亿 个参数，由 80 亿 个海量多模态样本训练而成，支持 350 万语义标签 的识别和理解，具备开放世界理解、跨模态生成、多模态交互 3 方面核心能力。在全球 80 多种多模态和视觉评测任务中性能领先， 超过谷歌、微软、OpenAI 等研发的同类模型。
2023 年 7 月 7 日	华为云	盘古大模型 3.0	盘古大模型 3.0 是一个面向行业的大模型系列，包括“5+N+X”三层架构。其中 L0 层包括自然语言、视觉、多模态、预测、科学计算五个基础大模型。盘古 3.0 为客户提供 100 亿参数、380 亿参数、710 亿参数和 1000 亿参数 的系列化基础大模型，匹配客户多样化需求。
2023 年 6 月 26 日	百度	文心大模型 3.5	文心大模型 3.5 的模型效果相比于 3.0 版本提升超过 50% ，训练速度提升 2 倍 ，推理速度提升 30 倍 。在 IDC 最新发布的《AI 大模型技术能力评估报告》中，拿下 12 项指标的 7 个满分 ， 综合评分第一，算法模型第一，行业覆盖第一 。
2023 年 6 月 23 日	Midjourney	Midjourney 5.2	带来了方形重构、标准变焦、无限缩放、自定义缩放重构、风格化、变化模式、不同个人照片、更短提示等八大功能。其中“Zoom out”功能，可以模拟相机的“超广角、中长焦”效果，为图像添加不同焦距下的透视细节。
2023 年 6 月 19 日	美图	MiracleVision	国内首个懂美学的 AI 视觉大模型 ，搭建了基于机器学习的美学评估系统，为模型生成结果打上“美学分数”，从而不断地提升模型对美学的理解，具备独特的美学创作者生态。
2023 年 6 月 13 日	360	360 智脑大模型 4.0	千亿级别 的自研多模态大模型，具备四大核心能力，包括文字处理能力、图像处理能力、语音处理能力以及视频处理能力，可实现文生文、文生图、文生表、图生图、图生文、视频理解等功能。

2023 年 4 月 6 日 Meta AI

Segment Anything
Model (SAM)

改变了传统的 CV（计算机视觉）技术路径，基于统一框架 Prompt Encoder，能够对照片或者视频中指定的任一对象，如关键点、边界框、文字等进行物体分割，并实现零样本迁移。

资料来源：云从科技官网，上海人工智能实验室官网，华为云官网，美图公司官网，媒体号：金融界、36 氪、新智元、IT 之家、新京报、光明网、文汇报、澎湃新闻，东方财富证券研究所

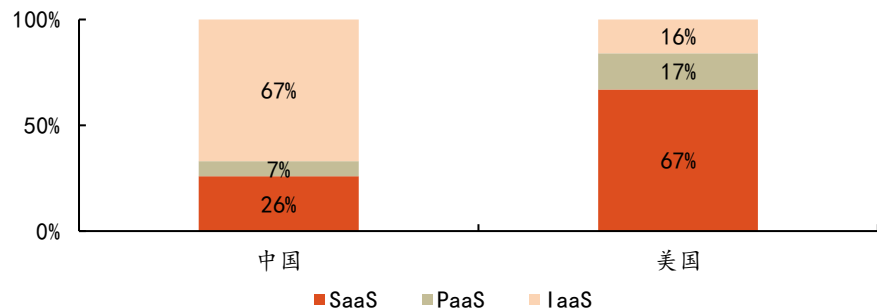
2.2.2. SaaS 技术的数字化变革

AIGC 推动 SaaS 数字化转型升级，行业垂直类 SaaS 将成为垂直领域大模型应用最具价值的场景之一。过往 SaaS 行业由 CRM/SCRM、营销、零售电商等强商业增长属性的赛道领跑，随着 SaaS 应用进入深水区，将由改善生产关系向重新定义生产力转变。如将 AIGC、事件驱动、数据分析等能力融入到产品中，强化 SaaS 产品的技术属性，将有望发挥更大的价值。

当下开源互联网数据尚不能支撑 AI 在行业垂直应用方面取得明显优势，未来 AI 发展的核心将是垂直行业数据来源。相比业务垂直类和基础工具类 SaaS，垂直行业类 SaaS 服务于某一个或几个垂直类行业，拥有对垂直行业的深度理解、海量的非公开优质数据，将成为垂直领域大模型的重要数据来源，同时也将成为垂直领域大模型应用最具价值的场景之一。伴随着具有行业数据的企业参与到 AI 进程中，基于通用模型形成的具备垂直行业 know-how 与知识图谱的行业大模型，将为行业提供专业度更高、可实际商用的 AI 解决方案。

中国 IT 基础设施逐渐完善，推动 IT 建设从 IaaS 向 SaaS 演进。从云计算市场结构来看，美国云计算主要集中于 SaaS 领域，而中国 IaaS 占比较高。主要原因在于美国 IT 基础设施相对完善，而中国 IT 产业发展晚，在较长一段时间内，基础设施上云是中国云计算产业发展的主基调。近些年，在“互联网+”、大数据战略、数字经济、新基建及数字化转型等趋势及政策下，中国 IT 基础设施得到了快速发展。未来中国云计算产业发展重点将从基础设施上云向产业应用上云，SaaS 的产业化进程有望加快。

图表 19：2020 年中美云计算结构差异

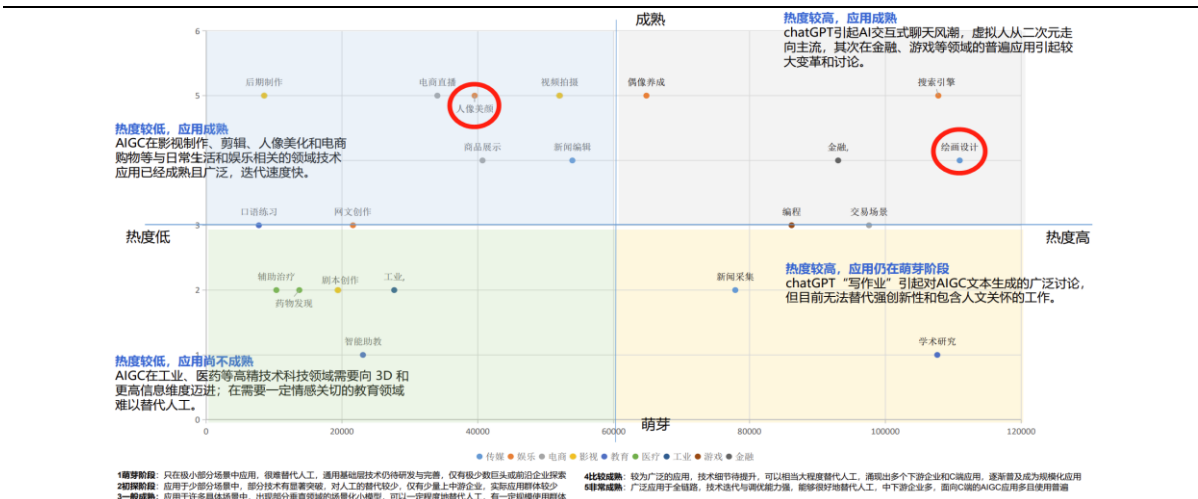


资料来源：IDC，亿欧智库《2022 年中国行业垂直类 saas 行业研究报告》，东方财富证券研究所

2.2.3. 影像及 SaaS 商业化落地的四大场景

根据清华大学新闻与传播学院元宇宙文化实验室与中新经纬研究院联合发布的《AIGC 发展研究报告》，AIGC 在影视制作、剪辑、人像美化等与日常生活和娱乐相关的领域技术应用已经非常成熟广泛，而且技术迭代速度快，调优能力强，但当前的热度仍处于中低位水平，仍有进一步发展空间。而 AIGC 在绘画设计领域已同时具备较高的成熟度及热度。

图表 20：AIGC 行业应用成熟度模型



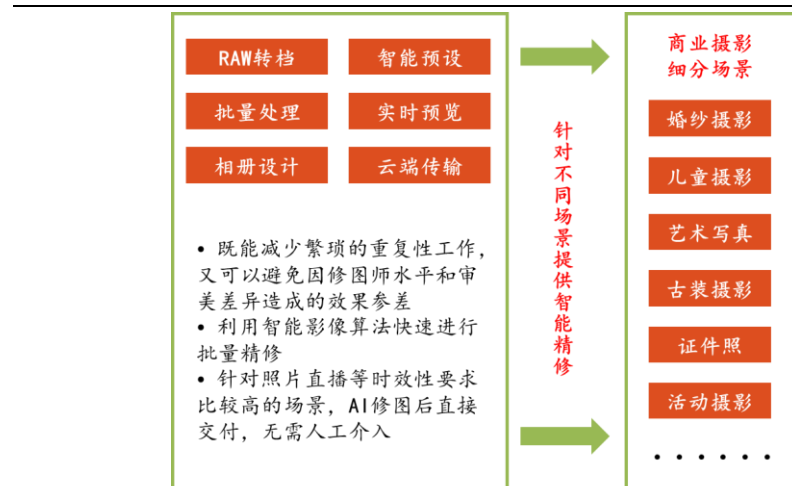
资料来源：清华大学新闻与传播学院元宇宙文化实验室，中新经纬研究院《AIGC 发展研究报告》，东方财富证券研究所

