

万兴科技 (300624.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

三次 AI 逻辑拐点验证，志在 “中国

Adobe”

公司简介

- 公司是国内 AIGC 工具软件领航者，主要面向 C 端及 B 端客户提供涉及视频创意、绘图创意、文档创意、数据管理等 PC 及移动端软件产品。公司 18~22 年收入 CAGR 高达 21.2%，利润端 22 年同比增长 47.7%。23H1 实现营收 7.18 亿元，yoy+32.9%，实现归母净利 0.44 亿元，yoy+275.1%。

投资逻辑

- **短期股价复盘：**三波 AI 逻辑拐点验证，步入 AIGC 价值螺旋。公司在本轮 AI 浪潮当中经历三次自身 AI 逻辑拐点，从利用视频场景下的 AI 技术应用支撑提价→借力 OpenAI 大模型卡位稀缺性→推动 AIGC 价值螺旋长线演绎，市值在过去 10 个月内实现 2 倍左右增长（41 亿元→122 亿元）。
- **中期成长目标：**对标 Adobe，四大产品线内生外延不断拓宽能力边界。公司产品布局对标 Adobe，涵盖视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品条线，产品矩阵丰富，通过内生（既有软件迭代）+外延（收购亿图、墨刀、格像等）不断拓宽产品能力边界。23 年 6 月，公司发布公告拟定增不超过 11 亿元用于数字创意产品升级与数字创意技术研发。
- **长期模式优化：**流量管理四步逻辑，订阅、续约率实现双增。2023H1，公司订阅收入占整体销售收入比例提升至 72%，订阅续约率提升至 65%，主要得益于其出色的流量管理逻辑（做宽流量客群→营造流量生态→绑定流量粘性→提升流量转化）；18 年开始公司逐步实现从传统的 License 模式向 SaaS 模式转型，销售费率或将长期处于改善通道。

盈利预测、估值和评级

- 预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 15.38/19.34/23.45 亿元，归母净利润分别为 0.78/1.32/2.19 亿元，EPS 分别为 0.57/0.96/1.59 元。采用市销率法对公司进行估值，选取 3 家可比公司，给予公司 2024 年 8 倍 PS 估值，目标价 111.7 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- SaaS 化转型速度渐趋平缓的风险；客群拓展节奏不及预期的风险；创意工具软件行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险。

计算机组

分析师：陈奕骄（执业 S1130523020001）

chenyijiao@gjzq.com.cn

分析师：孟灿（执业 S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：79.36 元

目标价（人民币）：111.70 元



公司基本情况（人民币）

项目	12/21	12/22	12/23E	12/24E	12/25E
营业收入(百万元)	1,029	1,180	1,538	1,934	2,345
营业收入增长率	5.39%	14.67%	30.34%	25.77%	21.21%
归母净利润(百万元)	28	41	78	132	219
归母净利润增长率	-77.77%	48.16%	88.59%	69.58%	65.73%
摊薄每股收益(元)	0.214	0.318	0.565	0.958	1.588
每股经营性现金流净额	1.09	0.83	1.10	1.63	2.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.17%	4.67%	8.58%	13.38%	19.57%
P/S	6.96	3.23	6.94	5.52	4.55
P/B	8.14	4.32	12.83	11.80	10.41

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 短期股价复盘：三波 AI 逻辑拐点验证，步入 AIGC 价值螺旋	7
1.1 第一波 AI 逻辑拐点：自研 AI 技术赋能 Filmora 大版本更新带来 40%产品提价	7
1.2 第二波 AI 逻辑拐点：OpenAI 开放 API 接口，万兴首批接入合作生态稀缺性凸显	8
1.3 第三波 AI 逻辑拐点：23H1 视频创意产品同比大增 41%验证“量价齐升”逻辑	9
1.4 回顾复盘：应用落地到技术转化尚需时日，AIGC 价值螺旋趋势初现	10
2. 中期成长目标：志在“中国 Adobe”，内生外延拓宽产品矩阵	12
2.1 发展沿革：深耕音视频市场，创意软件小巨人的成长之路	12
2.2 财务分析：营收近 5 年 CAGR 高达 21%，视频创意条线居于收入主体地位	12
2.3 业务矩阵：四大条线构筑丰富产品矩阵，内生外延拓宽产品能力边界	15
2.4 股权结构&激励：实控人持股比例较高，三次股权激励绑定核心骨干	18
3. 他山之石：全球创意软件巨头 Adobe，三大产品矩阵营造闭合生态	19
3.1 发展沿革：引发桌面排版革命的创意软件龙头，到全球最大营销 SaaS 软件公司	19
3.2 产品结构：Adobe 布局三大产品矩阵，面向数字内容市场星辰大海	20
3.3 云化之路：发展停滞期的破与立，“三朵云”共促模式优化	22
3.3.1 云化艰难背景：业务发展停滞期的破与立，Adobe 面临发展经营瓶颈。	22
3.3.2 云化初见成效：订阅收入占比与订阅量迅速提升	23
3.3.3 云化基本完成：云服务体系雏形初现，财务端实现高速创收	23
3.3.4 云化之路复盘：订阅收入转化成效显著，产品矩阵丰富促使新用户不断涌入	24
3.4 AI 布局：Adobe Firefly 引领创作智能化，携手 NVIDIA 开发生成式 AI 模型	25
4. 行业透视：Filmora 卡位视频编辑腰部市场，万兴 PDF 能力接近头部水平	27
4.1 视频编辑软件：全球市场规模 265 亿元，万兴卡位腰部市场	27
4.1.1 市场规模：全球视频编辑软件行业市场规模达 265 亿元，国内市场达 89 亿元	27
4.1.2 竞争格局：万兴喵影位列 PC 端腰部视频编辑软件行业前列	27
4.2 PDF 软件：全球 PDF 潜在市场规模 1,578 亿元，万兴产品能力接近主流	29
4.2.1 市场规模：全球 PDF 潜在市场规模或达 1,578 亿元，Adobe 居于绝对龙头	29
4.2.2 竞争格局：万兴 PDF 文档解决方案与头部主流产品能力基本一致	29
5. 长期模式优化：流量管理四步逻辑，解密万兴订阅、续约率双增之谜	30
5.1 做宽流量客群：拓展跨境电商客群，万兴播爆引领第二增长曲线	31
5.2 营造流量生态：组合销售带动产品推广，跨品推荐推动流量迁移	32
5.3 绑定流量粘性：万兴产品矩阵+AI=国内 AIGC 先行者，万兴喵库回应用户需求	33
5.4 提升流量转化：License 模式向 SaaS 模式转型，订阅、续约率双双高增	35
6. 盈利预测与投资建议	36
6.1 核心假设	36



6.2 盈利预测	37
6.3 投资建议及估值.....	37
7. 风险提示	38



图表目录

图表 1: 短线复盘: 公司把控三波 AI 逻辑拐点, 实现 2 倍左右市值增长.....	7
图表 2: AIGC 赋能 Filmora 六大功能升级.....	8
图表 3: 万兴 Filmora 版本更新后提价 40%, “价增”逻辑明确.....	8
图表 4: 万兴符合受益 OpenAI 模型三大特征, 标的稀缺性凸显.....	9
图表 5: GPT API 调用收费标准.....	9
图表 6: 公司视频创意产品线 23H1 收入同比大增 41%以上验证“量价齐升”逻辑.....	10
图表 7: AIGC 应用落地到收入利润转化尚需时日, 短期回撤不改长期看好.....	10
图表 8: 公司 AIGC 价值螺旋长线演绎趋势初现.....	11
图表 9: 万兴二十年: 深耕音视频市场, 创意软件小巨人的成长之路.....	12
图表 10: 公司营业收入近五年 CAGR 达 21%.....	12
图表 11: 公司归母净利同比回暖.....	12
图表 12: 三种维度营收分解视角下, 视频创意类软件+消费类+境外市场是结构性亮点.....	13
图表 13: 公司分产品收入规模及同比增速.....	13
图表 14: 公司分地区收入规模及同比增速 (亿元, %).....	14
图表 15: 管理费率持续下降, 研发投入加码未来.....	14
图表 16: 人均创收稳步提升, 人均创利波动较大.....	14
图表 17: 公司营收体量处于同业中位左右.....	15
图表 18: 公司综合毛利率处于同业高位.....	15
图表 19: 公司四大产品条线塑造丰富产品矩阵.....	16
图表 20: 公司四大产品线通过内生+外延, 不断拓宽产品线边际.....	18
图表 21: 公司实控人持股占比较高.....	18
图表 22: 三次股权激励绑定公司董事及高层技术、管理人员, 覆盖人才数量众多.....	19
图表 23: Adobe 发展沿革: 历史桌面排版革命领头人, 云时代转型成功的标杆案例.....	20
图表 24: Adobe Creative Cloud 产品矩阵.....	20
图表 25: Document Cloud (左) 及 Experience Cloud (右) 产品矩阵.....	21
图表 26: Adobe 按产品分类收入构成 (亿美元).....	21
图表 27: Adobe 2017 与 2022 年营收市场结构对比.....	21
图表 28: Adobe 各业务线 TAM 计算范围.....	22
图表 29: Adobe 各业务线 TAM (十亿美元).....	22
图表 30: Adobe 整体 TAM 及年增长率.....	22
图表 31: Adobe 云化前收入和收入增速 (亿美元).....	23
图表 32: Adobe 云化前净利润和净利润增速 (亿美元).....	23
图表 33: 2013 年以来 Adobe 订阅收入占比迅速提升.....	23



图表 34:	云化早期 Creative Cloud 订阅量迅速提升.....	23
图表 35:	Adobe 云转型期间云化收入及增长率.....	24
图表 36:	Adobe 云转型期间云化利润及增长率.....	24
图表 37:	Creative Cloud 收入和 ARR (亿美元)	24
图表 38:	Document Cloud 收入和 ARR (亿美元)	24
图表 39:	Digital Media 收入和 ARR (亿美元)	24
图表 40:	Digital Media 订阅收入及占比 (亿美元)	24
图表 41:	Adobe 云转型前后营收结构 (单位: 亿美元)	25
图表 42:	Adobe 云转型后云收入占比走势.....	25
图表 43:	Adobe 基于创意生成 AI Adobe Firefly, 赋能产品应用端转型升级	25
图表 44:	Firefly 应用于影片或图片的编辑, 轻松进行色调与氛围调整.....	26
图表 45:	Firefly 助力用户制作独特的社交贴文.....	26
图表 46:	Firefly 实现将 3D 构图转换为逼真的影像.....	26
图表 47:	Adobe 携手 NVIDIA 合作开发新一代高级生成式 AI 模型	26
图表 48:	全球视频编辑软件行业市场规模达 265 亿元, 国内市场达 89 亿元	27
图表 49:	视频编辑软件产品能力对比, 万兴喵影位列行业前列.....	28
图表 50:	万兴喵影定价模式对比+功能特权.....	28
图表 51:	全球 PDF 潜在市场规模或达 1578 亿元.....	29
图表 52:	Adobe 市占率位居龙头, 万兴市占率为 0.64%.....	29
图表 53:	PDF 产品能力对比.....	30
图表 54:	万兴 PDF 对标 Adobe Acrobat, 性价比更高	30
图表 55:	公司 PDF 解决方案受到客户高度评价	30
图表 56:	万兴流量管理四步法: 用户为基+统一入口+流量共享+单品深化+价值兑现.....	31
图表 57:	万兴播爆面向跨境电商提供低成本“文生营销视频”功能服务.....	32
图表 58:	万兴播爆预计可为跨境电商用户每年节省 80%以上预算	32
图表 59:	公司主要产品均已提供用户组合销售折扣选项.....	33
图表 60:	万兴喵影/Filmora+AI=AI 图像素材	33
图表 61:	万兴 PDF 海外版+AI=文档处理 AI 机器人	34
图表 62:	万兴爱画+AI=AI 绘画	34
图表 63:	亿图脑图+AI=AI 策划.....	35
图表 64:	万兴喵库提供海量素材资源.....	35
图表 65:	万兴喵库视觉中国素材会员享受海量素材权益.....	35
图表 66:	公司订阅收入占比及订阅续约率双双逐年增长.....	36
图表 67:	License→SaaS 转型推动营销买量逻辑弱化, 销售费率有望下降	36
图表 68:	盈利预测核心假设.....	37



图表 69: 可比公司估值比较（市销率法）	38
-----------------------------	----

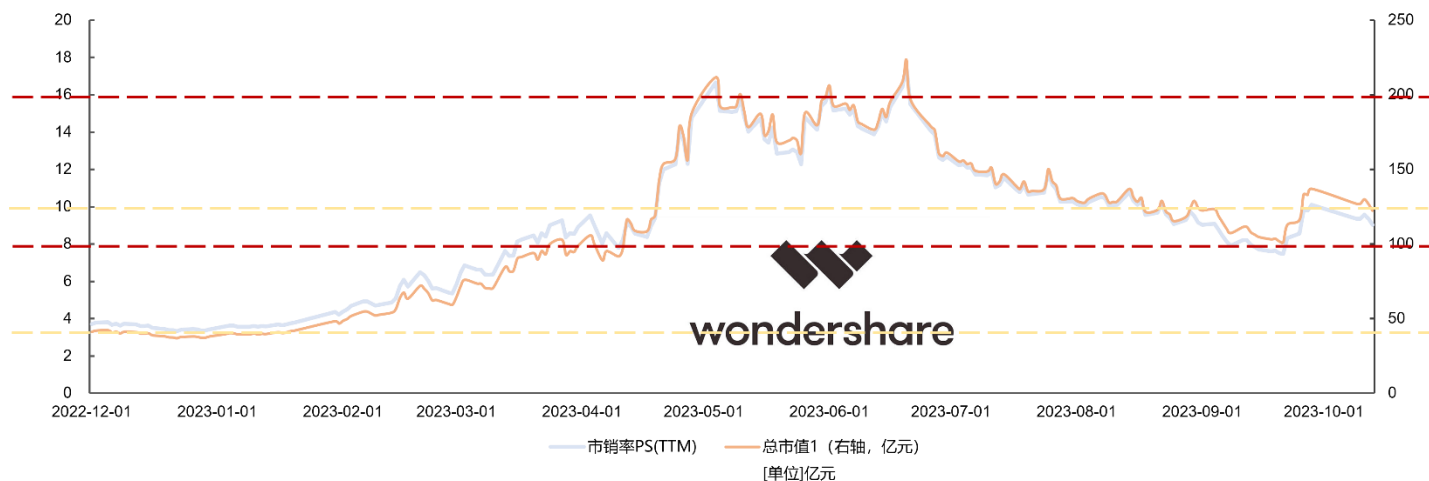


1. 短期股价复盘：三波 AI 逻辑拐点验证，步入 AIGC 价值螺旋

公司是国内 AIGC 工具类软件领航者，主要面向 C 端（B 站 UP 主、Youtuber）及 B 端（企业办公、创意工作室、跨境电商）客户提供涉及视频创意、绘图创意、文档创意、数据管理等 PC 及移动端软件产品。

我们认为，公司在本轮 AI 浪潮当中经历三次自身 AI 逻辑拐点，从利用视频场景下的 AI 技术应用为产品提价→借力 OpenAI 大模型卡位稀缺性→推动 AIGC 价值螺旋长线演绎。短期看公司“量价齐升”逻辑已得到业绩层面确证，公司市值在过去 10 个月间内实现 2 倍左右增长。

图表 1：短线复盘：公司把控三波 AI 逻辑拐点，实现 2 倍左右市值增长



来源：Wind，国金证券研究所

1.1 第一波 AI 逻辑拐点：自研 AI 技术赋能 Filmora 大版本更新带来 40%产品提价

公司自研 AI 技术赋能 Filmora 大版本六大功能升级。万兴于 2022 年 12 月中旬对旗下视频创意核心产品 Filmora 进行大版本更新，发布 Wondershare Filmora V12 × 万兴喵影 2023。新版本集成 AIGC 能力，实现 AI 智能抠像、AI 音频重组、手绘遮罩、云端备份审阅、海量模板、喵影学社六大功能升级，切中用户需求痛点。



图表2: AIGC 赋能 Filmora 六大功能升级



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

Filmora 大版本更新后提价 40%，由 49.9 美元提至 69.9 美元。Filmora 大版本更新以后，万兴提供了 Filmora 三端打通的会员模式，叠加 AI 功能上线公司将 Filmora 订阅费用由 49.9 美元提至 69.9 美元。我们基于“AI 能力集成有望大幅提升 C 端消费者使用体验，提价不会造成付费客户数显著下降”的逻辑，认为万兴有望在 23 年实现收入的快速增长；同时在成本端，我们预计公司不会在 23 年进行大幅的人员扩张，费用有望保持稳定，23 年有望实现收入-利润剪刀差，后续 23 年中报视角看，公司视频创意类业务收入同比（yoy+41.31%）显著提升。

