

## 万兴科技 (300624)

### 对标 Adobe, AIGC 办公生态初长成

◆ C端数字创意工作软件领先企业, SaaS化转型成效显著: 公司成立于2003年, 聚焦数字创意软件, 推出面向C端的视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具类产品, 同时促进产品向SaaS化、在线化、内容服务、云服务等方面发展。公司于2018年登陆A股, 成为消费类软件第一股; 2019年开启订阅制转型, 持续加强云平台建设, 引进全链路用户旅程体验管理系统, 并自研用户订阅管理平台, 2022年订阅收入占总收入比重约64%, 续约率提升至60%, 转型或近尾声。

◆ 2022年业绩稳增, 营收、归母净利润同比增速按季度提升明显。

1) 业绩方面: 公司2022年实现营业收入11.80亿元, 同比+14.67%, 归母净利润4125.52万元, 同比+47.73%。分季度看, Q1-Q4营收分别同比+3.71%/+11.28%/+17.37%/25.45%至2.63/2.78/2.98/3.42亿元, 归母净利润分别同比-112.13%/-15.00%/+149.94%/183.18%至-355.74/1525.40/1268.14/1687.72万元, 公司Q3、Q4季度业绩复苏明显。分产品看, 视频创意类/实用工具类/文档创意类/绘图创意类分别实现营收7.45/2.33/0.99/0.99亿元, 同比+27.82%/-2.46%/-2.73%/-3.95%, 公司核心业务(视频创意类)保持高速增长, 主要得益于公司加大视频产品研发投入和拓展视频产品矩阵。分地区及渠道看, 境外/境内收入占比分别为89.33%/10.67%, 境外业务占比进一步提升(同比+1.26pct); 直销/经销/分销收入占比分别为41.00%/43.52%/15.48%, 同比-4.01pct/+0.32pct/+3.69pct, 发力分销渠道有效提升产品曝光度和触达更多用户。

2) 盈利能力方面, 2022年公司整体毛利率保持稳定(95.47%, 同比-0.01pct), 公司销售费用率49.15%/同比+2.28pct, 主要系市场竞争加剧、流量成本上升所致, 管理费用率11.79%/同

投资评级

买入

维持评级

2023年04月07日

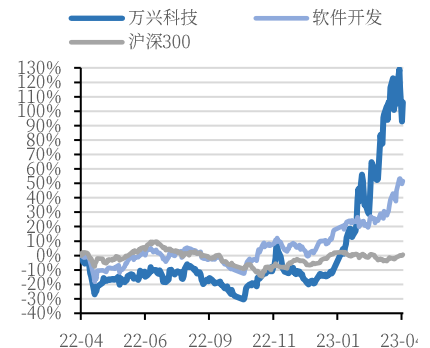
收盘价(元):

73.38

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	129.91
总市值(百万)	9,532.53
流通股本(百万股)	112.56
流通市值(百万)	8,259.32
12月最高/最低价(元)	83.29/24.32
资产负债率(%)	42.37
每股净资产(元)	6.62
市盈率(TTM)	231.06
市净率(PB)	11.08
净资产收益率(%)	4.67

#### 股价走势图



#### 作者

裴伊凡 分析师  
SAC执业证书: S0640516120002  
联系电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