以下将从商业摄影、医美美妆、零售销售、内容设计四个方向展开描述 AIGC 驱动下的影像及 SaaS 商业化落地场景：

1) 商业摄影：对输入图像进行智能处理，帮助图像师提升出图效率与质量

商业摄影行业属于劳动密集型的服务行业，且人力成本、产出效率、产出质量等成为影响企业经营服务水平的关键因素。影像数字化产品将智能影像技术引入商业摄影行业，大幅提升修片品质与效率，从而节省人力成本，压缩了从拍摄到交付的时间周期，为客户带来更优质高效的服务体验。商业摄影场景影像数字化技术主要包括美颜美妆技术、人体美型技术以及图像优化技术等。

图表 21：商业摄影场景下的影像数字化应用示意



资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

AI 写真是其中一个典型的商业化场景。2023 年 5 月 30 日，美图公司旗下的美颜相机上线了“AI 写真”功能。该功能通过 Few-shot Learning(少样本学习)个性化训练方案生成用户形象，AI 基于用户形象模型，5 分钟内即可快速生成场景妆造，为用户提供一套高级写真，单次费用不足 10 元。

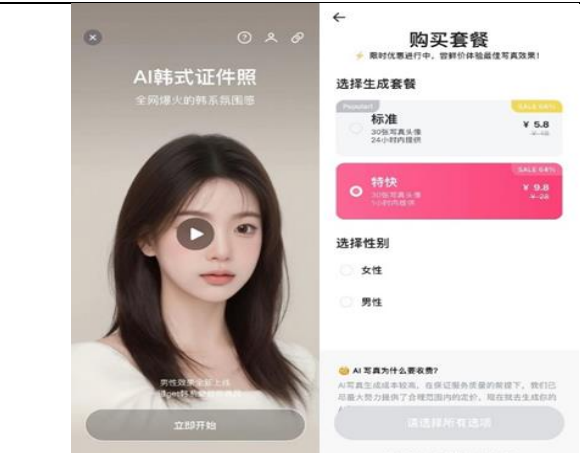
2023 年 7 月 17 日，“妙鸭相机”正式上线，掀起 AI 写真热潮。2023 年 8 月 4 日，妙鸭相机 B 端工作站上线。在妙鸭相机出圈后，同行开启追逐赛。美图旗下的美颜相机，把 AI 写真的价格从上线时的 9.9 元，降至 3.9 元；B612 咔叽生成一套 30 张不同风格的“影棚级写真”，24 小时内出片价格为 5.8 元，如需加急到一小时内出片，可以选择特快通道 9.8 元。

图表 22：妙鸭相机界面



资料来源：妙鸭相机APP，财经网，东方财富证券研究所

图表 23：B612 咔叽 AI 韩式证件照功能



资料来源：B612 咔叽APP，东方财富证券研究所

2) 医美/美妆：识别皮肤特征，帮助美容护肤品行业洞察消费者需求

护肤品及医美行业近年来热度飙升，消费者过去多数是依靠品牌宣讲护肤知识，但随着消费者意识高涨，产品差异小、定制程度低，导致消费者缺乏长期忠诚度，品牌也难以在专属赛道胜出。影像数字化产品的引入可以帮助企业深入掌握消费者护肤需求，增强转化说服力，长期更有助于顾客精细化运营，并为规模化验证产品效果提供支持。

图表 24：医美/美妆场景下影像及 SaaS 数字化的应用

行业特点	用户需求	实践应用
•低信赖：消费者护肤意识提升，不信赖美容销售的专业性，及对消费者皮肤情况的主观判断； •个人化：消费者追求适合个人状态的针对性疗程，并更加认可科学护肤观念。	•采集顾客面部影像：经过分析得出皮肤影像特征，包括受测者皱纹、斑点、苹果肌下垂等纹理迹象； •数据赋能：将分析结果提供给美容护肤品行业，帮助企业洞察消费者护肤需求，协助产品研发，或者作为销售向消费者推荐产品时的科学数据支撑。	•专柜测肤：利用手机、PAD等工具实现拍照测肤，或利用大型测肤仪获取顾客面部特征，并利用AI进行肤况分析，针对性推荐护肤疗程，起到拉新转化作用； •美容仪器：美容仪器厂商与影像数字化厂商合作，根据顾客皮肤需求形成数据与皮肤管理方案，定制波形，实现不同的护肤效果。可以实现皮肤的长期跟踪对比，除皮肤检测外，还可进行原因对比分析、专家建议等，优势在于测肤算法和大数据积累。

资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

3) 零售营销：提供简单易用的营销工具，以及具备行业理解的管理系统

在零售营销场景，小微企业占据较大比重，2023 年 7 月 7 日，华为开发者大会（HDC.Cloud 2023）上，美图公司旗下美图设计室联合华为云，发布 SaaS

应用“AI 模特试衣”。“AI 模特试衣”通过上传人台图、真人图或服装图，提取衣服，AI 生成模特并与衣服融合三步，即可快速完成服装上身效果。服装图片的制作时间由“天”级降至“秒”级，缩短上架周期，帮助服装行业降本提效。

图表 25：零售营销场景下影像数字化的应用



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

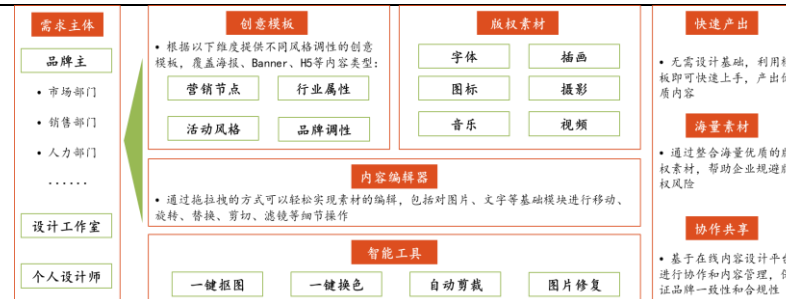
图表 26：美图设计室“AI 模特试衣”功能示意



资料来源：美图微信公众号，东方财富证券研究所

4) 内容设计：利用创意模板快速上手，简单操作即可产出丰富多样的内容。内容设计主要包括图文和音视频两大类，其中图文内容根据应用场景在图像尺寸、版面设计、交互内容方面有一定的规律性，影像数字化产品便以此为切入点，采用创意模板+版权素材+内容编辑器的形式，帮助具有内容设计需求的企业和个人快速实现内容生产。音视频内容虽然存在较高制作难度，但目前亦有部分厂商开始探索利用简易编辑器降低其设计门槛，推动行业的更新迭代。

图表 27：内容设计场景下影像数字化的应用



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

图表 28：美图设计室“AI 海报”



资料来源：美图微信公众号，东方财富证券研究所

3. C 端王者，B 端跃进，AI 时代巩固领先地位

3.1. 优质产品+用户追随+技术领先共同打造，终成图像处理领域的王牌玩家，

3.1.1. 产品优势：产品功能丰富，专注细分场景

美图产品功能及应用场景丰富。美图产品体系主要分为 C 端和 B 端两大方向。其中 C 端面向用户的产品主要涵盖图像和视频两种类型，B 端面向行业的产品大致可分为图像、美业、广告和 AI 四种类型。

图表 29：美图产品体系

定位	产品类型	产品名称	功能
C 端	图像类	美图秀秀	图片视频编辑
		美颜相机	面向年轻用户的美颜工具
		蛋啵	拍娃晒娃
		美妆相机	虚拟试妆
		Chic	多主题相机，生成艺术感 Plog
	视频类	Wink	视频编辑美颜
		开拍	高清口播视频创作
B 端	图像类	美图秀秀桌面版	为电商、行政、新媒体、市场营销等人员提供图片处理及在线设计服务
		美图云修	专为商业摄影行业打造的一站式人工智能图像解决方案
		美图证件照	AI 生成证件照
	美业类	美得得	通过 ERP 系统、营销工具及采购平台帮助线下美妆店解决人货场问题
		美图宜肤	通过 AI 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
	AI 类	美图 AI 开放平台	专注于人脸、人体技术，图像识别处理生成等领域，提供 AI 算法服务和解决方案
		美图设计室	为用户提供自助设计服务拥有丰富的商用海报模板
	广告类	广告流量联盟	依托美图大数据为中小媒体提供高效变现能力，为客户提供海量精准的广告投放服务
		Meitu ADX	采用程序广告实时竞价技术，提供全球优质流量采购变现服务及精准定向推广方案

