

拥抱 AIGC，数字创意赋能

——万兴科技（300624）首次覆盖

增持(首次)

2023 年 12 月 28 日

报告关键要素：

万兴科技成立于 2003 年，是全球领先的数字创意软件领域企业。公司 2018 年完成上市，以“让世界更有创意”为使命，面向全球海量新生代用户提供简单高效的数字创意软件、潮流时尚的创意资源和丰富多元的生态化服务。公司实控人控股权较为稳定，多次股权激励增强员工凝聚力。公司业绩稳健增长，2018 年至 2022 年营收 CAGR 约 21.25%，视频创意类贡献公司的核心收入。随着公司 2017 年回师中国市场，境外收入占比略微下滑，但仍然保持接近 90% 的高比重。公司产品涵盖视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线，通过内生外延，战略控股亿图软件、墨刀、格像科技，持续完善四大产品矩阵，多个产品实力获得认可，用户覆盖全球 200 多个国家和地区。公司积极转型订阅模式，订阅收入占比及续约率持续提升，提升较强的用户粘性。

投资要点：

首批接入 OpenAI，与微软深化 AIGC 合作。公司在微软上线 Azure OpenAI 商用服务后，于国内首批对接并开通相关服务权限。4 月 26 日又与微软签署云服务框架协议，深化在 AIGC 领域的合作。GPT 系列产品的提速降价降低了用户的使用成本，有望拓宽公司的盈利空间，助力公司业绩增长。

多端打通、AI 赋能、增值服务提升产品价值。万兴喵影海内外版本持续迭代升级，完成大版本更新，内置 AI 创作助手 Copilot，落地多个 AI 技术，同时提升多端协同能力，打破了桌面端、移动端、云端的边界，进一步打造全场景视频创作与协同生态。万兴喵库为用户提供超过 1500 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，满足用户快速、简便制作丰富多彩、个性化视频作品的需求，赋能万兴喵影提升公司产品价值。

多款产品创新升级，新产品拓宽客户群体。公司四大产品线多款产品发布新版本，新增了多个 AIGC 智能化功能，扩充创新业务范围，借力 AI 增强产品能力。公司还推出了万兴播爆、万兴爱画、万兴智演、Wondershare Kwicut、Wondershare VirtuLook 等 AIGC 创意新品，深化 AIGC 领域布局。万兴播爆将公司的客户群体拓宽至跨境电商领域。

基础数据

总股本(百万股)	137.70
流通A股(百万股)	120.35
收盘价(元)	89.19
总市值(亿元)	122.82
流通A股市值(亿元)	107.34

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583223620

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1180.12	1542.42	1983.90	2517.02
增长率(%)	14.67	30.70	28.62	26.87
归母净利润(百万元)	41.26	96.55	148.40	210.62
增长率(%)	47.73	134.03	53.71	41.92
每股收益(元)	0.30	0.70	1.08	1.53
市盈率(倍)	297.70	127.21	82.76	58.31
市净率(倍)	13.90	8.88	8.02	7.05

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 15.42/19.84/25.17 亿元；归母净利润分别为 0.97/1.48/2.11 亿元；对应 EPS 分别为 0.70/1.08/1.53 元；对应 2023 年 12 月 27 日收盘价 PE 分别为 127.21/82.76/58.31 倍。参考可比公司估值水平，**首次覆盖，给与公司“增持”评级。**