卢正羽 分析师  
SAC执业证书: S0640521060001  
联系电话: 010-59219562  
邮箱: luzhy@avicsec.com

#### 相关研究报告

比-2.44pct, 研发费用率 29.47%, /同比-2.41pct, 毛利率稳定且费用控制得当, 净利率得以提升 (5.45%, 同比+0.69pct)。

◆ 深耕数字创意主业, 不断完善产品矩阵且已有 AI 产品落地, 与 OpenAI 等深度合作, 紧跟 AIGC 潮流, 加大科技投入力度。

- 1) 各核心产品均实现大版本更新, 并成功在多款产品上实现落地应用和创新孵化, 完成视频、绘图等产品的质量提升和场景拓展, 产品竞争力与用户体验不断提升。2022 年, 公司全新发布高品质 AI 图像生成工具——万兴爱画, 为用户提供 AI 文字绘画、AI 以图绘图、AI 简笔画三种创作模式; 推出正版素材资源商城——万兴喵库, 致力于打造高端正版视频素材资源平台; 发布 Repairit for Email、Repairit Online 两款新品, 拓展邮箱内修复场景和在线端视频、图片、文档修复场景。年度内公司还完成了万兴喵影、万兴录演、万兴优转、万兴 PDF、亿图图示、亿图脑图、万兴恢复专家等主要产品的大版本升级和渐次迭代, 夯实公司与产品的综合竞争力。
- 2) 搭上 OpenAI 快车, 按下 AIGC 加速键。2023 年 2 月 13 日, 公司宣布旗下视频创意软件 Wondershare Filmora 全球上线, 新版本全新接入 ChatGPT 母公司 OpenAI 相关服务, 率先在视频创作领域集成 AIGC 新技术, 公司成为 A 股市场中第一家官直接接入 ChatGPT 母公司 OpenAI 相关服务的公司。3 月 31 日, 公司推出旗下 AIGC“真人”短视频出海营销工具“万兴播爆”, 无需外籍演员出境, 用户调用场景化模板和多国籍 AI 数字人功能, 即可一键生成 AIGC“真人”出海营销短视频, AIGC 应用再次落地。公司未来或将借助 GPT 语义理解和海量数据的基础模型, 融合更多细分领域 AI 技术, 用于优化公司现有产品的多个功能。
- 3) 前瞻技术布局, 在研项目值得期待。报告期内, 公司研发人员数量同比+5.96%, 研发费用同比+6.00%, 公司完成视频底座 WES4.0 和 4.5 的迭代升级, 新增大量高阶视频编辑功能、高阶 AI 智能调色等多种专业调色算法。公司在研项目包括万兴爱画、万兴播爆等多款现有核心产品 APP 版本、新款 AIGC 产品, 有望在 AIGC 应用场景探索方面占据先发优势, 或出现现象级应用。

◆ 投资建议: 公司已有多款 AIGC 产品落地, 短期内或率先实现业绩兑现, 与 OpenAI 合作及公司在研发方面的布局投入将带来产品迭代

升级，有望迎来新一轮增长。综上，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.31/1.73/2.46 亿元，EPS 分别为 1.01/1.33/1.89 元，当前股价对应 PE 分别为 73/55/38 倍，对应 PS 分别为 6.19/4.94/4.04 倍，维持“买入”评级。

- ◆ **风险提示：**行业政策风险、新业务推广不及预期、行业竞争加剧风险、技术发展不及预期、产品迭代不及预期。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1029.16	1180.12	1541.06	1929.13	2358.49
增长率（%）	5.39%	14.67%	30.58%	25.18%	22.26%
归母净利润（百万元）	27.85	41.26	130.57	172.90	245.75
增长率（%）	-77.77%	48.16%	216.49%	32.42%	42.13%
每股收益（元）	0.21	0.32	1.01	1.33	1.89
市盈率 PE	342.34	231.06	73.01	55.13	38.79