资料来源：美图公司官网，东方财富证券研究所

艾瑞咨询发布的《2022 年中国影像数字化行业研究报告》从产品与场景能力(30%)、AI 影像技术与科技创新能力(25%)、数字化解决方案与产业赋能(25%)、品牌与商业化能力(10%)、ESG 可持续发展(10%)五大维度构建评价体系。在该评价体系下，美图公司位列 2022 年中国影像数字化厂商综合实力榜单首位。与其他影像类厂商相比，美图拥有最全面的业务覆盖范围，产品功能端同时覆盖图文及视频功能，应用场景端同时覆盖产业及消费场景。

图表 30：2022 年中国影像数字化厂商综合实力榜单

排名	厂商名称	代表产品	业务覆盖情况			
			功能		场景	
			图文	视频	产业	消费
1	美图	美图秀秀、美颜相机、Wink、美图宜肤、美图云修	●	●	●	●
2	字节跳动	剪映、醒图、Faceu 激萌、轻颜相机	●	●		●
3	稿定设计	稿定、花瓣、PS 设计助理	●	●	●	●
4	咖瓦信息	Canva 可画、Canva 可画企业版	●		●	●
5	腾讯	秒剪、天天 P 图	●	●		●
6	哔哩哔哩	必剪		●		●
7	快手	快影、一甜相机	●	●		●
8	小影科技	小影、VivaCut		●		●
9	开贝影擎	开贝图像 max、鲲鹏图像、开贝设计	●		●	
10	星图速云	咻图 AI	●		●	

资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

聚焦细分场景实现差异化竞争。美图围绕特定生产力需求场景进行产品布局迭代，从而发挥差异化竞争优势。例如在文生图/图生图领域，凭借MiracleVision视觉大模型对中国优秀传统文化元素的识别理解和积淀，WHEE为用户提供了水墨、绢本山水、华服、国风少年等一系列具备中国风元素的风格模型，甚至可以自定义创作词库进行专属模型训练。在视频编辑领域，区别于剪映（抖音）、万兴喵影（万兴科技）等入门类视频剪辑工具，以及专业化程度强但上手门槛高的业内代表性产品Premiere Pro（Adobe），WinkStudio在基础的视频剪辑功能外另辟蹊径，传承了美图秀秀的美颜基因，推出了独特的视频美颜功能，从而实现像图像一样按帧修视频，同时融合AI功能大幅提升生产力。目前WHEE和WinkStudio为免费使用，有助于早期扩展用户群体，其余竞品均需付费使用，且海外产品定价较高。

图表 31：WHEE、Wink 与部分竞品功能及定价对比

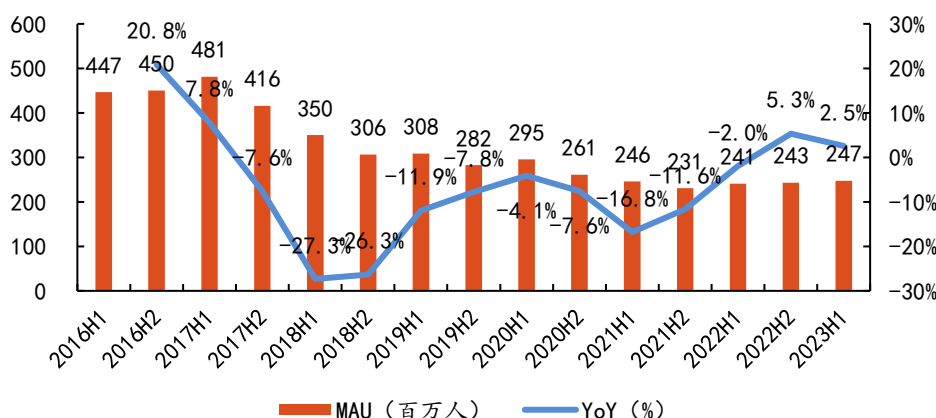
领域	厂商	产品名称	功能	定价
文生图/ 图生图	美图	WHEE	文生图、图生图、创作词库、风格模型训练	免费
	Midjourney Lab	Midjourney	方形重构、标准变焦、无限缩放、自定义缩放重构、风格化、变化模式、不同个人照片、更短提示	包年 96-1152 美元
视频剪辑	美图	WinkStudio	AI 动漫、画质修复、视频消除笔、AI 调色、AI 马赛克、智能抠像、分辨率修复、噪点消除、水印消除	内测免费
	抖音 (字节跳动)	剪映	智能字幕、曲线变速、智能抠像、文本朗读、海量素材	连续包年 168 元
	万兴科技	万兴喵影	剪辑功能、海量特效、AI 抠像特效、AI 音乐重组、运动跟踪	VIP 会员 1 年 269 元，3 年 419 元，5 年 599 元
	Adobe	Premiere Pro	修剪视频、动画影片效果、音频编辑、后期特效	个人版 20.99 美元/月

资料来源：WHEE、Midjourney、WinkStudio、剪映、万兴喵影、Adobe 官网，东方财富证券研究所

3.1.2. 用户优势：月活用户基数庞大，细分赛道头部效应明显

美图秀秀 MAU 贡献过半，海外用户增长空间广阔。2023H1 美图总体 MAU 达到 2.47 亿人，同比增长 2.5%，环比增长 1.7%，增速延续 22H2 保持为正。

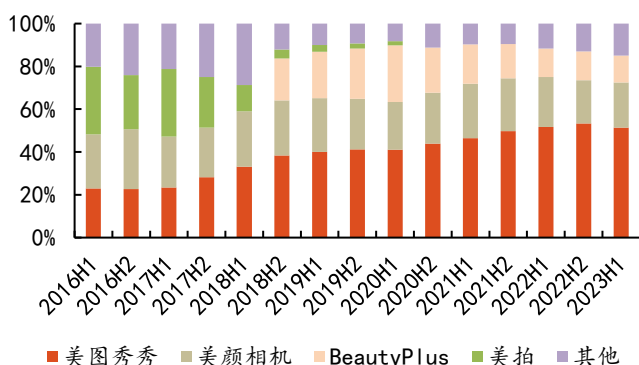
图表 32：2016H1-2023H1 美图 MAU 规模及增速



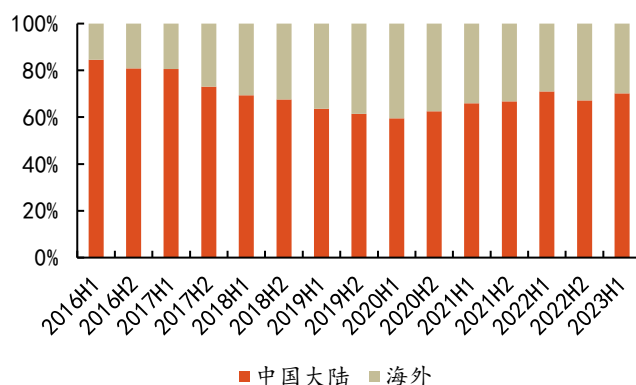
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

从产品角度,该增长主要由美图秀秀 MAU 增长所贡献,2023H1 美图秀秀 MAU 为 1.27 亿人,同比增长 1.8%,MAU 占比为 51.4%。美颜相机和 BeautyPlus 的 MAU 分别为 0.52 亿人和 0.31 亿人。从地区角度,2023H1 中国大陆地区 MAU 为 1.73 亿人,同比增长 1.3%,海外地区 MAU 为 0.74 亿人,同比增长 5.5%。其中海外地区的 MAU 占比呈现向好趋势,达到整体 MAU 的 29.8%。BeautyPlus 的 MAU 为 0.31 亿人,根据其官网数据,目前该应用的用户分布于全球超过 230 个地区,下载总量超过 8 亿次,每月生成的照片和视频数量超过 15 亿个。

图表 33: 16H1-23H1 美图 MAU 构成 (按产品划分)



图表 34: 16H1-23H1 美图 MAU 构成 (按地区划分)

