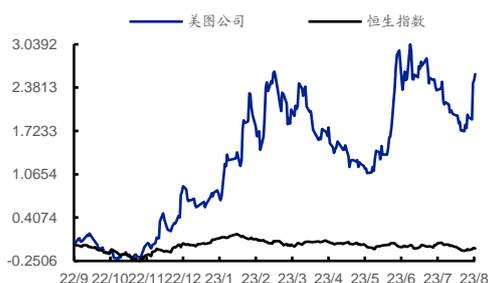


研究所
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 联系人: 张娟娟 S0350121110013
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 联系人: 罗婉琦 S0350122040042
 luowq@ghzq.com.cn

AIGC 推动订阅收入高增，归母净利同比扭亏为盈

——美图公司 (1357.HK) 2023H1 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
美图公司	6.7%	69.4%	263.0%
恒生指数	-8.5%	0.8%	-7.9%

市场数据

市场数据	2023/08/31
当前价格 (港元)	3.02
52周价格区间 (港元)	0.65-3.40
总市值 (百万港元)	13,429.20
流通市值 (百万港元)	13,429.20
总股本 (万股)	444,675.48
流通股本 (万股)	444,675.48
日均成交额 (百万港元)	115.17
近一月换手 (%)	0.96

事件:

2023年8月28日公司公告发布2023H1财报，2023H1实现营收12.61亿元 (YoY+29.8%)，毛利润7.54亿元 (YoY+49.8%)，毛利率59.8% (YoY+8pct)，净利润2.09亿元 (对应2022H1亏损为2.82亿元)，经调整归母净利润1.51亿元 (YoY+320.4%)。

投资要点:

- 整体业绩表现:** 公司2023H1营收及利润增长强劲，整体盈利能力提升主要受益于AIGC驱动影像与设计产品相关的订阅收入同比高增长。用户端保持增长，公司截至2023H1的月活跃用户数达到2.47亿 (YoY+2.5%)，VIP付费会员达到720万 (YoY+44%)，付费渗透率为2.9%，保持稳步提升。
- 影像与设计产品业务增长强劲，AIGC赋能推动VIP订阅用户ARPU值提升:** 2023H1财报的收入口径有所调整，影像与设计产品业务收入包含此前的VIP订阅业务、互联网增值服务及SaaS及相关业务项下的若干收入。2023H1影像与设计产品业务营收同比增长62.2%至6.02亿元，主要由于1)整体订阅渗透率有所提升，公司目前已在大部分影像产品系列中开启会员订阅模式，同时采取扩充付费会员权益、新会员引导和过期会员召回等策略，有效推动2023H1付费渗透率同比提升至2.9% (YoY+0.9pct)，VIP付费会员达到720万 (YoY+44%); 2)AIGC赋能工作生产力产品功能升级，助力用户降本增效，有望进一步推动付费渗透率及VIP订阅用户ARPU值提高。
- 美业解决方案及广告业务逐渐恢复，产品及服务持续优化:** 1)美业解决方案业务收入包括此前SaaS及相关业务项下的若干收入，2023H1美业解决方案业务营收同比增长31.1%至2.86亿元，主要由化妆品供应链服务增长所推动。公司已为1万+家线下化妆品门店提供ERP服务，目前该业务仍处于扩张初期，重点关注市场份额提升而非盈利能力，但未来有望通过引入小众产品、功能性产品等方式提高相关利润率。2)广告业务收入包含此前的在线广告及互联网增值服务项下的若干收入，2023H1广告业务营收同比增长28.2%至3.49亿元，整体恢复态势良好，来自电商及网络服务等客户的程序化广告收入占比有所提高。

