

美图(1357 HK)

AI 驱动的美丽生态链

- ❖ **“刚需”性美颜：“6+1+N”模式打造美丽生态链，“海量用户+平台整合”加速商业变现。**围绕自拍及美丽经济，公司以六大核心 App 及美图手机形成“6+1+N”产品矩阵，坐拥 4.81 亿月活，跻身全球前九大 iOS 非游戏应用开发商。在“海量用户+口碑效应”下的正向循环下，有别于纯工具的“内容型”应用、“分享式”图像社交将放大公司应用的交叉推广效应，进而构建高消费力一体化美丽社区。辅之出海的强势表现，预计 2018 年 MAU 将增至 5.7 亿，平均月收入/MAU 达 1.21 元（人民币•下同）。
- ❖ **生态包围硬件，美拍直播变现释放长尾效应。**公司短视频应用美拍稳居中国短视频平台 TOP5，并成功实现商业化：1H17 增值服务收入增至 1.64 亿（近 60 倍同比增长），且 2H17 头部主播收入向好。我们认为美拍将持续受益于平台的高质量用户（vs. 快手的三/四线城市用户）、强社交属性及高粘性（日使用时长达 30+分钟），并逐渐释放长尾效应。考虑同业陌陌/YY 在上线 1 年内高达 300~400 万的季度付费用户及 400~600 元的 ARPU，美拍拥有的 1.5 亿的月活将存在巨大转化空间，预计 FY18 年月付费用户达 72 万，对应收入达 11 亿元。
- ❖ **梯度接力：广告+电商为长期驱动力。****广告：**在关键字搜索流量衰退、传统电商增长高峰已过的互联网冷静期，移动广告市场 FY17-19E 依旧保持 CAGR 35% 的强劲增长。而鉴于目前美图广告变现仍处于初期（单月活平均广告收入仅为 0.2 元），存在巨大的上升空间。且其上升驱动力将来自于：1）高消费力女性用户；2）更丰富的原生广告（如：信息流广告、视频广告）；3）大数据营销与精准投放。3Q17 开始美图广告月均收入预计达 3,000~4,000 万元(vs. 1H17 月均收入 1,377 万)，憧憬微博团队加入后，广告定价机制、营销团队配置系列优化带来的广告提振效应。**电商：**中国化妆品、服装等电商类别展现出巨大的机遇，而 4Q17 升级后的**美图美妆**成为第一个基于海量数据及 AI 测肤技术（人脸识别+医疗图像数据深度学习）的体验型美妆电商。美图美妆目前测试使用人数突破 2,700 万人，并于 11 月底登上 App Store 购物榜的 TOP3，上线一月月流水超一千万。预计 FY18 广告/电商收入分别为 8.2 亿/9.5 亿元。
- ❖ **互联网收入占比扩大，盈利可期。**看好公司海量月活下美丽经济的高变现空间，催化剂为广告增势、美图美妆初战告捷、规模效应下的大幅缩窄及盈利可期。自 IPO 以来，公司互联网业务于 1H17 首次毛利为正，且于 3、5 月实现净利润为正。相较于 FY17 市场预期 3~4 亿亏损，我们对公司规模效益及利润率改善更为乐观，预计 2017 年年底将迎来单月盈亏平衡、FY17 亏损~1 亿，且于 2018 年将实现全面盈利，调整后净利润达 7.8 亿元。
- ❖ **首次覆盖，「买入」评级。**根据 DCF 估值法，给予目标价 15.4 港元，相当于 35x FY19 PE，对应 FY18 市值/月活 12.4 美元，远低于同业 88.8 美元，首次评级「买入」。风险：月活增长放缓、直播竞争加剧、电商广告推进不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	742	1,579	4,410	8,291	12,432
调整后净利润(百万人民币)	(710.5)	(654.8)	(103.2)	778	1,619
调整后 EPS(人民币)	-	-1.61	-0.06	0.18	0.38
EPS 变动(%)	-	-	NA	NA	107.9
市盈率(x)	-	NA	NA	56.0	26.9
市帐率(x)	-	7.2	7.4	6.5	5.2
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	NA	(104.0)	(4.0)	11.6	19.5
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$15.4
潜在升幅	+25.4%
当前股价	HK\$12.3

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万港元)	52,555
3 月平均流通量(百万港元)	268.2
5 周内股价高/低(港元)	23/8
总股本(百万)	4,272.7

资料来源：彭博

股东结构

Longlink Capital	14.5%
Xinhong Capital	13.3%
Wensheng Cai	11.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.9%	-5.3%
3-月	-8.4%	-15.2%
6-月	16.6%	-3.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.meitu.com

目录

公司概况：“6+1+N”矩阵下的美丽生态链	3
刚需演进：“应用矩阵+流量平台”打造一体化美丽社区	4
数据驱动：“AI 美颜+数据算法”构筑技术壁垒	8
商业变现：硬件筑基，直播短期变现，电商+广告为长期驱动力	10
国际扩张：安内攘外，海外用户进入高速发展	21
财务分析	23
估值预测	29
风险因素	31

公司概况：“6+1+N”矩阵下的美丽生态链

全球前九大 iOS 非游戏应用开发商，4.81 亿月活掀自拍风潮。公司成立于 2008 年 10 月，围绕自拍及美丽经济陆续开发多款软硬件产品，多次跻身全球前九大 iOS 非游戏应用开发商。截至 1H17，旗下应用总体月活达 4.81 亿（~80% 为自然流量），美图账号 MTid 累计 ~2 亿注册账号。

“6+1+N”模式打造美丽生态链，交叉推广助推公司平台化。公司以七大核心 App（美图秀秀、美颜相机、美拍、潮自拍、BeautyPlus、美妆相机）及美图手机为产品矩阵，核心软件应用实现流量互导，“AI 美颜+数据算法”构筑长期技术壁垒。从 2013 年起以自拍神器为主题推出系列美图手机，凭借独特的自拍相关功能，1H17 销量 84.7 万台（同比增长 193%），产生收益约 19.3 亿元（同比增长 247%）。

美拍：从工具到社区。美拍作为公司 2014 年推出的大型短视频与直播社区，截至 1H17 月活已达 1.52 亿（应用类月活 32.8 百万）。以“美妆、美食、音乐”为元素，通过新奇搞笑、明星效应、节日社交、舞蹈音乐等活动，长期占据中国区 App Store 摄影与录像类应用 TOP10。日使用时长从 2014 年推出时 12.9 分钟攀升至 30+ 分钟（1H17），逐渐打造高凝聚力视频社区。

互联网业务处于变现初期阶段，“广告+直播+电商”为后期驱动力。公司互联网变现处于初期阶段，增长潜力巨大，其中 1H17 互联网业务收入同比激增 7.62 倍至 2.5 亿。除硬件产品外，公司凭借近八成的女性用户群体，以美丽经济为出发点，形成“广告+直播+电商”的互联网变现商业模式：1）广告：多样化的品牌互动广告及信息流广告；2）直播：借助美拍直播销售虚拟礼品，获取直播分成；3）电商：推出美图定制及美图美妆，其中美图美妆（11 月推出）以“拍照测肤-皮肤报告-推荐商品”为思路，应用推出第一个月月流水已超千万元。

催化剂：盈利可期、广告商业化推进。自 IPO 以来，公司互联网业务于 1H17 首次毛利为正，且于 3、5 月实现净利润为正，我们预计 2017 年年底将迎来盈亏平衡，且于 2018 年将实现全面盈利。互联网业务层面，在广告团队调整以及引入微博团队后，2018 年广告业务有望通过有效改进梳理其流量分发机制。

图 1：跻身全球前九位 iOS 非游戏应用开发商

公司	总部	应用数
1 谷歌	美国	106
2 腾讯	中国	413
3 Facebook	美国	27
4 阿里巴巴	中国	153
5 百度	中国	193
6 微软	美国	143
7 Snap	美国	2
8 NAVER	韩国	40
9 美图	中国	20+

资料来源：App Annie，2017 年 5 月数据，招银国际研究

图 2：美图用户规模及影像数



资料来源：公司，特殊标注数据截至 2016 年底，其余为 1H17 数据

图 3：美图 6 项核心应用矩阵



资料来源：公司，特殊标注数据截至 1H17，其余为 2016 年年底数据

图 4：美图变现模式



资料来源：公司，招银国际研究

刚需演进：“应用矩阵+流量平台”打造一体化美丽社区

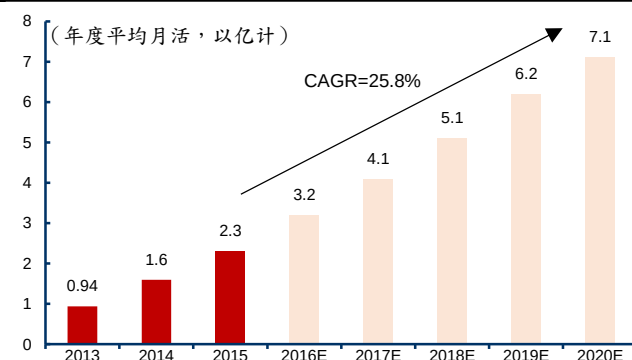
“移动化浪潮+媒介革新+美丽经济”孵化庞大影像应用市场。随着中国移动互联网用户渗透率的提升，社交分享媒介逐渐从文字信息，变迁到影像视频。而自拍风潮下美丽经济的庞大需求进一步催生了影像应用的蓬勃发展。根据艾瑞咨询，预计中国影像应用市场规模将于 2020 年达到 7.1 亿人。其中，70.5% 的中国社交网络用户每周至少分享一次影像，而 21.3% 在社交网络中分享影像的人表示每次分享前都会使用影像应用美化影像，40.6% 的人大多数情况下分享影像前会处理图片。我们认为，分享影像表达自我的用户养成习惯及美化影像后的长期修图粘性将进一步驱动影像市场的社交化及用户参与度。

图 5: UGC 内容变迁途径：从文字信息到影像视频



资料来源：TalkingData，招银国际研究

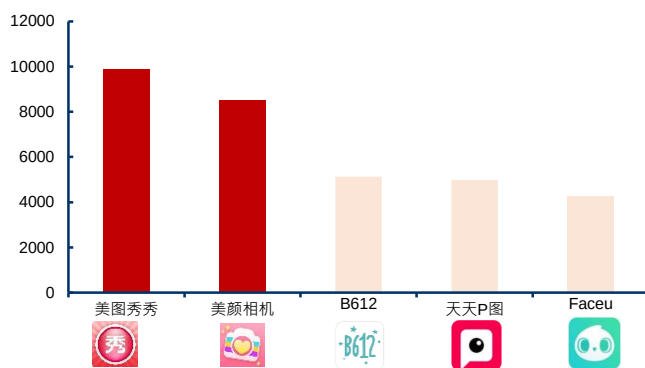
图 6: 中国影像应用市场规模



资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

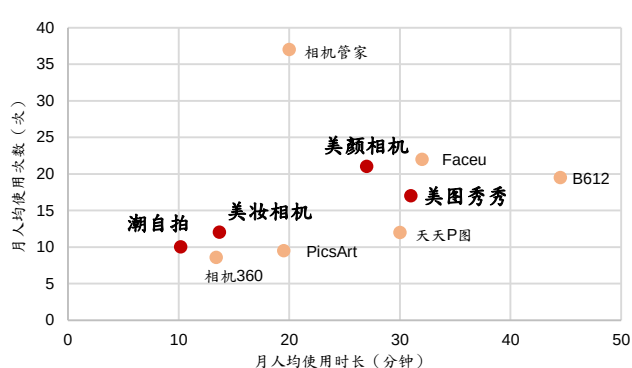
美图携先发优势，造应用矩阵，登顶影像应用市场。美图于 2008 年推出首款简易人像美图应用美图秀秀，解决了专业修图软件（例如，Photoshop）功能复杂、学习成本高的使用痛点，弥补市场修图/美化空白。随后以创新及简单应用功能及先发优势，迅速打造多款明星应用，成为影像应用市场龙头。截至 2017 年 8 月，美图秀秀、美颜相机分别占据中国影像应用市场第一、第二。

图 7: 中国 TOP5 照片应用中美图占 TOP2 (按月活计)



资料来源：QuestMobile，数据截至 2017 年 8 月，招银国际研究

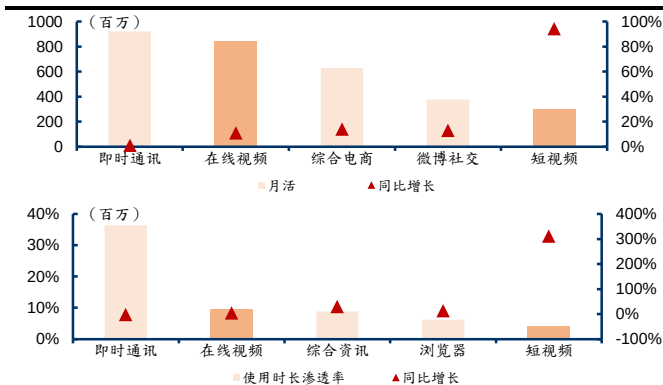
图 8: 2017 年 8 月图像服务应用用户粘性竞争格局



资料来源：QuestMobile，招银国际研究

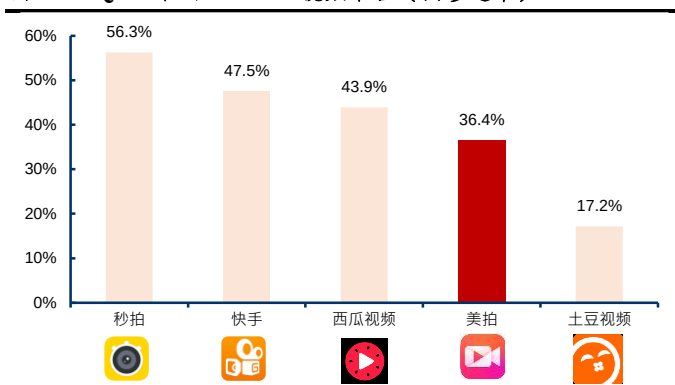
从图像到视频，短视频风口下美拍应运而生，且商业价值巨大。基于短视频制作简单、传播广泛、互动性强、带宽使用需求低等特点，短视频行业迎来高速发展期、行业用户红利仍在。公司于 2014 年推出大型短视频与直播社区美拍，并持续占据中国短视频平台 TOP5。凭借美拍自身的天然优势：1）高月活；2）强用户粘性（人均日使用时长 30+分钟）；3）强社区属性；我们认为公司将有望带动核心影像应用转变为社区平台，以进一步提高用户月活与粘性。此外，相较于其他四大短视频平台，我们认为美拍将持续受益于平台的高质量用户群体（vs 快手的三/四线城市用户）、强社交属性及高粘性，并逐渐释放长尾效应、发挥数据资产价值。