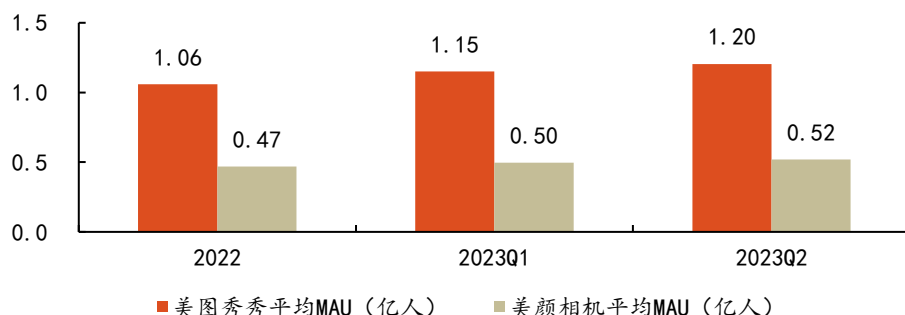


资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

在图片编辑赛道,美图用户规模优势显著。据 QuestMobile 统计,2022 年 12 月美图秀秀在移动影像编辑市场内的 MAU 占比约为 53%,较 2021 年的 47%继续提升。根据 QuestMobile 发布的《2022 中国移动互联网年度大报告》、《2023 中国移动互联网春季大报告》以及《2023 中国移动互联网半年大报告》,美图公司旗下美图秀秀、美颜相机继续分别蝉联 2022 年、2023 年春季及 2023 年上半年图片美化、拍照摄影赛道用户规模第一名,其中 2022 年 1-12 月两款 APP 的平均 MAU 分别为 1.06 亿人和 0.47 亿人,2023Q1 两款 APP 的平均 MAU 分别达到 1.15 亿人和 0.50 亿人,2023Q2 两款 APP 的平均 MAU 分别达到 1.20 亿人和 0.52 亿人,总体呈现持续上升趋势。自 QuestMobile 2016 年发布这一榜单以来,美图公司旗下产品已连续多年占据该榜单的细分赛道冠军位置。

在视频编辑赛道,旗下 Wink 亦保持较高热度。据七麦数据统计,近一年来在中国区 App Store 免费榜中的摄影与录像类别下,Wink 基本维持在前 10 名以内,最高达到过第 2 名。若进一步细分至视频编辑赛道,Wink 过去一年间大部分时间的排名均领先于快影(快手),仅次于剪映(抖音)。

图表 35: 2022-2023Q2 美图秀秀、美颜相机平均 MAU (亿人)



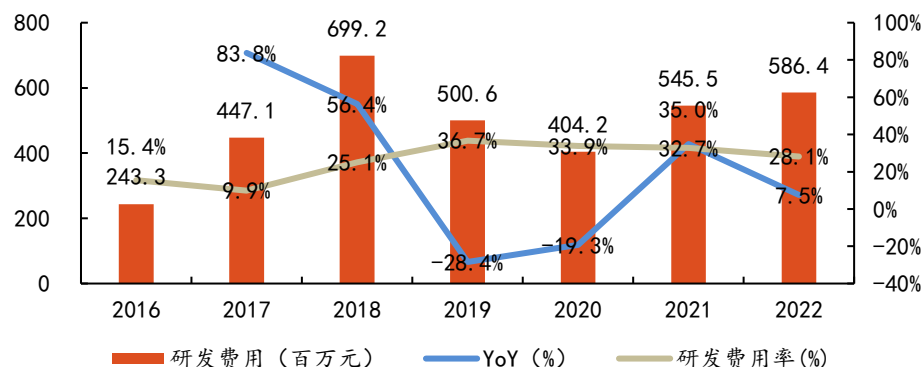
资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

3.1.3. 技术优势：强劲研发实力推动产品创新，数据+算法构建技术壁垒

1) 研发投入占比高，增速扭负为正

2016-2019 年，美图研发费用从 2.43 亿元增长至 6.99 亿元，虽然在 2019-2020 年连续两年出现负增长，甚至一度跌至 4 亿左右，但 2021-2022 年增速又重新回正。2022 年研发费用达 5.86 亿元，研发费用率为 28.1%。高研发投入将带来现有产品功能创新，是产品型科技公司的立身之本。

图表 36：2016-2022 年美图研发费用、增速及研发费用率



资料来源：Choice 美图公司深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

2) 科研人员学术背景强大，研发实力卓越

张伟，现担任美图公司 CTO 兼公司“MT Lab”实验室负责人，截至 2015 年 1 月 20 日，是 63 项发明专利（受理），3 项实用新型，27 项软件著作权的发明人，带领美图技术团队为超过 10 亿的用户提供影像技术和产品服务，并成功开发出了美图秀秀、美颜相机、美拍、美图看看、美图 GIF、美图贴贴、海报工厂、表情工厂等多款知名软件产品。

亮风台首席科学家凌海滨，毕业于北京大学和美国马里兰大学，加州大学洛杉矶分校博士后，曾任职微软亚洲研究院和西门子研究院，主要研究领域包括计算机视觉、增强现实、医学图像处理等，在多个国际权威杂志和顶级会议上发表论文 140 余篇，谷歌学术引用约 6000 次，H-Index 为 34。亮风台成立于 2012 年，是中国首批 AR（增强现实）专业公司。根据天眼查数据，目前美图公司为其第二大股东，持股比例为 12.65%。2015 年 8 月 27 日，美图公司与亮风台成立“美图亮风台联合实验室”，专注于计算机视觉、深度学习、虚拟以及增强现实、人工智能等核心技术的研发，并致力于新型智能硬件的创新探索。其为亚洲人研发的人脸识别技术，识别 171 个脸部定位点，全面掌握脸部细节，在 0.2 秒内快速识别信息，准确分析用户属性，已强力支撑美图全系产品。

3) 专利和数据优势巩固技术壁垒

新申请视觉专利数量众多，集中于影像处理领域。根据美图 2023 年中报，目前公司已注册 451 项专利，持有 192 项软件产品著作权。根据天眼查数据，截至 2023 年 8 月 31 日，2023 年以来厦门美图之家科技有限公司已申请了 26 项专利，主要集中于图像和视频处理领域。

图表 37：美图近期部分专利申请详情

专利名称	专利申请号	申请日期	公开（公告）日期
一种年龄分类模型的训练方法、年龄分类方法及系统	CN202310568599.8	2023-05-19	2023-08-29
公仔（RoboNeo）	CN202330256022.4	2023-05-05	2023-08-29
基于 CNN 的面部轮廓自动平滑方法、系统及存储介质	CN202310429189.5	2023-04-20	2023-07-18
一种人脸图像面部填充方法、系统及存储介质	CN202310415974.5	2023-04-18	2023-06-23
一种基于三维人脸重建的人脸表情驱动方法及系统	CN202310402377.9	2023-04-14	2023-07-21
图像处理方法、装置、计算机设备和存储介质	CN202310351145.5	2023-04-04	2023-06-06
虚拟换衣方法、装置、计算机设备和存储介质	CN202310351149.3	2023-04-04	2023-06-06
视频特效处理方法、装置、设备及存储介质	CN202310270801.9	2023-03-20	2023-06-02

资料来源：天眼查，东方财富证券研究所

海量人像数据和大数据分析能力是巩固技术壁垒的基石。美图发布的《2022 美图影像生活报告》显示，2022 年美图拥有约 2.4 亿的 MAU，每月在美图创造的照片和视频数约为 70 亿。美图三大国潮 IP：中国潮色、东方潮妆国潮纹样，年累计使用量达 5.82 亿次。此外，根据美图招股书，公司已建立综合数据采集系统，包括客户端（iOS 及安卓系统）数据收集软件开发工具包、用于收集用户行为的服务器端代理及专门用于接收用户数据的服务器端数据采集器。公司还建立了基于分布式存储、处理及调度程序的分布式系统。庞大的用户基数和图片影像数据为美图贡献了丰富的数据源，公司可以通过分布式系统分析海量数据和用户画像，从而升级产品功能，更好地满足用户需求。

数据隐私保护措施完善。当前生成式人工智能的发展带来了对数据隐私保护要求的增加。2023 年 7 月 10 日，国家网信办联合国家有关部门公布了《生成式人工智能服务管理暂行办法》，规定了生成式人工智能服务提供者的制度要求。在美图 2022 年财报的“环境、社会及管制报告”部分，美图重点强调了公司对隐私保护的重视。美图表示，其日常营运活动，尤其是应用程序及网站的运营，涉及大量的个人资料，公司将致力于提高网络安全及保护消费者隐私。鉴于 IMS 业务在日常运营中需要大量传输用户个人资料，公司已采纳多种措施确保个人资料隐私得到保护。

图表 38：美图关于 IMS 业务所采取的隐私保护措施

- 制定《IMS 隐私保护政策》等政策，该政策明确规定个人资料保护措施
- 要求用户在使用我们的平台、产品或服务之前确认其充分了解并同意授权我们使用其个人资料
- 采用加密技术提升消费者资料的安全性及防止用户资料被恶意攻击
- 在用户的电话号码、真实姓名、ID 号及银行卡号等敏感资料在我们的系统中储存后将予隐藏
- 在某些情况下收集及处理业务所需的最少数量及类别的个人资料，且查看权限受到限制
- 保存记录簿，以追踪处理个人资料涉及的账号及 IP 地址，从而监控消费者资料的使用情况