图表3: 万兴 Filmora 版本更新后提价 40%，“价增”逻辑明确



来源：公司微信公众平台、官网，国金证券研究所

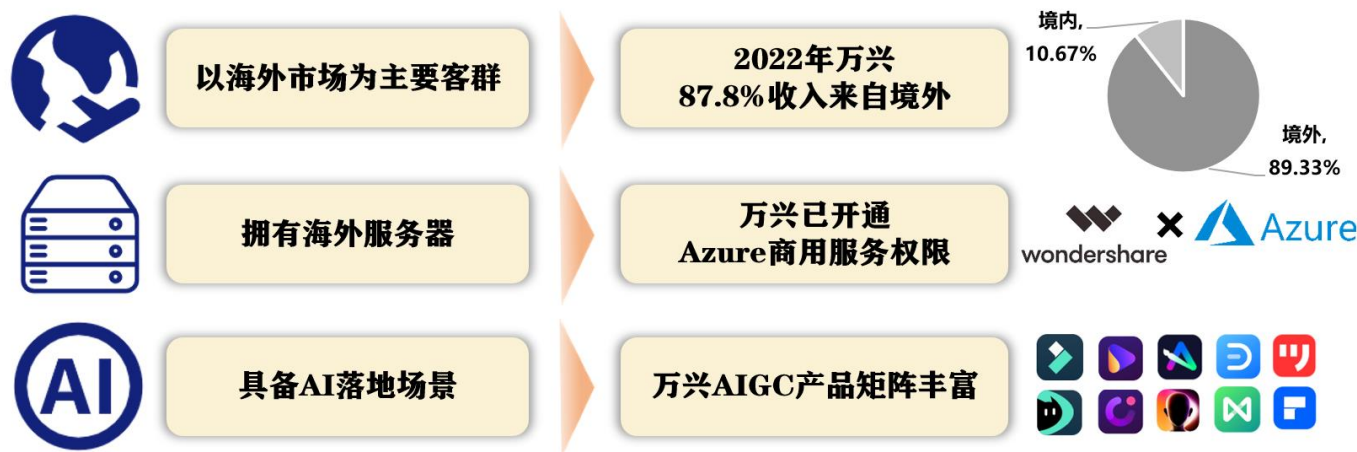
1.2 第二波 AI 逻辑拐点：OpenAI 开放 API 接口，万兴首批接入合作生态稀缺性凸显

OpenAI 开放 API 接口，万兴首批接入合作生态稀缺性凸显。2023 年 2 月 13 日，公司 Filmora 新版率先接入 OpenAI 服务。2 月 25 日，公司宣布已对接 Azure OpenAI 开通商用服务权限。3 月 1 日，Open AI 官方宣布开放 API 接口。



我们分析认为，受益海外 Open AI 相关模型必须具备三个特征：以海外为主要客群、拥有海外服务器、具备 AI 落地场景。2022 年万兴海外收入占比接近 90%，与微软云合作紧密，拥有视频编辑、思维导图、PDF 产品等丰富落地场景，标的稀缺性凸显。

图表4：万兴符合受益 OpenAI 模型三大特征，标的稀缺性凸显



来源：Wind，公司官网，国金证券研究所

OpenAI 大模型调用费用或将趋势性下移。2023 年 3 月 2 日，OpenAI 宣布开放 GPT-3.5 API 接口，GPT-4 的 API 接口于 3 月 14 日发布同时开放，GPT-3.5 的输入和生成的部分以相同方式计价，而 GPT-4 调用时按 Prompt 输入和 Completion 生成两部分计费。6 月 14 日，Open AI 进一步下调 API 调用费用。我们认为，未来伴随 1) GPU 性能提升所带来的大模型厂商训练/推理成本的下降；2) 模型结构与算法的持续改进所带来的训练/推理成本改善；3) 头部厂商跑马圈地阶段的让利定价，以 OpenAI 为代表的大模型厂商的模型调用成本会逐步降低，这将有利于基于 LLM 的商业应用进一步开枝散叶，与此同时以万兴为代表的 AI 应用厂商的模型使用成本也将同步降低。

万兴已成功成为 Open AI 首批合作伙伴，主要合作方式为 API 调用与微软云商用权限的开通。我们认为，接入 OpenAI 有望提升公司文本类产品功能。

图表5：GPT API 调用收费标准

Model	Prompt	Completion
GPT-3.5-turbo	\$0.002 / 1K tokens (6 月 14 日降价后 \$0.0015 / 1K tokens)	\$0.002 / 1K tokens
GPT-4 8K Context	\$0.03 / 1K tokens	\$0.06 / 1K tokens
GPT-4 32K Context	\$0.06 / 1K tokens	\$0.12 / 1K tokens
Embeddings models	\$0.0004 / 1K tokens (6 月 14 日降价后 \$0.0001 / 1K tokens)	

来源：OpenAI 官网，国金证券研究所

1.3 第三波 AI 逻辑拐点：23H1 视频创意产品同比大增 41%验证“量价齐升”逻辑

视频创意产品业绩兑现验证“量价齐升”逻辑。23Q1 公司视频创意产品同比增长超 45%，23H1 公司视频创意产品同比增长超 41%，考虑到视频创意产品线主要产品 Filmora 大版本更新后提价幅度为 40%，可知提价并未影响付费用户热情，AI 赋能公司业务“量价齐升”逻辑得到验证。



图表6: 公司视频创意产品线 23H1 收入同比大增 41%以上验证“量价齐升”逻辑

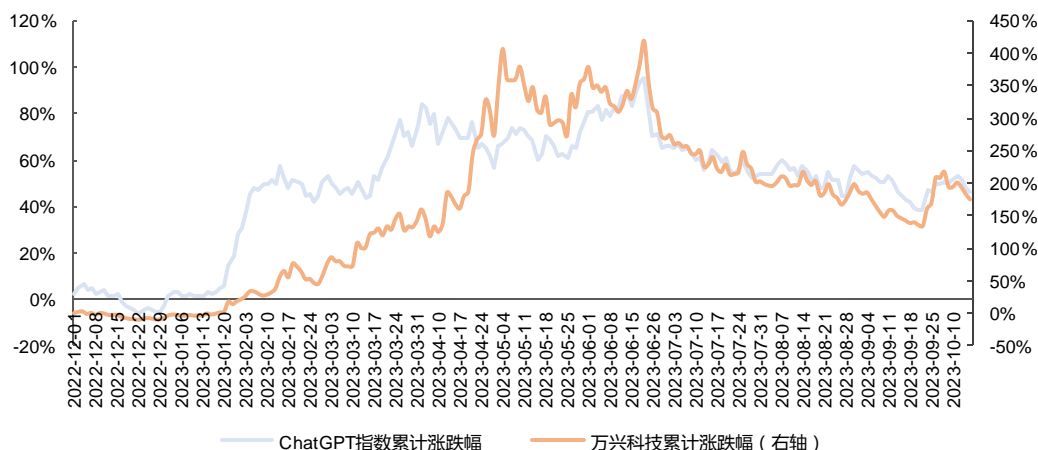


来源: Wind, 公司官网, 国金证券研究所

1.4 回顾复盘: 应用落地到技术转化尚需时日, AIGC 价值螺旋趋势初现

本轮 AI 技术大突破之后, 资本市场在算力、算法、数据端的受益标的都迎来了第一波涨幅, 但是之后赛道需要时间找到应用端最先落地并且能够落实到收入利润端的标的。技术突破到落地实践需要一定的时间周期, 因此在等待兑现的过程中整个赛道会有一些的回撤。

图表7: AIGC 应用落地到收入利润转化尚需时日, 短期回撤不改长期看好



来源: Wind, 国金证券研究所

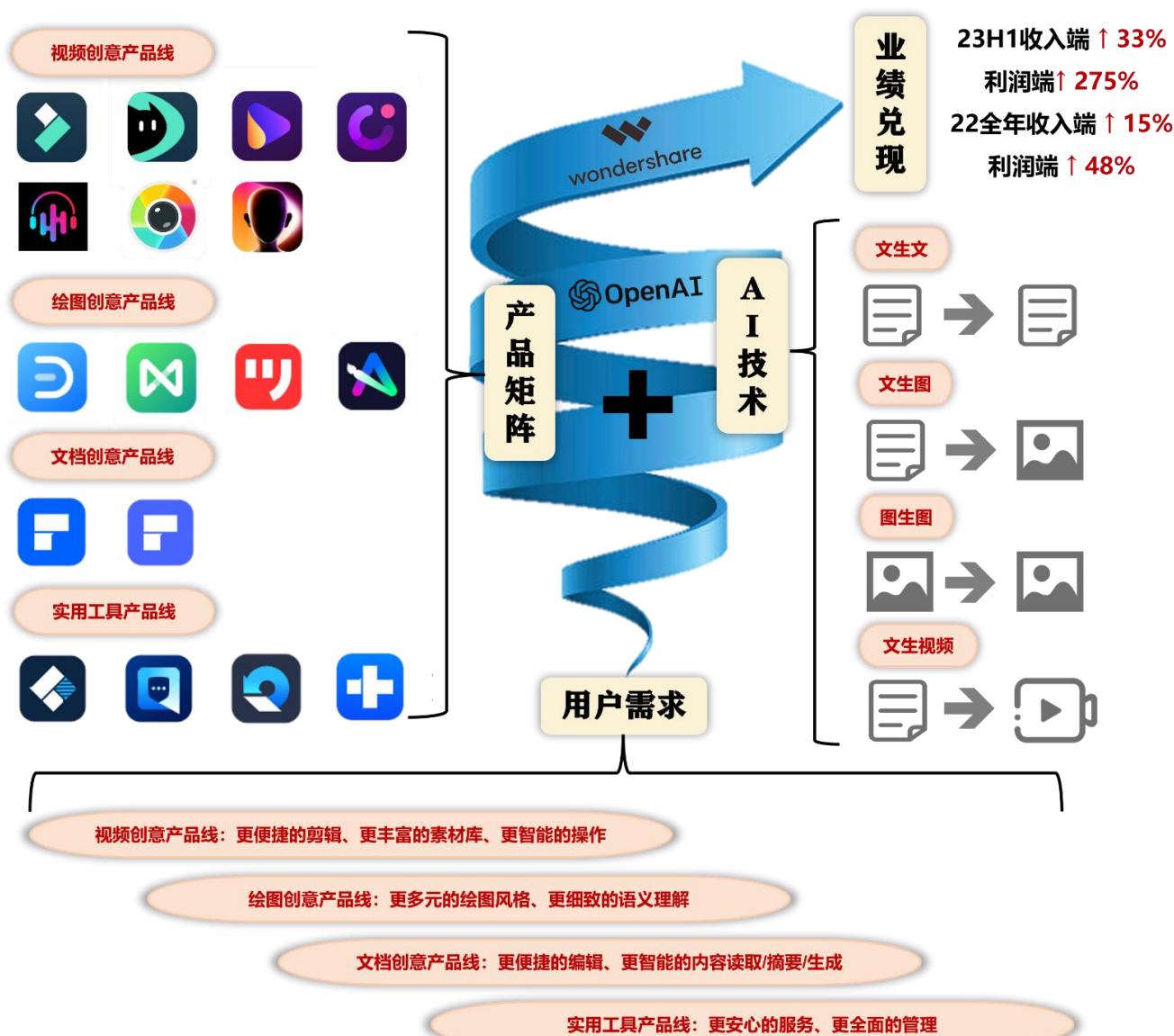
从用户需求出发, 横向丰富产品矩阵, 纵向做深 AIGC 功能应用, 兑现业绩增长, 万兴 AIGC 价值螺旋趋势初现。我们认为, 公司第三波 AI 逻辑拐点的本质为“AIGC 价值螺旋”: 以用户核心需求为基础; 横向不断拓展产品条线, 丰富视频创意、绘图创意、文档创意、



实用工具产品矩阵；纵向借力 AIGC 及大模型相关技术，赋能单品场景，提供增值化功能模块，并最终兑现业绩。

- 以用户需求为基础：视频创意端更便捷的剪辑、更丰富的素材库、更智能的操作；绘图创意产品端更多元的绘图风格、更细致的语义理解；文档创意端更便捷的编辑、更智能的内容读取/摘要/生成；实用工具端更安心的服务、更全面的的管理。
- 横向丰富产品矩阵：公司四大产品条线包括视频创意、绘图创意、文档创意以及实用工具，每条产品线内部也不断衍生出新的爆款产品，及时回应下游客户需求。
- 纵向做深 AIGC 功能应用：公司自研 AIGC 技术已全面赋能 Filmora 2023 大版本更新，且接入 OpenAI 借力大模型持续推动文生文、文生图、图生图、文生视频等功能模块与现有产品的融合，强化单品增值化逻辑。
- 兑现业绩增长：公司 2023H1 实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 32.90%；归母净利润 0.44 亿元，同比增长 275.06%。公司 22 全年实现营业收入 11.80 亿元，同比增长 14.67%；归母净利润 0.41 亿元，同比增长 47.73%。AIGC 价值螺旋长线演绎趋势初现。

图表8: 公司 AIGC 价值螺旋长线演绎趋势初现



来源：Wind，公司公告、官网，国金证券研究所



2. 中期成长目标：志在“中国 Adobe”，内生外延拓宽产品矩阵

2.1 发展沿革：深耕音视频市场，创意软件小巨人的成长之路

深耕音视频市场，创意软件小巨人的成长之路。近年来，公司大力推进战略聚焦及升级，深耕数字创意软件市场并积极拓展办公效率、数据管理软件领域。公司以“技术+服务+内容”为导向，打造“PC+移动+云”的多端布局，快速响应市场需求，不断探索新产品新功能，并逐步加快公司 SaaS 化转型升级及内部各体系适配。

图表9：万兴二十年：深耕音视频市场，创意软件小巨人的成长之路

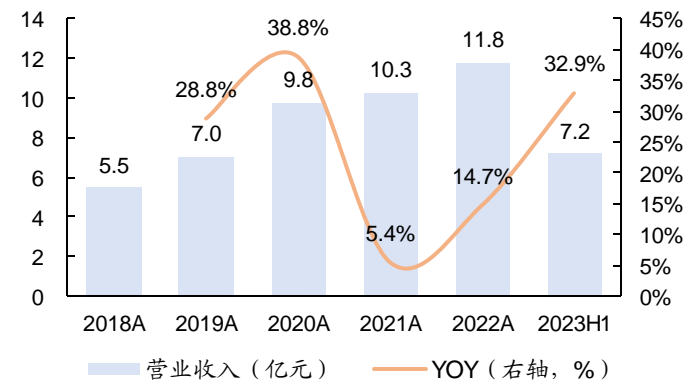


来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

2.2 财务分析：营收近 5 年 CAGR 高达 21%，视频创意条线居于收入主体地位

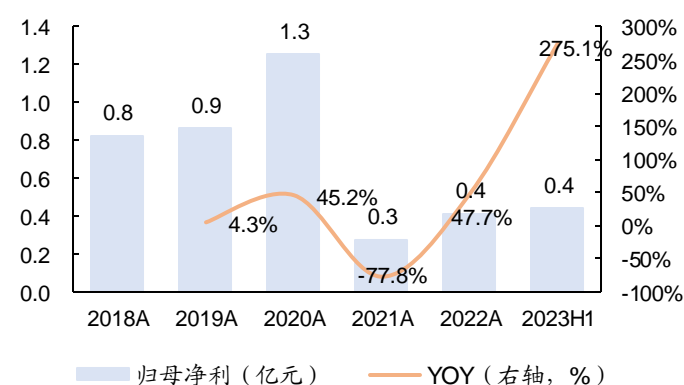
公司收入端近 5 年 CAGR 达 21%，利润端同比回暖。收入端，公司 2022 年实现营业收入 11.8 亿元，同比增长 14.7%，2018~2022 年营业收入 CAGR 达 21.0%，2023H1 实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 32.9%。利润端，公司 2023H1 年实现归母净利润 0.4 亿元，同比增长 275.1%，回暖趋势明确。

图表10：公司营业收入近五年 CAGR 达 21%



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：公司归母净利润同比回暖



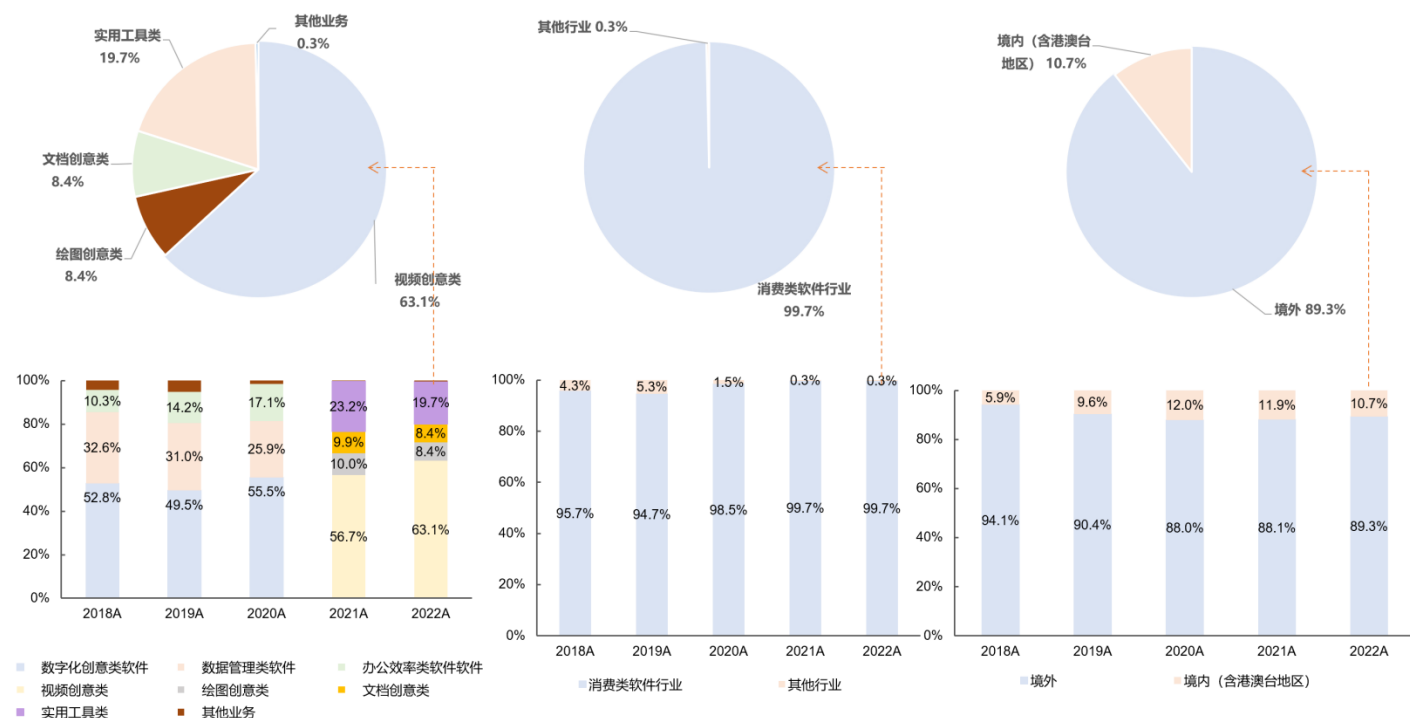
来源：Wind，国金证券研究所

产品、行业、地区营收结构视角下，视频创意类软件+消费类+境外市场是结构性亮点：

- 产品结构：视频创意类软件居于公司收入的主要组成部分，占到主营业收入结构的 6 成以上，收入占比从 2021 年总收入的 56.7% 升至 2022 年总收入的 63.1%；而实用工具类占比有所下降，由 2021 年总收入的 23.2% 降至 2022 年总收入的 19.7%。
- 行业结构：公司深耕消费类软件行业市场，消费类软件行业市场占其收入份额逐年上升，2022 年占比达 99.7%。
- 地区结构：境外市场居于公司收入结构的主导地位，2022 年境外收入占比高达 89.3%，近三年始终处于增长状态。随着公司出海战略的持续推进，未来海外收入规模值得期待。