风险提示：行业竞争加剧；新产品拓展不及预期；AI 技术研发不及预期；商誉减值风险；汇率波动风险。

正文目录

1 数字创意软件领先企业，产品实力支撑业绩稳健增长	4
1.1 深耕数字创意软件领域，股权激励增强员工凝聚力	4
1.2 业绩稳健增长，研发、销售端持续发力	6
1.3 覆盖四大产品线，内生外延完善产品矩阵	7
1.4 斩获多个国际奖项，产品实力获得认可	8
2 拥抱 AIGC 升级产品功能，多维度拓宽公司成长空间	10
2.1 首批接入 OpenAI，与微软深化 AIGC 合作	10
2.2 多端打通、AI 赋能、增值服务提升产品价值	11
2.3 多款产品创新升级，客户群体拓宽	13
2.4 用户需求强劲，订阅模式提升用户粘性	14
3 盈利预测与投资建议	15
4 风险提示	16
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构（截止 2023 年三季度末）	5
图表 3: 公司历年营收及归母净利润情况	6
图表 4: 公司历年分产品收入结构	6
图表 5: 公司历年期间费用率情况	6
图表 6: 公司历年研发人员数量及占比	6
图表 7: 公司历年分地区收入结构	7
图表 8: 公司四大产品矩阵	8
图表 9: Filmora 进入北美区微软应用商店最佳创意应用推荐集锦	9
图表 10: Wondershare PDFelement 获得“Top50 办公软件”荣誉	9
图表 11: Filmora 智能生成图片功能示意	10
图表 12: Wondershare PDFelement V9.5 集成 ChatGPT	10
图表 13: GPT 系列产品价格变化	11
图表 14: Wondershare Filmora 13 全新内置 Copilot 创作助手	11
图表 15: 万兴喵影 2024 六大功能升级	12
图表 16: 万兴喵库素材覆盖一览	12
图表 17: 亿图脑图 V11 示意图	13
图表 18: 万兴播爆覆盖多语言多场景	14
图表 19: 中国网络视频用户规模及渗透率情况	14
图表 20: 公司订阅收入占比及续约率情况	15
图表 21: 分业务收入预测（收入单位：百万元）	16
图表 22: 可比公司估值	16

1 数字创意软件领先企业，产品实力支撑业绩稳健增长

1.1 深耕数字创意软件领域，股权激励增强员工凝聚力

数字创意软件领域的领先企业，用户覆盖全球。万兴科技成立于2003年，2018年完成上市，以“让世界更有创意”为使命，面向全球海量新生代用户提供简单高效的数字创意软件、潮流时尚的创意资源和丰富多元的生态化服务。公司2017年回师中国市场，通过战略控股亿图软件、墨刀、格像科技，持续完善产品矩阵，用户覆盖全球200多个国家和地区。

图表1: 公司发展历程

年份	部分重要事件	图示
2003 年	万兴科技在深圳莲花山脚下破茧而出 第一款数字创意产品 Photo to VCD 上市	
2007 年	拓宽版图，进军北美、欧洲和日本等全球市场	
2010 年	面向全球推出视频创意软件 Wondershare Filmora	
2012 年	面向全球推出文档创意软件 Wondershare PDFelement	
2017 年	回师中国市场，推出视频创意软件万兴喵影，文档创意软件万兴 PDF，实用工具软件万兴恢复专家等	
2018 年	1 月 18 日，A 股创业板上市	