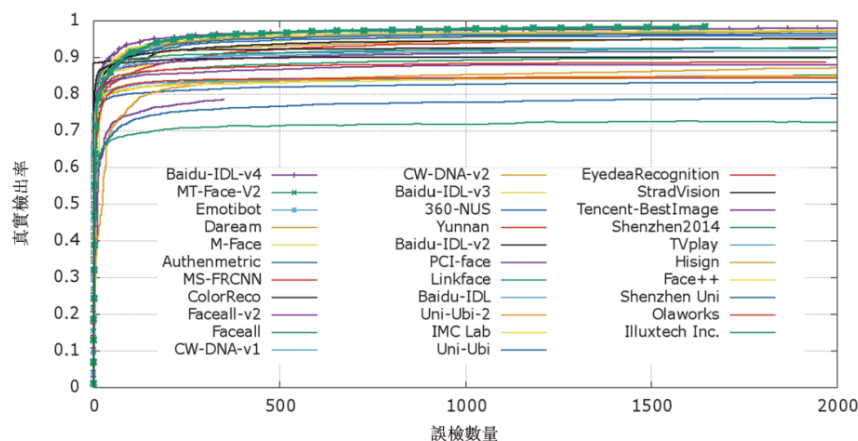
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4) 美图影像研究院 MT Lab：算法技术中枢，赋能 AI 应用

美图影像研究院（MT Lab, Meitu Imaging & Vision Lab）是美图公司致力于计算机视觉、机器学习、增强现实、云计算等领域的算法研究、工程开发和产品化落地的团队。美图 AI 开放平台由 MT Lab 提供技术支持和保障。

核心图像技术领先，细分功能丰富。美图拥有先进的人脸检测技术。根据2016年4月15日马萨诸塞大学阿默斯特学院计算机系计算机视觉实验室公布的名为人脸检测数据集及基准的人脸检测基准检验结果，在采用离散评分法的情况下，当误检数量超过551次时，美图的人脸检测技术录得等于或高于0.968531（满分为1）的真实检出率，该比率在误检数量超过551次的所有参与测试的人脸检测系统中位居第一。

图表 39：人脸检测基准测试结果



资料来源：美图招股书，马萨诸塞大学阿默斯特学院计算机系技术报告第 UM-CS-2010-009 号，东方财富证券研究所（注：数据截至2016年4月15日）

根据美图 AI 开放平台官网，美图影像研究院的核心技术目前涵盖人脸技术、人体技术、图像识别、图像处理、图像生成五个方向，具有丰富功能及应用，美图在人像和图像领域的核心技术具备较高颗粒度。

图表 40：美图影像研究院 MT Lab 部分核心技术示意



资料来源：美图 AI 开放平台官网，东方财富证券研究所

团队多次在国际视觉赛事获奖，学术成果显著。2019 年 8 月 25 日，ICCV 2019 DeepFashion2 挑战赛公布了比赛结果，美图影像实验室 MT Lab 凭借其在综合检测精度上的优势，以明显差距斩获服饰关键点估计 (Landmark Estimation) 赛道的冠军。MT Lab 团队所建立的模型可以同时为 13 个类别的服饰进行关键点估计，相较于多个模型而言，大大降低了算法复杂度以及使用成本。

图表 41：ICCV 2019 DeepFashion2 挑战赛“服饰关键点估计”排名

Landmark Estimation				
Rank	AP	Team Name	Affiliation	Team Members
1	0.577591	MTlab, Meitu	Meitu, Inc. - MTlab	Shaohui Li, Kaixiang Huang, Yu Lin
2	0.524315	U-center	Tsinghua University	Li Haihan
3	0.501753	Alibaba	Alibaba	louis lyn

资料来源：DeepFashion2 Challenge 官网，东方财富证券研究所

图表 42：MT Lab 国际赛事奖项汇总

赛事名称	项目	获奖情况
MICCAI-ISIC 2018 Challenge (2018 年国际皮肤影像协会挑战赛)	皮肤癌病灶分割	冠军
ECCV-PRIM 2018 (2018 年欧洲计算机视觉国际会议-智能手机图像感知增强挑战赛)	图像增强	冠军
CVPR-NTIRE 2019 (2019 年 IEEE 国际计算机视觉与模式识别会议-图像修复和增强挑战赛)	图像增强 图像去雾	冠军 季军
CVPR 2019-UG2+ Prize Challenge (2019 年 IEEE 国际计算机视觉与模式识别会议-UG2+挑战赛)	视频目标检测改进	亚军
ICCV-2019 DeepFashion2 Challenge (2019 年计算机视觉国际大会 DeepFashion2 挑战赛)	服饰关键点估计	冠军
CVPR-NTIRE 2021 (2021 年 IEEE 国际计算机视觉与模式识别会议-图像修复和增强挑战赛)	压缩视频质量增强	季军

资料来源：美图 AI 开放平台官网，美图影像研究院官网，东方财富证券研究所

3.2. AI 大模型筑基，推出“底层+中间层+应用层”的全栈生态

3.2.1. 垂直大模型+应用场景+商业模式是大势所趋

2023 年 6 月 19 日，美图公司举办以“AI 时代的影像生产力工具”为主题的第二届影像节，现场发布 7 款新品：AI 视觉创作工具 WHEE，AI 口播视频工具开拍，桌面端 AI 视频编辑工具 WinkStudio，主打 AI 商业设计的美图设计室 2.0，AI 数字人生成工具 DreamAvatar，美图 AI 助手 RoboNeo，美图视觉大模型 MiracleVision。美图正式形成由底层、中间层和应用层构建的 AI 产品生态。

图表 43：美图 AI 产品生态

产品定位/类型	产品名称	功能
应用层	WHEE	文生图、图生图、风格模型训练、创作词库
	AI 图片	美颜相机
	美图云修	AI 写真、AI 人像、AI 发型
	AI 视频	AI 精修、AI 妆容、批量处理
	Wink	视频美容、AI 调色、画质修复、AI 画面扩展、AI 动漫、AI 视频消除
	WinkStudio	AI 脚本、AI 提词器、AI 剪辑
应用层	开拍	AI 商品图、AI 潮鞋、AI 海报、AI PPT、AI 消除、AI 试衣、AI 模特、AI Logo、AI 抠图、AI 背景图
	AI 设计	美图设计室 2.0
	AI 数字人	DreamAvatar
中间层	AI 影像服务聚合	美图秀秀
	开放 AI 技术	美图 AI 开放平台
	美图创作者生态	美图创意平台
底层	美图 AI 助手	RoboNeo
	AI 视觉大模型	MiracleVision

资料来源：美图公司官网，东方财富证券研究所

MiracleVision 的 2.0 版本，已于 8 月在 WHEE 和美图秀秀上线。2023 年 12 月，MiracleVision 的 4.0 版本发布，并新增 AI 设计与 AI 视频两大能力。MiracleVision 为垂类大模型。美图在视觉领域规划了大模型的四大方向：图片、视频、设计、数字人。MiracleVision 大模型的独特之处在于“懂美学”，美图把长期积累的美学认知融入 MiracleVision 视觉大模型，并搭建了基于机器学习的美学评估系统，为模型生成结果打上“美学分数”，从而不断地提升模型对美学的理解。

图表 44：美图 MiracleVision 大模型及发展趋势



资料来源：美图公司微信公众号，东方财富证券研究所

3.2.2. 美图大模型的核心竞争力：模型能力+落地能力+变现能力

模型能力：美图拥有深厚的计算机视觉技术沉淀，针对视觉领域搭建完善的模型算法架构。MiracleVision 具有强大的视觉表现力和创作力，从绘画、设计、影视、摄影、游戏、3D、动漫等视觉创作场景反推技术演化。

落地能力：美图在图片、视频、设计数字人等领域具有丰富的应用场景和落地经验。“AI 绘画”系列涵盖文生图、文字融合、图生图、涂鸦生图等功能。“AI 写真”可以帮助训练用户专属的 AI 模型，革新传统影楼拍摄方式。“AI 扩图”能大幅提高图片素材利用率，拓展图片边界。此外，美图设计室推出“AI 潮鞋”功能，并与 FILA 联创“#AI 潮鞋挑战#”活动，联合华为云发布 SaaS 应用“AI 模特试衣”，为服装电商提供一站式 AI 解决方案。

图表 45：美图“AI 绘画”、“AI 写真”、“AI 扩图”功能示意



资料来源：美图公司微信公众号，东方财富证券研究所

变现能力：良好的“模型生态”支撑。美图自研视觉大模型生态有创作者、开发者、行业客户等参与共建。其中，创作者可训练个性化模型、并在美图旗下产品中二次分发；开发者可参与模型训练并基于模型二次开发、为细分领域提供落地应用；行业客户以 API 和 SDK 等方式进行商业使用。美图通过模型的训练、分发和商业化，体系化构建模型生态。通过聚集大量的有足够美学高度的、专业能力强的创作者，让其通过美图的大模型去训练自己的专属模型、生成自己的作品，美图则通过收益分成的模式激发创作者动力，从而实现大模型的商业化。