图 9: 2017 年 9 月 TOP15 细分行业月活及使用时长



资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

图 10: 3Q17 中国 TOP5 短视频平台（按渗透率）



资料来源：易观，招银国际研究

图 11：短视频平台对比分析

	美拍(中国)	快手(中国)	秒拍(中国)	西瓜视频(中国)	火山小视频(中国)	抖音(中国)
视频时长	5分钟视频；10秒MV；10秒海报	7秒或17秒	5分钟视频	30秒	15秒	15秒
特色	主打“高颜值直播+原创生活视频”	类GIF电影；内容接地气	小剧场增加趣味性，重分享	主打PGC视频，定位搞笑娱乐，个性化推荐的聚合类短视频平台	主打UGC原创生活小视频社区，定位三四线城市。	定位UGC，专注年轻人的15秒音乐短视频社区
运营思路	社区类视频；美颜颜值内涵深入人心，与美图产品系列协同；内容生活化，突出舞蹈、新奇风，用户集中在一二三线城市	社区类视频；时间短、制作简单快速，用户多为三四线城市，突出世间百态	偏媒体类视频；与微博进行独家合作，依靠明星导流及颜值经济，突出同城属性，但长尾效应较弱	注重平台内容生态建设。通过算法分析用户的浏览量、观看记录、停留时间等进行视频推荐；	火山小视频在农村开展发布会，宣布用10亿元补贴平台内容创作者，同时推出“火苗计划”，开通视频打赏功能和小视频达人培训计划。	遵循音乐短视频社区的调性，以音乐为中心进行内容类别划分，形成平台特色；85%的抖音用户在24岁以下。
巨头布局	美图	腾讯系	新浪系	头条系	头条系	头条系
直播功能	有	有	有	直播内测	有	直播内测

资料来源：公开资料整理，招银国际研究

图 12: 美拍社区生态闭环

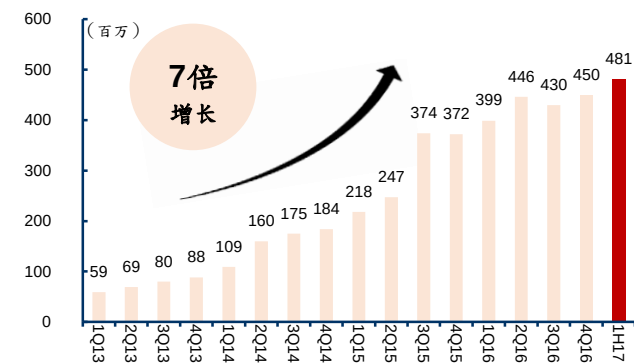


资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

构建高凝聚力一体化美丽社区。在陆续推出 6 款明星产品后，我们认为公司将凭借如下核心优势构建高凝聚力一体化美丽社区：以 4 大图像美化工具产品（美图秀秀、美颜相机、BeautyPlus、潮自拍）为基础，三大特色应用（美拍直播为短期变现+美图美妆、美妆相机链接电商功能）为商业引擎，整合用户信息、挖掘图像分享空间，通过加速呈现 UGC 内容进而逐渐社交化。截至 2017 年 6 月 30 日，公司累计统一注册账户(MTid)增至约 2 亿个，配合独立设备识别系统，将有效洞察用户于不同应用间的喜好，便于大数据分析深度学习。

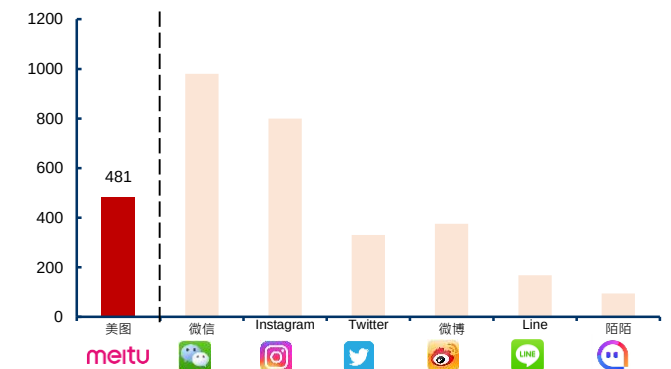
- **平台化核心优势一：“海量用户+口碑效应”下的正向循环。**1) 庞大且活跃度不断提升的用户群。公司总月活在过去四年内实现了近 7 倍增长，且跻身同业前列。2) 品牌实力驱动用户自然流量增长。根据艾瑞咨询统计，中国约 95.3%的影像应用用户将至少一款美图应用列入其最喜爱的三款影像应用之一，而中国约 62.4%的短视频平台用户将美拍列入其最喜爱的三款短视频平台之一。我们认为，公司在影像市场上长期的领先地位及用户高认可度铸造了公司强大的品牌知名度，随着月活的提升，其口碑效应将加速释放，并反哺至公司拓客效率及用户粘性。

图 14: 月活强劲增长



资料来源：公司，招银国际研究

图 15: 与同行业月活对比



资料来源：公司，彭博，截至最新财报，招银国际研究

- **平台化核心优势二：有别于纯工具应用的“内容型”工具，是粘性和社区打造的基础。**随着移动普及率趋紧饱和、基础设施筑底后，我们认为互联网行业正逐渐从“渠道为本”进入“内容为王”的时代。有别于纯工具类应用（例如：地图、垃圾清理软件），美图应用最大的特色在于用户能够自主产生“图片+视频+信息流”等 UGC 内容。1) 图片：2016 年处理图片数高达 680 亿；2) 视频：美拍贡献海量视频（2016 年 5.2 亿上传视频量）；3) 信息流：美妆相机 App 聚合美妆内容，通过算法推荐时尚资讯、基础妆容、仿妆教程、口红种草等信息流，打造聚合类女性“今日头条”。海量的优质内容将为公司社交化及变现提供充足运作空间。

图 16: TOP10 拍照 P 图 App 月活和粘性对比

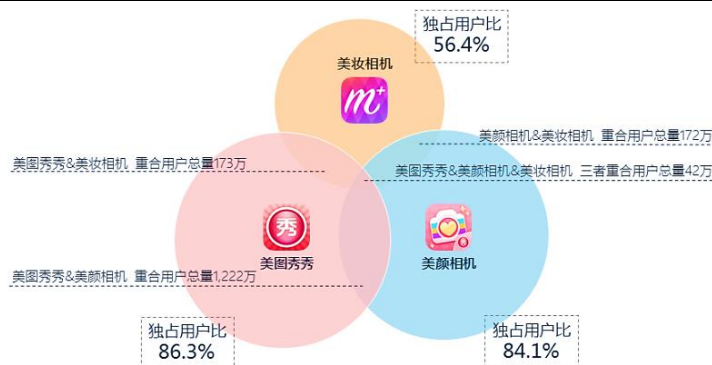
	月活	日活	用户活跃率	月度人均使用时长 (分钟)	月度人均使用次数 (次)
美图秀秀	9,867	1,684	17%	31	17
美颜相机	8,492	1,672	20%	27	21
B612	5,129	749	15%	45	20
天天 P 图	4,983	496	10%	30	12
Faceu	4,279	632	15%	32	22
潮自拍	1,598	177	11%	10	10
相册管家	901	180	20%	20	37
PicsArt	774	56	7%	20	10
相机 360	695	67	10%	13	9
美妆相机	694	92	13%	14	12

资料来源：QuestMobile（数据截至：2017/08），招银国际研究

- **平台化核心优势三：“分享式”图片社交。**内容基础上，公司社交化的核心驱动力来自于图片的“分享”。目前手机中被分享的照片约占 15%，剩余 85%的照片意味着巨大的发掘空间。从 Instagram、Snapchat 的火热趋势来看，公司以图片社交分享平台为契机一旦激发剩余照片的分享欲望，将从“内容输出载体”过渡到“内容社交平台”。
- **平台化核心优势四：应用矩阵+平台协同，实现低成本、高效率交叉销售。**我们认为公司以美图秀秀为旗舰产品的应用矩阵，是进行交叉推广的强而有力平台。1) 考虑用户对多款应用的需求性（“85 后”用户平均安装拍照 P 图 App 为 2.3 款；53.5%的用

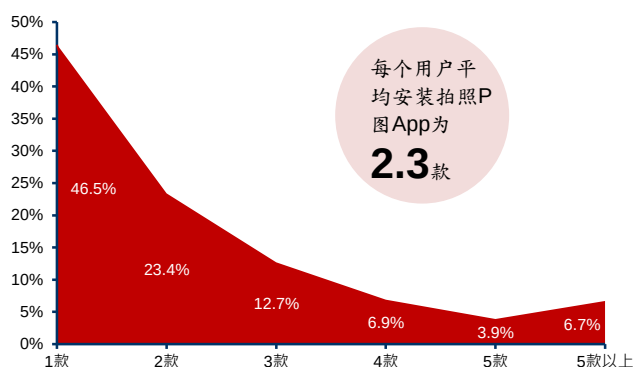
户安装 2 款以上拍照 P 图 App)，各个 App 之间的竞争和替代性较弱。2) 通过应用矩阵内的流量的交叉推广助于新应用提升其早期增长阶段的人气,从而增加曝光率和自然下载量。3) 交叉销售在释放协同效应的同时，助于公司实现低成本、高效率拓客（例如美图每位净增月活跃用户销售及营销开支仅为 1.3 元，远低于同业）。

图 17:2017 年 8 月美图系 App 用户重合度



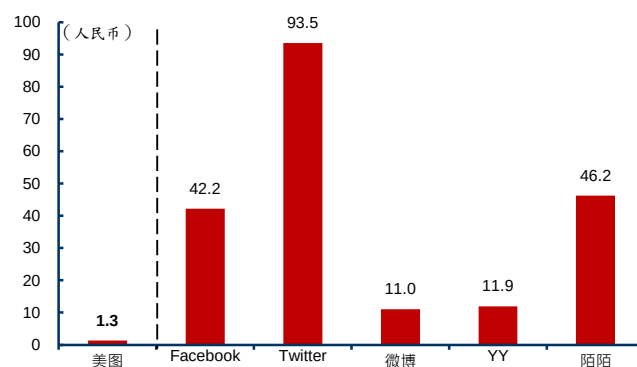
资料来源：QuestMobile（重合度：同时安装两个 App 的用户在目标 App 中所占的比例），招银国际研究

图 18:“95 后”用户安装拍照 P 图 App 数量分布



资料来源：极光数据研究院（取数周期：2017.1-2017.7），招银国际研究

图 19: 每位净增月活月均销售及营销开支



资料来源:公司，各公司最新财报（3Q17/1H17），招银国际研究

数据驱动：“AI 美颜+数据算法”构筑技术壁垒

在同质化产品层出不穷、用户偏好更替之际，我们认为公司最大的壁垒来自于 AI 算法，主要体现在：1) 行业领先的人脸识别及 3A 技术是公司软硬件的基础；2) 海量人像数据库及深度学习是支撑用户偏好预测、产品革新的关键；3) 用户画像及推荐引擎为美拍用户进行精准推送，提升用户粘性 & 广告效应；4) 图像识别、影像处理及机器学习等技术将衍生大量变现机会，如：美图美妆独有的测肤技术直接促成了电商业态的初战告捷。

1) 行业领先的人脸识别及 3A 技术是公司软硬件的基础。2010 年，美图成立了美图影像实验室 (MTlab)，致力于计算机视觉和影像处理。截至 2016 年底，公司已注册超过百项专利。基于美图人脸技术、图像增强、分割等技术，美图应用不断推出各项前沿拍照、美颜应用及为深度自拍用户量身打造的手机。

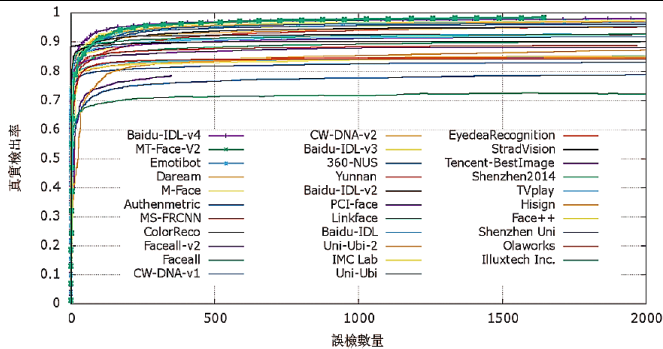
图 20: 美图 MTlab AI 核心技术

核心技术	功能	示意图
MTface 人脸技术	由 MTlab 自主研发的人脸技术，包括人脸检测，人脸关键点，人脸属性分析（性别，年龄等）。能够在各类复杂情况下进行实时、稳定、准确的分析，为后续的图像处理提供坚实基础。	
MT3Dtech 3D 技术	通过人脸正面照片即可重建人脸 3D 模型，从而实现更逼真的人像编辑。目前已应用于美图各产品。	
MTrestoration 图像增强	能够准确判断图像的质量问题及成因，并针对不同情况（如暗光拍摄、压缩失真等）对图像进行增强、去噪、去模糊、超分辨率等处理，一键解决低画质问题。	
MTsegmentation 图像分割	通过分析轮廓、遮挡关系、颜色、纹理、形状等把图像划分成若干互不交迭的区域，从而完成对人脸、皮肤、头发、五官等分割。其中人像分割、头发分割和皮肤分割的准确率均在 98.5% 以上，远超传统方法（准确率低于 80%）的准确率，保证了核心美颜算法的高质量。	
MTstyle 图像风格化	利用卷积神经网络实现图像风格迁移，能够将普通的图像转换成不同艺术风格。与市面上的算法相比，MTstyle 可以针对画面中的不同部分进行不同风格的处理。	
MTbeauty 极智美颜	一套会思考的美颜算法，通过对人脸进行分析，能够根据不同年龄、性别进行个性化、定制级的智能美颜处理。同时通过机器学习，不断优化美颜效果。作为 MTlab 核心技术，已被广泛应用到美图公司旗下产品中。	
MTmakeup 美妆技术	基于人脸检测技术，使用独有脸网格技术，实现实时的视频和图像上妆，妆容更贴合五官及面部轮廓，上妆效果更准确自然。	
MTgeneration 影像生成	MTgeneration 影像生成技术，核心是基于 MTlab 自主研发搭建的生成网络 DrawNet，通过深度学习技术对大量图像数据进行分析与学习，针对不同需求的图像处理的任务，构建出不同应用场景的图像生成模型，经过模型处理，当用户输入自己的图片便可直接生成对应效果的输出图。目前该技术已应用于 AI 人像美化、绘画机器人、亚裔混血等方面。	
MTskinAI 测肤	是基于 MTlab 自研业界领先的人脸技术及海量医疗级图像数据开发的深度学习皮肤检测方案，能够通过图像来检测和评估个人皮肤状态，如肤质、肤龄、肤色、毛孔、黑眼圈、痘、斑、痣等等。	