2019 年 战略控股亿图软件，亿图软件深耕绘图软件领域，涵盖万兴图示、万兴脑图、亿图项目管理等



2020 年 国内第二总部在长沙落地，启动建设长沙万兴科技大厦
设立北京运营中心，战略控股墨刀



2021 年 首个孵化项目 Pixso 分拆后独立运营，并获得千万级种子轮融资
战略控股格像科技
泛知识演示视频创作神器万兴录演上线“虚拟人”功能



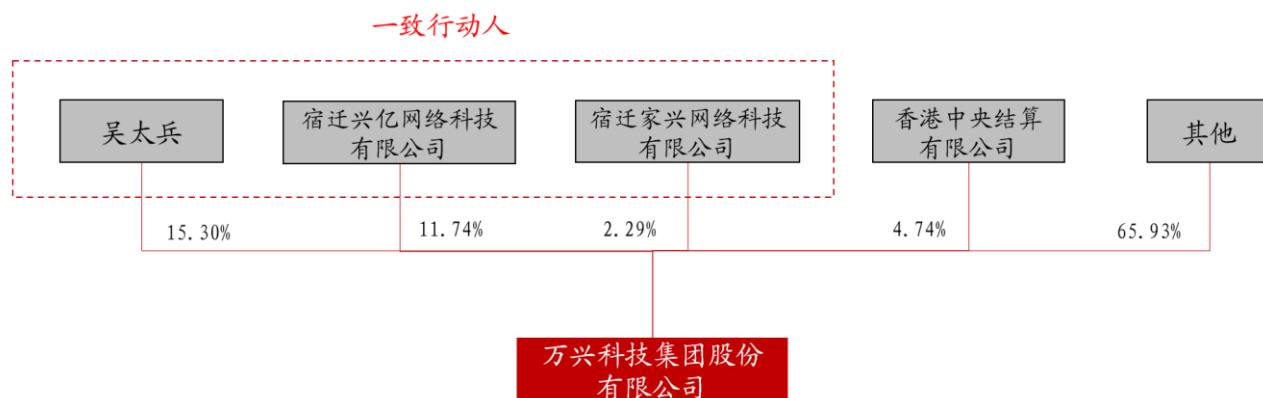
2022 年 首个孵化项目 Pixso 获得近亿元融资



资料来源：公司官网，万联证券研究所整理

实控人控股权较为稳定，多次股权激励增强员工凝聚力。公司控股股东及实际控制人为董事长吴太兵先生，宿迁兴亿网络科技有限公司、宿迁家兴网络科技有限公司为实控人吴太兵先生的一致行动人，同时吴太兵先生也为两家企业的实际控制人。公司实控人及一致行动人合计持有公司29.33%的股权，控股权较为稳定。公司分别于2018、2020和2021年共实施三次股权激励，其中2021年的股权激励对象共259人，占2021年末员工总人数约19%的比重。公司股权激励的覆盖对象主要为公司董事、高级管理人员、核心技术及业务人员，有助于增强员工凝聚力，助力公司业务发展。

图表2: 公司股权结构（截止 2023 年三季度末）

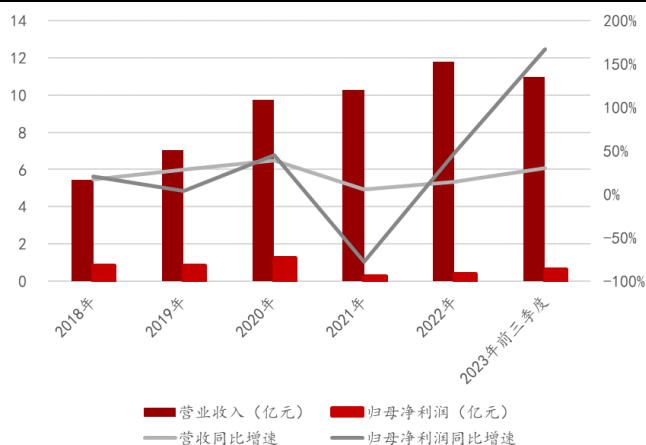


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

1.2 业绩稳健增长，研发、销售端持续发力

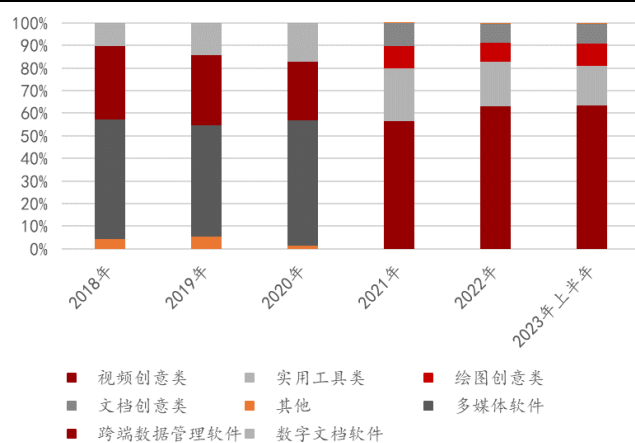
业绩稳健增长，视频创意类产品贡献核心收入。公司2018年至2022年营收稳健增长，CAGR约21.25%。2023年前三季度，公司实现营收10.96亿元，同比快速增长30.69%；实现归母净利润0.65亿元，同比大幅增长166.91%。分业务看，2021年多媒体软件业务拆分为视频创意类和绘图创意类两部分，视频创意类贡献公司的核心收入，且占比有所提升。2022年，公司的视频创意类/实用工具类/绘图创意类/文档创意类产品的收入贡献分别约7.45/2.33/0.99/0.99亿元，营收占比分别约63.15%/19.71%/8.38%/8.42%。