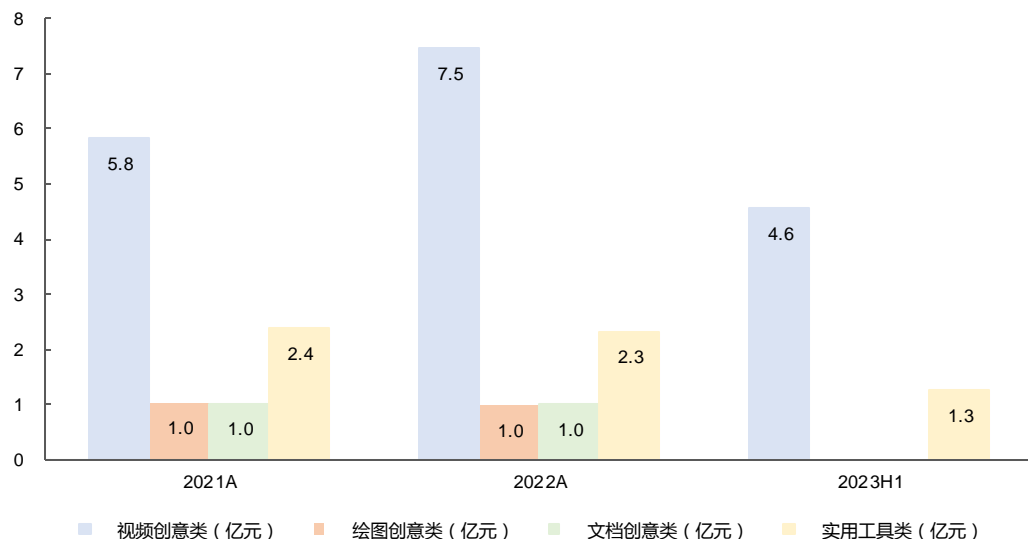
图表12：三种维度营收分解视角下，视频创意类软件+消费类+境外市场是结构性亮点



来源：Wind，国金证券研究所

分产品看，2022 年公司视频创意类收入规模为 7.45 亿元，同比增长 27.82%；实用工具类收入规模 2.33 亿元，略有下降。2023H1 公司视频创意类收入规模达 4.56 亿元，同比增长 41.31%；实用工具类收入规模 1.26 亿元，同比增长 1.23%。

图表13：公司分产品收入规模及同比增速

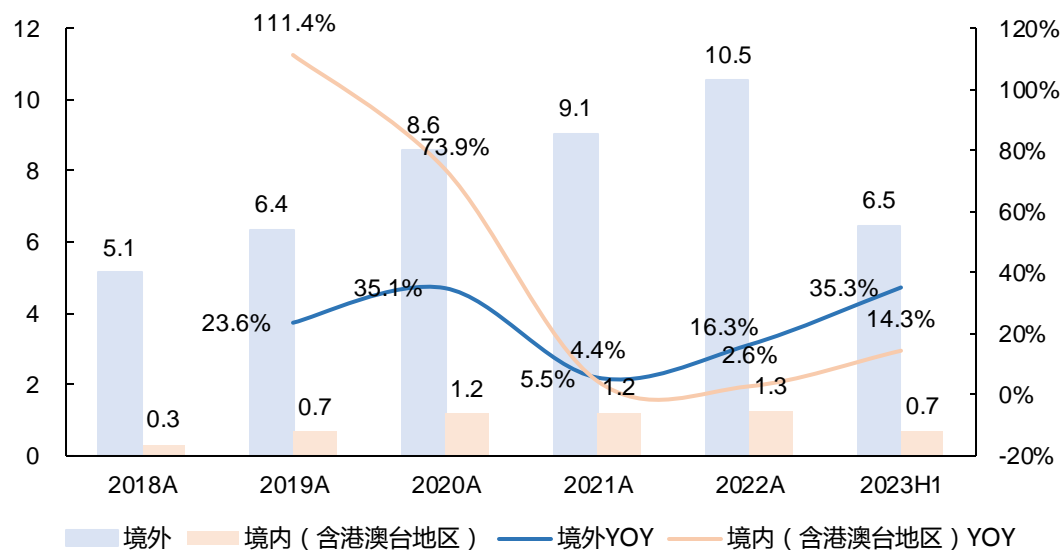


来源：Wind，国金证券研究所

分地区看，2023H1 公司境外收入 6.48 亿元，同比增长 35.3%；境内收入 0.70 亿元，同比增长 14.3%。2022 年公司境外收入 10.54 亿元，同比增长 16.3%；境内收入 1.26 亿元，同比增长 2.6%。2021 年后境外收入增速首度跑赢境内收入增速，未来随着公司持续拓展海外地区市场，境外地区收入或将持续高位增长。



图表14: 公司分地区收入规模及同比增速 (亿元, %)

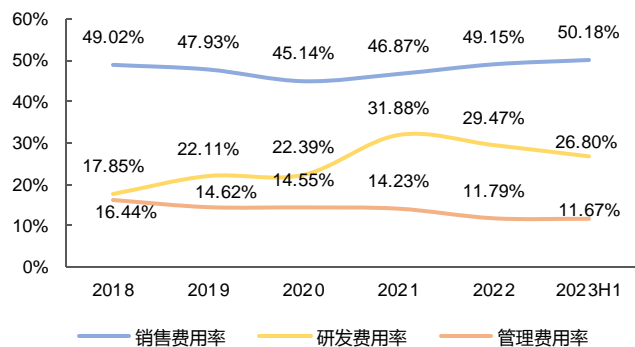


来源: Wind, 国金证券研究所

控费能力卓越, 管理费率持续下降, 研发投入加码未来。2022 年公司管理费用率与销售费用率分别为 11.79% 和 49.15%, 2023H1 管理费用率继续降至 11.67%, 管理费率持续下降, 控费能力卓越。研发费率相对保持高位, 旨在研发新品企业提升核心竞争力。

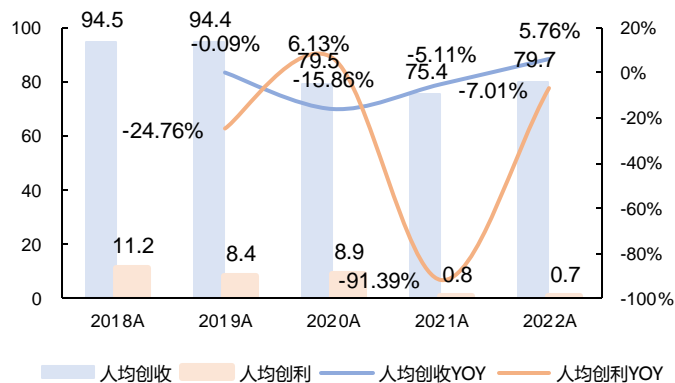
人员投放加大, 人效指标基本稳定。2022 年公司人均创收 79.7 万元, 同比增长 5.76%; 人均创利 0.7 万元, 同比略有下降。2018-2022 年公司总人数达 578、745、1,229、1,365、1,480, 伴随业务扩张人员投放力度加大。

图表15: 管理费率持续下降, 研发投入加码未来



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 人均创收稳步提升, 人均创利波动较大



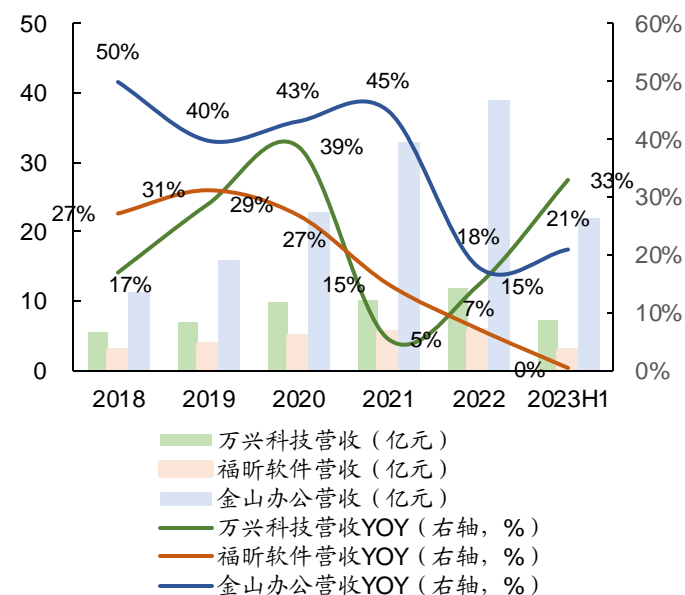
来源: Wind, 国金证券研究所

公司营收体量处于同业中位左右。2023H1 万兴、福昕、金山营收规模分别为 7.18 亿元、2.86 亿元、21.72 亿元, 2022 年万兴、福昕、金山营收规模分别为 11.8 亿元、5.80 亿元、38.85 亿元, 公司整体处于同业中位, 且增长动能强劲。

公司综合毛利率处于同业高位。2022 年万兴、福昕、金山综合毛利率分别为 95.5%、95.3%、85.0%; 2021 年万兴、福昕、金山综合毛利率分别为 95.5%、96.6%、86.9%, 公司整体处于同业优势水平。

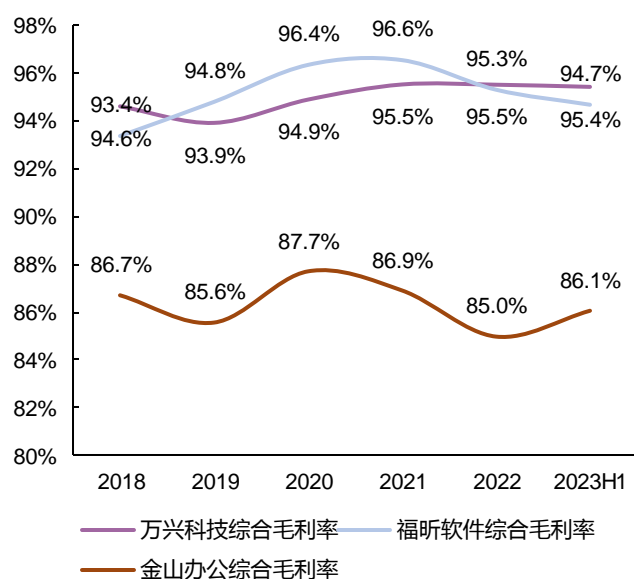


图表17：公司营收体量处于同业中位左右



来源：Wind，国金证券研究所

图表18：公司综合毛利率处于同业高位



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 业务矩阵：四大条线构筑丰富产品矩阵，内生外延拓宽产品能力边界

公司产品布局对标 Adobe，涵盖视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品条线，产品矩阵丰富。

➤ 视频创意软件：包含视频、图片、音乐及特效素材资源在内的多种优质视频创意解决方案与服务。①视频类：万兴喵影（Filmora）帮助用户对视频、照片、音频等内容进行高质、高效的个性化编辑、制作和转换；万兴录演（DemoCreator）是一款屏幕录制与轻视频编辑创作软件，提供虚拟人演示、虚拟直播等功能；万兴播爆（Virbo）是一款数字人营销短视频创作工具，面向跨境营销和电商类用户提供本地化真人模特及海量素材模板；万兴智演是一款 AI 驱动的演示制作工具，可以简化视觉交互式演示的创建过程，可以制定演示结构和核心内容。②图片类：图片创意软件（Sweet Selfie、Sweet Snap）主要通过丰富的模板、强大的 AI 抠图、专业滤镜等集成功能，助力自拍美颜软件用户轻松实现图像效果优化及个性化设计需求。③素材资源类：万兴喵库（Filmstock）是公司多媒体创意素材资源平台，为用户提供超过 1,500 万的正版视频、音频、图片、文字、特效及智能化模板等多元素材资源服务。

➤ 绘图创意软件：主要产品包括亿图脑图（EdrawMind）、亿图图示（EdrawMax）、墨刀（Mockitt）、万兴爱画等。绘图创意软件可帮助用户有序构建知识与灵感，绘制包括思维导图、产品原型、组织架构、项目管理、平面布置、工艺工程等在内的各类图形图表，万兴爱画提供 AI 文字绘画、AI 以图绘图、AI 简笔画三种创作模式，赋能企业管理、软件数据、教育培训、工程设计等多个领域用户轻松实现工作创意的高效实现与转化。

➤ 文档创意软件：主要产品包括万兴 PDF（PDFelement）——PDF 文档解决方案，为用户提供功能强大、简单易用、高效便捷的多场景智慧文档服务；万兴 PDF SDK（PDFelement SDK）——支持多平台应用的 PDF 开发工具库，赋能用户获得安全可靠、易用便捷的 PDF 处理功能；PDF 阅读器（PDF Reader）——为用户提供流畅轻便的在线 PDF 阅读、编辑、转换等服务。





➤ 实用工具软件：包括万兴恢复专家（Recoverit）、Dr.Fone、万兴手机管家、万兴易修（Repairit）等多款数据及设备管理类应用工具产品。万兴恢复专家（Recoverit）和 Dr.Fone 数据管理软件主要为同时拥有台式机个人电脑设备和智能手机、智能平板、手提电脑等多个移动端智能设备的用户提供跨端数据迁移、数据备份、数据恢复、数据安全和设备管理等服务；万兴手机管家产品为各类手机文件传输场景提供安全高效便捷的跨终端文件传输、备份和恢复服务；万兴易修（Repairit）为各类文件损坏场景提供修复服务，支持修复超 50 种格式的文档、照片、视频文件。



图表19: 公司四大产品条线塑造丰富产品矩阵

产品类别	产品名称	产品定位	功能简介
视频创意	 万兴喵影/Filmora	面向大众用户的进阶视频编辑软件	简洁易用、丰富全面、AI加持，支持桌面、移动、云端三端协同的高阶视频剪辑软件
	 万兴喵库/Filmstock	原创创意素材资源平台	具备包括视频、音频、图片、特效、模板在内的海量正版原创素材库
	 万兴优转/Uniconverter	多功能音视频处理软件	具备转换、压缩、编辑、录制等多重功能的工具箱
	 Beat.ly	一款音乐短视频创作工具	拥有海量模板，超过1亿用户在用的卡点音乐视频创作工具
	 Sweet Selfie	一款自拍美颜工具软件	海外国民级美颜美妆相机，为全球用户提供本地化、定制化的自拍美颜体验
	 万兴录演/DemoCreator	一站式演示视频创作工具	一款集屏幕录制与视频编辑于一体的演示视频创作工具
	 万兴播爆/Virbo	数字人短视频营销神器	一款基于AI、数字人技术，面向跨境用户提供丰富模板的视频生成工具
	 万兴智演/DemoCreator	一款AI驱动的演示制作工具	一款AI驱动的演示制作工具，简化视觉交互式演示的创建过程，可以制定演示结构和核心内容
绘图创意	 亿图图示/EdrawMax	一站式专业绘图软件	涵盖流程图、架构图、甘特图、工业设计等210+种图形解决方案
	 亿图脑图/EdrawMind	基于云的跨端思维导图软件	多平台思维导图绘制工具，支持丰富布局、样式、主题等多种元素的个性化选择
	 墨刀/Mockitt	在线一体化产品设计协作平台	云端编辑、实时协作、分享交付，助力用户随时随地快速完成产品设计
	 万兴爱画	高品质AI图像生成工具	利用AI能力创建艺术和图像，将用户的想法变成人工智能绘画
文档创意	 万兴PDF/PDFelement	秒会的全能PDF阅读器	全能的PDF编辑器，提供编辑、转换、注释、OCR、翻译、签名等全面的PDF阅读与编辑功能
	 万兴PDF阅读器/PDF	流畅、极简的轻量PDF阅读器	集创建、阅读、注释和数字签名功能于一体，具备流畅、快捷、高效、易操作等特点



	Reader		
实用工具	 万兴恢复专家/Recoverit	专业的数据恢复软件	支持电脑硬盘、移动硬盘、SD 卡、U 盘等设备在各种场景下的数据恢复
	 万兴数据管家	专业的微信数据管理工具	支持 ios 端的微信恢复、微信备份、微信导出等微信数据管理
	 万兴易修/Repairit	专业的损坏文件修复软件	针对视频、图片、文档等多种文件损坏场景提供一键修复、高级修复和在线修复解决方案
	 万兴手机管家/Dr.Fone	专业的手机数据高效管理	一站式移动数据恢复、传输、管理、换机、系统修复、备份迁移工具