资料来源：美图 MTlab，招银国际研究

2) 海量人像数据库及深度学习是支撑用户偏好预测、产品革新的关键。基于 4.81 亿的月活、680 亿的处理照片，公司能够通过海量数据分析（修图滤镜、色调选择等），进行应用的版本升级以迎合用户最新审美及修图偏好，同时不断创新修图玩法。如美图秀秀自 2011 年推出以来更新版本超过 100 个，而最新推出的绘画机器人 Andy（基于人脸技术、图像分割、影像生成技术）在微博、朋友圈迅速走热。有别于谷歌 AutoDraw（简笔画与已有图片数据库匹配进而生成图片）及 Prisma（添加滤镜风格）等类似绘画功能，绘画机器人为首次完全让计算机去绘画、临摹照片。

图 21: 人脸检测基准测试结果



资料来源：马萨诸塞大学阿默斯特学院计算机科学系技术报告第 UM-CS-2010-009 号，招银国际研究

图 22: 美图“绘画机器人 Andy”迅速火热

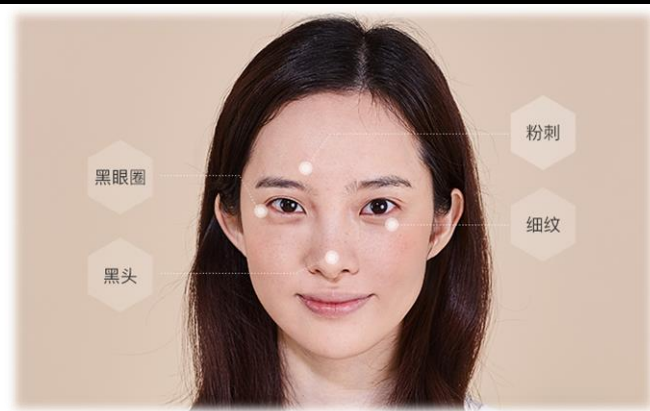


资料来源: IDC, 招银国际研究

3) 用户画像及推荐引擎为美拍用户进行精准推送，提升用户粘性 & 广告效应。基于美拍生成视频及用户画像（位置、识别年龄、兴趣、行为等），美拍推荐引擎能够对不同用户进行个性化视频推荐，增强用户粘性并为广告主创造高转化效应。

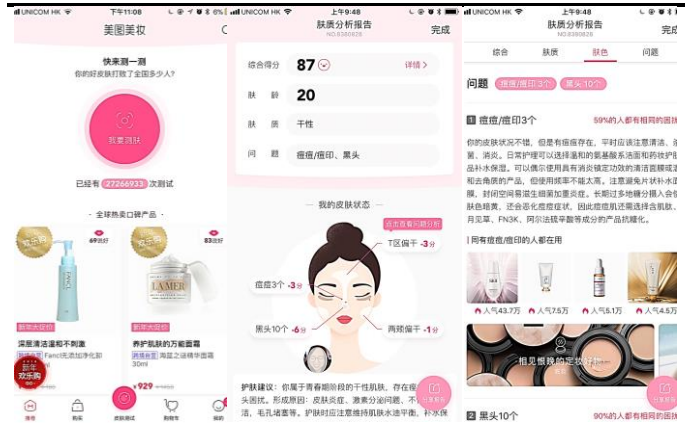
4) 图像识别、影像处理及机器学习等技术将衍生大量跨界机会。例如，美图美妆独有的测肤技术（通过检测人脸肤质、肤龄、肤色、毛孔、黑眼圈、痘、斑、痣等，识别皮肤问题）直接促成了电商业态的初战告捷，目前识别准确率突破 95%。而后期海量医疗级图像数据将有助于在辅助医生诊断等环节发挥作用。此外，基于海量用户社区，我们认为美图或将涉猎区块链技术，基于区块链的去中心化特色，不排除在美拍账户体系、电商等商品数字身份优化层面布局。

图 21: 美图测肤技术示意图



资料来源：美图 MTLab，招银国际研究

图 22: 美图美妆上线 2 个月测肤人数高达 2,700 万人

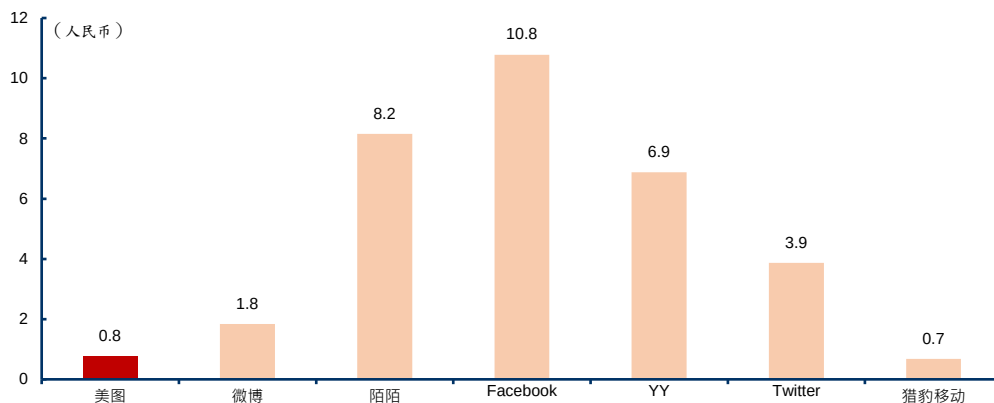


资料来源: 应用截图，招银国际研究

商业变现：硬件筑基，直播短期变现，电商+广告为长期驱动力

仅处于变现的初期，潜力巨大。公司商业模式分为：1) 智能硬件（1H17 89%收入占比）；2) 互联网服务业务。互联网服务收入贡献较少的原因在于，2016 年之前公司在用户积累、出海扩张进程中为保持优质用户体验，战略重心侧重规模化，而非商业化。在 2017 互联网商业化推进后，互联网收入占比从 2016 年的 6.6% 提升至 1H17 的 11%。基于公司仅 0.8 元的平均月收入/MAU（远低于同业内容型应用及泛工具类应用），我们认为其海量用户及高月活将随着公司向广告、电商、直播的探索开发，逐渐释放商业价值。而 1H17 互联网收入的激增恰恰印证了公司互联网业务商业化的首战告捷。

图 20: 美图平均月收入/MAU 及和同业对比



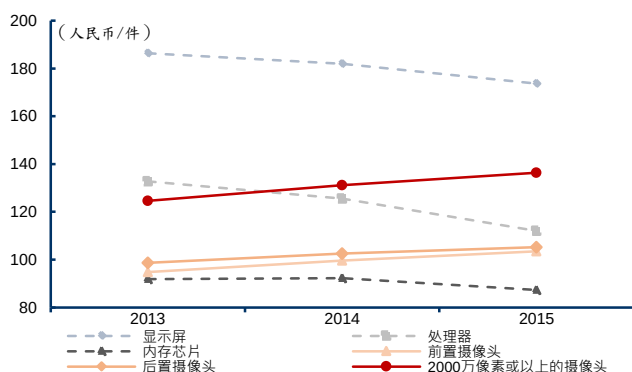
资料来源：公司，各公司最新财报，招银国际研究

注释：除美图 1H17 数据外，其他平台来自各公司 3Q17 财报；YY 月活采用估算后 PC 及移动端总月活

智能硬件：为用户需求而生

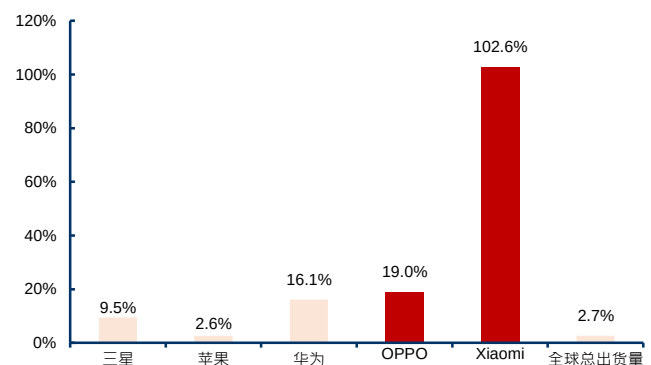
智能手机市场已成红海？拍照手机出货量逆势上扬。1) 摄像头成本的上升反映拍照质量需求的攀升。从中端智能手机主要部件的价格变化来看，在显示屏、处理器及内存芯片价格轻微下降的趋势下，摄像头的价格反而呈现小幅增长，显示了人们对智能手机的拍照质量日益重视。2) 拍照类手机出货量稳健增长。在全球智能手机 3Q17 年出货量同比增长仅 2.7% 的疲态走势下，主打拍照特色的 OPPO 依旧实现较高速增长，而三星、小米、华为等均开始重视拍照质量改善。

图 21: 中端价位智能手机部件平均价格



资料来源：Frost & Sullivan, 招银国际研究

图 22: 3Q17 年全球 TOP5 智能手机厂商出货量同比增速



资料来源: IDC, 招银国际研究

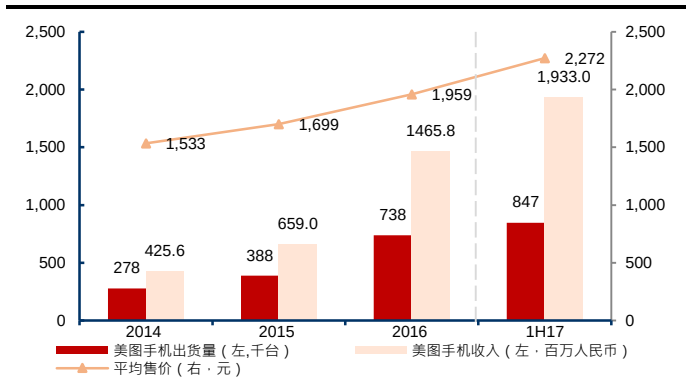
美图手机：定位“第二款手机”。在美图核心应用快速渗透后，公司于 2013 年推出美图手机，至今推出 3 个系列（即旗舰 M 系列、奢华 V 系列及 T 系列），共 12 款手机型号，1H17 出货量为 84.7 万台。虽然从中国 1H17 智能手机出货量 2.4 亿（数据来源：中国信息通信研究院）来看公司占比较小，但我们认为美图手机的市场定位主要为高端自拍手机，且目标用户集中在高消费力的女性用户，故不会与苹果、三星等手机品牌构成直接竞争。相反，自拍需求下对影像品质期望的提升将驱动美图手机作为“第二款手机”的销售热潮。从公司 1H17 销量的激增可见一斑（1H17 销量已超 2016 全年）。基于美图线上核心应用的协同销售（75% 手机用户为美图应用客户）及品牌忠实度，我们认为美图手机的出货量存在稳健增长的基础。

图 23: 美图手机型号及价格

	摄像头规格（百万像素）		推出时间	指示性零售价 (人民币/台)
	前置	后置		
美图 Kiss	8	8	2013年6月	2,199/ 2,399
美图 M2	13	13	2014年4月	2,399
美图 M4	13	13	2015年4月	2,199
美图 V4	21	21	2015年11月	3,499
美图 M4s	13	13	2015年12月	2,399
美图 V4s	21	21	2016年6月	3,499
美图 M6	21	21	2016年6月	2,399
美图 T8	双摄（12）	21	2017年2月	3,299
美图 M8	双摄（12）	21	2017年5月	2,599/2,899
美图 T8s	双摄（12/5）	21	2017年9月	3,399
美图 M8s	双摄（12/5）	21	2017年12月	2,999
美图 V6	双摄（12/5）	双摄（12/5）	2017年11月	5,099

资料来源：公司，招银国际研究

图 24: 美图手机出货量、收益及平均售价



资料来源：公司，招银国际研究

在同业中具备定价优化空间、摄像技术、软硬件耦合优势。相较 Casio 拍照神器，美图在定价、蓄电时长、夜拍效果及快门按键设计层面存在独特优势。而专注自拍美颜下的技术和数据壁垒、中高端手机覆盖用户的特色也让美图手机在价格提升空间、研发专注度层面有别于 OPPO/VIVO 等拍照手机。从几大拍照手机/相机最新型号的对比分析中，我们认为美图具备如下优势：1）价格层面，美图手机拥有高溢价（平均溢价在 300~600 元不等），且基于全面的用户群，未来定价优化空间较大；2）美图是其中唯一一家实现了软硬件一体化的硬件提供商。

图 25: 美图独特自拍功能



资料来源：公司，招银国际研究

图 26: 美图手机于 2017 年天猫双十一手机销量排名 TOP9



资料来源：天猫，招银国际研究

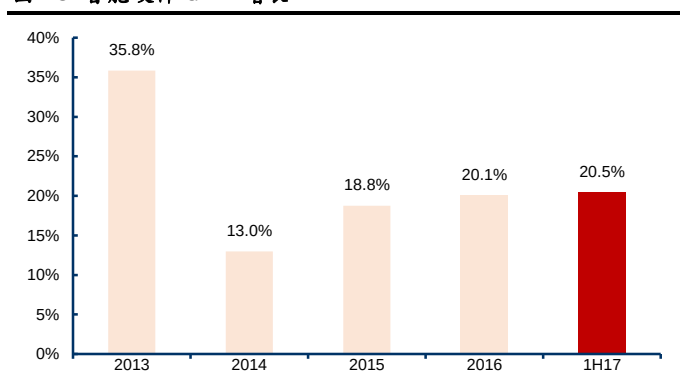
图 27: 主要拍照手机/相机最新型号对比

	最新型号	价格(Rmb)	摄像头规格 (万像素)		CPU	特色
			前置	后置		
美图	M8s	2,999	1,200x2+500	2,100	联发科MT6797X	双像素前置摄像头、全像素 PDAF 疾速对焦、夜间自拍、光学防抖；软硬件一体化
OPPO	R11s	3,199	2,000	1600+2000	高通骁龙 660	星幕屏;2000 万智选双摄；VOOC 闪充、“充电5分钟通话2小时”
VIVO	X20	2,998	1,200x2	1,200x2+500	高通骁龙 660	逆光清晰; vivo Game Engine 游戏引擎,续航能力长
卡西欧	EX-TR750	4,999	1,110	1,110	NA	双LED灯；放置方便