图表3: 公司历年营收及归母净利润情况



资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

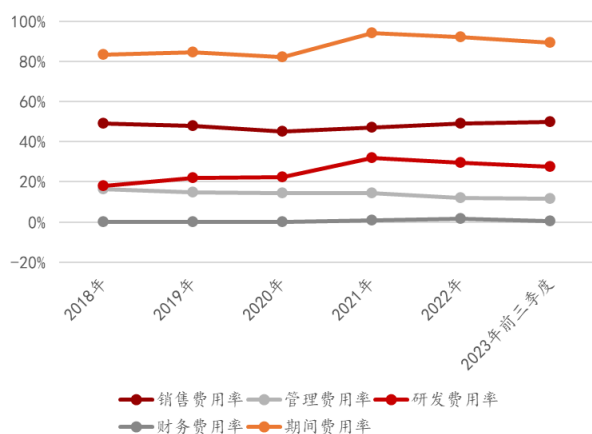
图表4: 公司历年分产品收入结构



资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

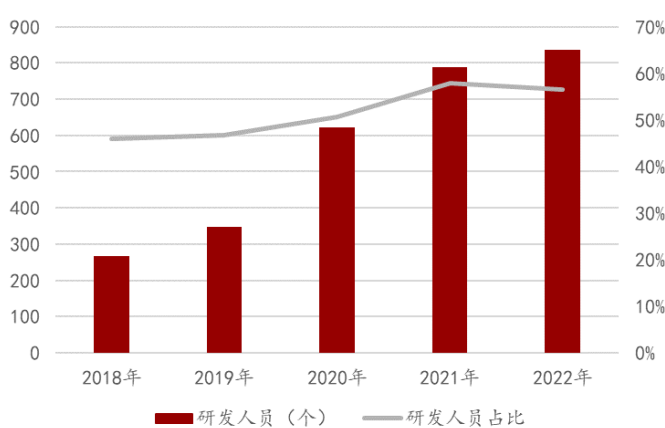
广告投入提升品牌知名度，研发投入持续增长。公司整体期间费用率水平较为稳定，其中销售费用主要是由广告宣传费构成，2022年公司的广告宣传费占当年销售费用约75%的比例。公司持续、大力的广告宣传费有助于公司品牌知名度的提升，对接更多客户群体。公司的研发人员数量逐年增加，2021-2022年研发人员占比均超过55%，研发投入也持续加强，研发费用率保持在约30%的较高水平。

图表5: 公司历年期间费用率情况



资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

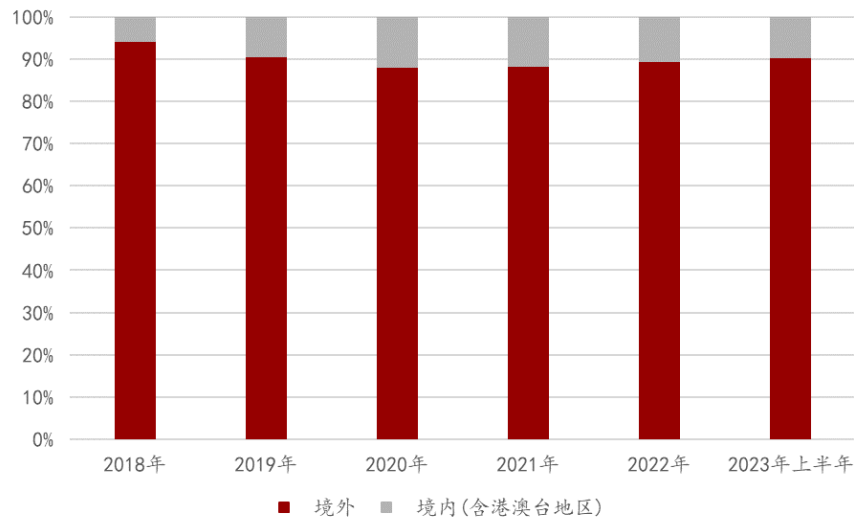
图表6: 公司历年研发人员数量及占比



资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

用户覆盖全球多个国家和地区，境外客户贡献核心收入。分地区看，公司的境外收入持续占据核心，随着公司回师中国，境外收入占比略微下滑，但仍然保持接近90%的高比重。

图表7: 公司历年分地区收入结构



资料来源: iFinD、公司公告, 万联证券研究所

1.3 覆盖四大产品线, 内生外延完善产品矩阵

公司产品涵盖视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线。

1) 视频创意类

公司视频创意类业务提供包含视频、图片、音乐及特效素材资源在内的多种优质视频创意产品与服务解决方案, 助力不同能力的用户高效创作富有特色、个性化的视频内容, 更好地实现创意表达或商业变现。近年来, 公司视频创意类软件产品不断融合更多先进的人工智能、虚拟人等创新技术, 进一步满足用户多类型、多场景、多端的视频创作需求, 实现用户量及销售收入快速增长。