来源：公司公告，国金证券研究所

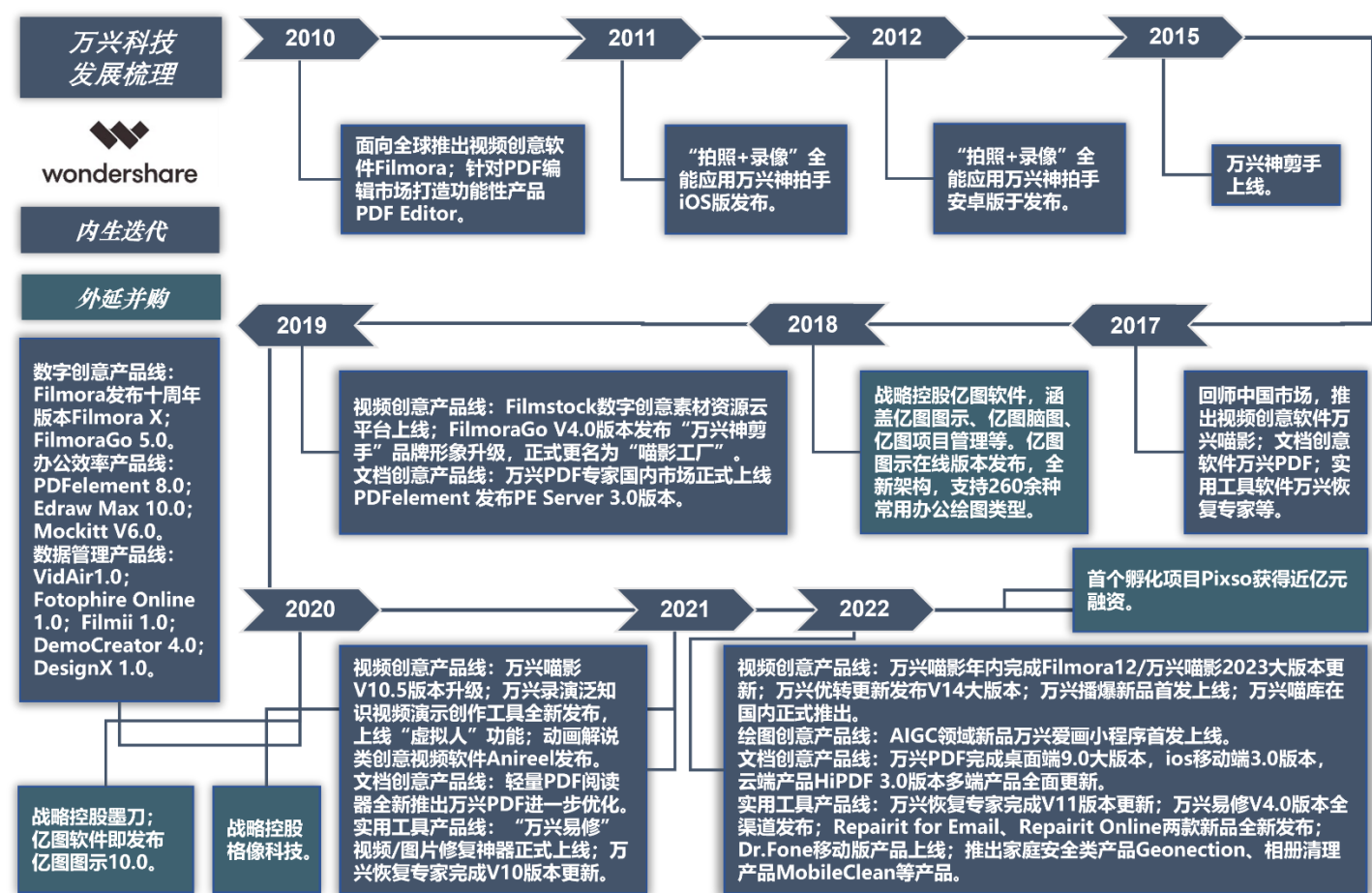
公司四大产品线通过内生+外延，不断拓宽产品线边际。

公司自 2010 年在海外率先推出视频创意软件 Filmora 后，在视频创意产品线不断丰富拓展，于 2017 年回师国内市场，2018 年上线数字创意素材资源云平台，2020 年发布 Filmora 十周年版本，21 年发布万兴录演并上线“虚拟人”功能，23 年 Filmora 全新接入 OpenAI 相关服务。

文档创意软件方面，公司 2010 年首次推出 PDF Edito，2016 年推出 PDFelement 并在随后几年不断更新版本，2023 年 4 月 PDFelement V9.5 创新集成 ChatGPT 功能。实用工具方面，万兴恢复专家于 2012 年最初上线，通过自主研发不断更新版本，拓宽应用场景。绘图创意软件方面，万兴通过一系列战略控股亿图软件、墨刀、格像科技，完善绘图创意软件产品矩阵。



图表20: 公司四大产品线通过内生+外延, 不断拓宽产品线边际

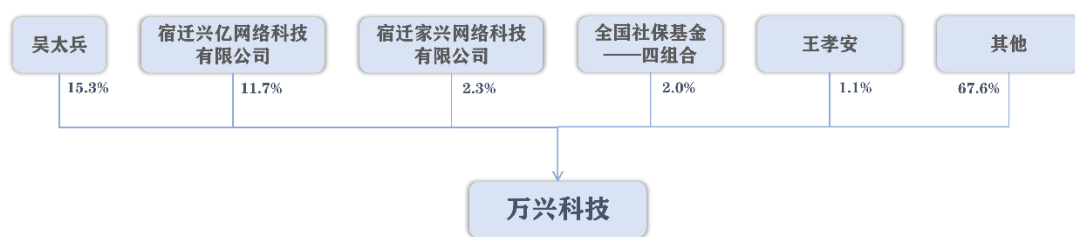


来源: 公司年报, 公司官网, 公司微信公众平台, 国金证券研究所

2.4 股权结构&激励: 实控人持股比例较高, 三次股权激励绑定核心骨干

公司实控人持股比例较高。公司实际控制人为吴太兵先生, 持股公司总股本的 15.3%。

图表21: 公司实控人持股占比较高



来源: Wind, 国金证券研究所

三次股权激励绑定公司董事及高层技术、管理人员, 覆盖人才数量众多:

- 2018 年实施限制性股票激励计划, 覆盖人数为 122 人。
- 2020 年实施股票期权激励计划, 覆盖人数为 183 人。
- 2021 年实施限制性股票激励计划, 覆盖人数为 259 人。


图表22：三次股权激励绑定公司董事及高层技术、管理人员，覆盖人才数量众多

名称	人数	激励对象	授予形式及条件
2018 年限制性股票激励计划	122	核心技术和业务人员	拟向激励对象授予限制性股票总量为 142.75 万股，授让价格为 32.00 元/股，业绩考核目标为：以 2017 年为基数，18~20 年净利润增长率分别不低于 20%/40%/60%。
2020 年股票期权激励计划	183	公司部分董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员（不包括独立董事、监事）	拟向激励对象授予股票期权总量为 390.00 万份，授让价格为 67.01 元/份，业绩考核目标为：以 2019 年为基数，20~22 年营业收入或净利润增长率分别不低于 20%/40%/60%、15%/30%/45%。
2021 年限制性股票激励计划	259	部分董事、高级管理人员及核心技术（业务）人员	拟向激励对象授予限制性股票总量为 1,000.00 万股，授让价格不低于 4 0.00 元/股，以 2020 年为基数，业绩考核目标为：首次授予和含前预留授予对应的 21~25 年营业收入增长率目标为 30%/60%/100%/150%/200%，触发值减半；不含后预留授予对应 22~25 年营业收入增长率目标为 60%/100%/150%/200%，触发值减半。

来源：公司公告，公司招股说明书，国金证券研究所

3. 他山之石：全球创意软件巨头 Adobe，三大产品矩阵营造闭环生态

3.1 发展沿革：引发桌面排版革命的创意软件龙头，到全球最大营销 SaaS 软件公司

Adobe 成立于 1982 年 12 月，四十余年间始终聚焦为全球用户提供专业的数字内容管理和创作工具，共经历了以下四大发展阶段：

➤ **桌面排版革命期（1982-1993 年）：**1982 年，John Warnock 联合 Charles Geschke 创立了 Adobe 公司，1983 年推出第一款产品页面描述语言 PostScript，支持个人电脑实现打印排版与机器控制，引发桌面排版革命：专业桌面应用程序不应局限于代码，而应允许用户基于视觉与计算机进行交互操作编辑。1986 年，Adobe 在纳斯达克上市。1990 年，Adobe 嗅到图形软件市场缺口，发布 Photoshop 1.0，实现图形创建、图像编辑、页面布局等功能，并在一年后推出视频编辑软件 Premiere。1993 年，发布 Acrobat，以实现不同电脑与操作系统间传输文件，PDF 格式由此诞生。

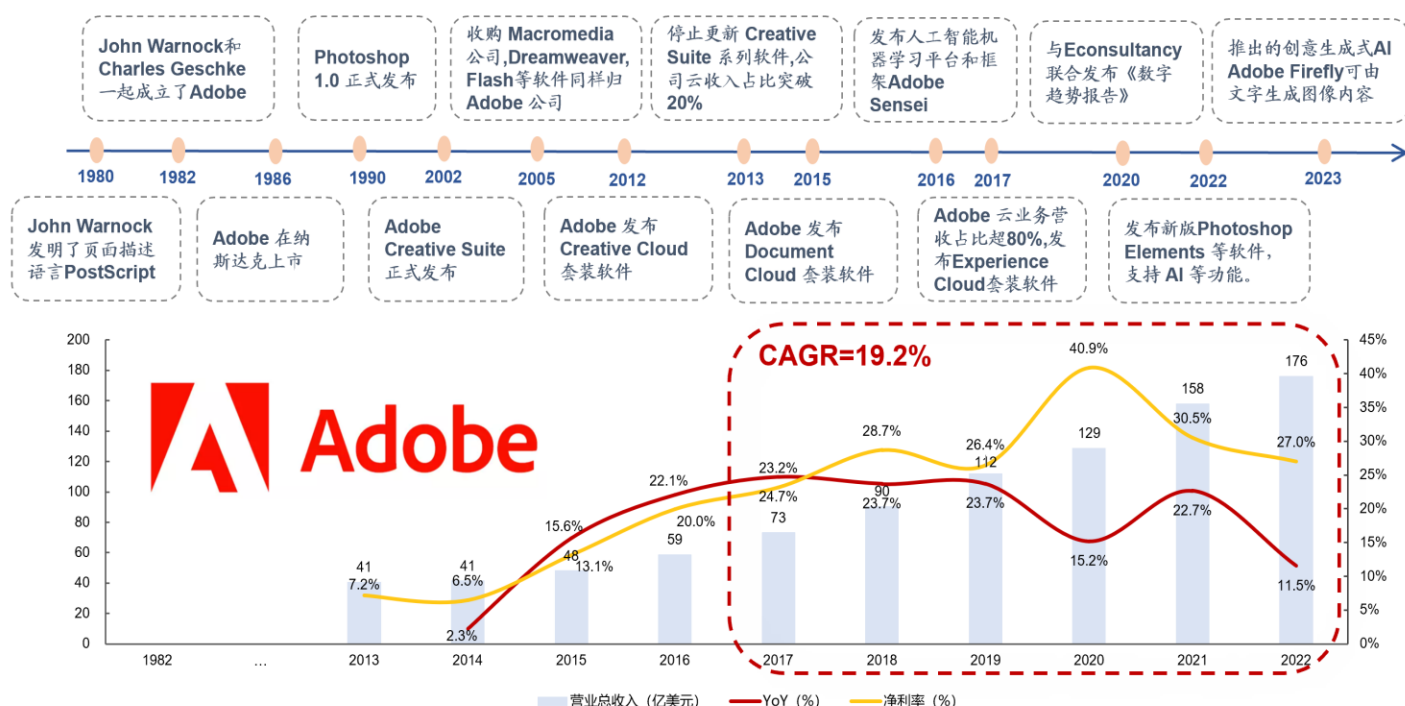
➤ **产品多元扩张期（1994-2006 年）：**1994 年，Adobe 收购 Aldus，公司一跃成为全球第五大软件公司。1998 年，Adobe 正式进入中国市场。1999 年，推出 Acrobat 4.0，增加数字化签名等功能，并可将网页转换为 PDF，这是具备革命性创新意义的功能。2002 年，公司将旗下软件统一打包，Creative Suite（CS）诞生。2003 年，收购音频处理软件 Cool Edit pro，并更新为 Au 1.0。2005 年，公司相继收购 Macromedia、Dreamweaver、Flash 等软件，扩张 CS 产品矩阵，增加多种软件与使用场景。

➤ **全面云化转型期（2007-2021 年）：**2007 年，Adobe 决定开发订阅模式，首次提出将产品向云端迁移。2009 年，Adobe 收购顶级企业分析公司 Omniture，开辟数字分析、营销功能的新产品分类。2013 年，正式发布 Creative Cloud（CC），并停止 CS 产品售卖，刺激用户全面转为订阅模式。2015 年，发布 Document Cloud 套装软件；2016 年，公司发布 AI 机器学习平台底层框架 Adobe Sensei；2017 年，推出 Experience Cloud 套装软件，正式形成三大产品矩阵，基本云服务体系建设完成。

➤ **AIGC 发展期（2022 年至今）：**2022 年，公司发布新版 Photoshop Elements 等软件，支持 AI 等功能。2023 年，随着 OpenAI 的 GPT 大语言模型引爆全球，Adobe 联合英伟达推出 AI 图像生成工具 Firefly，宣布布局 AIGC 赛道。一个月后，宣布视频编辑软件 Premiere Pro 将基于 Adobe Sensei 支持推出一系列 AI 功能，引入基于文本的视频编辑，该方法有望彻底改变视频粗剪的工作流程。



图表23: Adobe 发展沿革: 历史桌面排版革命领头人, 云时代转型成功的标杆案例



来源: Wind, Adobe 官网, 国金证券研究所

3.2 产品结构: Adobe 布局三大产品矩阵, 面向数字内容市场星辰大海

经过多年的演化积累, Adobe 云化已经形成了内容丰富且特色鲜明的三大产品矩阵, 以满足用户数字创意、日常办公、数字营销场景的需求。

面向个人消费者的 Creative Cloud 全家桶, 可以用于图片处理、剪辑、音频处理、动画制作、视频处理、3D 图像、页面设计、VR 等功能。

图表24: Adobe Creative Cloud 产品矩阵

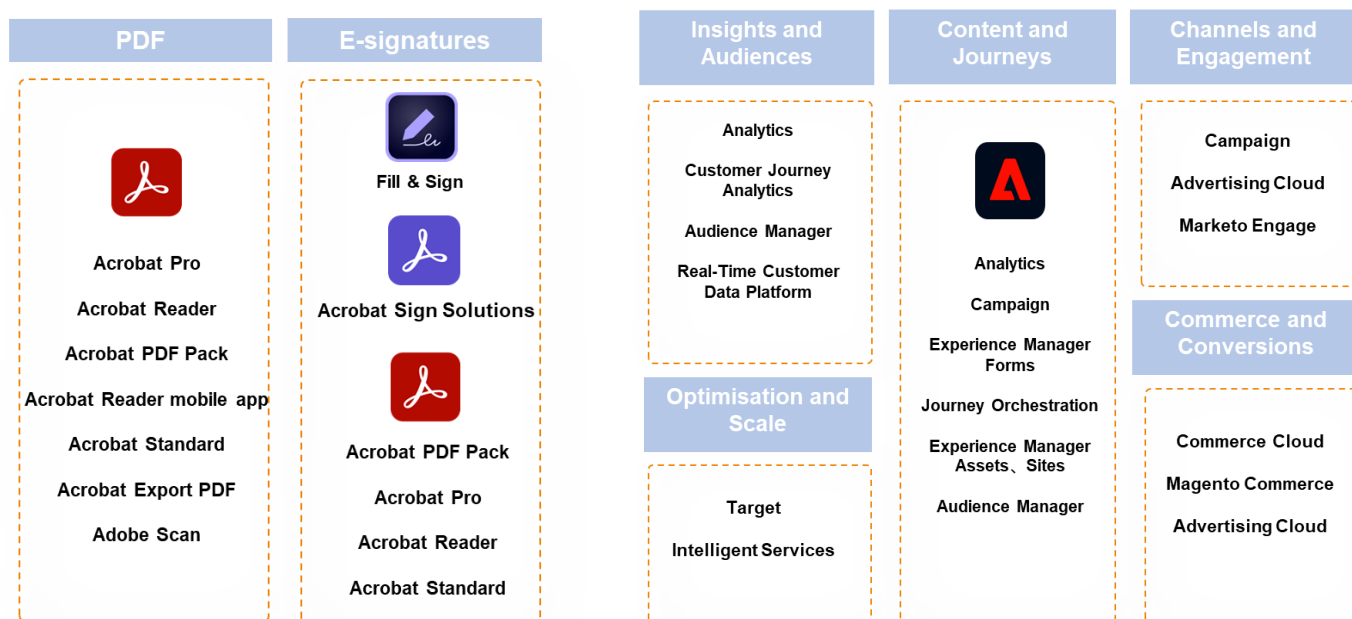


来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

面向企业和个人消费者的 Document Cloud 包括 PDF 编辑器、电子签名, 并且可以在网页、ipad、移动端传输; 面向商业消费者的 Experience Cloud 通过 Adobe sensei 提供技术支持涵盖了广告分析、市场营销、用户分析、价格监测等功能, 支持用户从事商业分析和市场营销等需求。