图表 46：美图 AI 开放平台部分 API 付费方案及定价

接入技术		计费方式及报价	
		包时计费（10QPS/月）	包量计费（10 万次/年）
人脸技术	人脸关键点检测	2,000 元	
	微观人脸分析	5,000 元	
图像生成	绘画机器人	商务洽谈	
	证件照生成	10,000 元	
图像处理	百变滤镜	商务洽谈	
	图像去噪	3,000 元	
图像识别	图像分类	2,000 元	
	图像美学评分	2,000 元	
人体技术	人体外轮廓点检测	5,000 元	
	精细化人像抠图	20,000 元	

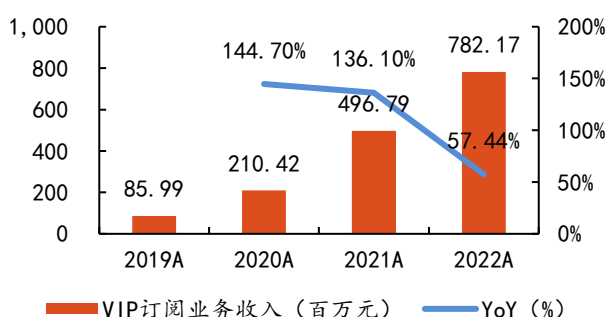
资料来源：美图 AI 开放平台，东方财富证券研究所（注：QPS 为每秒可以处理的请求(照片)数量，非固定可自动扩容 QPS）

3.3. 商业模式不断优化，VIP 订阅服务+SaaS 加速商业化变现

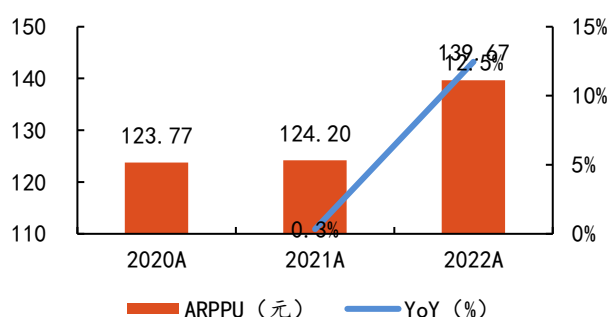
3.3.1. VIP 订阅收入规模显著，ARPPU 与付费率增速可观

美图目前的主要收入来自应用内 VIP 订阅服务收费。2022 年美图 VIP 订阅业务收入为 7.82 亿元，同比增长 57.4%，营收占比 37.5%，为所有业务中最高，2019-2022 年 CAGR 约为 109%。根据我们计算，2022 年美图 VIP 订阅业务 ARPPU（VIP 订阅业务收入/VIP 订阅用户数）约为 139.7 元，同比增长 12.5%，进一步挖掘付费用户的消费潜力。

图表 47：2019-2022 年美图 VIP 订阅业务收入及增速



图表 48：2020-2022 年美图 VIP 订阅业务 ARPPU 及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 49：美图部分产品 VIP 订阅价格及权益

产品	基础功能	VIP 定价	VIP 功能
美图秀秀	图片美化、相机、人像美容、拼图、视频剪辑、视频美容等	粉钻 VIP: 连续包月 12 元，包月 18 元； 连续包年 98 元	高清人像、美化素材、相机特效、海量 IP 等
		粉钻 SVIP: 连续包月 20 元，包月 30 元； 连续包季 50 元，包季 78 元； 连续包年 168 元，包年 228 元	商用模板无限套用、SVIP 专属素材、智能抠图、拼图、证件照、图片编辑等
美颜相机	图片精修、视频美颜、AI 写真等	紫钻 VIP: 连续包月 12 元，包月 25 元； 连续包季 30 元，包季 60 元； 连续包年 108 元，包年 238 元	无广告、专属贴纸滤镜、正版授权 IP、画质修复、AI 玩法、医美级美颜、视频创作神器、智能抠图等
Wink	视频剪辑、视频美容、一键大片等	连续包月 18 元； 连续包年 168 元	影片美容、画质修复 2.0、精致五官、AI 动漫、AI 绘画、AI 扩图等
BeautyPlus	马赛克、视频美颜、拼图、构图等	包月 0.42 美元； 包年 4.99 美元	消除笔、照片修复、去背景、滤镜、面部重塑、AI 美颜等

资料来源：美图秀秀 APP，美颜相机 APP，Wink APP，BeautyPlus APP，东方财富证券研究所

3.3.2. SaaS 业务开拓 B 端影像美业市场，创新方案助力美业数字化发展

化妆品品牌日益热衷于推广针对高端客户的个性化护肤品及护理方案，从而产生了对技术解决方案的需求，寄望于此等技术解决方案助其提升对该等高端客户的转化及留存。美图凭借在变美方面所建立的品牌形象以及在人工智能及计算器视觉方面的技术能力，主要为企业提供如下三种 SaaS 解决方案：

1) 为化妆品零售商提供企业资源规划（ERP）及供应链管理 SaaS 方案

2020 年美得得正式推出了 B2B 美妆供应链业务——美得得·供应链，并自主研发“美是诚品”小程序为商家提供便捷的线上采购服务。美得得·供应链为商家提供了一站式的采购服务，通过供应链业务打通产业上下游，全面赋能美妆产业数字化升级。

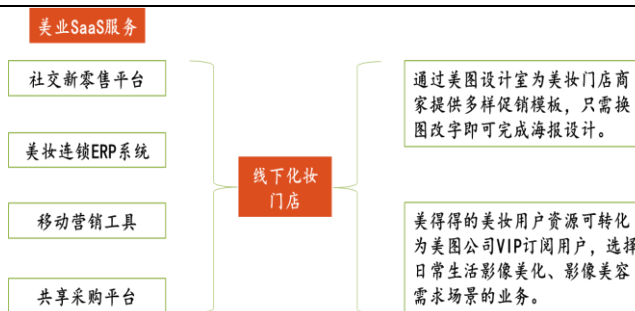
2022 年美图完成收购美得得，借助美得得为中国大陆 11000 多家化妆品零售商提供 ERP SaaS 方案，所产生的定价、销售趋势及库存状态数据，美图可以通过供应链管理 SaaS 帮助客户优化其采购决策。截至 2022 年 8 月，美得得用户覆盖全国 31 个省级行政区、252 个城市，合作美妆门店数量超过 30000 家，与 70%以上 CS 百强连锁达成深度合作，连接了 1 亿+人群的化妆品零售网络。其中“美是诚品”小程序接入知名美妆品牌 300+，累计 SKU 数 4000+，涵盖进口欧美名品、日韩爆款、线上新锐品牌，合作商家突破 2000+。

图表 50：美得得主营业务



资料来源：美得得资讯微信公众号，东方财富证券研究所

图表 51：美图化妆品零售 SaaS 服务示意



资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

2) 基于人工智能测肤的消费者洞察 SaaS

该业务美图主要围绕 EveLab Insight（及中国大陆的美图宜肤）品牌下的人工智能测肤 SaaS 展开，为全球护肤品牌、医美机构及美容院的客户提供基于人工智能的皮肤分析。已服务 130 多个美业品牌，并已在全球超过 2,900 家门店中部署。

图表 52：美图人工智能测肤 SaaS 服务示意



资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

2017 年，美图公司依托于美图影像研究院（MT Lab）成立了美图宜肤实验室（ERIC），并由浙江大学皮肤学博士赵可佳医生带领团队投入皮肤影像算法领域开发美图宜肤提供满足行业跨渠道需求的线上、线下场景测肤工具，精确且稳定的测肤工具帮助美业客户实现到店前、门店内、离店后的长链路客户服务。通过云端 SaaS 平台，实现实时多端分权接入，门店因此可以更全面地了解顾客护肤的需求。研发团队也可以通过美图宜肤对产品开发、功效验证提供精准的数据分析。

美图宜肤的业务主要涵盖肌肤检测及消费者护肤需求洞察、虚拟彩妆业务、数据整合及再触达。旗下拥有两大解决方案：美图宜肤 V 和美图宜肤 M。其中，美图宜肤 V 为消费者提供结合 3D 面部轮廓与皮肤问题诊断二合一功能，其使用结构光技术并整合获得国际 AI 大奖的先进算法，可直观量化检测皮肤的衰老。美图宜肤 M 的功能则集中于为企业降本增效，配合推荐商品或疗程，以及人性化的皮肤分析报告，可以帮助门店的美容顾问与顾客达到更高信任度，同时也降低了人力培训成本。截至 2022 年 6 月，美图宜肤的旗舰级全景式皮肤检测仪已落地全球 248 个城市及 2680 多家线下门店。包括 Dior、资生堂等在内的多家知名品牌均与美图宜肤达成战略合作。