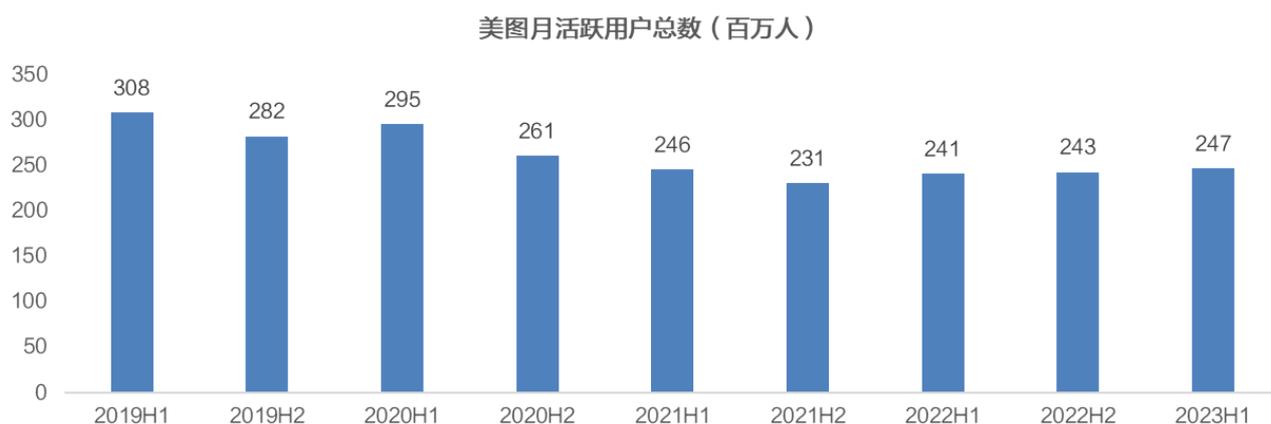
- **自研底层大模型已迭代 2.0 版本，持续赋能产品升级，坚定推进体系化 AIGC 战略：**公司持续探索和布局 AI 领域，于 6 月美图影像节发布的 6 款 AI 产品及 AI 视觉大模型 MiracleVision 至今表现亮眼：1) 自研底层大模型 Miracle Vision 已升级至 V2.0 版本，在 WHEE 和美图秀秀上线；2) 视觉创作工具“WHEE”的优质 AI 效果生成数已超 200 万；3) AI 口播视频工具“开拍”的用户规模快速增长，月活跃用户数已突破 20 万；4) 桌面端 AI 视频编辑工具“WinkStudio”已获得上万名视频创作者的认可和广泛使用；5) 主打 AI 商业设计的“美图设计室 2.0”已为近百万中小电商卖家提供 AI 商拍服务，实现降本增效；6) 美图 AI 助手“RoboNeo”于 7 月在美国秀秀开启内测；7) AI 数字人生成工具“DreamAvatar”主打“AI 主播”和“AI 演员”两大数字人服务，“AI 主播”近期已上线“开拍”。
- **盈利预测和投资评级：**公司商业模式转向订阅模式，叠加 AIGC 持续赋能，驱动影像与设计产品业务增长强劲，美业解决方案及广告业务疫后增速也逐渐恢复，有望保持平稳增长。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 26/34/43 亿元，归母净利润分别为 4.3/5.5/7.4 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.1/0.1/0.2 元，对应 P/E 为 31X/24X/18X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**用户增长不及预期风险、新产品进展不及预期风险、行业竞争加剧风险、AIGC 技术发展不及预期风险、AI 应用进展不及预期风险等。

预测指标	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万元）	2085	2592	3407	4283
增长率（%）	25	24	31	26
归母净利润（百万元）	94	429	550	744
增长率（%）	-311	356	28	35
摊薄每股收益（元）	0.02	0.09	0.12	0.16
ROE（%）	2	10	11	12
P/E	140.43	30.81	24.02	17.78
P/B	3.31	2.87	2.46	1.98
P/S	5.99	4.82	3.67	2.92
EV/EBITDA	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

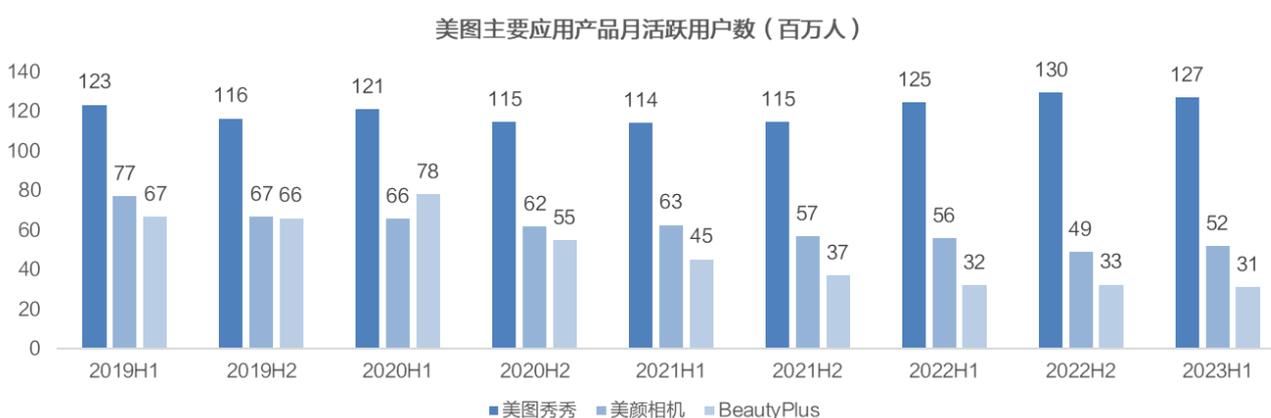
文中财报单位口径均为人民币，汇率参考 2023.08.31 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币