图表25: Document Cloud (左) 及 Experience Cloud (右) 产品矩阵

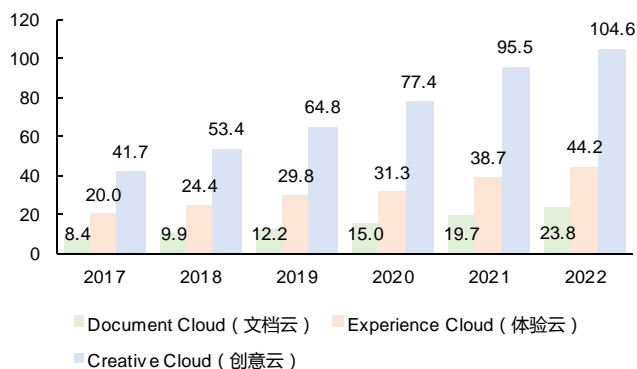


来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

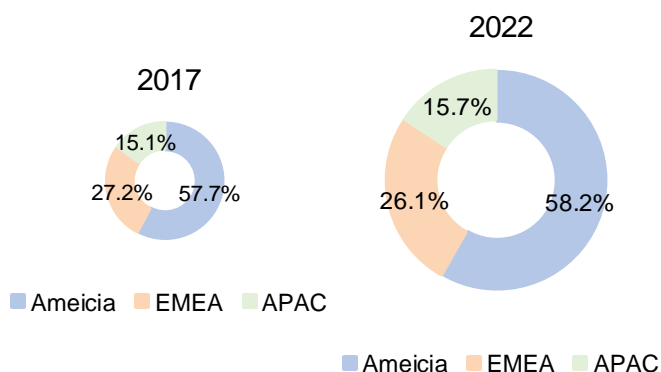
Creative Cloud 贡献主要营收, Document Cloud 和 Experience Cloud 快速成长。2017~2022 年, Creative Cloud 端收入连年增长, 平均占比达 50% 以上, 是 Adobe 主要收入来源; Experience Cloud 快速发展, 在 2022 年获得收入 44.2 亿美元; 近年来随着居家办公的普及和文件便携性要求的日益提升, Document Cloud 端逐渐发力, 实现营收的高速增长。

Adobe 市场业务重心为美国市场。Adobe 于 2016 年正式进入中国, 2022 年 Adobe 亚太地区收入贡献率仅为 15.7%, 相较于进入中国市场初期 (2017 年) 并未有明显增长, 而战略重心美国市场的收入占比居于高位, 营收的市场结构较为稳定。

图表26: Adobe 按产品分类收入构成 (亿美元)



图表27: Adobe 2017 与 2022 年营收市场结构对比



来源: Adobe 公司财报, 国金证券研究所

来源: Adobe 公司财报, 国金证券研究所

TAM 即 Total Addressable Market, 潜在市场范围, 是从一个产品或服务从 100% 的市场份额中能够获得的理论收入, 或者说产品未来有希望覆盖的消费者人群规模。TAM 是判断一家公司未来产品及发展潜能的重要数据。通过提供一个更加具体的市场渗透路线, 有助于描绘出产品的市场规模, 以及业务是否值得获得风险投资的支持。

对于 Adobe 这类软件公司, TAM 取决于其软件的可扩展能力: 底层开发能力和产品化能力, 支撑 Adobe 从一个产品线扩展到多条产品线, 从一个行业赛道扩展至多个行业赛道, 从一个市场区域拓宽到市场多个区域。



图表28: Adobe 各业务线 TAM 计算范围

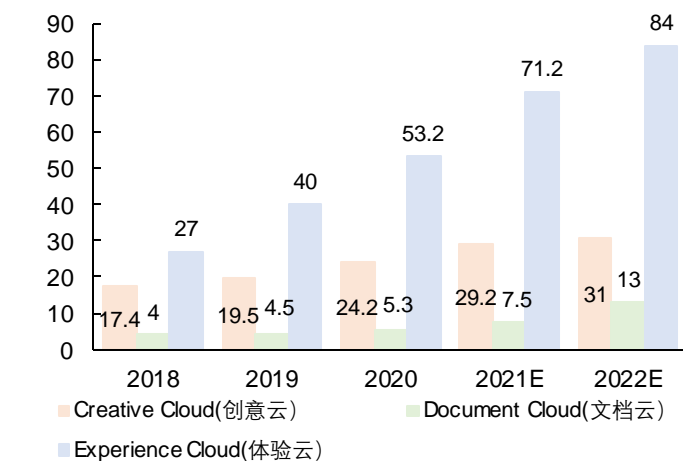
Adobe Creative Cloud	Adobe Document Cloud	Adobe Experience Cloud
创意专业人士 Creative Professionals	Acrobat 应用 Acrobat Applications	数据与洞察 Data&Insights
沟通交流者 Communicators		内容与个性化 Content&Personalization
消费者 Consumers	文档平台服务 Document platform Services	商业 Commerce
		客户行程管理 Customer Journey Manager
		广告 Advertising

来源: Wind, 国金证券研究所

Experience Cloud 未来潜在市场巨大。据预测在 2022 年未来数字营销(Experience Cloud)潜在市场范围为 840 亿美元,远超前数字媒体总和(Creative Cloud + Document Cloud) TAM 的 440 亿美元,是未来软件市场的有力增长点。

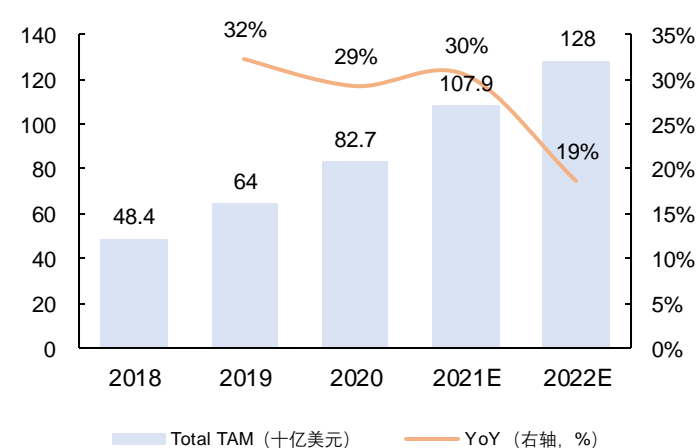
Adobe 未来整体的潜在市场范围仍保持增长,但增速略有回落。2022 年 TAM 达 1,280 亿美元,同比增长率达 19%。

图表29: Adobe 各业务线 TAM (十亿美元)



来源: Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

图表30: Adobe 整体 TAM 及年增长率



来源: Adobe Investor Handout 2020, 国金证券研究所

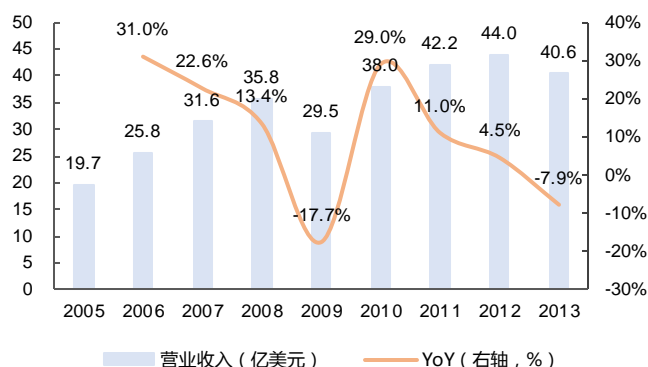
3.3 云化之路: 发展停滞期的破与立, “三朵云” 共促模式优化

3.3.1 云化艰难背景: 业务发展停滞期的破与立, Adobe 面临发展经营瓶颈。

2009 年, Adobe 经营发展面临大幅停滞。公司内部套装软件版本数量有限, 产品组合有限, 一次性支付购买价格偏高, 无法有效吸引客户, 叠加全球经济危机背景下客户需求大幅下降, 公司业务增长承压。此外, Adobe 通常采取直销、代销的方式, 获取新用户成本高, 每次产品迭代更新变动较大, 研发和销售费用较高。上述因素共同导致 2009 年 Adobe 营收同比下跌 18%, 净利润同比下跌 65%, 公司经营运转面临困境。2013 年为 Adobe 云化转型发轫点, 产品云化所带来的单价下降叠加商业模式变化所带来的少量用户流失导致 2013 年公司收入利润增速双双承压, 均呈现显著的负增长, 步入转型阵痛期。

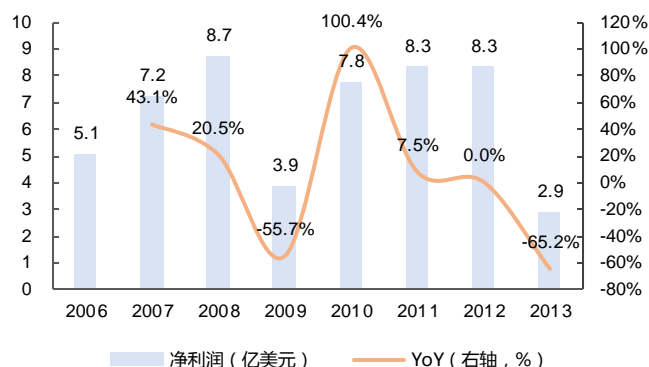


图表31: Adobe 云化前收入和收入增速 (亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: Adobe 云化前净利润和净利润增速 (亿美元)

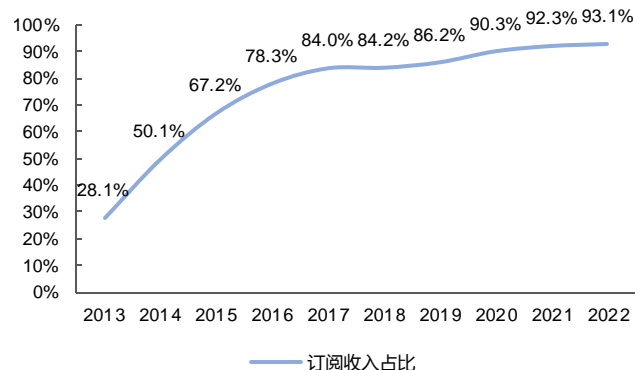


来源: Wind, 国金证券研究所

3.3.2 云化初见成效: 订阅收入占比与订阅量迅速提升

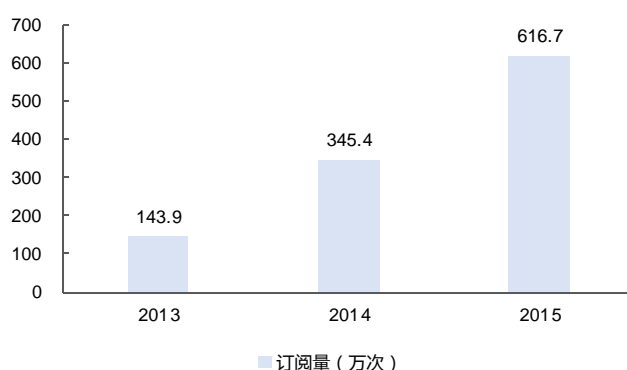
Adobe 提出云化战略, 逐步推进云端布局。伴随着收购布局 and 订阅式云端研发逐渐推进, 2013 年正式推出 Creative Cloud, 取代了授权套装软件 Creative Suite, 第一次允许用户以订阅方式使用创意软件和工具, 并进行订阅收费。2013 年起云化初见成效。从“迈入云化”开始, Adobe 业务的订阅收入占比节节攀升, 22 年占比高达 93.1%; Adobe Creative Cloud 订阅量 2013~2015 年 CAGR 高达 107%。

图表33: 2013 年以来 Adobe 订阅收入占比迅速提升



来源: Adobe 公司财报, 国金证券研究所

图表34: 云化早期 Creative Cloud 订阅量迅速提升



来源: Adobe 公司财报, 国金证券研究所

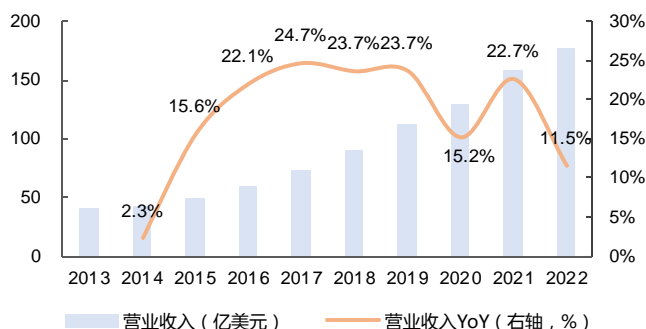
3.3.3 云化基本完成: 云服务体系雏形初现, 财务端实现高速创收

2017 年 Adobe 基本服务云体系构建完成。Adobe 2009 年正式开启云转型, 2012 年推出 Creative Cloud、2015 年推出 Document Cloud。2017 年 3 月, Adobe 在 Adobe Manager 基础上正式推出 Adobe Experience Cloud, 包含了 Marketing Cloud、Analytics Cloud 和 Advertising Cloud 三部分。Adobe 公司基本完成了由 Adobe Creative Cloud、Adobe Experience Cloud 和 Adobe Document Cloud 三部分构成的云服务体系的战略布局。

云化产品推出后, Adobe 财务端实现高速创收。云转型完成后, Creative Cloud 订阅量快速增长, 其中在 2014 年 Q1 订阅收入首次超过永久性购买的收入。在 2015 年后, Adobe 的净利润持续增长, 在 2015 年达到了 133% 增速, 平均增速保持在 50%, 2020 年达到 52.6 亿美元为历史峰值 (2020 年发生的知识产权转让为公司带来了大额非经常性损益确认, 致使 21、22 年表现呈现负增长); Adobe 收入端实现连续 8 年增长, 保持平均每年 20% 增速。

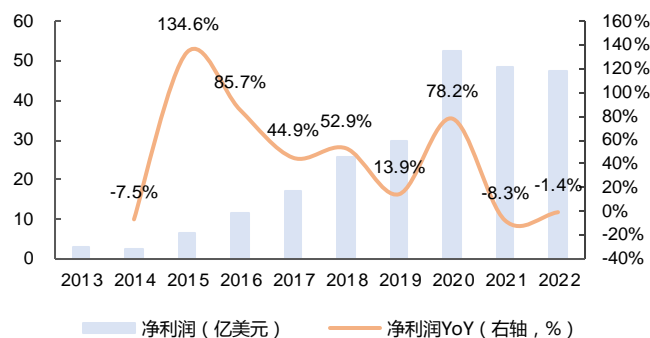


图表35: Adobe 云转型期间云化收入及增长率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: Adobe 云转型期间云化利润及增长率



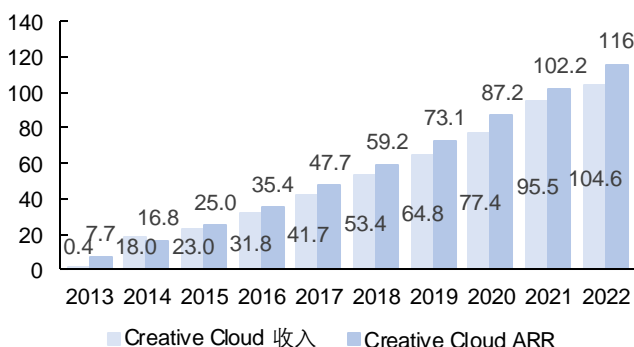
来源: Wind, 国金证券研究所

3.3.4 云化之路复盘: 订阅收入转化成效显著, 产品矩阵丰富促使新用户不断涌入

Creative Cloud 进一步发展其潜在客户需求。2013 年正式转云后, 仅使用了两年的时间 Creative Cloud ARR 及其增长速度超过了 Creative Cloud 收入。

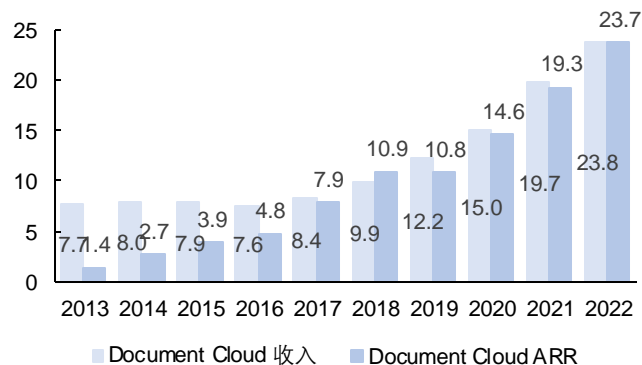
Document Cloud 云化稳定发展。ARR 自 2015 年之后逐步上升, 目前与收入相对持平。

图表37: Creative Cloud 收入和 ARR (亿美元)



来源: Adobe 公司财报, Wind, 国金证券研究所

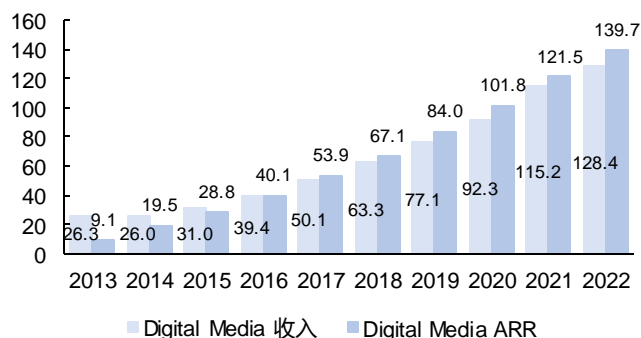
图表38: Document Cloud 收入和 ARR (亿美元)



来源: Adobe 公司财报, Wind, 国金证券研究所

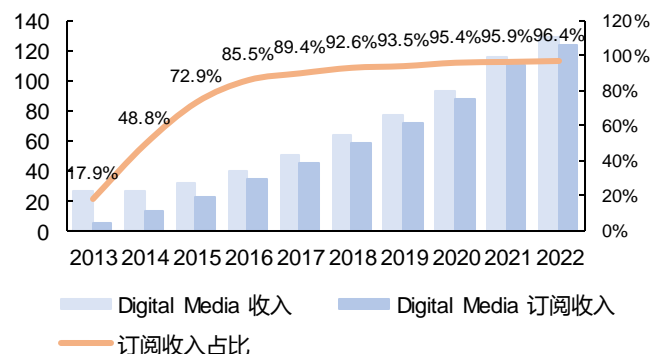
数字媒体 (Digital Media) 云转型效果显著。自 2016 年起, 数字媒体 ARR 首次超过其收入, 并且差距逐渐扩大。数字媒体订阅收入占比大幅度提升, 在 2020 年占到总收入的 95.45%, 预计未来会保持稳定增长。