公司的视频创意类软件产品主要包括①音视频类产品万兴喵影(英文名称: Filmora)、万兴录演(英文名称: DemoCreator)、万兴播爆(英文名称: Virbo)等; ②图片类产品图片创意软件(英文名称: Sweet Selfie、Sweet Snap)、万兴爱画; ③素材资源类产品万兴喵库(英文名称: Filmstock)。

2) 绘图创意类

公司绘图创意类业务为用户提供类型多样的绘图创意产品与服务解决方案, 能够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, 赋能企业管理、软件数据、教育培训、工程设计等多个领域的用户轻松实现工作创意的高效实现与转化。

公司的绘图创意类软件产品主要包括亿图脑图(英文名称: EdrawMind)、亿图图示(英文名称: EdrawMax)、墨刀(英文名称: Mockitt)等。

3) 文档创意类

公司文档创意类软件产品以行业领先的PDF处理能力为基础, 不断融合新兴技术, 拓展产品能力边界, 致力于为用户提供简单、高效、强大的智慧文档服务。产品目前已覆盖桌面端、移动端和在线端, 可满足用户多场景下的文档创作、编辑、阅读、翻译、保护等多样需求, 全面提升办公效率和工作体验。

公司文档创意类软件主要包括万兴PDF(英文名称: PDFelement)、PDF阅读器(英文名称: PDF Reader)等。

4) 实用工具类

公司的实用工具类软件包括覆盖PC端和移动端的数据管理和修复工具，能够为同时拥有台式端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，以提升用户信息尤其是隐私信息的保密性、真实性、完整性及可控性；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，为各类文件损坏场景提供易用、高效、安全的修复服务等。

公司实用工具类软件主要包括万兴恢复专家（英文名称：Recoverit）、万兴易修（英文名称：Repairit）等。

图表8: 公司四大产品矩阵

视频创意类			绘图创意类		
① 音视频类					
产品图片	产品名称	产品简介	产品图片	产品名称	产品简介
	万兴喵影/Filmora	一款面向大众用户的进阶级视频编辑软件。通过丰富的专业功能和强大的AI能力，赋能视频剪辑创作工作流，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、制作和转换操作。		亿图图示/EdrawMax	一款一站式专业绘图软件，采取全拖拽式操作，支持团队协作共享的一站式流程图、架构图、甘特图、工业设计等210+种图形绘制，一键生成及AI对话等功能的专业绘图工具，同时为用户提供丰富、时尚、实用性强的模板和素材。
	万兴播爆/Virbo	一款自动化营销短视频创作工具，主要基于AI、数字人技术，面向跨境电商和电商类用户提供本地化真人模特及海量素材模板，帮助用户高效、高质、批量产出营销类短视频内容。		亿图脑图/EdrawMind	一款基于云端的跨端思维导图软件，提供丰富的布局、样式、主题的多平台思维导图绘制/智能化生成及AI对话等思维绘图工具，帮助用户有序构建个人或团队的知识与想法。
	万兴录演/Democreator	一款一站式演示视频创作工具，支持高清屏幕录制，虚拟人演示内容等，同时内置丰富视频资源模板，广泛应用于教培、企宣及营销演示内容生产。		墨刀/Mockitt	一款在线一体化产品设计协作平台，具备云端编辑、智能生成填充、AI对话、实时协作和分享交付的一站式产品设计协同平台，助力用户随时随地快速完成产品设计。
	万兴优转/Uniconverter	一款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，帮助用户快速、无损完成处理操作。			
	Beat.ly	一款音乐短视频创作工具，拥有海量模板，用户超过1亿的卡点音乐视频创作工具。	文档创意类		
② 图片类			产品图片	产品名称	产品简介
	Sweet Selfie	一款自拍美颜工具类软件，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。		万兴PDF/PDFelement	一款全能智慧PDF阅读编辑器，提供编辑、转换、注释、OCR、签名及AI对话、智能阅读、总结、翻译、校对等全面功能。
	万兴爱画	一款高品质AI图像生成工具，能够利用AI能力创建艺术和图像，将用户的想法落地为人工智能绘画AI图像的生成工具。		万兴PDF阅读器/PDF Reader	一款流畅、极致的轻量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。
③ 素材资源类					
产品图片	产品名称	产品简介	产品图片	产品名称	产品简介
	万兴喵库/Filmstock	一款面向全球各地视频创作者的创意素材资源库，提供海量、多元、正版的视频、音频、图片、特效、模板、3D、AIGC类资源，具备实时增长、紧跟热点、本地化等特点，赋能用户个性化、沉浸式的视频内容创作。		万兴恢复专家/Recoverit	一款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	一款专业的微信数据管理工具，能够支持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	一款专业的损坏文件修复软件，为多种文件损坏场景提供手动修复、智能分析、AI填补等解决方案，帮助用户便捷、高效地完成各类文件的修复工作。
				万兴手机管家/Dr. Fone	一款专业的手机数据高效管理工具，具备移动数据恢复、传输、管理、换机、系统修复、备份迁移等功能，能够为用户提供完备的移动端数据管理服务。
实用工具类					