图 1：美图月活跃用户情况



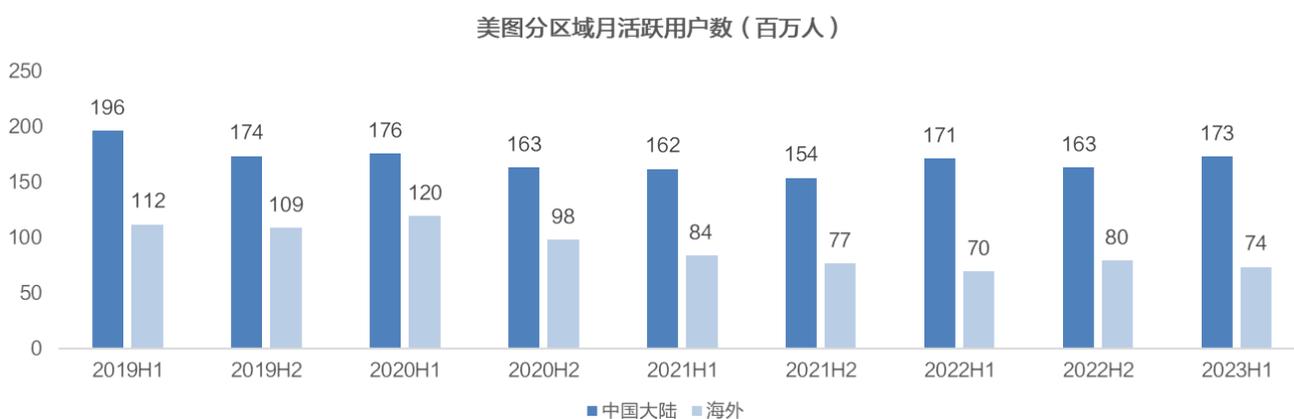
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 2：美图分产品月活跃用户情况



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 3：美图分区域月活跃用户情况



资料来源：公司财报，国海证券研究所

附表：美图公司盈利预测表（股价单位港元，其余单位人民币，换算汇率为 2023.08.31 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

证券代码:	01357		股价:	3.02	投资评级:	买入	日期:	2023/08/31	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	2%	10%	11%	12%	EPS	0.02	0.09	0.12	0.16
毛利率	57%	63%	65%	67%	BVPS	0.85	0.98	1.14	1.42
期间费率	60%	56%	54%	53%	估值				
销售净利率	1%	15%	14%	15%	P/E	140.43	30.81	24.02	17.78
成长能力					P/B	3.31	2.87	2.46	1.98
收入增长率	25%	24%	31%	26%	P/S	5.99	4.82	3.67	2.92
利润增长率	-311%	356%	28%	35%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.42	0.42	0.46	0.47	营业收入	2085	2592	3407	4283
应收账款周转率	2.05	1.68	2.09	2.27	营业成本	-898	-959	-1192	-1413
存货周转率	81.49	372.73	101.65	296.23	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	-403	-466	-596	-728
资产负债率	26%	29%	32%	31%	管理费用	-272	-311	-392	-471
流动比	2.30	2.18	2.12	2.33	财务费用	15	10	14	17
速动比	0.97	0.98	0.97	0.98	研发费用	-586	-674	-869	-1071
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	160	461	589	805
现金及现金等价物	947	1220	1813	2660	营业外净收支	15	10	14	17
应收款项	1016	1540	1633	1888	利润总额	175	472	603	822
存货净额	26	7	34	14	所得税费用	-156	-94	-121	-164
其他流动资产	55	52	73	97	净利润	19	377	482	658
流动资产合计	2456	3286	4165	5430	少数股东损益	-75	-52	-68	-86
固定资产	441	518	613	685	归属于母公司净利润	94	429	550	744
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	688	855	852	942	经营活动现金流	234	554	669	933
长期股权投资	124	145	184	223	净利润	94	429	550	744
资产总计	5004	6119	7371	9024	少数股东权益	-60	-15	-40	-66
短期借款	10	13	17	21	折旧摊销	63	97	104	116
应付款项	135	127	206	197	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	83	-49	-98	-11
其他流动负债	812	1232	1558	1888	投资活动现金流	-17	-21	-27	-34
流动负债合计	1069	1510	1962	2333	资本支出	-51	-63	-83	-105
长期借款及应付债券	-	-	-	-	长期投资	-7	-9	-12	-15
其他长期负债	226	280	368	463	其他	41	52	68	86
长期负债合计	226	280	368	463	筹资活动现金流	-37	-39	-51	-64
负债合计	1295	1789	2330	2796	债务融资	-37	-39	-51	-64
股本	-	-	-	-	权益融资	-	-	-	-
股东权益	3770	4344	5081	6294	其它	-	-	-	-
负债和股东权益总计	5004	6119	7371	9024	现金净增加额	208	481	593	848

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网版块研究。

尹芮，海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，3年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，海外互联网研究助理，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖消费互联网方向。

林臻，海外互联网研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，海外研究团队研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。