图表39: Digital Media 收入和 ARR (亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: Digital Media 订阅收入及占比 (亿美元)



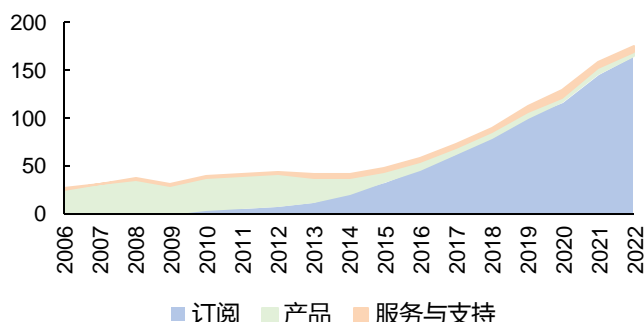
来源: Wind, 国金证券研究所

收入云转型成功后, Adobe 订阅占比进一步提高, 收入的产品化分类迈入新一轮革新。2013 年之前, Adobe 主要营收来自于产品的永久性购买, 达到总收入的 80%, 而订阅的收入则不到 10 亿美元。随着 Adobe 产品的云化占比由 28% 提升到 2019 年的 89%, 收入分类发生重大改变。在 2020 年, 订阅收入占到总收入的 90% 以上, 标志着 Adobe

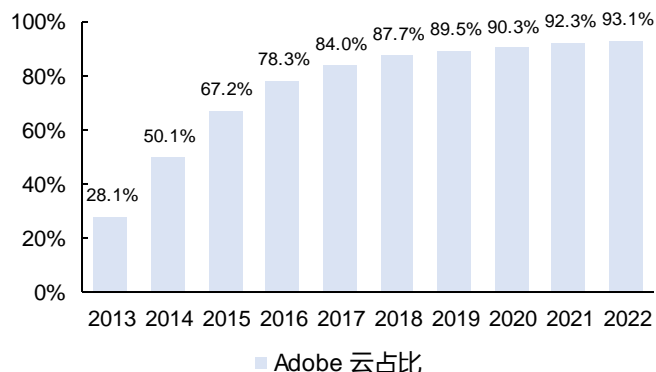


云转型的成功，收入分类完成新一轮的革新。

图表41: Adobe 云转型前后营收结构 (单位: 亿美元)



图表42: Adobe 云转型后云收入占比走势



来源: Adobe 官网, Wind, 国金证券研究所

3.4 AI 布局: Adobe Firefly 引领创作智能化, 携手 NVIDIA 开发生成式 AI 模型

2023 年 3 月, Adobe 推出的全新的创意生成式 AI 模型集 Adobe Firefly, 将成为跨 Adobe 云端产品的全新 Adobe Sensei 生成式 AI 服务的一部分。Adobe Firefly 聚焦于图像生成和文本效果, 将直接整合至 Creative Cloud、Document Cloud 和 Experience Cloud 的工作流程中。首批与 Firefly 整合的应用程序将会是 Adobe Experience Manager、Adobe Photoshop 和 Adobe Illustrator。

图表43: Adobe 基于创意生成 AI Adobe Firefly, 赋能产品应用端转型升级



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

Adobe Firefly 将 Adobe 创意及数字体验应用的强大功能与人工智能结合, 帮助用户提升设计的效率, 突破创意的边界, 使其在爆发式内容需求当中延续优质的创意活力, 从而填补想象力与画布之间空白。Adobe Firefly 现已落地“元素即时设计+视频/图片编辑+社交创作+3D 创作”等功能, 长远来看应用前景广阔, 有望在未来充当创意人智能高效的创作工具包。

- 元素即时设计: 可应用于插图、图稿和平面设计, 用户只要说几句话或甚至是拟个草稿, 就能产生自定义的矢量图、笔刷和纹理。
- 视频/图片编辑: 可应用于影片或图片的编辑调整。用户通过描述, 实现影片/图片的比例调整、风格调整 (照片、绘画、艺术)、色调调整 (冷、暖、中性等)、光线调整 (背光、工作室灯光、暗光等)、构图调整等。



图表44: Firefly 应用于影片或图片的编辑, 轻松进行色调与氛围调整

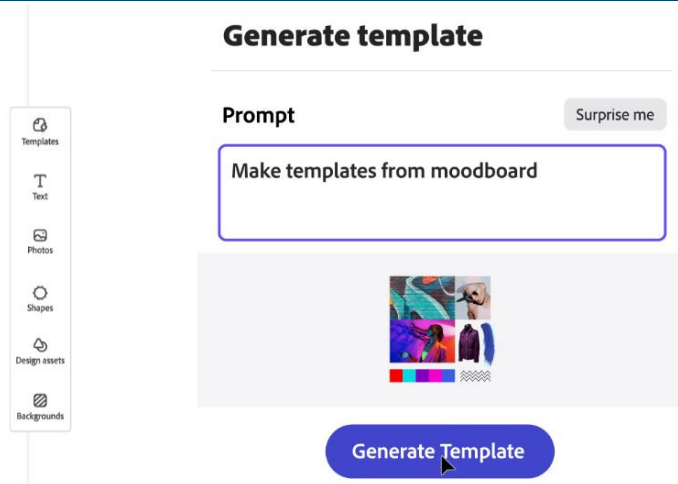


来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

- 社交创作: 可应用于营销与社交媒体中。用户准备好利用简单的文字提示来创作独特的海报、横幅、社交贴文等内容。例如上传心情板以产生完全原创且可自订的内容。
- 3D 创作: 可应用于 3D 建模中。用户可借助 Firefly 的 3D 功能, 将简单的 3D 构图转换为逼真的影像, 以及快速创造 3D 对象的风格变化和变体。

图表45: Firefly 助力用户制作独特的社交贴文

图表46: Firefly 实现将 3D 构图转换为逼真的影像



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所



来源: Adobe 官网, 国金证券研究所

携手 NVIDIA 合作开发新一代高级生成式 AI 模型。2023 年 3 月, Adobe 宣布与 NVIDIA 合作开发生成式 AI 模型, 将 Creative Cloud 旗舰产品 (Photoshop、Premiere Pro、After Effects 等) 与 NVIDIA Picasso 云服务共同推向市场。NVIDIA Picasso 允许用户构建和部署生成式 AI 驱动的图像、视频和 3D 应用程序, 通过简单的云 API 提高创造力、设计和数字模拟的生产力。

图表47: Adobe 携手 NVIDIA 合作开发新一代高级生成式 AI 模型



来源: NVIDIA Newsroom



4. 行业透视：Filmora 卡位视频编辑腰部市场，万兴 PDF 能力接近头部水平

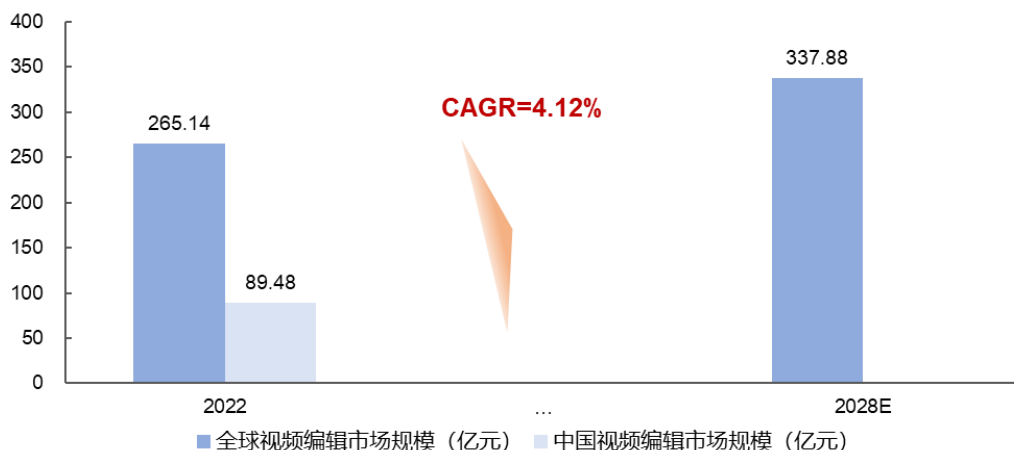
4.1 视频编辑软件：全球市场规模 265 亿元，万兴卡位腰部市场

4.1.1 市场规模：全球视频编辑软件行业市场规模达 265 亿元，国内市场达 89 亿元

随着桌面端和移动端智能硬件设备的普及，5G 网络、大数据和云计算等技术的发展，视频内容在网络上的高速传播更加便捷，包括社交娱乐、教育培训、营销推广等在内的各类视频内容消费需求快速增长。

- 全球视频内容需求量不断增长。据 Statista 及 Adobe 研究：2022 年全球在线视频观看人数达到 33.7 亿人，同比增长 5.2%；全球用户每天在网上观看数十亿小时的视频，全球 92% 的营销人员将视频制作作为其营销内容策略的重要一环。
- 视频业态的快速发展带动高质量素材资源需求快速增长。据 Arizton 的统计预测：2021 年全球素材资源行业市场规模约 46.80 亿美元，这个数字在 2027 年则有望超过 70 亿美元。
- 视频编辑软件市场规模广阔。据贝哲斯咨询，全球和中国视频编辑软件市场规模在 2022 年分别达到 265.14 亿元与 89.48 亿元。预计至 2028 年全球视频编辑软件市场规模将会达到 337.88 亿元，CAGR 为 4.12%。

图表 48：全球视频编辑软件行业市场规模达 265 亿元，国内市场达 89 亿元



来源：贝哲斯咨询，国金证券研究所

4.1.2 竞争格局：万兴喵影位列 PC 端腰部视频编辑软件行业前列

万兴喵影产品简洁易用，丰富全面，定位为面向大众用户的进阶视频编辑软件。

- 从产品功能来看，万兴喵影在满足基本剪辑、调色功能的同时，更提供独特的智能剪辑，且在特效、模板、素材等方面，我们认为均优于其他软件；与第一梯队 Adobe Premiere Pro 相比，虽然在第三方插件、高级功能等方面有所不足，但在日常使用、半专业视频剪辑里能充分满足需求，且更为便捷。
- 从目标用户上来说，万兴喵影针对腰部市场用户，面向 C 端和小 B 端，产品设计有效降低入门门槛，同时也可适用于专业级用户的小型项目。而威力导演、会声会影则主要面向 C 端，且入门门槛相对较高，对新手并不友好。而 Adobe PR 主要针对专业设计师用户群体，入门要求高。
- 从配置要求上来说，万兴喵影也十分友好，最低内存仅需 4GB，CPU 只需 Intel 第 3 代，即可运行流畅。而 Adobe PR 则最低内存要求 8GB，CPU 最低需要 Intel 第 6 代，对普通电脑用户存在一定门槛，容易出现卡顿现象。
- 综合来看，万兴喵影在 PC 端腰部中长视频编辑行业表现突出，是入门级用户的首选，而面对专业视频剪辑软件，如 Adobe PR，亦可有其适用的应用场景且更流畅。



图表49: 视频编辑软件产品能力对比, 万兴喵影位列行业前列

	万兴喵影	威力导演	会声会影	Adobe PR
开发商	万兴科技	CyberLink	Corel	Adobe
价格	269 元/年	130 元/月 480 元/年 永久版 890 元	专业版 349 元 旗舰版 399 元 大师套装 799 元	团队版 3299 元 企业版 4999 元
配置要求	中	中	中	高
入门难度	低	中	中	高
目标用户	To C+小 B	To C	To C	To B
第三方插件	×	√	√	√
特效	2000+	90+	2000+	第三方加持
功能评价	8.5/10	8/10	8.5/10	9/10
总结	性价比高 准确定位目标用户	功能中等	功能全, 价格昂贵	功能完全 要求高, 价格高昂

来源: 相关公司官网, 国金证券研究所

注: 功能评价为结合“配置要求”、“插件”、“特效”等信息作出的主观评价

订阅转型持续推进, 数据驱动精细化用户运营。自订阅转型策略推出以来, 公司已完成基础运营平台建设和用户运营体系的搭建与迭代优化。国内版万兴喵影分为个人VIP会员、企业会员和视频工具组合会员三种, 会员享受的产品功能和资源特效更加丰富, 其中企业会员具有版权保障、采购折扣等企业特权。海外版 Filmora 具有永久会员, 79.99 美元即可永久终身使用, 与 Adobe PR 的 239.88 美元/年和 Final Cut Pro 299.99 美元的终身会员相比, 性价比超高。

图表50: 万兴喵影定价模式对比+功能特权

产品定价:		VIP 会员	企业会员	视频工具组合会员
万兴喵影		5 年 VIP 会员 ¥599 3 年 VIP 会员 ¥419 1 年 VIP 会员 ¥269 连续包年 ¥179 连续包季 ¥79	¥3299/年	万兴喵影+万兴优转 ¥319/年 万兴喵影+万兴录演 ¥299/年
Filmora		跨平台季度计划 \$29.99/年 跨平台计划 \$49.99/年 永久计划 \$79.99	\$155.88/年	\$71.88/年 \$6.00/月
功能特权:				
产品功能	语音文字互转、高级调色 运动跟踪、全属性关键帧 钢笔工具、超清录屏 无品牌水印 2K/4K 导出	√	√	√
资源特效	独家音乐特效、电影级滤镜趣味 贴纸多款字幕、3D 特效文字 炫酷转场效果、热门特效	√	√	√
企业特权	特效资源版权保障 批量采购超低折扣 采购文书支持 企业开票报销无忧	×	√	×

来源: 公司官网, 国金证券研究所



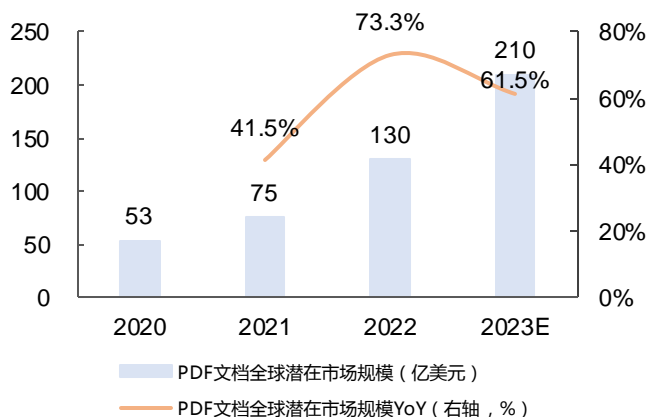
4.2 PDF 软件：全球 PDF 潜在市场规模 1,578 亿元，万兴产品能力接近主流

4.2.1 市场规模：全球 PDF 潜在市场规模或达 1,578 亿元，Adobe 居于绝对龙头

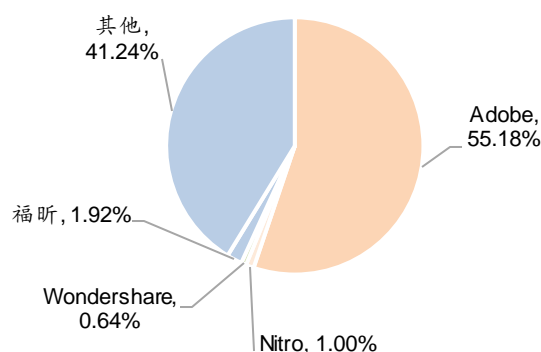
后疫情时代催生在线云化办公，电子文档需求与日俱增。艾瑞咨询发布的《2023 年中国协同办公行业研究报告》显示，近年来中国协同办公市场规模基本维持在 20% 以上的增长，2020 年迎来 43.5% 的增速高潮，预计 2023 年将突破 700 亿元市场规模；而全球协同办公市场增速近 10%，预计 2023 年将达 541 亿美元，市场潜力仍值得期待。

无纸化办公成主流趋势，PDF 成为代替纸质文档首选。据 Adobe 测算，PDF 文档相关业务潜在市场规模 2021 年可达 75 亿美元，2022 年可达 130 亿美元，到 2023 年或达 210 亿美元，约合人民币 1,578 亿元。从市场结构上看，Adobe 市占率高达 55.18% 位居龙头，Wondershare（万兴）市占率为 0.64%，位居全球市场第四位。

图表51：全球 PDF 潜在市场规模或达 1578 亿元



图表52：Adobe 市占率位居龙头，万兴市占率为 0.64%



来源：Adobe 官网，国金证券研究所

来源：观研天下，国金证券研究所

4.2.2 竞争格局：万兴 PDF 文档解决方案与头部主流产品能力基本一致

PDF 标准是源于文件交换需求发展出的一种电子文档格式。PDF 文档以 PostScript 语言图像模型为基础，能在不同的设备环境中忠实地再现原稿的每一个字符、颜色以及图像，这使 PDF 成为电子文档发行和数字化信息传播的理想文档格式。PDF 格式具有诸多技术优点，同时存在以下门槛：