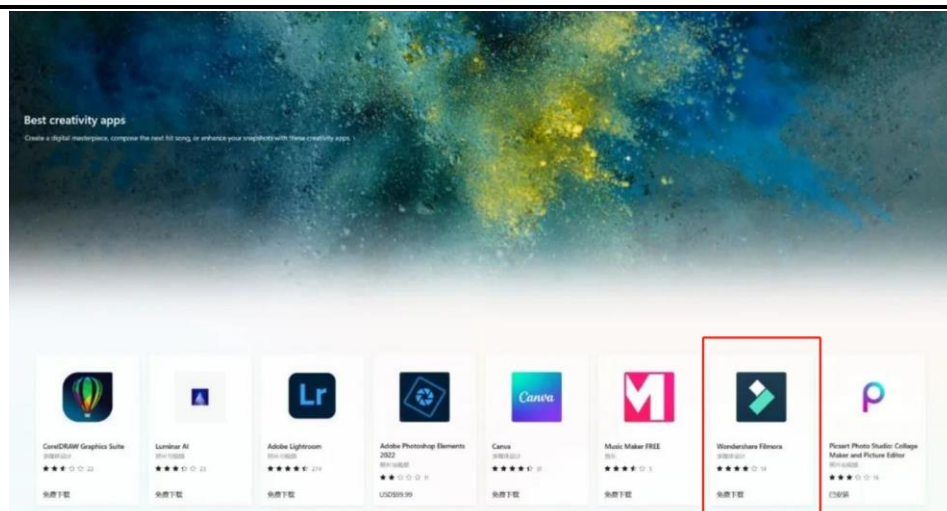
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

内生外延，持续完善四大产品矩阵。内生方面，公司持续发布万兴爱画、万兴播爆等创新产品，同时其最新孵化项目Pixso已获得近亿元融资；外延方面，公司通过战略控股，先后将亿图软件、墨刀和格像科技等纳入产品版图。

1.4 斩获多个国际奖项，产品实力获得认可

Wondershare Filmora获得微软应用商店编辑精选奖，位列音视频创意类别第一名。在微软Build 2022开发者大会上，公司核心视频创意产品Wondershare Filmora凭借在用户体验、卓越设计、应用程序质量和客户价值方面的综合表现，获得了“Microsoft Store Editor's Choice Awards”（微软应用商店编辑精选奖）音视频创意类别第一名，产品实力得到认证。微软应用商店编辑精选奖旨在优中选优，从应用质量、市场表现多维度，评估具有风向标意义的应用，供用户选择参考。作为音视频创意类别的代表性应用，Wondershare Filmora在微软应用商店已积累了良好的口碑。