资料来源：各官网数据整理，招银国际研究

“中高端定位+功能专注+海量用户”是小体量高毛利的主因。美图手机 1H17 年手机毛利率为 20.5%，与同业相比较为高。从苹果的硬件成本构成来看，显示屏、主处理器、通信处理器为前三大部件成本。而美图由于定位自拍美颜，从用户自拍、美颜、社交、直播的需求出发，销售成本的投入更加注重高质量摄像头，技术类部件配置需求（例如 CPU、大显示屏）相对较低，性能无需追求过分发烧配置，故而产生更大的利润空间。

图 28: 智能硬件 GPM 增长

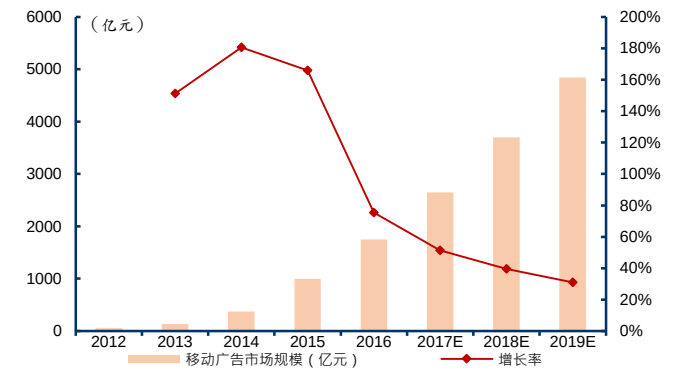


资料来源：公司，招银国际研究

广告：平台升级+形式丰富，受益于数字营销的崛起。

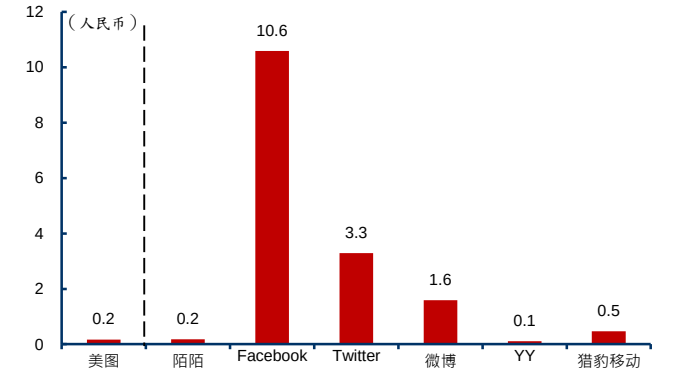
在关键字搜索流量衰退、传统电商增长高峰已过的互联网冷静期，移动广告市场未来三年依旧保持 CAGR 35% 的强劲增长。而鉴于目前美图单月活月均广告收入仅为 0.2 元，相较同业，美图应用广告变现仍处于初期，存在巨大的上升空间。且其上升驱动力将来自于：1) 高消费力女性用户；2) 更丰富的广告形式；3) 大数据营销与精准投放。

图 29: 中国移动广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

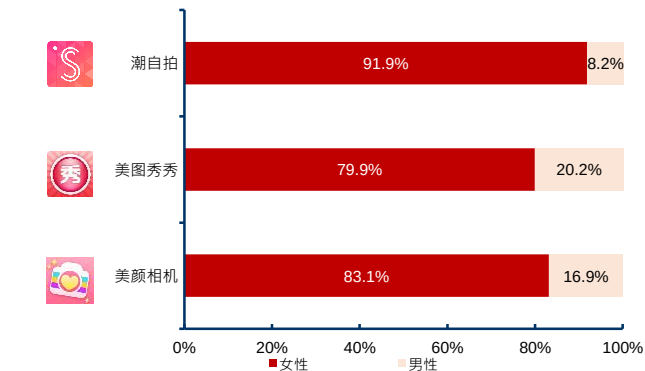
图 30: 美图单月活月均广告收入与其他对比



资料来源：公司，各公司最新财报（3Q17/1H17），招银国际研究

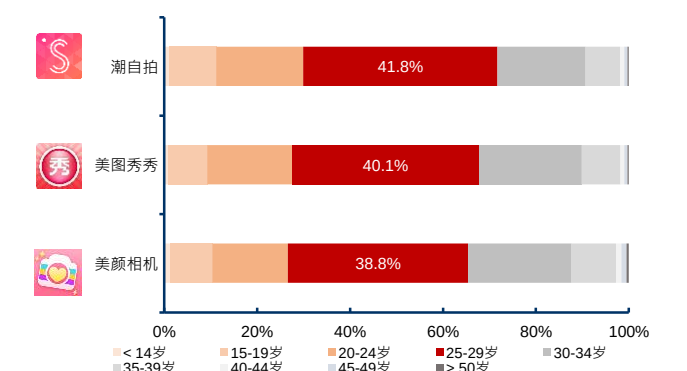
高消费力女性用户为主，受益于女性相关商品在线广告市场的高速增长。中国女性消费者越来越多地在线上购物，女性相关商品的在线广告市场潜能巨大。公司女性用户占比高达 80%，发展女性相关商品广告具有优势，可结合用户切身需求，在不损害用户体验的前提下实现精准投放。尤其对奢侈品品牌、流行服饰、化妆护肤品、食品品牌等广告主将具备高吸引力。

图 31: 女性用户占比约 80%



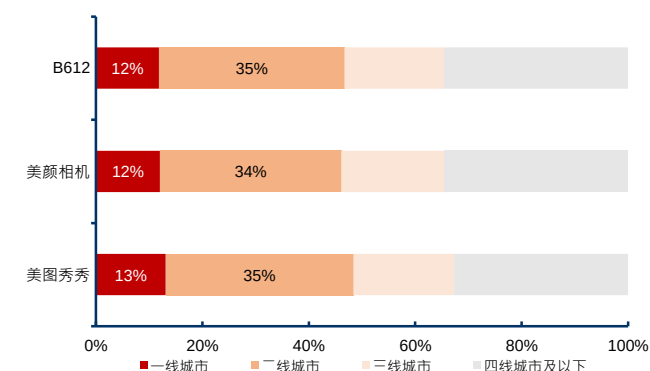
资料来源：极光数据研究院，招银国际研究

图 32: 美图影像类应用用户年轻化



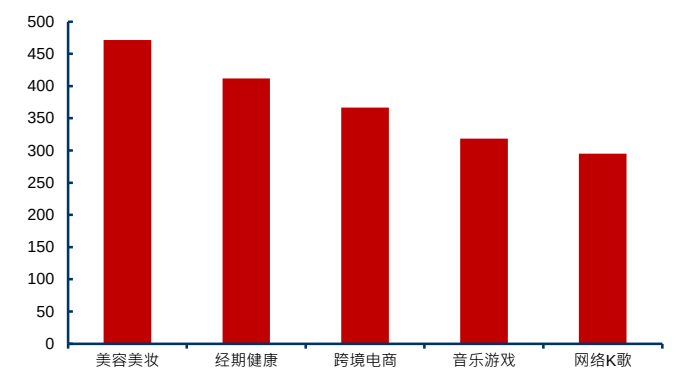
资料来源：极光数据研究院，招银国际研究

图 33: 图像服务应用用户城市分布



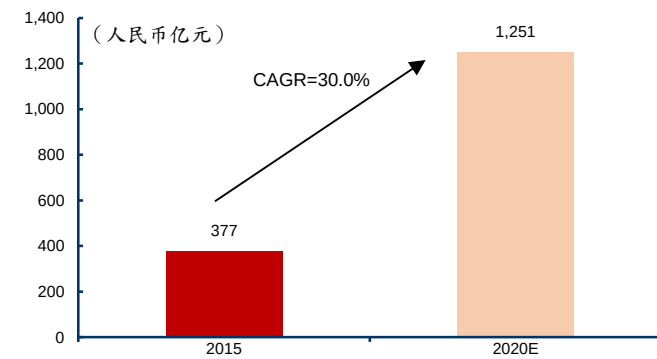
资料来源：QuestMobile，招银国际研究

图 34: 2017 年 8 月美图秀秀用户偏好 TGI



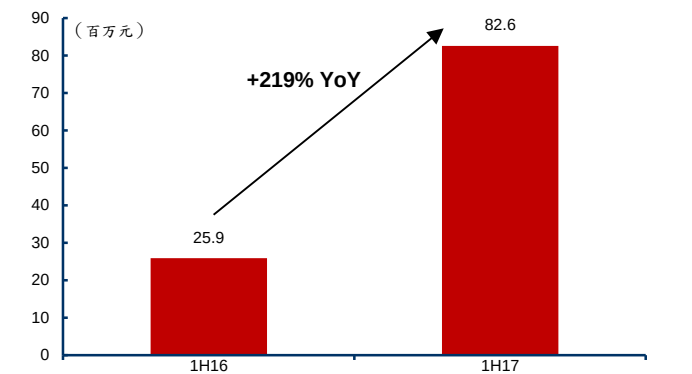
资料来源：QuestMobile，招银国际研究

图 35: 中国化妆品、护肤品及个人护理领域在线广告开支



资料来源：Frost & Sullivan, 招银国际研究

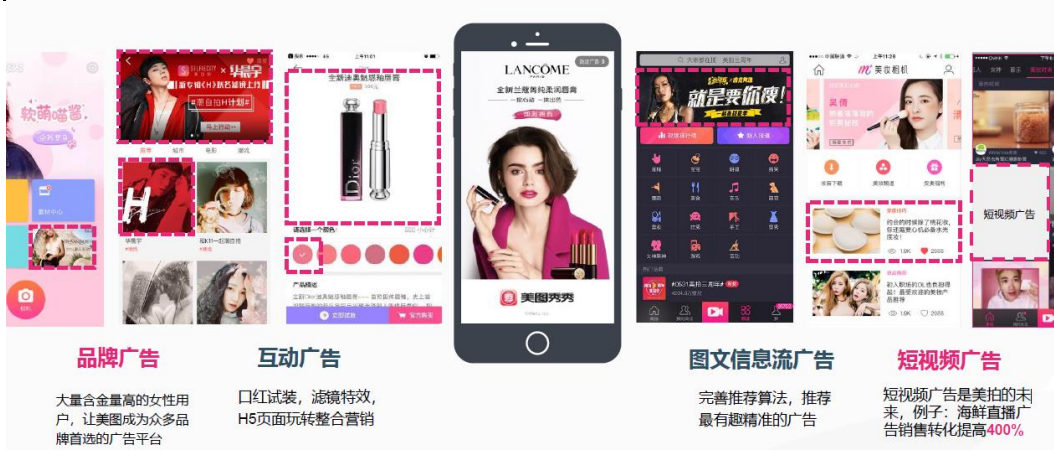
图 36: 公司广告收入增长



资料来源: 公司, 招银国际研究

展示位置的开拓及广告形式的多元化将全方位提高广告库存及填充率。公司过去主要以图标广告和横幅广告的形式出售广告位。从 2016 年开始, 公司逐渐扩大广告展示位置数量, 并植入多元化广告形式, 如口红试妆的互动广告、美妆相机的信息流广告等。

图 37: 美图广告形式多元化



资料来源：应用截图, 招银国际研究

程序化广告升级平台, 强大的技术与资源支持。公司广告平台已连接至脸书的广告网络 (Facebook Audience Network) 和谷歌的 AdMob, 并已于 3Q16 开始产生收益。在此基础上开始推出升级版广告平台。凭借专有技术和大数据分析能力, 我们认为直销渠道的成熟化+第三方广告平台的连接将扩宽公司的广告商触及范围, 并有效回应需求 (例如: 主动调整价格、进行算法推荐), 进而提升广告库存的使用率。

美拍将受益于视频广告及数字营销的崛起。考虑目前公司近 1/3 的 MUA 来自于社交属性较强的美拍，美拍潜在的短视频平台广告将受益于网红经济爆发及数字营销的崛起。我们看好美拍未来短视频广告空间，源于：

- 1) 有别于普通短视频/直播平台，美拍用户多为美妆护肤人群（美妆护肤人群喜好应用 TOP1 为美拍、平均用户年龄 23 岁、83% iPhone 用户比例），能有效刺激在线娱乐消费及购物需求；
- 2) 美拍 M 计划及 MCN 计划深度互通后，头部达人的成功案例将吸引更多品牌广告主入驻。而 3Q17 开始美图广告月均收入预计约达 3,000~4,000 万元(vs. 1H17 月均收入 1,377 万)；
- 3) 微博团队加入后，广告定价机制、营销团队前中后台配置等都得到一系列优化，后期解决方案优化后有望进一步提升填充率（目前~20%）及 CPM。

图 38: 美妆护肤人群偏爱 TOP10 APP(TGI)

	美拍	263.9		美颜相机	153.5
	抖音短视频	185.5		芒果TV	133.6
	美图秀秀	170.9		网易云音乐	132.7
	天天P图	169.6		哔哩哔哩	126.8
	百度贴吧	164.4		美团	121.8

资料来源：QuestMobile (2017 年 10 月), 招银国际研究

图 39: 美拍高价值用户及达人影响力



资料来源: 美拍大数据后台, 招银国际研究

图 40: 美图 M 计划案例



资料来源：公司，招银国际研究

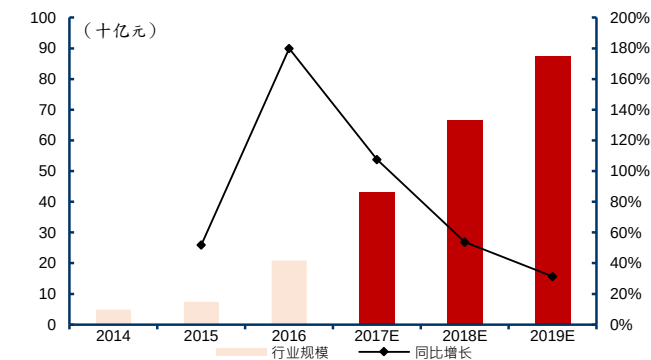
图 41: 美图短视频达人创意植入广告案例



资料来源：公司，招银国际研究

平台获客趋于理性，“直播+”打开行业天花板。2016 年，在明星进驻、网红吸睛、奇闻轶事等直播造势下，用户基于尝鲜的直播体验带来用户规模、粘性的持续增长；至 2017 年，尝新体验淡化，加之监管趋严、竞争加剧，直播用户的人均单次启动次数和人均单日使用时长均趋于平缓。而随着平台竞争的加剧、内容的推陈出新，满足主要男性用户群体“陪伴型”诉求的直播平台逐渐凸显高频及付费优势（根据艾瑞咨询统计，泛娱乐直播用户中男性占比 67%）。而短视频的引入、5G 春风也有助于打破直播用户的天花板。展望 2018 年，我们认为用户流量、潜力主播将逐渐向大平台集中。