- PDF 文件涉及文字、图形、图像等多种格式数据的封装，结构较为复杂，生成高质量 PDF 文件并快速、高质量地显示渲染难度较大；
- 各类程序生成的文件数据格式结构差异较大，可能涉及动态数据结构，生成 PDF 涉及复杂的转换与过滤过程；
- PDF 的格式未强制要求对文档排版结构进行定义，编辑涉及文字段落的复杂识别过程，编辑难度较大。
- 因此，全球仅有少数软件企业可通过自主研发的方式掌握了完整的 PDF 格式生成、渲染、转换与版面识别等关键技术。
- 万兴 PDF 是一款全能 PDF 编辑器，具备 PDF 文字编辑、PDF 图片编辑、PDF 格式转换、OCR、PDF 阅读文字等功能，并可一键对 PDF 文件文本进行直接编辑、批注、表单、加密、添加水印、电子签名等。
- 在产品功能上，公司以用户需求驱动产品功能研发，拒绝冗余功能付费，提供针对性解决方案。公司产品具备基本的创建、编辑、转换、批注、OCR、表单、数据提取、加密等功能，能覆盖 PDF 文档完整生命周期，满足企业用户多场景、复杂的数字文档管理需求，最大限度简化工作流程，快速提升企业 ROI，可应用于金融&证券、制造业、房地产、教育培训等行业。
- 在售后服务上，公司支持产品持续更新升级，为企业提供一对一专属客服及技术支持，并支持批量部署与授权管理，既可以通过第三方软件批量管理和授权，也可以通过虚拟方式部署分发，无缝衔接企业数字化管理需求。



图表53: PDF 产品能力对比

	万兴 PDF	福昕 PDF	Adobe Acrobat DC
PDF 创建	✓	✓	✓
PDF 编辑	✓	✓	✓
PDF 转换	✓	✓	✓
扫描和 OCR	✓	✓	✓
协作共享	✓	✓	✓
保护与签名	✓	✓	✓
灵活授权管理	✓	✓	×
表单功能	✓	✓	✓
审阅跟踪	×	✓	✓

来源：万兴科技、福昕软件、Adobe 公司官网，国金证券研究所

公司积极拓展 B 端市场，为企业用户提供差异化竞争的协同办公类产品，制定专属服务方案嵌入用户业务场景。作为 Adobe Acrobat 的替代品，万兴 PDF 以一半的价格提供同样强大的功能。

图表54: 万兴 PDF 对标 Adobe Acrobat，性价比更高

万兴 PDF		终身会员	3 年会员	1 年会员
	Windows 版	¥ 499	¥ 299	¥ 199
	多平台版	¥ 699	¥ 549	¥ 229
福昕 PDF		编辑特权包	个人会员	企业会员
		¥ 198/年	¥ 238/年	¥ 256/年
Adobe Acrobat		团队版	企业版	
		¥ 1799	¥ 2399	

来源：公司官网，国金证券研究所

万兴 PDF 解决方案受到客户高度评价。公司提供全能 PDF 文档解决方案，灵活授权，提供本地部署支持，致力于做到极致性价比，快速解放生产力，至今已帮助全球超过 50 万家企业。多数客户认为万兴的 PDF 产品流畅，应用灵活，操作简便，极大提升公司效率，且性价比方面超众。

图表55: 公司 PDF 解决方案受到客户高度评价

	天祥集团	法国东方 汇理银行	中国联通 (欧洲)运营有限 公司	国家电投集团	Penny & Keenleyside	中集车辆
产品功能 评价	灵活的产品授权及部署方案，至少三次点对点远程技术服务	万兴 PDF 流畅的创建、组织、管理、合并和加密等功能	万兴 PDF 是优秀国产软件的代表，也是国产软件走向世界的标杆	万兴 PDF 简单的操作和流畅的体验让公司轻松实现过度	万兴 PDF 提供的解决方案，让公司轻松体验数字化办公	万兴 PDF 帮公司快速实现了产品的切换
提高企业 效能	帮助企业在复杂网络环境中快速部署产品	帮助企业工作效率显著提高，大幅降低综合应用成本	这款产品完美解决了我们的办公所需，而且性价比超众	解决了公司在复杂网络环境中的产品部署难题，快速切换成新产品	为房地产公司的经纪人、支持团队和房产代理省下了大量时间和费用	让公司办公效率得到质的转变，软件应用成本降低了 60%以上

来源：公司官网，国金证券研究所

5. 长期模式优化：流量管理四步逻辑，解密万兴订阅、续约率双增之谜

2022 年，公司订阅收入占整体销售收入比例提升至 64%，订阅续约率提升至 60%。我们认为，疫情影响下公司订阅、续约率仍能双双维持增长主要源于其出色的流量管理逻辑。



- 做宽流量客群：万兴播爆发布以前，公司主要面向企业办公与自媒体场景提供产品服务，主要客群为 C 端自媒体博主（UP 主/Youtuber）与 B 端企业用户。新品万兴播爆定位跨境电商用户，进一步拓展了公司流量覆盖客群，为长期收入增长打开广阔的想象空间。
- 营造流量生态：组合订阅销售+跨品广告推荐。公司在订阅销售中有意识地将相近品类进行捆绑打折销售，变相起到了提升销售收入、推广非爆款产品的作用；在不同产品界面为用户推送生态内产品广告链接，打破产品间信息壁垒，进而实现生态流量共享，扩大已有客群产品间复用迁移比例。
- 绑定流量粘性：基于丰富的素材资源库与 AIGC 文生文、文生图、文生视频、图生图功能模块不断迭代产品版本，优化产品功能，以回应用户的痛点需求，最终达至增强产品用户粘性，不断提升用户留存率的结果。
- 提升流量转化：基于以上四步的流量耕耘，最终实现付费用户的高效转换，提升用户产品忠诚度，实现订阅率、续约率双双增长，销售费率（买量支出）同比下降的价值循环。
- 未来，万兴有望统一流量入口，打破先前各个单品各自为战的分散状态，引导用户建立统一的品牌认知，为后续产品间的流量共享与流量迁移打下基础，或驱动订阅/续约率进一步提升。

图表56：万兴流量管理四步法：用户为基+统一入口+流量共享+单品深化+价值兑现



万兴流量管理五步逻辑：用户为基+流量共享+单品深化+价值兑现

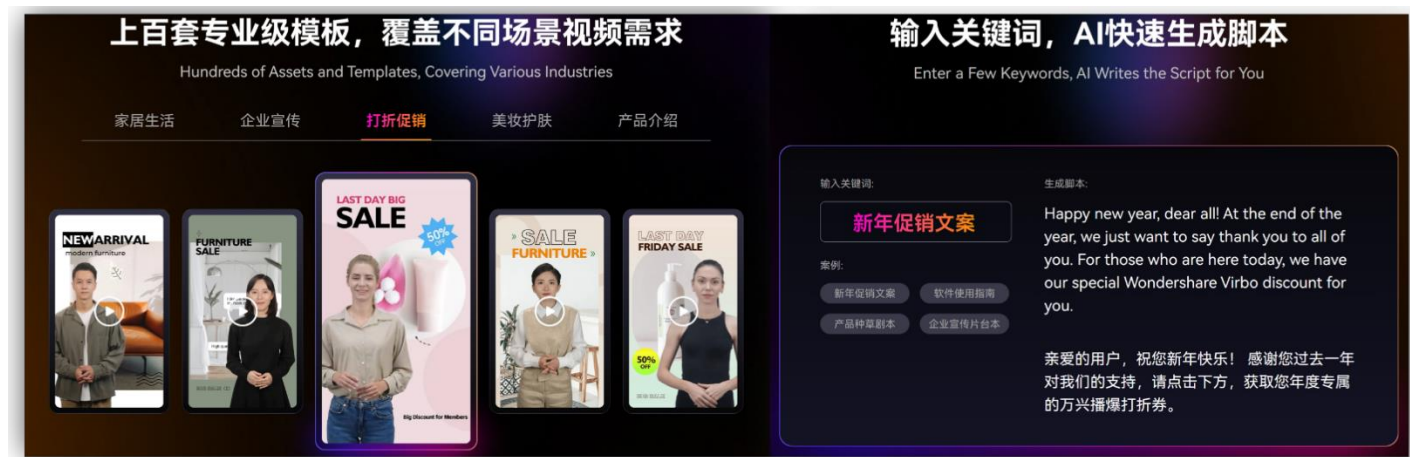
来源：国金证券研究所

5.1 做宽流量客群：拓展跨境电商客群，万兴播爆引领第二增长曲线

万兴播爆为跨境电商提供低成本“文生营销视频”服务。万兴播爆是万兴布局 AIGC 文生视频赛道的最新应用，通过对抗生成、唇形迁移、口型矫正等领先的 AI 技术，打造媲美真人的 300+多国籍数字人形象，涵盖男女老少及海内外等多人群、多肤色。同时，万兴播爆联动海外和本地化设计专家制作上百套专业级的爆款视频模板和 10 万+资源素材，主要面向跨境电商用户，具有高人效、短周期、低成本等特点，仅需几元就能“文生一个营销视频”。万兴播爆发布以前，公司主要服务客群包括企业办公及 B 站 UP 主/Youtuber 等个人用户，本轮客群拓展引入跨境电商这一重要用户，或将引领公司第二增长曲线，提升未来公司收入加速度。



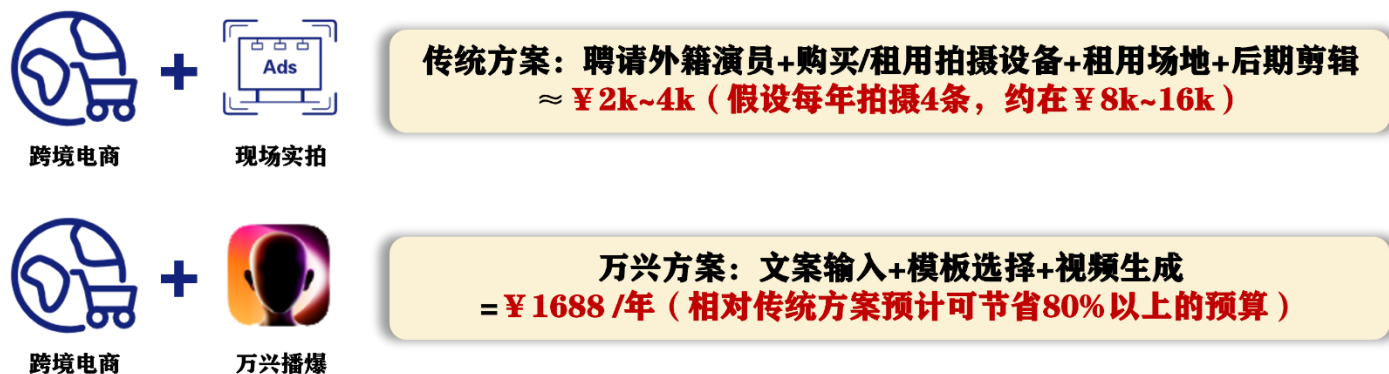
图表57: 万兴播爆面向跨境电商提供低成本“文生营销视频”功能服务



来源: 公司年报, 国金证券研究所

万兴播爆预计可为跨境电商用户节省 80%以上预算。传统营销视频拍摄方案下, 跨境电商需花费高价聘请外籍演员出镜, 购买或租赁专业设备进行任何拍摄和录制, 需要支付高昂的场地使用费且往往需要经历繁琐的后期剪辑流程。而在万兴播爆方案下, 只需调用上百套专业级场景化模板, 以及超逼真多国籍 AI 数字人功能, 几分钟即可一键生成 AIGC “真人”出海营销短视频。万兴播爆支持中英西法德意日韩等 120+国家的不同语种和口音, 制作完成的视频支持商用, 可以导出至任意平台, 满足视频全球适配分发的需要, 预计可节省约 80%以上的预算。

图表58: 万兴播爆预计可为跨境电商用户每年节省 80%以上预算



来源: 公司微信公众平台, 国金证券研究所

5.2 营造流量生态: 组合销售带动产品推广, 跨品推荐推动流量迁移

公司主要通过“组合销售+跨品推荐”营造流量生态。目前, 公司主要产品均已向用户提供组合销售折扣选项(类似 Adobe CC), 降低用户购买成本, 有助于提升整体销售收入、推广非爆款产品; 同时, 公司也在尝试推进在不同产品界面为用户推送生态内产品的广告链接, 打破产品间信息壁垒, 进而实现生态流量共享, 扩大已有客群产品间复用迁移比例。



图表59: 公司主要产品均已提供用户组合销售折扣选项

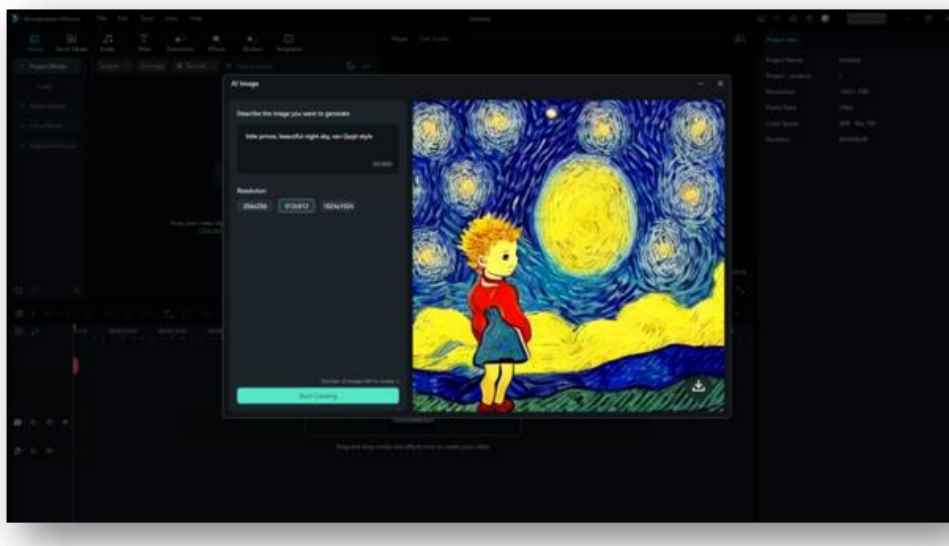


来源: 公司官网, 国金证券研究所

5.3 绑定流量粘性: 万兴产品矩阵+AI=国内 AIGC 先行者, 万兴喵库回应用户需求

万兴喵影/Filmora+AI=AI 图像素材。公司旗下视频创意软件万兴喵影、Wondershare Filmora 已集成 AIGC 能力, 率先在业内推出文生图功能, 实现了视频创作领域图片素材的在线智能生成, 用户可在视频创作软件中智能生成创作图片素材。

图表60: 万兴喵影/Filmora+AI=AI 图像素材



来源: 公司微信公众平台, 国金证券研究所

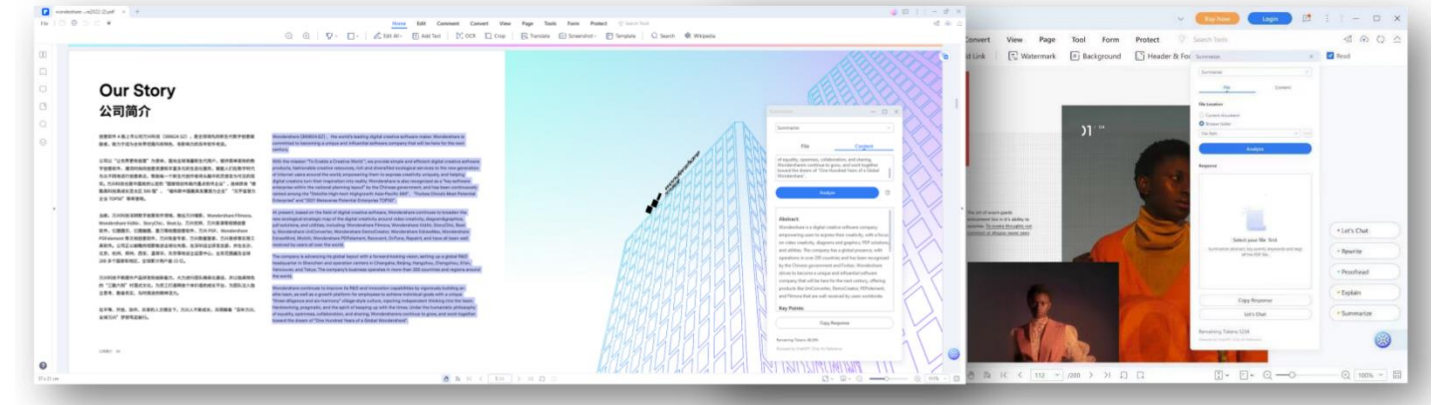
万兴 PDF 海外版+AI=文档处理 AI 机器人。公司旗下万兴 PDF 海外版创新集成 ChatGPT 功能, 推出文档智能处理 AI 机器人“Lumi”, 成为首款集成 ChatGPT 功能的海外桌面端 PDF 处理软件。

- 摘要生成: AI 机器人 Lumi 能够从复杂的 PDF 文档中快速理解信息, 用户只需要选择 PDF 全文/部分内容, Lumi 便可在几秒钟左右简明扼要地总结出信息要点, 并提取出相应的关键词, 以文本行展示。
- 文档优化: 通过使用文档改写、校对功能, 用户将需要改写和校对的内容贴入文本框后, Lumi 便可一键优化文档, 大幅提升文档处理效率。
- 智能问答: 基于 ChatGPT 的对话交互功能, AI 机器人 Lumi 还实现了如同真人一般



自然流畅的对话，用户可以用自然语言直接和机器人进行“交谈”。

图表61：万兴 PDF 海外版+AI=文档处理 AI 机器人



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

万兴爱画+AI=AI 绘画。公司旗下 AIGC 新品万兴爱画已实现网页端、iOS、安卓、微信小程序多端覆盖，并在业界率先推出“AI 简笔画”新功能，是全球首款交互型“图生图”AI 绘画软件，支持 AI 文字绘画、AI 以图绘图、AI 简笔画三种 AI 创作模式，运用全新的“AI 简笔画”功能，用户只需简单描摹几笔，“人机共创”5 秒内便可绘出一幅高品质艺术画作。