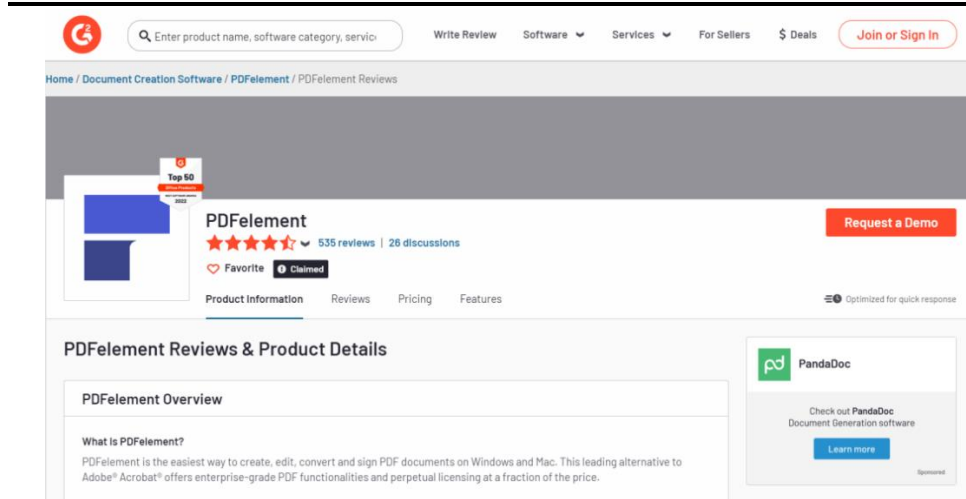
图表9: Filmora 进入北美区微软应用商店最佳创意应用推荐集锦



资料来源：公司官微，万联证券研究所

多款数字创意产品斩获G2Crowd 2022秋季报告大奖。在G2 Crowd 2022秋季报告中，公司旗下4款数字创意产品斩获大奖。其中，Wondershare Filmora、Wondershare PDFelement及Wondershare Recoverit荣获行业“领导者”殊荣，Wondershare Pixcut则被评为行业“杰出表现者”。此外，Wondershare PDFelement、Wondershare Filmora和Wondershare Recoverit还在此次报告中斩获包括“最佳表现”“中型市场领导者”“拉美市场领导者”等11项荣誉奖项，这也是Wondershare PDFelement连续第三个季度蝉联“2022最佳软件奖-Top50办公软件”荣誉。G2 Crowd是全球著名的软件评测平台，在同类网站中影响力最大、权威性最高。此次报告榜单从“客户满意度”，“市场占有率”，“企业规模”和“社会影响”四个维度对产品进行排名，公司获得多个奖项彰显旗下产品实力。

图表10: Wondershare PDFelement 获得“Top50 办公软件”荣誉



资料来源：公司官微，万联证券研究所

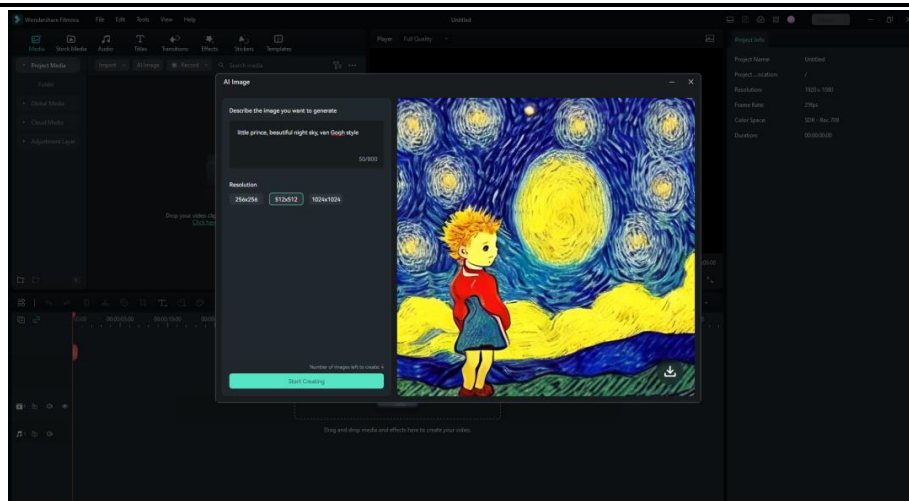
中标央企采购项目，信创产品获得认可。根据“中央企业软件联合采购项目”发布的最新公告显示，公司旗下亿图图示、亿图脑图、亿图项目管理三款软件产品分别入围综合办公绘图软件、思维导图软件、项目管理软件三个项目分包，并全部成功中标。目前，公司旗下亿图软件核心产品支持国产龙芯、飞腾架构下的银河麒麟、中标麒麟、统信UOS和龙芯原生系统，成功服务了党政、军队、军工企业、事业单位、高等院校等多家国有/民营企业单位。

2 拥抱 AIGC 升级产品功能，多维度拓宽公司成长空间

2.1 首批接入 OpenAI，与微软深化 AIGC 合作

Wondershare Filmora率先接入OpenAI，集成AIGC新技术。Wondershare Filmora是公司核心产品万兴喵影的海外版。2023年2月13日，公司宣布Wondershare Filmora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。随着OpenAI的接入，Wondershare Filmora用户在创作视频时，可自由调用OpenAI强大的AI绘图功能，一键即可智能生成图片素材，快速创作大师“同款”作品。