图 43: 网络直播类型及盈利模式



The diagram illustrates the development of vertical live streaming through three stages:

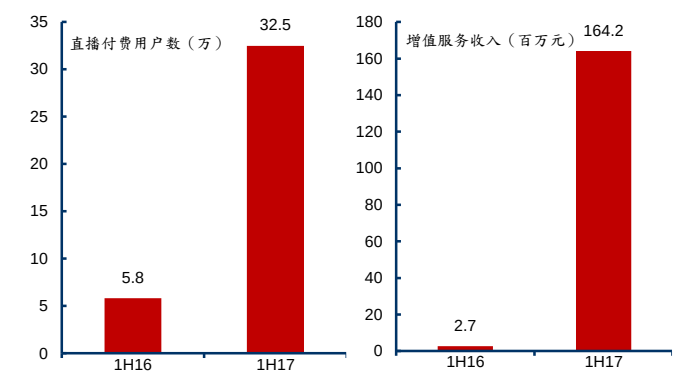
- Initial Stage (Initial Content):**
 - 秀场类直播 (Showroom Live Streaming):** Hosted by female beauty roommates, provided with UPGC training and operation. It is in the UPGC stage, with mature product categories and monetization models. It has low production costs, low content quality, and good monetization.
 - 泛娱乐直播 (General Entertainment Live Streaming):** An upgrade of showroom live streaming. The host group has expanded to include ordinary people without specific skills, engaged in beauty, travel, food, clothing, etc., with a low monetization ceiling.
 - 垂直领域直播 (Vertical Live Streaming):** A new category.
- Development Stage (New Content):**
 - 秀场类直播的升级 (Upgrade of Showroom Live Streaming):** The host group has expanded to include ordinary people without specific skills, engaged in beauty, travel, food, clothing, etc., with a low monetization ceiling.
 - 垂直领域直播 (Vertical Live Streaming):** A new category.
- Mature Stage (New Content):**
 - 秀场类直播 (Showroom Live Streaming):** The host group has expanded to include ordinary people without specific skills, engaged in beauty, travel, food, clothing, etc., with a low monetization ceiling.
 - 垂直领域直播 (Vertical Live Streaming):** A new category.

资料来源: 艺恩咨询, 招银国际研究

图 44: 美拍用户活跃度及粘性



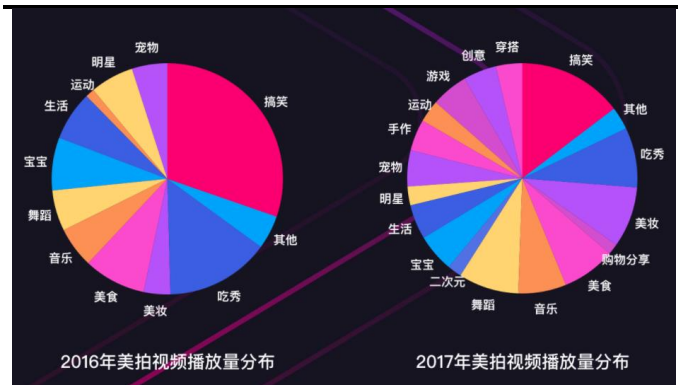
图 45: 美拍直播用户及收益增长



资料来源: 公司, 招银国际研究

- 1) **垂直领域更为细分，MCN 计划打造舞蹈生态。**美拍通过扶持有潜力的 MCN、丰富多样的内容展现（例如，明星综艺直播）以及趣味的营销活动多维度拉动营收。在 TFBOYS 进行的首次美拍直播中，短短一小时内吸引 565.6 万人观看，3.67 亿点赞数，并获得高达 29.58 万元的道具收益。
- 2) **创新性活动和功能提高用户活跃度。**通过阶段性活动（例如直播日程表）、榜单排名及用户成长体系增强用户粘性。
- 3) **更加完善的美拍生态体系。**通过对优质主播的用户培养与育成（例如上线主播评级体系、主播教程引导主播互动）及系统化的充值流程，进而网红经济体系，实现流量的更高效分配。

图 46: 美拍垂直品类更为细分



资料来源：美拍大数据后台，招银国际研究

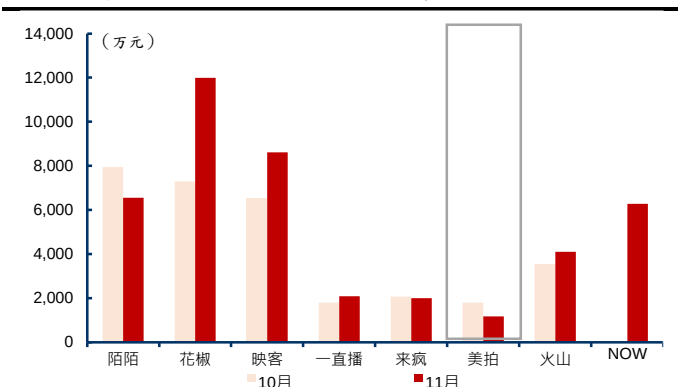
图 47: 美拍舞蹈视频产量、播放量增长显著



资料来源：美拍大数据后台，招银国际研究

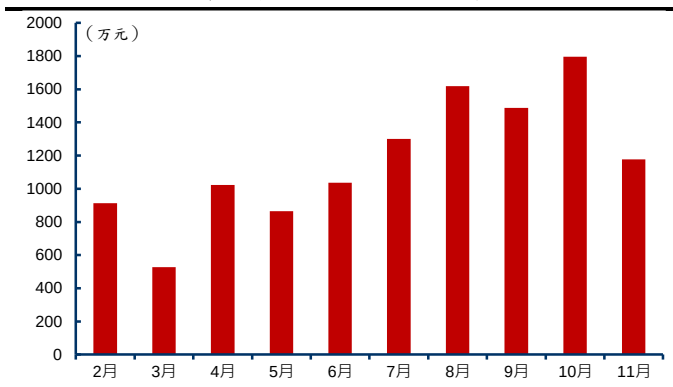
竞争优势：高人气主播+均衡主播比例+高价值用户。我们认为短期美拍直播将会是公司最直接变现的渠道。有别于传统秀场模式，美拍注重生活化服务的提供。而相较于纯直播平台，美拍直播优势体现在：1) 短视频打开平台月活天花板；2) 用户质量高，一二线用户占比超过 50%、平均年龄 23 岁、83% 为 iPhone 用户。3) 在高主播认可度下（截至 2017 年 5 月 31 日，美拍主播总获赞次数高达 26 亿），主播收入与同业存在较大差距，我们认为美拍直播收入依旧有较大释放空间。

图 48: 各平台头部主播收入对比：美拍增长空间巨大



资料来源：今日网红（2017 年 11 月），招银国际研究
 注释：头部主播为各平台收入前 300 名主播

图 49: 美拍 2017 年头部主播总收入变化趋势



资料来源：今日网红，招银国际研究

图 50: 2017 年 11 月主播收入人数分布图

平台	10-20万	20-50万	50-100万	100万以上	总计
映客	151	71	25	14	261
花椒	115	49	7	13	184
一直播	173	76	15	4	268
NOW	25	23	1	1	50
陌陌	152	63	21	2	238
火山	99	46	5	0	150
来疯	37	9	2	0	48
美拍	9	9	3	0	21
总计	761	346	79	34	1220

资料来源：今日网红(来自泛娱乐类收入前 10,000 名主播),招银国际研究

图 51: 美拍主播榜单男女比例较均衡



2017年11月

美拍主播收入总榜TOP30

昵称	ID	城市	性别	虚拟币	人民币	粉丝数
李旭杰 Jay	1548252568	石家庄市	女	19798272	791932	2481
轩晨	1503392868	龙岩市	男	17028513	681141	4983
施宁	1013493855	秦皇岛市	男	12866748	514668	244840
Mc军到一个男人	68891754	阜新市	男	11737763	469510	397528
小阿星	1035077137	岳阳市	女	10651308	426054	49585
四夕晨	59360949	南京市	女	9604377	384173	100495
夏未未	1525087048	济宁市	男	9045888	361836	81011
比巴卜popo	1464206310	北京市	女	8810942	352438	10687
超哥No.1	1038119440	唐山市	女	6948330	277935	31222
南京熊德	1535684602	哈尔滨市	男	6619095	264764	23207

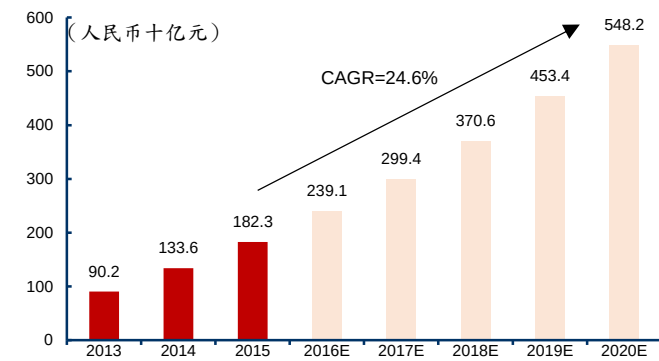
资料来源：今日网红，招银国际研究

电商：美图美妆+个性化定制，打造“包围式”美丽服务

AI 驱动的“随身美肤管家”美图美妆，有望实现商业化梯度接力

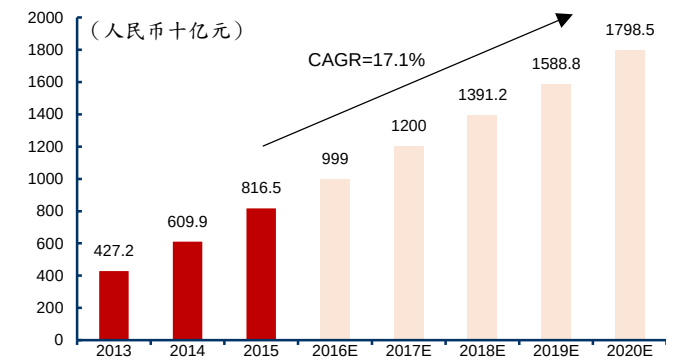
中国化妆品及服装等电商类别展现出巨大的机遇。根据艾瑞咨询报告，中国化妆品及护肤产品在线零售市场在 2015 年的总商品交易额达到了人民币 1,823 亿元，且预期于 2020 年将达到人民币 5,482 亿元，复合年增长率为 24.6%。此外，中国在线服装零售市场的总商品交易额预期 2015-2020 年复合年增长率为 17.1%。美图公司以女性为主的独特用户构成是进行电商拓展的天然平台，以女性相关消费品与美图公司“美”的核心定位高度契合。

图 52: 中国化妆品及护肤产品在线零售总商品交易额



资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

图 53: 中国服装在线零售总商品交易额



资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

美图美妆搭载 AI 测肤技术，触达美丽经济消费层。公司于 2017 年 10 月份将社交电商平台美铺（3 月推出）升级为美图美妆。有别于传统女性电商，美图美妆是基于海量数据及 AI 测肤技术（人脸识别+医疗图像数据深度学习）的体验型美妆电商，特色为通过一键测肤、定制专属护肤方案进行产品推荐，主要产品是化妆品、护肤品等女性用品，客单价 300~350 元。目前电商模式采用仓库租用、物流外包。基于美图独家设计的 GPU 分布式集群 MTsimple，美图美妆识别准确率已突破 95%，目前测试使用人数突破 2,700 万人，并于 11 月底登上 App Store 购物榜（下载量）的第三名。

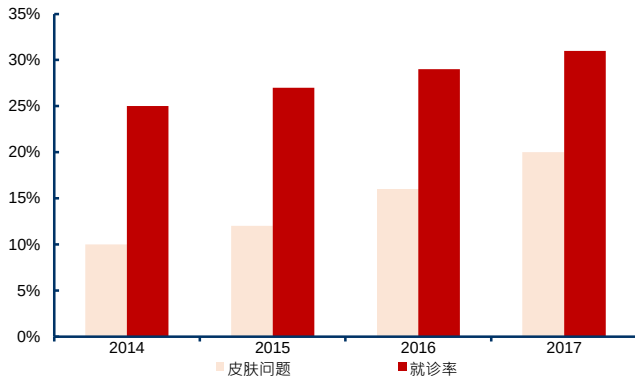
图 54: 美图美妆



资料来源：应用截图，招银国际研究

虽然电商增长高峰已过，B2C 市场基本被天猫垄断，但我们认为，美铺实现了“美妆+试用+购买”的无缝连接，且专注于化妆品/服装等女性消费领域意味着更高的转化率，将会为美图、时尚网红和品牌消费带来巨大的变现机会。

图 55: 逐年递增的皮肤科就诊率



资料来源：2017 中国女性皮肤问题研究报告

图 56: 美图美妆超过 2,700 万人测肤



资料来源: App Annie, 截至 2017/2/24, 招银国际研究

我们看好此次电商的升级，而美图美妆将依托如下特色，实现调性、品牌、质量的升级，进而将海量用户转化为自然买家。

特色一：捕捉了女性肤质改善问题这一刚需，首个以皮肤测试为切入点的电商。网红经济爆发之际，市场尚未存在成熟型平台主打皮肤测试体验电商。而美图美妆 App 将填补测肤体验电商的市场空缺。与传统电商平台相比，美图美妆 App 有潜力利用专有大数据分析及低获客成本，将用户转化为消费者。

特色二：“直播+电商”开启“边看边买”模式。传统电商流量红利期已过，消费升级、媒介革新背景下“电商+直播”模式将有助于获取新的流量入口。阿里巴巴(BABA US,买入)推出淘宝直播、蘑菇街上线“全球街拍”和“美妆视频”等均体现直播电商的利好。我们认为直播的加入契合体验式消费的兴起，将有助于进一步提升电商转化率。而美图美妆后期有望在美拍直播的推动下，享受更为直接的销售效应。