图表62：万兴爱画+AI=AI 绘画



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

亿图脑图+AI=AI 策划。公司旗下亿图脑图协同版已率先布局办公绘图 AIGC 应用，用户只需要输入一句话，即可一键生成头脑风暴、演讲大纲、SWOT 分析、活动策划、生活计划等脑图。AI 加持下，亿图脑图将大大简化思维脑图的创作流程并革新创作模式，助力用户提质增效。2023 年 9 月，公司对亿图脑图进行更新，将“思维导图”定义为一种崭新的文件范式，创新性地提供思维导图生成 PPT/音频/视频等功能。



图表63: 亿图脑图+AI=AI策划



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

万兴不断扩充建设创意资源库，海量素材助力剪辑，提高剪辑效率和用户体验，降低剪辑门槛，进一步强化优势。为实现创意资源的量级式突破，公司携手 Pond5、JumpStory、视觉中国等全球知名版权素材服务商，极大地扩充了万兴素材商城平台的资源数量，提升了高级会员服务的吸引力和竞争力，提高高级会员销售占比的同时也增强了万兴喵库（Filmstock）核心订阅的变现能力。

图表64: 万兴喵库提供海量素材资源



来源：公司官网，国金证券研究所

图表65: 万兴喵库视觉中国素材会员享受海量素材权益

功能特权	视觉中国素材会员
海量优质素材	✓
156万个超清画质视频	✓
42万张高清图	✓
2万首版权音乐	✓
正版保障支持商用	✓
数字用途：网页、微信公众号、头条号、 微博等新媒体平台文章配图	✓
电商平台：可用于网店海报、主图、 商品详情页等线上广告及电子出版物	✓
线下印刷：书籍、杂志、广告海报、宣传页、 折页、门店陈设、易拉宝	50万份以内
传媒：电视、网络视频、电影	制作预算低于10万
支持智能搜索&细分筛选	✓
下载次数	50次/天

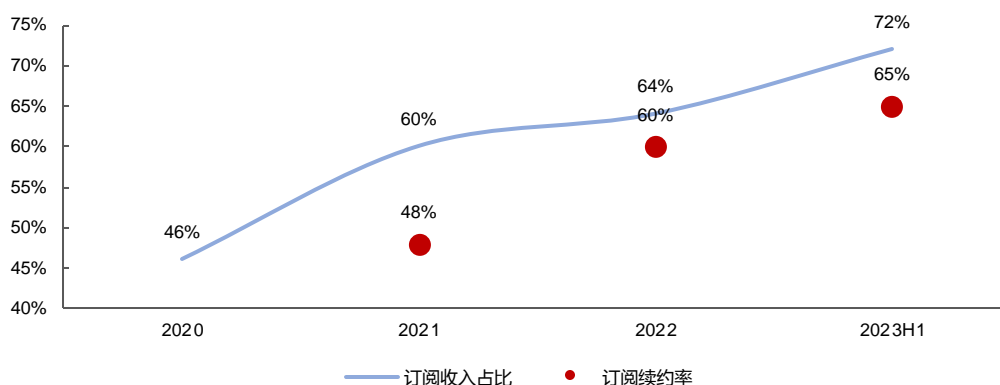
来源：公司官网，国金证券研究所

5.4 提升流量转化: License 模式向 SaaS 模式转型，订阅、续约率双双高增

万兴订阅收入占比及订阅续约率逐年上升态势显著。公司于 2018 年便开始逐步实现从传统 License 模式向 SaaS 模式转型，从跨端（桌面端、移动端）服务模式向多端（桌面端、移动端、云端）整合服务模式升级。2023H1 年公司订阅收入占比已达 72%，订阅续约率提升至 65%，伴随云转型以及业务拓展，预期订阅情况将逐年上升。



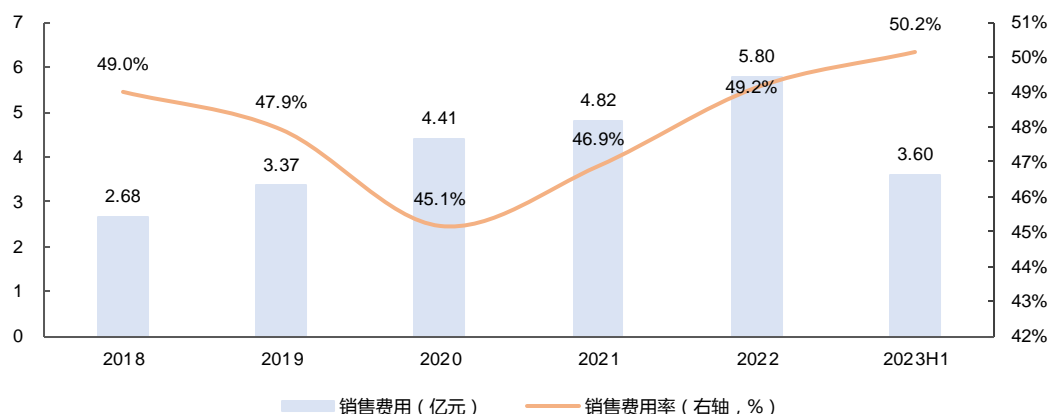
图表66: 公司订阅收入占比及订阅续约率双双逐年增长



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

License→SaaS 转型推动营销买量逻辑弱化, 销售费率有望下降。2018-2022 年, 万兴销售费用分别为 2.68、3.37、4.41、4.82、5.80 亿元, 占收入的比例分别为 49.02%、47.93%、45.14%、46.87%、49.15%。2018 年开始公司逐步实现 License 模式向 SaaS 模式转型, 增大研发人员比例, 减少销售人员比例, 从营销买量转到研发投入, 2018~2020 年销售费率逐年下降。近两年伴随市场竞争加剧、流量成本上升, 销售费率再度抬头, 我们认为, 随着万兴产品矩阵的不断丰富与用户粘性的不断增强, 长期销售费率下移趋势不会改变。

图表67: License→SaaS 转型推动营销买量逻辑弱化, 销售费率有望下降



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1 核心假设

1) 分业务收入方面:

①视频创意类业务系公司营收主体部分, 包含视频、图片、音乐及特效素材资源在内的多种优质视频创意解决方案与服务。拳头产品 filmora 在 AI 催化下“量价齐升”逻辑已得到业绩层面确证, 预计 2023~2025 年营收增速分别为 36%/30%/24%, 毛利率分别为 95%/95%/95%。

②绘图创意类业务为用户提供类型多样的绘图创意解决方案。亿图图示与亿图脑图引入 AIGC, 实现了 AI 内容生成及一键生成思维导图、文生图、自定义 AI 场景等, 未来将大幅简化思维脑图的创作流程并革新创作模式, 助力办公用户提质增效。目前亿图图示和墨刀的功能提供试用和付费购买“AI 点数”的方式进行盈利, 有望持续提升产品 ARPU 值。预计 2023~2025 营收增速分别为 35%/30%/25%, 毛利率分别为 96%/97%/97%。

③文档创意类业务基于 PDF 为用户提供智慧文档服务, 业务线在上半年稳健增长, PDF 产品引入 AI 技术, 新增翻译等专业功能, 加速构建文档上云、共享、同步的“Win+Mac+云”三端一体服务体系, 初步实现从 PDF 处理工具向智慧文档服务转型。2023 年 4 月 PDFelement V9.5 创新集成 ChatGPT 功能, 标志着未来致力于实现更便捷的编辑、更智能的内容读取/摘要/生成。预计 2023~2025 年营收增速为 32%/30%/25%; 毛利率分别为 100%/100%/100%。



④实用工具类业务通过自主研发不断更新版本，2022 年，公司优化实用工具产品性能，万兴恢复专家更新 V11 版本，推出全新高阶恢复功能，提升了视频和图片文件恢复成功率。同时发力移动端数据产品，推出 Dr.Fone 移动版、家庭安全类产品 Geonecton 等，标志着未来将继续提升数据修复能力，拓宽使用场景，探索移动端场景应用。预计 2023~2025 年营收增速分别为 10%/5%/3%；毛利率分别为 99%/98%/98%。

2) 销售/管理/研发费用方面:

我们预计伴随公司流量管理四步逻辑的持续深化，公司订阅、续订率的持续抬升，2023~2025 年销售费用率分别为 49.5%/49.0%/47.8%，规模效应释放下管理费用率分别为 12.1%/12.2%/11.7%，研发费用率分别为 27.9%/26.3%/25.3%。

6.2 盈利预测

我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 15.38/19.34/23.45 亿元，归母净利润分别为 0.78/1.32/2.19 亿元。

图表68: 盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.29	11.80	7.18	15.38	19.34	23.45
YOY	5.39%	14.67%	32.90%	30.60%	25.64%	21.41%
——视频创意类	5.83	7.45	4.56	10.13	13.18	16.34
YOY		27.82%	41.31%	36.00%	30.00%	24.00%
毛利率	95.53%	95.45%	95.29%	95.42%	95.39%	95.39%
——绘图创意类	1.03	0.99	0.70	1.33	1.74	2.17
YOY		-3.95%	37.05%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率	93.69%	94.16%	100.00%	95.95%	96.70%	96.70%
——文档创意类	1.02	0.99	0.64	1.31	1.71	2.13
YOY		-2.73%	58.82%	32.00%	30.00%	25.00%
毛利率	100.00%	99.97%	100.00%	99.99%	99.98%	99.98%
——实用工具类	2.38	2.33	1.26	2.56	2.69	2.77
YOY		-2.46%	1.23%	10.00%	5.00%	3.00%
毛利率	100.00%	100.00%	96.51%	98.84%	98.45%	98.45%
——其他业务	0.03	0.04	0.02	0.04	0.04	0.04
YOY	-82.74%	57.60%	1.23%	1.50%	2.00%	2.00%
毛利率	81.72%	-234.96%	91.17%	91.17%	91.17%	91.17%
综合毛利率	95.48%	95.47%	95.38%	96.41%	96.33%	96.28%
销售费用率	46.87%	49.15%	50.18%	49.52%	49.03%	47.78%
管理费用率	14.23%	11.79%	11.67%	12.09%	12.16%	11.70%
研发费用率	31.88%	29.47%	26.80%	27.86%	26.31%	25.31%
归母净利润	0.28	0.41	0.44	0.78	1.32	2.19
YOY	-77.77%	48.16%	275.06%	88.59%	69.58%	65.73%
归母净利润率	2.71%	3.50%	6.13%	5.06%	6.82%	9.33%
现价对应 PS	6.96	3.23	/	6.94	5.52	4.55

来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

说明：以 2023 年 10 月 26 日收盘价计算万兴科技现价对应 PS。

6.3 投资建议及估值

我们采用市销率法对公司进行估值，选取深耕企业服务及 AIGC 的金山办公、用友网络、福昕软件以及科大讯飞作为可比公司，给予公司 2024 年 8 倍 PS 估值，目标价 111.7 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。


图表69：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	股价	SPS					PS				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
688111.SH	金山办公	305.5	7.1	8.4	11.5	15.3	20.2	37.2	31.4	26.6	19.9	15.2
600588.SH	用友网络	15.7	2.7	2.7	3.1	3.8	4.6	13.1	9.0	5.0	4.2	3.4
688095.SH	福昕软件	67.5	11.2	8.8	6.8	7.8	9.3	12.3	7.1	10.0	8.7	7.2
002230.SZ	科大讯飞	45.7	7.9	8.1	8.7	10.0	11.7	6.7	4.1	5.3	4.6	3.9
中位数								12.7	8.0	7.6	6.6	5.6
300624.SZ	万兴科技	78.7	7.9	9.1	11.2	14.1	17.0	7.0	3.2	6.9	5.5	4.6

来源：Wind，国金证券研究所

说明：1）以 23 年 10 月 26 日收盘价计算上述公司现价对应 PS；2）用友网络、福昕软件的盈利预测按照 Wind 一致预期；3）金山办公、科大讯飞的盈利预测参考过往报告。

7. 风险提示

■ SaaS 化转型速度渐趋平缓的风险。

公司 2023H1 订阅制收入占比已达 72%，订阅续费率已达 65%，后续若订阅续费率增速放缓，将导致收入增速弹性下降。

■ 客群拓展节奏不及预期的风险。

公司目前发布新品“万兴播爆”对标跨境电商等新兴客群，若后续新产品迭代推广无法满足用户需求，可能导致客群拓展节奏不及预期。

■ 创意工具软件行业竞争加剧的风险。

AI 大模型技术发展迅速，大模型厂商积极推进产品化进程，近期 AI 生成图像、视频、文字等产品将持续涌现，若公司不能及时跟进技术更迭并适时调整销售策略，将面临更加激烈的竞争环境。

■ 人民币汇率波动的风险。

公司营收结构中海外收入占比较高（2022 年占比 89.3%），以美元为主外币对人民币汇率波动或对公司经营结算产生一定不确定性。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	976	1,029	1,180	1,538	1,934	2,345
增长率		5.4%	14.7%	30.3%	25.8%	21.2%
主营业务成本	-50	-46	-53	-55	-71	-87
%销售收入	5.1%	4.5%	4.5%	3.6%	3.7%	3.7%
毛利	926	983	1,127	1,483	1,863	2,258
%销售收入	94.9%	95.5%	95.5%	96.4%	96.3%	96.3%
营业税金及附加	-5	-3	-2	-4	-5	-6
%销售收入	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-441	-482	-580	-762	-948	-1,120
%销售收入	45.1%	46.9%	49.2%	49.5%	49.0%	47.8%
管理费用	-142	-146	-139	-186	-235	-274
%销售收入	14.5%	14.2%	11.8%	12.1%	12.2%	11.7%
研发费用	-219	-328	-348	-428	-509	-594
%销售收入	22.4%	31.9%	29.5%	27.9%	26.3%	25.3%
息税前利润 (EBIT)	119	23	57	103	166	263
%销售收入	12.2%	2.2%	4.9%	6.7%	8.6%	11.2%
财务费用	0	-10	-19	-23	-29	-35
%销售收入	0.0%	1.0%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
资产减值损失	1	1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	-1	5	19	0	0	0
投资收益	17	12	4	2	2	2
%税前利润	12.1%	25.7%	5.9%	2.4%	1.4%	0.9%
营业利润	143	48	73	82	139	230
营业利润率	14.7%	4.7%	6.2%	5.3%	7.2%	9.8%
营业外收支	-3	0	-1	0	0	0
税前利润	140	48	72	82	139	230
利润率	14.3%	4.7%	6.1%	5.3%	7.2%	9.8%
所得税	-6	1	-8	-4	-7	-12
所得税率	4.3%	-2.3%	10.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	134	49	64	78	132	219
少数股东损益	9	21	23	0	0	0
归属于母公司的净利润	125	28	41	78	132	219
净利率	12.8%	2.7%	3.5%	5.1%	6.8%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	134	49	64	78	132	219
少数股东损益	9	21	23	0	0	0
非现金支出	15	36	42	29	30	32
非经营收益	-13	-15	4	19	16	15
营运资金变动	60	72	-4	16	34	34
经营活动现金净流	195	142	107	142	212	300
资本开支	-119	-117	-81	-21	-30	-30
投资	-35	24	-69	0	0	0
其他	24	12	16	2	2	2
投资活动现金净流	-130	-81	-134	-19	-28	-28
股权募资	0	1	2	-23	0	0
债权募资	0	375	0	-40	0	0
其他	-44	-104	-76	-49	-71	-105
筹资活动现金净流	-44	271	-74	-112	-71	-105
现金净流量	21	331	-105	11	113	167

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	122	460	345	353	440	605
应收款项	38	46	54	67	85	103
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	388	219	249	252	258	263
流动资产	548	725	648	672	782	972
%总资产	51.5%	47.1%	42.3%	43.7%	47.5%	52.9%
长期投资	111	121	163	163	163	163
固定资产	144	143	318	322	325	326
%总资产	13.5%	9.3%	20.7%	21.0%	19.7%	17.8%
无形资产	158	361	365	362	360	358
非流动资产	516	816	884	866	866	864
%总资产	48.5%	52.9%	57.7%	56.3%	52.5%	47.1%
资产总计	1,064	1,541	1,532	1,539	1,648	1,836
短期借款	0	14	9	24	0	0
应付款项	49	42	55	78	97	115
其他流动负债	122	130	137	146	184	225
流动负债	170	185	201	248	281	339
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	476	448	384	382	380
负债	236	661	649	632	663	719
普通股股东权益	852	880	884	907	986	1,117
其中：股本	130	130	130	130	130	130
未分配利润	377	398	437	484	563	694
少数股东权益	-24	0	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	1,064	1,541	1,532	1,539	1,648	1,836

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.964	0.214	0.318	0.565	0.958	1.588
每股净资产	6.560	6.769	6.803	6.588	7.162	8.115
每股经营现金净流	1.503	1.093	0.827	1.097	1.634	2.308
每股股利	3.071	0.972	0.568	0.240	0.406	0.673
回报率						
净资产收益率	14.69%	3.17%	4.67%	8.58%	13.38%	19.57%
总资产收益率	11.77%	1.81%	2.69%	5.06%	8.00%	11.91%
投入资本收益率	13.78%	1.88%	4.03%	7.51%	11.61%	16.80%
增长率						
主营业务收入增长率	38.81%	5.39%	14.67%	30.34%	25.77%	21.21%
EBIT 增长率	93.60%	-80.73%	149.34%	79.83%	61.11%	58.74%
净利润增长率	45.19%	-77.77%	48.16%	88.59%	69.58%	65.73%
总资产增长率	17.88%	44.76%	-0.56%	0.43%	7.13%	11.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	10.4	12.4	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	32.5	1.4	/	1.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	23.6	28.4	41.7	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	53.8	50.8	98.3	76.5	61.4	50.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.13%	-33.06%	-19.98%	-18.66%	-28.43%	-39.91%
EBIT 利息保障倍数	499.9	2.3	3.0	4.5	5.7	7.5
资产负债率	22.18%	42.93%	42.37%	41.09%	40.21%	39.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

投资评级的说明:

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分,为“增持”得2分,为“中性”得3分,为“减持”得4分,之后平均计算得出最终评分,作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究