资料来源：同花顺，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表							
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	121.74	459.86	345.35	350.27	796.69	1146.84	营业收入	976.48	1029.16	1180.12	1541.06	1929.13	2358.49
应收票据及账款	23.71	34.92	45.11	49.54	62.02	75.82	营业成本	50.28	46.48	53.43	73.73	91.62	111.54
预付账款	14.79	13.00	17.38	21.83	27.33	33.41	税金及附加	5.50	2.74	2.45	5.32	6.66	8.15
其他应收款	14.46	11.26	8.45	16.91	21.17	25.88	销售费用	440.82	482.41	580.05	693.48	868.11	1037.74
存货	0.36	0.00	0.00	0.17	0.22	0.26	管理费用	142.06	146.45	139.14	154.11	183.27	212.26
其他流动资产	372.94	206.16	232.09	226.07	229.42	233.12	研发费用	218.61	328.11	347.80	431.50	540.16	648.58
流动资产总计	547.99	725.20	648.38	864.79	1136.83	1515.32	财务费用	0.24	10.18	19.16	14.66	9.18	3.68
长期股权投资	47.99	70.61	55.80	49.86	43.91	37.97	资产减值损失	-3.03	0.00	-2.72	-2.78	-3.48	-4.25
固定资产	143.87	163.55	336.98	284.19	231.40	178.60	信用减值损失	4.28	0.50	-0.03	2.49	3.11	3.80
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.06	37.44	42.85	35.71	28.57	21.42	投资收益	16.90	12.33	4.25	11.16	11.16	11.16
长期待摊费用	7.55	7.47	5.96	2.98	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.95	4.55	19.42	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	314.96	536.62	442.28	439.79	438.13	436.47	资产处置收益	0.01	3.34	0.45	1.27	1.27	1.27
非流动资产合计	516.42	815.69	883.87	812.52	742.00	674.46	其他收益	7.28	14.58	13.54	11.80	11.80	11.80
资产总计	1064.41	1540.89	1532.25	1677.31	1878.84	2189.78	营业利润	143.45	48.08	73.02	192.20	253.99	360.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.13	0.60	0.22	0.32	0.32	0.32
应付票据及账款	2.59	4.64	7.57	7.20	8.95	10.89	营业外支出	3.57	0.77	1.44	1.93	1.93	1.93
其他流动负债	167.87	180.58	193.18	264.00	328.42	399.70	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	170.45	185.22	200.75	271.20	337.37	410.60	利润总额	140.00	47.92	71.80	190.59	252.38	358.71
长期借款	0.00	365.19	384.13	285.10	190.51	101.41	所得税	5.97	-1.09	7.51	7.91	10.48	14.90
其他非流动负债	65.60	111.03	64.35	64.35	64.35	64.35	EBITDA	134.03	49.01	64.29	182.68	241.90	343.82
非流动负债合计	65.60	476.22	448.48	349.45	254.86	165.76	净利润	138.03	47.83	63.29	182.68	241.90	343.82
负债合计	236.05	661.44	649.23	620.64	592.23	576.35	少数股东损益	8.79	21.16	23.04	52.11	69.00	98.07
股本	129.95	129.96	129.90	129.90	129.90	129.90	归属母公司股东净利润	125.24	27.85	41.26	130.57	172.90	245.75
资本公积	317.82	296.23	251.40	251.40	251.40	251.40	EBITDA	156.10	80.67	119.39	269.83	326.14	423.99
留存收益	404.70	453.54	502.38	623.92	784.86	1013.61	NOPLAT	138.65	51.52	64.74	197.07	251.04	347.69
归属母公司权益	852.47	879.72	883.68	1005.22	1166.16	1394.91	EPS (元)	0.96	0.21	0.32	1.01	1.33	1.89
少数股东权益	-24.11	-0.27	-0.66	51.45	120.45	218.52	<b>主要财务比率</b>						
股东权益合计	828.36	879.46	883.02	1056.67	1286.61	1613.43	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益合计	1064.41	1540.89	1532.25	1677.31	1878.84	2189.78	成长能力						
<b>现金流量表</b>							营收增长率	38.81%	5.39%	14.67%	30.58%	25.18%	22.26%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营业利润增长率	70.39%	-66.48%	51.87%	163.21%	32.15%	41.86%
税后经营利润	134.03	49.01	64.29	161.00	220.23	322.14	EBITDA增长率	68.41%	-58.57%	56.55%	125.65%	27.43%	38.55%
折旧与摊销	15.85	22.57	28.43	64.58	64.58	61.60	EBITDA增长率	57.32%	-48.32%	47.99%	126.00%	20.87%	30.00%
财务费用	0.24	10.18	19.16	14.66	9.18	3.68	归母净利润增长率	45.19%	-77.77%	48.16%	216.49%	32.42%	42.13%
投资损失	-16.90	-12.33	-4.25	-11.16	-11.16	-11.16	经营现金流增长率	58.51%	-34.30%	-25.13%	222.82%	11.13%	28.36%
营运资金变动	41.50	50.07	4.25	58.95	40.55	44.88	盈利能力						
其他经营现金流	20.63	8.85	-15.79	22.18	21.35	21.35	毛利率	94.85%	95.48%	95.47%	95.22%	95.25%	95.27%
经营性现金净流量	195.36	128.34	96.09	310.21	344.72	442.48	净利率	13.73%	4.76%	5.45%	11.85%	12.54%	14.58%
资本支出	130.41	71.73	128.21	0.00	0.00	-0.00	营业利润率	14.69%	4.67%	6.19%	12.47%	13.17%	15.28%
长期投资	-35.38	23.57	-68.70	0.00	0.00	0.00	ROE	14.69%	3.17%	4.67%	12.99%	14.83%	17.62%
其他投资现金流	35.37	-33.19	62.53	17.43	17.43	17.43	ROA	11.77%	1.81%	2.69%	7.78%	9.20%	11.22%
投资性现金净流量	-130.41	-81.36	-134.38	17.43	17.43	17.43	ROIC	59.53%	13.74%	10.10%	26.73%	39.04%	60.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
长期借款	0.00	365.19	18.95	-99.03	-94.59	-89.10	P/E	76.12	342.34	231.06	73.01	55.13	38.79
普通股增加	48.52	0.01	-0.06	0.00	0.00	0.00	P/S	9.76	9.26	8.08	6.19	4.94	4.04
资本公积增加	-43.05	-21.59	-44.83	0.00	0.00	0.00	P/B	11.18	11.13	11.08	9.71	8.34	6.95
其他筹资现金流	-49.28	-72.21	-47.94	-23.69	-21.14	-20.68	股息率	0.27%	0.00%	0.00%	0.09%	0.13%	0.18%
筹资性现金净流量	-43.81	271.40	-73.88	-122.73	-115.73	-109.78	EV/EBIT	47.92	119.16	40.32	44.68	34.17	23.84
现金流量净额	21.28	317.31	-116.10	204.91	246.43	350.14	EV/EBITDA	43.05	85.82	30.72	33.99	27.40	20.38
							EV/NOPLAT	48.47	134.38	56.65	46.53	35.60	24.85

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

## 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

## 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637