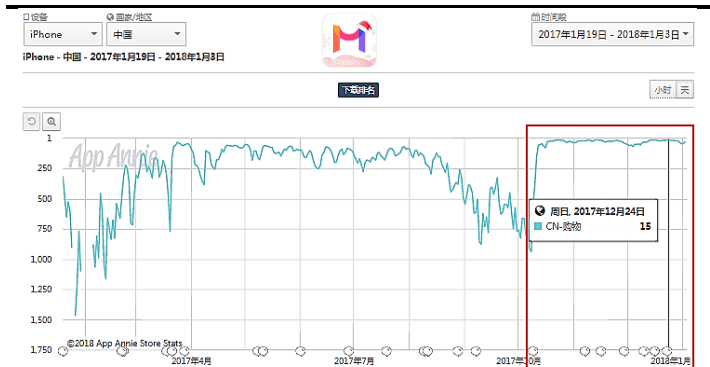
特色三：虚拟化妆技术下的潜在电商合作机会。美妆相机中庞大的妆容素材库提供定制化妆容效果，吸引包括兰蔻、悦诗风吟等国际一线品牌入驻。

图 57: 类似电商平台对比分析

	月活(万)	环比变化	物流方式	特色
天猫	5,780	24%	社会化物流	综合B2C
唯品会	5,659	9%	自建+第三方物流	名品特卖
聚美优品	1,121	1%	合作自建+第三方	女性专卖+化妆品团购
蘑菇街	1,517	6%	第三方物流	女性专卖+社区导购
小红书	1,540	4%	第三方物流	主打跨境

资料来源：易观（2017 年 11 月数据），招银国际研究

图 58: 美图美妆升级后下载量进入购物类应用前 20



资料来源: App Annie, 招银国际研究

个性化定制, 打造“包围式”生态服务

独特的自拍程式个人化体验。公司将借助庞大用户基础及影像应用矩阵挖掘其他电商商机。例如，公司于 2016 年 12 月份在**潮自拍**中测试个性化定制服务，商品包含 T 恤个性化定制及图片打印。该类定制服务随后会选择性地在其他应用内推出，同时亦将扩充用户可通过美印个性化定制的商品范围，如将图片打印进一步拓展到手机壳、抱枕、行李箱等。

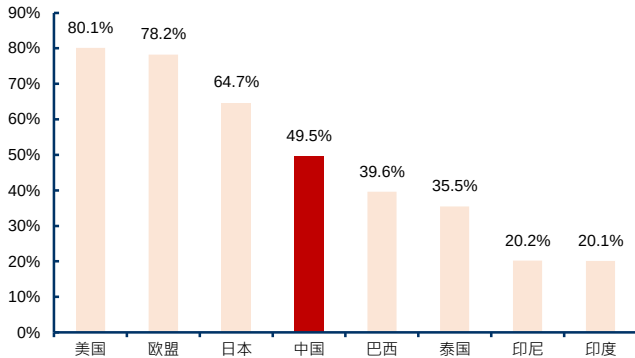
图 59: 个性化定制, 打造“包围式”生态服务



资料来源：公司，招银国际研究

对于美的渴望超越文化和地域的边界。截至 2016 年 12 月，公司应用海外激活数超过 5 亿，至 1H17 海外月活达 9,374 万（同比增长 36%）。自 2013 年推出 BeautyPlus (美颜相机海外版)后，生成超过 90 亿张照片。公司亦已推出美图秀秀的海外版 AirBrush 及美妆相机的海外版 MakeupPlus。鉴于工具类和摄影类 App 较易打破文化隔阂，我们认为公司核心影像应用将在出海进程将享受高效的用戶培养和市場推广。

图 61:美图海外扩张表现靓丽



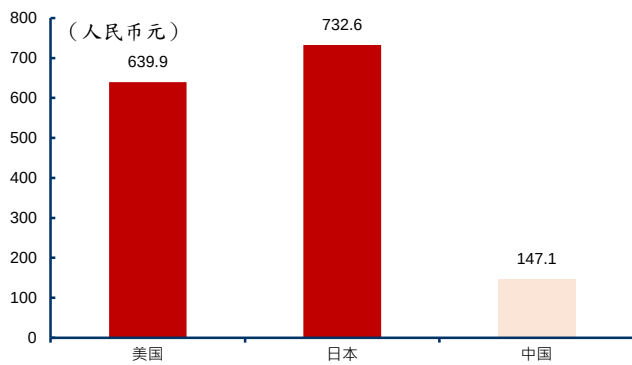
>5亿的海外激活数⁽³⁾

>1千万激活数分别在：⁽²⁾

应用类别	使用人数
工具	64
摄影	45
个性化	16
商务办公	16
通讯	16
音乐	11
社交	10
视频	8
商务	7
新闻	7
娱乐	6
购物	4
健康	4
图书	3
天气	1

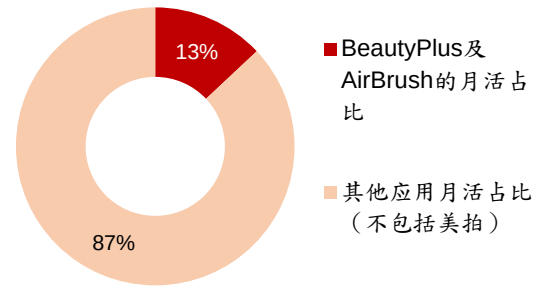
地区多样化发展途径，拓客的同时关注变现。美图在海外扩张方面采用多样化发展策略：1) 发达国家地区（例如，欧美、日本）将为发展重心。考虑成熟地区用户教育、底层基础架构、付费习惯已相对成熟，将助于公司迅速优化海外应用的商业变现。2) 发展中国家地区目前处于拓客阶段，考虑印度等发展中国家移动渗透率尚有大幅增长的空间，预计将为公司带来可观的用户基础增长。

图 63: 每名移动互联网用户投入的平均移动广告开支



资料来源: Frost & Sullivan, 招银国际研究

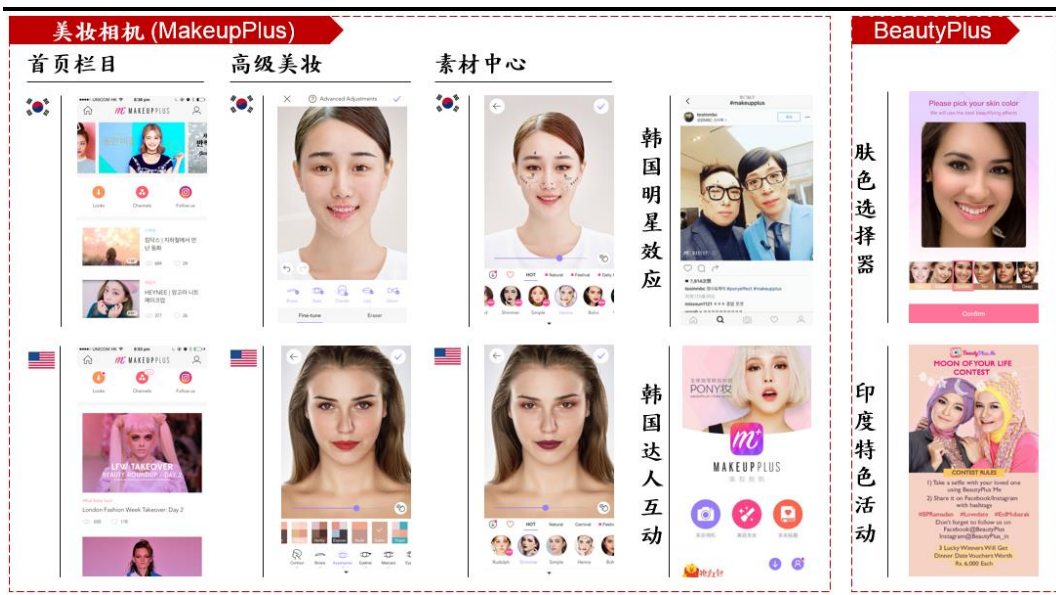
图 64: 海外月活占照片编辑应用月活比例



资料来源: 公司, 招银国际研究

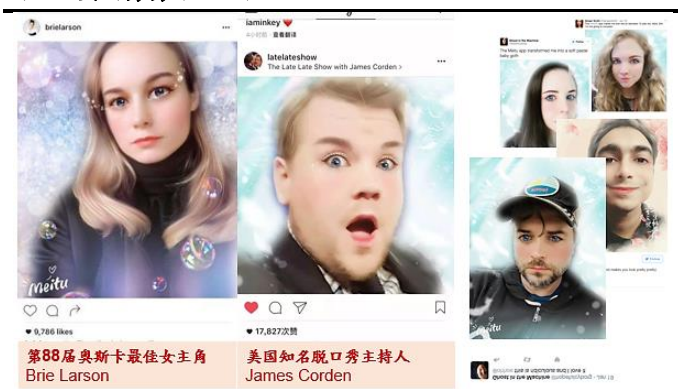
本土化定制策略, 提升用户体验。公司在推出海外应用过程中, 侧重于推出现有应用的本地化版本或专为迎合当地用户偏好而设计的新应用, 其在界面设计及肤色美化设置上引入本地化元素。例如 *BeautyPlus* 使用前可供用户自行选择不同肤色, 并配备自动美化算法, 根据不同肤色产生不同效果。

图 65: 美妆相机及美颜相机定制界面



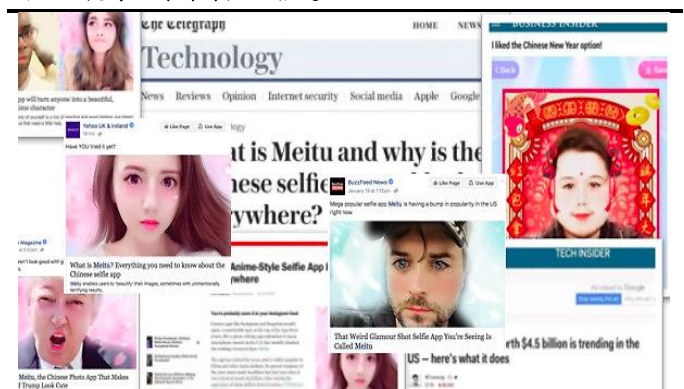
资料来源: 各应用截图, 招银国际研究

图 66: 美图秀秀名人效应



资料来源: 各网站截图, 招银国际研究

图 67: 获得国外媒体广泛报道



资料来源: 各网站截图, 招银国际研究

财务分析

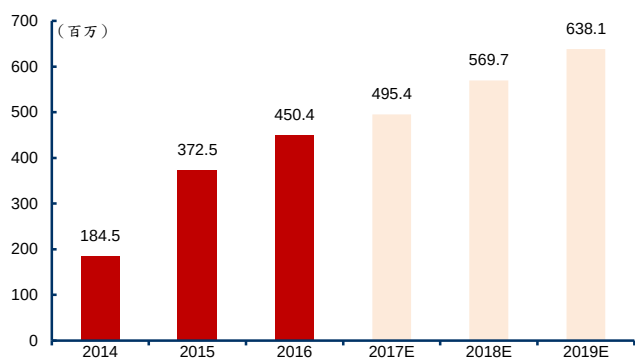
收入预测

收入增速及占比预测：在公司海量月活和高用户粘性的基础上，我们预测公司 FY17/18/19 的收入分别增长至 44.1 亿/82.9 亿/124.3 亿元，FY17-19E 年均复合增速为 68%。其主要受益于：

1) 海量用户的稳健增长是商业化的基础：我们预计公司 FY17/18/19 MAU 将分别增至 5.0/5.7/6.4 亿，CAGR 为 13%；鉴于公司过往出海的惊喜表现以及目前已有约 9,374 万海外月活（截至 1H17），预计公司海外月活有望于 2018 年达到 1.14 亿。

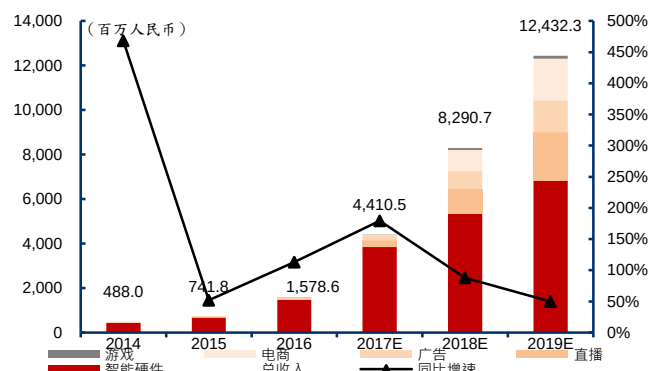
2) 商业化的优化加速：公司智能硬件在保持稳健增长的同时，公司互联网业务货币化模型也逐渐搭建并优化，并于 2018 年贡献凸显。考虑公司互联网业务处于变现初期，凭借交叉销售和核心应用的协同效应以及清晰的商业化路径，我们预计互联网服务的收入贡献将从 FY16 的 6.6% 扩大至 FY18 的 35.5%。

图 68: 公司 MAU 预测



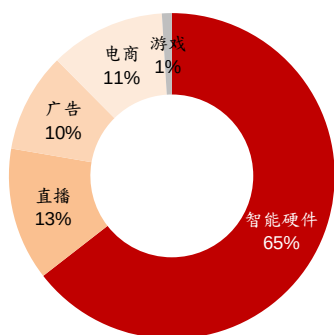
资料来源：公司，招银国际预测

图 69: 收入及增速预测



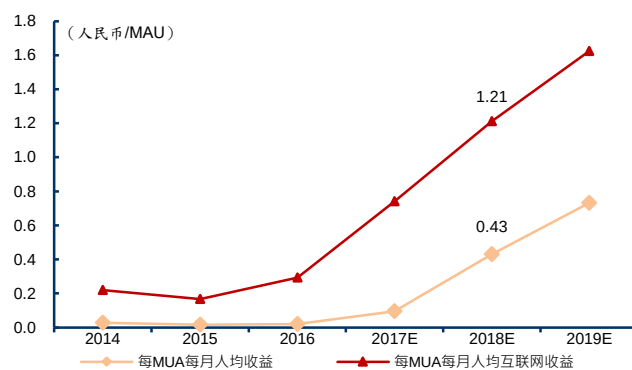
资料来源：公司，招银国际预测

图 70: FY18 公司收入结构预测



资料来源：公司，招银国际研究

图 71: 收入/MAU 趋势预测



资料来源：公司，招银国际研究

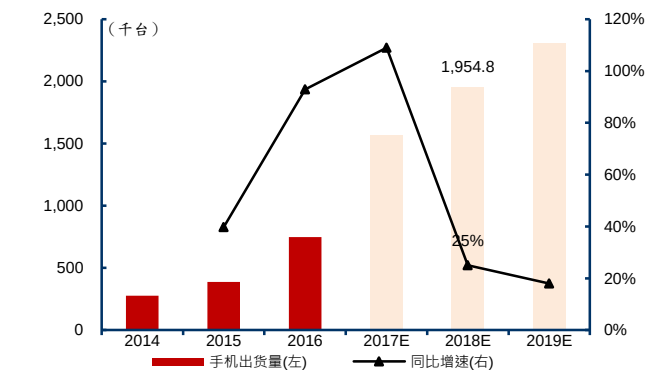
智能硬件：FY17-19E 硬件收入 CAGR 33%，对应 FY18 硬件收入达 53.5 亿元