图表 53：美图宜肤 V 功能示意



资料来源：美图宜肤官网，东方财富证券研究所

图表 54：美图宜肤分阶 SaaS 服务

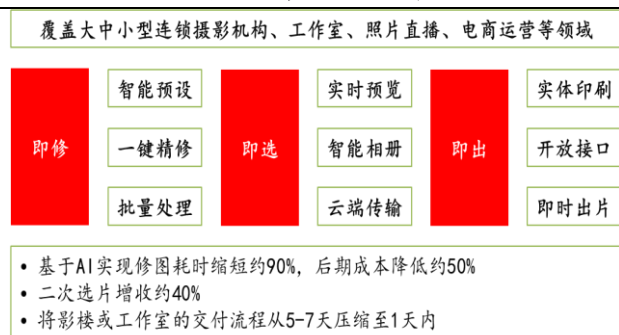


3) 基于人工智能的影像 SaaS 服务

该业务主要为美图云修品牌下的商业摄影工作室提供服务，以提高照片编辑效率及质量。

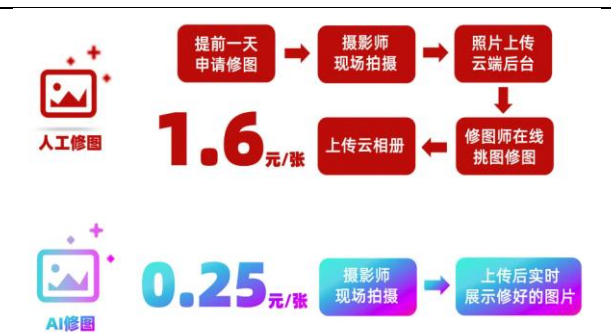
优拍云摄影是一家“照片直播 SaaS 系统平台服务商”，为摄影机构及摄影师用户提供完整的“照片直播软件系统”和“云摄影服务方案”，同时依托稳定高速的云存储，为企业提供活动影像分类云存储服务。为了进一步降本增效，实现更快、更便宜、更接近精修出图的方案，优拍云摄影选择美图云修提供的 AI 图像技术接口作为解决方案，既完整保留了强大的 AI 图像功能，又能灵活接入优拍云摄影的原生应用场景。接入美图云修之后，摄影师在优拍云摄影平台上无需再提前预约图像师档期，1 分钟内即可返回修好的图片，图像的成本也从原来的 1.6 元/张降低到 0.25 元/张左右，单张成本降低至 1 元左右，对于摄影师而言，很大程度上减轻了图像的负担。与美图云修达成合作之后，优拍云摄影的用户平均出图时间节省了约 83.3%，分摊到摄影师身上的图像成本降低了约 84.37%。

图表 55：美图商业摄影 SaaS 服务示意



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国影像数字化行业研究报告》，东方财富证券研究所

图表 56：AI 图像与人工图像对比



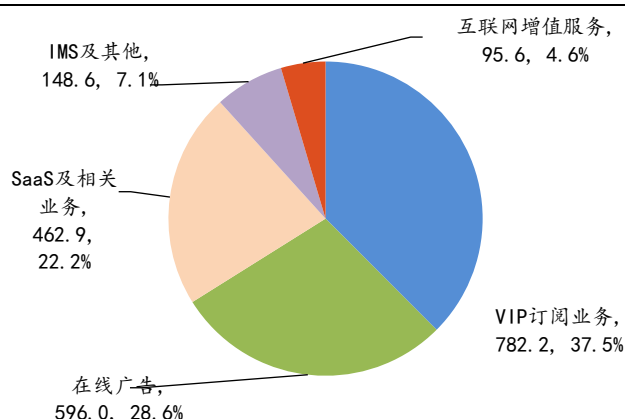
资料来源：美图云修官网，东方财富证券研究所

3.3.3. 2022 年首次实现 IFRS 全年盈利，未来看点在于订阅业务及美业业务

根据美图财报，2022 年公司首次实现 IFRS 全年盈利。截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有应占利润净额为 9410 万元。公司拥有应占经调整利润净额为 1.105 亿元，同比增长 29.9%。2022 年公司营业收入为 20.85 亿元，同比增长 25.2%，主要由以下五个部分构成：

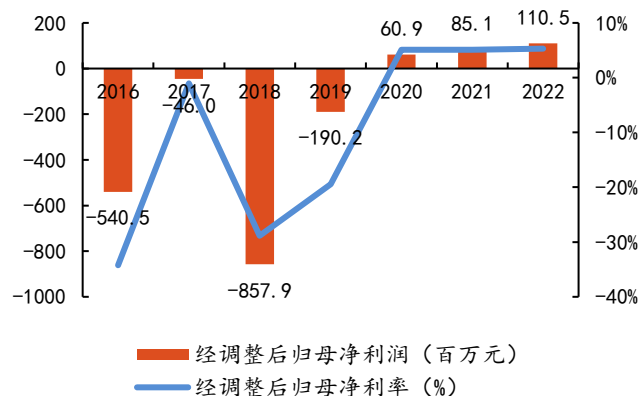
1) **VIP 订阅业务**：2022 年美图 VIP 订阅业务收入为 7.82 亿元，同比增长 57.4%，营收占比为 37.5%，2019-2022 年 CAGR 约为 109%。2022 年 12 月，美图应用程序拥有逾 560 万 VIP 用户，付费渗透率约为 2.3%；2) **在线广告**：2022 年美图在线广告收入为 5.96 亿元，同比下降 22.2%，营收占比为 28.6%；3) **SaaS 及相关业务**：2022 年美图 SaaS 及相关业务收入为 4.63 亿元，同比增长 1093.2%，营收占比为 22.2%，主要由于收购美得得所致。该业务的大部分收入来自供应链管理 SaaS。此外，美图还推出了人工智能测肤 SaaS 和人工智能影像 SaaS 服务；4) **互联网增值服务**：2022 年美图互联网增值服务收入为 0.96 亿元，同比增长 1.4%，营收占比为 4.6%。5) **IMS 及其他**：2022 年美图达人内容营销解决方案 (IMS) 及其他收入为 1.49 亿元，同比下降 45%，营收占比为 7.1%。

图表 57：2022 年美图主营业务构成（百万元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 58：2016-2022 年经调整后归母净利润及净利率



根据公司 2023 年半年报的披露口径，公司的主营业务主要分为影像与设计产品、美业解决方案、广告及其他业务四大板块，2023 年上半年，公司影像与设计产品业务实现营收 6.02 亿元，同比实现 62.2% 的增幅，美业解决方案实现营收 2.86 亿元，同比实现 31.1% 的增幅。

其中，影像与产品设计业务的收入主要来源于 VIP 订阅，截至 2023 年 6 月，所有影像与设计产品的付费订阅用户总人数约为 720 万人，占月活用户技术的比例约为 2.9%，活跃用户的付费率较一年前上升 0.9pct。C 端用户的付费率提升，同时 B 端客群的商机不断拓展，公司的商业模式得到充分优化，双轮驱动将带动公司迎来长足发展。

图表 59：2023H1 经营情况

业务板块	2023 年收入 (人民币千元)	YoY
影像与设计产品	602190	62.2%
美业解决方案	286444	31.1%
广告	349161	28.2%
其他	23066	-78.8%

资料来源：choice，公司公告，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设与盈利预测

营业收入：按照公司 2023 年中报披露的最新业务版块进行拆分，我们的关键假设及盈利预测如下：

1) 影像与设计产品业务：考虑到公司正处于向订阅制全面转型升级阶段，且大陆付费渗透率相较于部分海外应用程序而言较低，未来公司将专注于产品及功能创新，以及应用内营销，以提高付费用户渗透率。同时通过 AIGC 功能驱动应用的生产力效用提升，使用户愿意接纳更高的价位，推动 ARPPU 进一步提

高，进而带动整体 VIP 订阅业务收入增长。我们预测 2023/2024/2025 年订阅付费用户数量分别为 8.18/10.70/13.57 百万人，ARPPU 分别为 190/194/200 元。最终我们预测 23/24/25 年订阅业务营业收入分别为 15.55/20.75/27.13 亿元。由于影像与设计产品业务主要是 C 端产品，产品口碑佳，规模效应强，将是公司主要的毛利贡献来源，我们预计影像与设计产品业务 2023/2024/2025 年毛利率分别为 71.50%/71.80%/72.20%。

2) 美业解决方案业务：公司美业解决方案业务主要以美得得及美图宜肤两款 SaaS 产品为抓手，根据公司 2023 年中报披露，美得得 23 年上半年新签订客户数量为 1339 家，22 年全年新增客户数为 1891 家，23 年增速可观，我们判断随着行业数字化和云化转型的深入推进，公司的两项 To B 的 SaaS 业务有望维持较高的增速。我们预测 2023/2024/2025 年美业解决方案业务的营业收入分别为 6.32/10.79/19.74 亿元。美业解决方案面向 B 端商业客户，具备定制化属性，同时由于市场竞争较为充分，在业务拓展初期，公司的议价能力受到一定限制，但由于公司的产品和服务质量受到广泛好评，同时技术附加值较高，我们认为随着业务形态逐渐成熟，将带动美业解决方案业务的毛利率逐年抬升，我们预计 2023/2024/2025 年美业解决方案业务的毛利率分别为 5.50%/7.05%/9.35%。