手机拍照质量的日益重视与同业拍照手机的火热销售是出货量攀升的驱动力。我们预计 FY17-19E 硬件收入 CAGR 为 33%，其中出货量 CAGR 为 21%，平均售价 CAGR 为 9.5%。硬件收入占比将从 FY16 的 93.4% 降至 FY19 的 55%。

1) 出货量预测：我们预计公司 FY17/18/19 的出货量同比增速分别为 109%/25%/18%，于 FY18 达 195 万台，其中 FY17 中 2H17 销量预计接近 1H17，主要受 M8/T8 系列推动；而 FY18 手机销量预测增速下滑主要归因于：① FY18 新品主要为两款，且推出时间较晚（预计于 5 月及 4Q18 推出）；② 中国手机销售市场趋于平稳；③ 美图手机受众较为有限，且 FY18 公司商业化重心逐渐侧重至互联网业务。

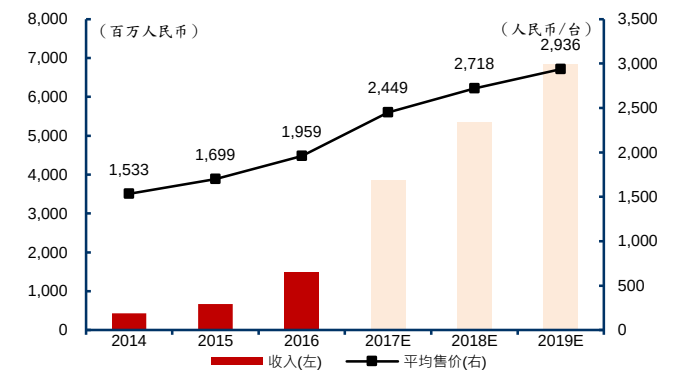
2) 平均售价预测：公司高价值女性用户群体为智能手机的定价提供优化空间。考虑摄像头部件的价格上扬、美图手机用户低价格敏感性以及中国智能手机的平均售价上涨趋势（从 2015 年的 1,256 元上涨至 2016 年的 1,714 元，智研咨询），我们预计美图手机平均售价将从 FY16 的 1,959 元上涨至 FY17/18 的 2,449/2,718 元。

图 72: 公司手机出货量及增速预测



资料来源：公司，招银国际预测

图 73: 智能硬件收入及手机平均售价预测

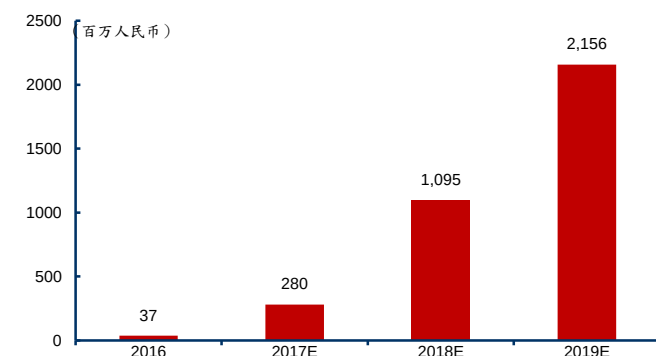


资料来源：公司，招银国际预测

直播：FY18 收入将达 11 亿元，FY17-19E CAGR 达 177%。

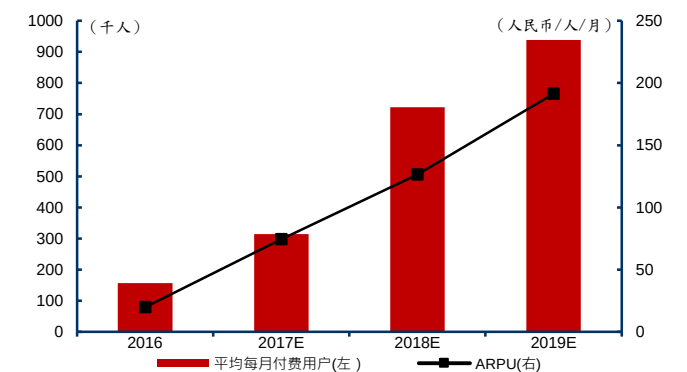
付费用户数提升+ARPU 的上扬齐驱直播加速变现。考虑同业直播应用陌陌/YY 在上线 1 年内高达 300~400 万的季度付费用户，我们认为美拍高达 3,280 万的应用内月活将存在巨大空间转化为付费用户，预计 FY18 年平均每月付费用户将达 72 万，平均每人每月 ARPU 达 126 元（vs. 陌陌/YY 季度 ARPU 400~600 元），对应 FY18 收入将达 11 亿元。

图 74: 美拍直播收入预测



资料来源：公司，招银国际研究

图 75: 直播月付费用户及 ARPU 预测



资料来源：公司，招银国际研究

广告：FY17-19E 收入 CAGR 达 138%，FY18 年收入达 8.2 亿

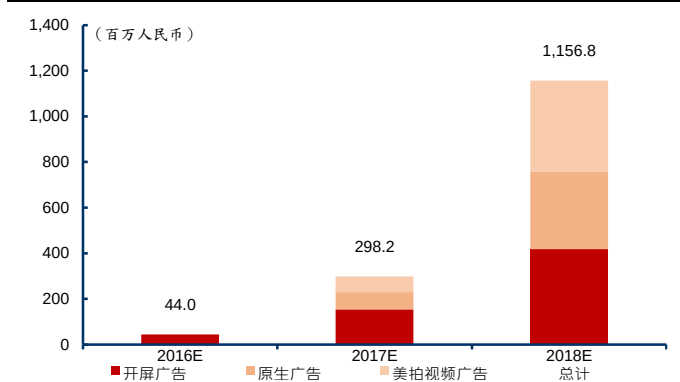
更丰富的广告位和有效提升的填充率。公司影像应用前期广告变现主要依赖品牌和互动广告，后期信息流及视频广告将成为长期增长动力，填充率仍存在上升空间（目前~20%）。

1) **开屏广告**。2016 年公司核心应用的每日打开次数大概为 1.48 次，预计将于 2018 年达 2.0 次，对应的 DAU/MAU 将从 2015 年的 16.7%（根据 Questmobile 2016 年 12 月数据估算）提升至 20%。从而推算出开屏广告带来的广告收益于 2018 年将达 2.8 亿元。

2) **核心应用将逐渐引入更丰富的原生广告位**。考虑美图 DAU/MAU 低于同业平均（vs. 微信 76%、微博 31%、快手 34%、陌陌 30%），我们给予其 eCPM 为~14 元，约贡献收入约 3.3 亿元。

3) **美拍贡献视频广告**。随着美拍月活的提升和社区的打造、长尾效应的释放，我们预计美拍将于 2018 年开始引入视频广告，且于 2019 年开始规模化。预计 2018 年美拍的每日视频浏览量达 15 次，DAU/MAU 增至 25%（依旧低于快手~30%），eCPM 将达 20 元（中国移动展示广告当前的市价一般介于 eCPM 20 元至 100 元之间），从而推算出 FY18 美拍视频广告将带来 2 亿元的收入。

图 80: 平台广告收入预测



资料来源：招银国际预测

电商：2017 年开始贡献收入，并与 2018 年创造 9.5 亿元收入

预计美图美妆 FY18/19 月活跃买家将分别达 74-128 万，根据多家电商平台初期的首月复购率（约 20%），我们预计未来两年月活跃买家每月平均交易次数约 1.2-1.3 次。结合公司的产品定位和意向合作商，我们预计客单价将介于 300-400 元之间。根据公司目前直销和佣金两种盈利模式，估算出 FY18 电商收入将达 9.5 亿元。

图 81: 电商关键指标与收入预测

	2017E	2018E	2019E
月活跃买家数(千)	25	741	1,276
月活跃买家每月平均交易次数	1.2	1.3	1.3
首月复购率	15%	30%	30%
客单价(人民币)	250	350	400
全年GMV(百万人民币)	85	4,044	7,963
代销业务佣金比例	10%	10%	10%
直销业务占GMV比重	15%	15%	15%
代销佣金收入(百万人民币)	7	344	677
直销收入(百万人民币)	13	607	1,194
总收入(百万人民币)	20	950	1,871

资料来源：招银国际预测

综上，公司互联网业务收入于 2018 年将贡献 29.5 亿元收入，FY17-19E CAGR 达 215%。其中广告/直播/电商分别占总收入的 13.2%/9.9%/11.5%。每 MAU 每月互联网收入贡献预计从 FY16 的 0.29 元提升至 FY18 的 1.21 元。

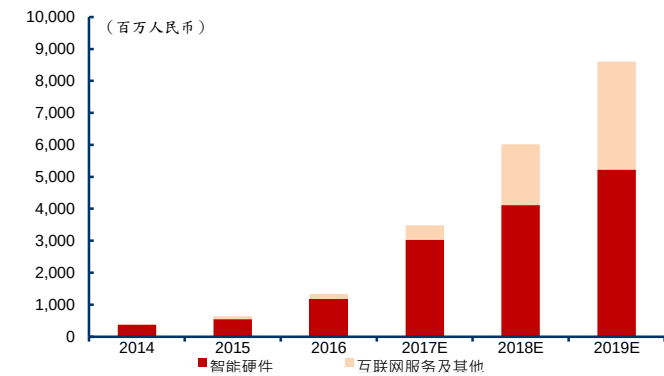
盈利预测

毛利润预测：预计 FY17/18/19 毛利率分别为 21%/27%/31%

随着规模效应的释放，预计智能硬件部分的部件成本占比将逐渐缩小。预计智能硬件毛利率 FY17/18/19 分别为 21.1%/22.9%/23.5%，毛利率提升主要受益于 ASP 的增加。

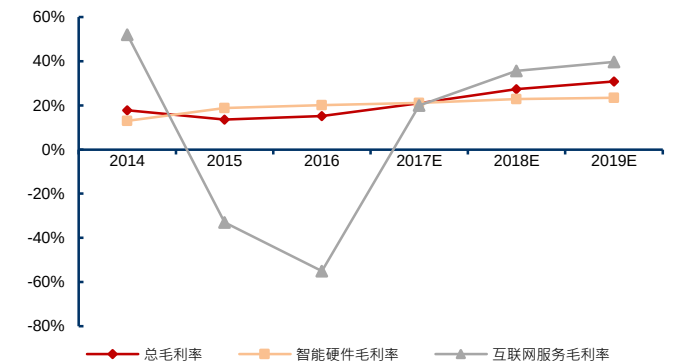
预计互联网业务 FY17/18/19 毛利率分别为 19.9%/35.6%/40%。互联网服务销售成本中，直播分成及电商直销采购预计为主要成本。美拍视频直播将带来带宽成本和内容费用的上扬，预计 FY18 带宽及服务器托管费达 3 亿；而视频内容监控费预计 FY18 将加速增长（受近期监管趋严及内容整改影响）。预计电商部分销售成本于 2018 年占总销售成本的 30%。

图 82: 销售成本细分



资料来源：公司，招银国际预测

图 83: 互联网服务业务毛利率细分

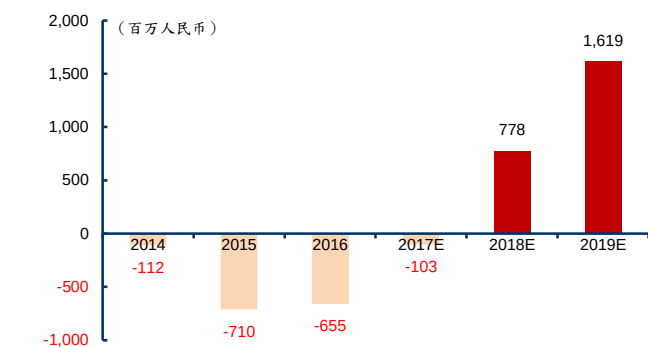


资料来源：公司，招银国际预测

净利润预测：预计 2017 年年底单月将实现盈亏平衡，于 2018 年实现全面盈利

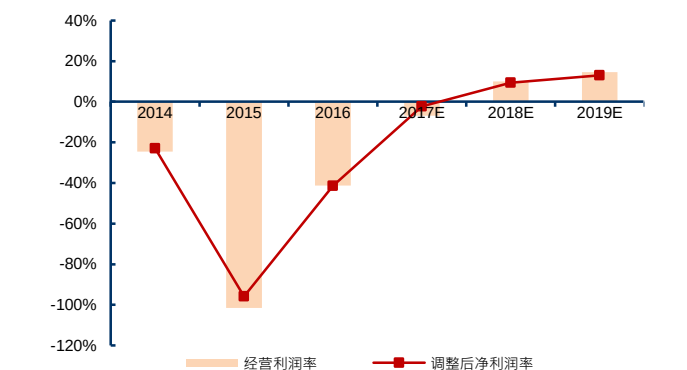
随着口碑效应的凸显和公司核心应用交叉销售的协同，公司扩客成本将得到良好控制。根据员工增加计划，预计 FY18 员工数量同比增长~35%，三费增长~38%。对应 FY17/18/19 营销费用率预计缩小至 13%/8%/8%；研发支出率缩小至 9%/5%/5%。由此推算，FY17/18/19 公司经营利润将分别达到-3/8.4/18.1 亿元。预计 FY17/18/19 调整后净利润将分别达-1.0/7.8/16.2 亿元。其中 2017 年年底单月将实现盈亏平衡，于 2018 年实现全面盈利，反映总体货币化程度的提升及互联网业务的爆发。

图 84: 调整后净利润规模预测



资料来源：公司，招银国际预测

图 85: 经营利润率及调整后净利润率预测



资料来源：公司，招银国际预测

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	742	1,579	4,410	8,291	12,432
智能硬件	667	1,474	3,846	5,346	6,836
互联网服务及其他	75	105	565	2,945	5,596
销售成本	(641)	(1,339)	(3,485)	(6,015)	(8,601)
毛利	100	239	925	2,276	3,831
销售费用	(649)	(425)	(560)	(680)	(995)
行政费用	(95)	(199)	(243)	(290)	(373)
研发开支	(120)	(243)	(397)	(439)	(622)
其他收益	11	13	37	40	44
其他亏损净额	(1)	(38)	(65)	(72)	(79)
经营利润	(753)	(652)	(303)	835	1,808
融资收入	19	11	67	81	97
融资成本	(0)	(12)	-	-	-
可转换可赎回优先股公允价值亏损	(1,483)	(5,606)	-	-	-
税前利润	(2,217)	(6,260)	(235)	916	1,904
所得税	(1)	(1)	(0)	(137)	(286)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	(2,218)	(6,261)	(235)	778	1,619
调整后净利润	(710)	(655)	(103)	778	1,619

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	262	458	375	447	555
物业、厂房及设备	53	80	127	196	298
联营公司	3	6	6	6	6
无形资产	21	22	24	27	33
其他	184	351	218	218	218
流动资产	1,447	6,092	7,063	9,400	13,170
现金及现金等价物	990	4,509	4,516	5,647	8,161
受限制现金	1	0	0	0	0
短期银行存款	60	725	725	725	725
应收贸易款项	100	203	567	1,065	1,598
存货	126	374	974	1,681	2,404
其他	170	281	281	281	281
流动负债	275	533	1,524	3,155	5,414
应付贸易账款	274	532	1,523	3,154	5,413
所得税负债	1	1	1	1	1
非流动负债	5,682	-	-	-	-
可转换可赎回优先股	5,682	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
净资产总值	(4,248)	6,017	5,914	6,692	8,311
股东权益	(4,248)	6,017	5,914	6,692	8,311
少数股东权益	-	-	-	-	-

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	(2,217)	(6,260)	(235)	916	1,904
折旧和摊销	12	29	45	68	103
营运资金变动	47	-	27	426	1,004
税务开支	(2)	(1)	(0)	(137)	(286)
其他	1,485	5,540	-	-	-
经营活动所得现金净额	(675)	(692)	(163)	1,272	2,725
购置固定资产、无形资产及土地	(52)	(63)	(94)	(141)	(211)
投资以公允价值变动计入当期损益的金融资产	(147)	(142)	132	-	-
其他	202	(800)	132	-	-
投资活动所得现金净额	3	(1,004)	171	(141)	(211)
股份发行	307	5,238	-	-	-
净银行借贷	(0)	-	-	-	-
其他	(0)	(146)	-	-	-
融资活动所得现金净额	307	5,091	-	-	-
现金增加净额	(365)	3,395	7	1,131	2,514
年初现金及现金等价物	1,288	990	4,509	4,516	5,647
汇兑	66	124	-	-	-
年末现金及现金等价物	990	4,509	4,516	5,647	8,161
受限制现金	1	0	0	0	0
资产负债表中的现金	990	4,509	4,516	5,648	8,162

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
智能硬件	89.9	93.4	87.2	64.5	55.0
互联网服务及其他	10.1	6.6	12.8	35.5	45.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	52.0	112.8	179.4	88.0	50.0
毛利	15.9	138.0	286.8	146.0	68.3
经营利润	NA	13.4	53.5	375.6	(116.4)
调整后净利润	NA	7.8	84.2	854.2	(107.9)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	13.5	15.2	21.0	27.5	30.8
税前利率	NA	NA	NA	11.0	15.3
净利率	NA	NA	NA	9.4	13.0
调整后净利率	NA	NA	NA	9.4	13.0
有效税率	(0.0)	(0.0)	(0.0)	15.0	15.0
资产负债比率					
流动比率(x)	5.3	11.4	4.6	3.0	2.4
平均应收账款周转天数	32.8	94.4	31.8	35.9	39.1
平均应付账款周转天数	90.1	288.0	288.0	288.0	288.0
平均存货周转天数	39.5	178.7	70.6	80.6	86.7
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	NA	(104.0)	(4.0)	11.6	19.5
资产回报率	(129.8)	(95.6)	(3.2)	7.9	11.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	(11.28)	(1.48)	(0.06)	0.18	0.38
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	-	1.42	1.38	1.57	1.95

来源: 公司及招银国际研究部

估值预测

考虑公司于 2018 年后自由现金流的改善以及后期稳健的运营现金流支撑，我们采用 DCF 估值法作为首选估值，辅之 SOTP 及市值/月活作为可比估值。

(1) DCF 估值

基于 12% 的 WACC 及 3% 的长期增长率假设，我们求得公司 DCF 估值结果为 15.4 港元，相当于公司 FY19 调整后每股盈利的 35 倍，首次评级买入。

图 86：DCF 估值测算及敏感度分析

DCF估值模型 (百万人民币)

现金流量预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息税前利润	916	1,904	2,666	3,519	4,420	5,325	6,197	7,009	7,744	8,394
实际税项	-137	-286	-400	-528	-663	-799	-930	-1,051	-1,162	-1,259
折旧与摊销	68	103	119	136	150	162	175	189	199	205
营运资本	426	1,004	903	813	748	688	654	621	590	560
资本开支	-141	-211	-274	-329	-379	-417	-458	-504	-544	-588
自由现金流量	1,131	2,514	3,013	3,611	4,276	4,960	5,638	6,264	6,827	7,312
折合至2027年的现金流量	1,010	2,005	2,146	2,296	2,428	2,515	2,553	2,533	2,465	29,400
永续期折现值										83,682

基本参数

WACC	12.0%
长期增长率	3.0%
债券价值	0

公司价值计算

现金流折现	49,353
减：净金融负债	-6,654
减：少数股东权益	0
股本价值	56,007
股本数量（预期）	4,272
DCF法之每股价值（港元）	15.4

资料来源: 公司，招银国际研究

		WACC				
	~	10%	11%	12%	13%	14%
长期增长率	1.50%	17.9	15.9	14.2	12.9	11.8
	2.00%	18.6	16.3	14.6	13.2	12.0
	2.50%	19.3	16.9	15.0	13.4	12.2
	3.00%	20.1	17.4	15.4	13.8	12.5
	3.50%	21.0	18.1	15.9	14.1	12.7
	4.00%	22.1	18.8	16.4	14.5	13.0
	4.50%	23.4	19.7	17.0	15.0	13.3

(2) 市值/月活估值

在进行市值/月活估值时，公司硬件估值采用 PE 估值法（10x FY18 PE），软件估值分别就国内影像应用 MAU、国外影像应用 MAU 及美拍 MAU 给予相应估值系数。其中，国外影像应用我们采用保守估计，仅参考猎豹移动(CMCM US)系数；国内影像应用中选用微博、Twitter(TWTR US)和 Line(3938 JP)（剔除较高值腾讯(700 HK, 买入)、Facebook(FB US)及 Snap(SNAP US)），并对总月活折半计算（考虑 App 重合度）；在计算美拍估值时，考虑直播变现模式，我们仅考虑应用内月活，估值系数根据 YY(YY US, 买入)、陌陌(MOMO US, 买入)、天鸽互动(1980 HK)平均值所得。由此，三项估值系数均为保守估计，远低于同业。最后得出每股价值为 16.9 港币，根据目前公司 4.81 亿月活推算，对应市值/月活仅为 12.4 美元（远低于同业平均的 88.8 美元），上升空间可期。

图 87：同业市值/月活对比

	股票代码	货币	股价	市值(十亿美元)	月活(百万)	市值/月活(美元)
腾讯	700 HK	HKD	431.8	524.6	1,823	287.8
微博	WB US	USD	115.1	25.2	376	66.9
YY	YY US	USD	119.4	7.5	150	50.2
Facebook	FB US	USD	184.7	538.9	2,072	260.1
Twitter	TWTR U	USD	24.5	18.2	330	55.0
Snap	SNAP US	USD	15.3	18.4	310	59.5
Line	3938 JP	JPY	4,865.0	1.0	168	6.1
陌陌	MOMO US	USD	25.9	5.1	94	54.1
天鸽互动	1980 HK	HKD	6.3	1.0	23	45.1
猎豹移动	CMCM US	USD	11.4	1.6	589	2.8
均值						88.8
美图				4.8		12.4

资料来源：彭博，除 YY 和 Snap 月活为估算数据外，其余月活均为最近季度财报披露数据，招银国际研究

图 88: 公司市值/月活

	2018年MAU (百万)	市值/月活 (美元)	市值 (百万美元)
国内影像应用	303.8	21.4	6,485.2
国外影像应用	113.9	2.8	315.5
美拍	32.8	49.8	1,633.1
硬件			822.6
总计			9,256.5
市值/月活法之每股价值 (港元)			16.9

资料来源：彭博，除美拍外，其余月活为 2018 年预测数据，招银国际研究

图 89: 同业比较

	股票代码	货币	股价	市值 (十亿美元)	会计年终	调整后净利率 FY18E	PE		
							FY0	FY1	FY2
硬件									
苹果	AAPL US	USD	172.2	876.1	09/2017	21%	15.0	14.2	13.7
三星	005930 KS	KRW	2,554,000.0	310.4	12/2016	18%	8.7	7.1	6.8
联想	992 HK	HKD	4.5	7.0	03/2017	1%	13.8	9.5	7.8
索尼	6758 JT	JPY	5,279.0	59.3	03/2017	5%	17.4	16.4	15.3
ZTE	763 HK	HKD	30.4	22.4	12/2016	4%	22.7	20.2	17.2
平均						10%	15.5	13.5	12.2
广告									
Facebook	FB US	USD	184.7	538.9	12/2016	45%	26.3	22.4	18.7
Twitter	TWTR US	USD	24.5	18.2	12/2016	13%	58.9	53.5	46.2
微博	WB US	USD	115.1	25.2	12/2016	37%	67.9	42.2	29.5
平均						31%	51.0	39.3	31.5
直播									
陌陌	MOMO US	USD	25.9	5.1	12/2016	26%	15.6	12.2	9.9
YY	YY US	USD	119.4	7.5	12/2016	21%	18.8	15.4	12.6
天鸽互动	1980 HK	HKD	6.3	1.0	12/2016	35%	20.1	15.3	12.1
平均						27%	18.2	14.3	11.6
电商									
阿里巴巴	BABA US	USD	184.0	471.3	03/2017	36%	34.9	27.0	21.1
京东	JD US	USD	43.5	62.1	12/2016	2%	83.1	50.1	31.4
唯品会	VIPS US	USD	12.2	7.2	12/2016	4%	17.2	15.8	13.5
平均						14%	45.0	31.0	22.0
游戏									
腾讯	700 HK	HKD	431.8	524.6	12/2016	26%	52.1	39.8	31.0
网易	NTES US	USD	342.0	44.5	12/2016	23%	22.1	19.1	15.7
畅游	CYOU US	USD	36.5	1.9	12/2016	29%	14.4	10.8	10.5
平均						26%	29.5	23.2	19.1

资料来源：彭博，招银国际研究

综上所述，公司与国内外互联网企业相比，估值并未显著偏离。而从单用户价值的角度而言尚有进一步提升的空间。

对标 Snap (SNAP US)，估值待重塑。以“阅后即焚”闻名的图像社交软件 *Snapchat* 所属母公司 Snap 上市估值达 250 亿美元，从产品、用户、营收层面均类似美图。1) 产品：*Snapchat* 以图片滤镜、快照分享的影像应用为基，融合“相机+社交”，其功能类似美图的核心影像应用；2) 用户：*Snapchat* 用户集中在 18-34 岁年龄段，日均使用时长 25-30 分钟，而美图公司日活虽不及 *Snapchat* 的 1.78 亿，但多款应用的协同及年轻化女性用户依旧亮眼；3) 营收：*Snapchat* 2016 收入 1.7 亿美元，96% 收入来自广告，侧面反映美图广告价值空间待挖掘。而美图预计盈利时间早于 *Snapchat*。对标 *Snapchat* 的高达 US\$60 的市值/MAU，我们认为美图单用户价值随着变现的加速有待市场重估。

风险因素

用户增长、留存、月活可能面临增速放缓甚至停滞的风险。目前公司已坐拥 4.81 亿月活，在影像市场各类应用层出不穷竞争激烈的背景下，公司可能面临用户偏好转移、新功能评价低、交叉推广效率下降等风险，从而在获取自然流量上受阻甚至无法保持市场领先地位。

新产品/应用推出后表现存在不确定性。为更好的将客户留在体系内，公司会根据市场需求和趋势不断推出新应用，如若前期推广不及预期、市场先行者已然垄断或者应用功能特色不足以吸引大量用户，公司可能面临竞争力下滑、口碑效应减弱的风险。智能硬件层面，新推出手机型号也可能无法达到销售热潮表现，进而加大公司库存压力。

营收集中度较高，手机出货量直接影响公司收入水平。智能手机销售额目前占公司收益的 89%，如若手机销售额出现下滑、售价下降、客户偏好变动或硬件成本出现大幅上涨，而互联网业务商业化推进若低于预期，依赖于手机创收的经营模式可能会导致业绩出现增长停滞。

客户、分销商集中度较高。公司最大客户收入占比达 35%，失去少量大客户或与一个或多个该等客户的业务减少，均可能对公司的经营业绩造成重大不利影响。而在智能手机销售层面，主要分销商占智能手机收益比例亦较大，手机的出货量较依赖分销商的能力以及未来公司与分销商的合作。

互联网处于变现初期，未来各项变现策略可能低于预期。公司目前虽然制定了清晰的商业化策略，但部分策略仍处于构思或试行阶段，未来可能会面临广告主吸引力较小、直播业务付费用户下滑、网红流失、新推电商平台买家数不及预期等风险。此外，团队调整后广告业务的收益和表现仍需观察。而反观对标公司 Snap 强大的广告价值（主要收入来自于广告），公司在互联网变现层面还待深度发掘。

出海策略可能因文化差异、竞争激烈等因素而受阻。公司目前虽然在海外扩张阶段首战告捷，但期间曾出现被指出美化功能带有“种族歧视”色彩、质疑数据隐私等问题，公司未来国际化策略中依然存在类似的“水土不服”等不确定性。同时，海外市场存在如 *Snapchat*、*Instagram*、*Prima* 等先行者，在现有竞争者拥有海量用户之际，公司可能面临无法依赖低拓客成本吸引自然流量的局势，而在新兴市场虽能受益于市场分散，但可能面临用户价值偏低、货币化受阻等不确定性。此外，公司目前仅在海外推广影像应用，具备高社交属性的美拍可能无法像影像应用推广般顺利。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。