3) 在线广告：受疫情及宏观经济影响，22 年在线广告业务出现大幅下滑，随着 23 年社会经济活动的恢复，23 年上半年公司广告业务同比增长 28.2%，我们判断，由于经济复苏叠加 22 年低基数效应，2023 年广告业务收入将会迎来较快增长，预计随着广告业务恢复常态，公司的产品战略更为聚焦，广告位资源平稳发展，2024 及 2025 年广告业务收入增速将回落。我们预测广告业务 2023/2024/2025 年营业收入分别为 7.45/7.82/8.21 亿元。广告业务是公司的成熟业务，影像广告业务定价的主要因子主要来源于市场竞争和下游报价能力的变化，我们认为随着经济回暖，公司的产品与旅行出游、时尚潮流等新兴消费场景高度关联，公司的毛利率将维持过往的稳态水平，并随着用户群体的付费能力增强，保持稳中有进。我们预计 2023/2024/2025 年广告业务的毛利率分别为 75.30%/76.40%/77.45%。

图表 60：美图公司收入拆分及预测

	2023E	2024E	2025E
影像与设计产品业务			
营业收入（百万元）	1554.74	2075.13	2713.20
YoY	/	33.47%	30.75%
毛利率	71.50%	71.80%	72.20%
美业解决方案业务			
营业收入（百万元）	631.90	1078.90	1974.00
YoY	/	70.74%	82.96%
毛利率	5.50%	7.05%	9.35%
广告业务			
营业收入（百万元）	745.06	782.32	821.43
YoY	25.00%	5.00%	5.00%

毛利率	75.30%	76.40%	77.45%
其他			
营业收入 (百万元)	19	18.05	17.15
YoY	/	-5%	-5%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%
合计			
营业收入 (百万元)	2950.70	3954.40	5525.78
YoY	41.50%	34.02%	39.74%
毛利率	57.93%	54.76%	50.34%

资料来源: Choice 美图公司深度资料, 东方财富证券研究所测算

4.2. 估值与投资建议

公司作为国内影像编辑美化行业的龙头企业, 在国内影像美业赛道逐渐修复的大背景下, 凭借丰富的产品布局、扎实的用户基础、强劲的研发实力, C 端业务营收有望借助 AI 技术实现稳步提升, B 端业务营收有望借助 SaaS 数字化转型和商业化落地实现高速增长。我们预计 23/24/25 年公司营业收入分别为 29.51/39.54/55.26 亿元, 同比增速分别为 41.5%/34.0%/39.7%, 归母净利润分别为 3.28/4.91/7.04 亿元, 经调整归母净利润分别为 3.37/4.70/7.84 亿元, EPS 分别为 0.07/0.11/0.16 元, 对应 PE 分别为 45/30/21 倍。

图表 61: 美图公司盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,085.33	2,950.70	3,954.40	5,525.78
增长率 (%)	25.17%	41.50%	34.02%	39.74%
EBITDA (百万元)	230.79	355.47	502.82	684.37
归属母公司净利润 (百万元)	94.14	327.98	490.62	703.79
增长率 (%)	311.49%	248.39%	49.59%	43.45%
经调整归母净利润 (百万元)	110.54	336.73	469.78	784.49
增长率 (%)	39.71%	29.94%	204.62%	39.51%
EPS (元/股)	0.02	0.07	0.11	0.16
市盈率 (P/E)	63.02	45.22	30.23	21.07
市净率 (P/B)	1.49	3.61	3.22	2.78
EV/EBITDA	20.20	38.86	26.81	19.07

数据来源: Choice, 东方财富证券研究所 (股价截至 2023 年 12 月 29 日)

在同业对比中, 考虑到公司的影像与设计产品业务、美业解决方案业务以及广告业务均已实现盈利, 同时公司过往的盈亏情况受到比特币资产的价格变动影响, 我们选取公司的经调整归母净利润作为估值依据。针对公司三大主营业务, 我们选取 AI 视频剪辑软件公司万兴科技, AI 视觉算法公司虹软科技, AI 办公软件公司金山办公作为参照, 2023/2024 年同行业可比公司平均 PE 分别为 116/80 倍。考虑到港股市场的流动性, 我们给予公司一定的估值折价, 给予公司 2024 年 45 倍 PE, 对应 4.70 亿元调整后归母净利润预测的目标市值为 212

亿元人民币，12个月内目标价为 5.13 港币（港元兑人民币汇率为 0.92），首次覆盖给予“买入”评级。

图表 62：可比公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）/ 经调整归母净利润（亿元）			PE(倍)			股价 (元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
300624.SZ	虹软科技	166.62	0.58	1.48	2.2	158.12	112.58	75.74	41.04	未评级
688088.SH	万兴科技	130.27	0.41	1.02	1.51	92.45	127.72	86.27	94.6	未评级
688111.SH	金山办公	1,459.97	11.18	13.74	18.45	109.16	106.26	79.13	316.2	未评级
	行业平均					119.91	115.52	80.38		
01357.HK	美图公司	146.08	1.11	3.37	4.7	48.98	43.35	31.08	3.26	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（注：美图公司盈利预测选取经调整归母净利润，股价截至 2023 年 12 月 29 日收盘，未评级公司盈利预测均来自于来自 Choice 一致预期，港元兑人民币汇率为 0.92）

5. 风险提示

- ◆ 行业竞争加剧风险；
- ◆ 隐私监管政策风险；
- ◆ 产品迭代不及预期风险；
- ◆ 用户增长不及预期风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,456	3,243	4,074	5,360
现金	947	1,029	1,365	1,797
应收账款及票据	351	603	767	1,067
存货	26	22	36	57
其他	1,133	1,588	1,907	2,438
非流动资产	2,549	2,702	2,853	3,004
固定资产	441	454	468	482
无形资产	688	688	688	688
其他	1,420	1,561	1,698	1,835
资产总计	5,004	5,945	6,927	8,364
流动负债	1,069	1,735	2,281	3,200
短期借款	10	13	15	16
应付账款及票据	135	229	312	477
其他	924	1,494	1,955	2,706
非流动负债	226	215	231	151
长期债务	0	0	0	0
其他	226	215	231	151
负债合计	1,295	1,951	2,512	3,350
普通股股本	0	0	0	0
储备	4,145	4,485	4,987	5,703
归属母公司股东权益	3,770	4,109	4,612	5,327
少数股东权益	-60	-115	-197	-314
股东权益合计	3,710	3,995	4,415	5,014
负债和股东权益	5,004	5,945	6,927	8,364

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,085	2,951	3,954	5,526
其他收入	0	0	0	0
营业成本	898	1,241	1,789	2,744
销售费用	403	525	672	884
管理费用	272	325	356	442
研发费用	586	776	933	1,216
财务费用	-7	-9	-10	-14
除税前溢利	175	318	465	648
所得税	156	44	56	62
净利润	19	273	409	586
少数股东损益	-75	-55	-82	-117
归属母公司净利润	94	328	491	704
经调整归母净利润	111	337	470	784
EBIT	168	308	454	634
EBITDA	231	355	503	684
EPS（元）	0.02	0.07	0.11	0.16

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	234	-26	176	232
净利润	94	328	491	704
少数股东权益	-75	-55	-82	-117
折旧摊销	63	47	49	50
营运资金变动及其他	152	-347	-281	-405
投资活动现金流	-17	95	145	188
资本支出	-51	-60	-62	-64
其他投资	34	155	207	252
筹资活动现金流	-37	3	2	2
借款增加	-37	3	2	2
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	208	83	335	433

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	25.17%	41.50%	34.02%	39.74%
归属母公司净利润	311.49%	248.39%	49.59%	43.45%
获利能力				
毛利率	56.93%	57.93%	54.76%	50.34%
销售净利率	4.51%	11.12%	12.41%	12.74%
ROE	2.50%	7.98%	10.64%	13.21%
ROIC	0.49%	6.62%	9.03%	11.41%
偿债能力				
资产负债率	25.87%	32.81%	36.26%	40.06%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.30	1.87	1.79	1.68
速动比率	2.22	1.82	1.73	1.62
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.54	0.61	0.72
应收账款周转率	5.90	6.19	5.77	6.02
应付账款周转率	7.50	6.82	6.61	6.96
每股指标（元）				
每股收益	0.02	0.07	0.11	0.16
每股经营现金流	0.05	-0.01	0.04	0.05
每股净资产	0.85	0.92	1.03	1.19
估值比率				
P/E	63.02	45.22	30.23	21.07
P/B	1.49	3.61	3.22	2.78
EV/EBITDA	20.20	38.86	26.81	19.07

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。