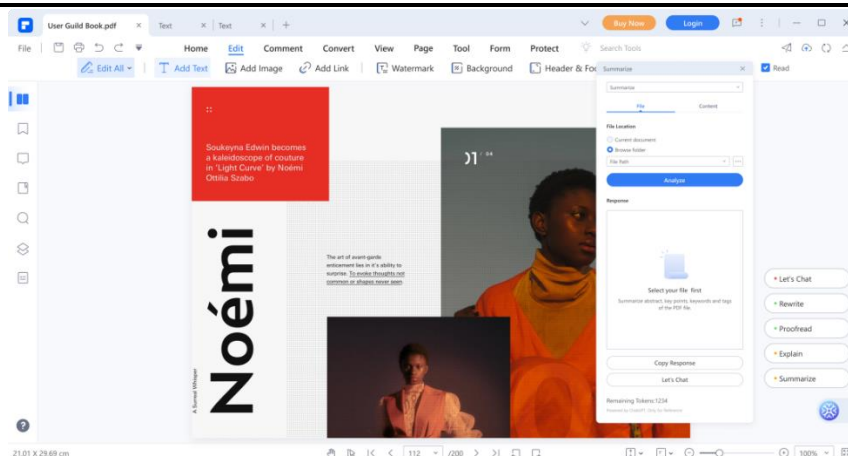
图表11: Filmora 智能生成图片功能示意



资料来源：公司官微，万联证券研究所

首批对接Azure OpenAI商用服务，与微软深化AIGC合作。公司4月26日与微软签署云服务框架协议。双方将在云计算、人工智能信息技术领域，进一步深化合作。微软是全球领先的计算机软件及服务供应商，也是OpenAI独家云服务提供商。公司此前与微软已先后在办公生产力、认知服务等领域展开合作，并在微软上线Azure OpenAI商用服务后，于国内首批对接并开通相关服务权限。此次与微软的深入合作，将帮助公司进一步发掘AI大规模与商业场景结合的潜力，加码赋能全球创作者。公司旗下海外主要产品已接入Azure OpenAI服务，其中，Wondershare PDFelement V9.5创新集成了ChatGPT功能，正式推出文档智能处理AI机器人“Lumi”，拥有PDF文档总结、文档校对、文稿改写、信息解释等AIGC功能。

图表12: Wondershare PDFelement V9.5 集成 ChatGPT



资料来源：公司官微，万联证券研究所

提速降价,助力公司提升盈利空间。OpenAI在其首届开发者大会上发布最新产品GPT-4 Turbo,在提升性能的同时还降低了用户的价格。具体的,GPT-4 Turbo的输入token价格是GPT-4的三分之一,为0.01美元/1000token;输出token价格是GPT-4的二分之一,为0.03美元/1000token。相应的,GPT-3.5 Turbo 16K以及GPT-3.5 Turbo 4K、16K微调的价格也都有一定程度的下降。GPT系列产品的提速降价降低了用户的使用成本,有望拓宽公司的盈利空间,助力公司业绩增长。

图表13: GPT 系列产品价格变化

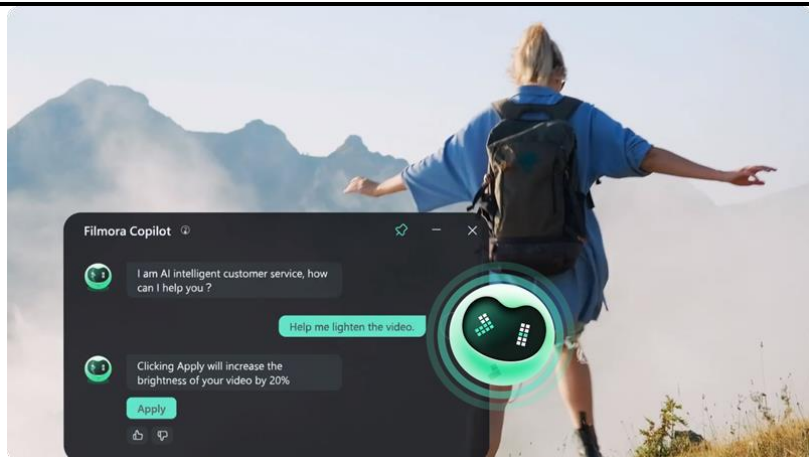
	Older models	New models
GPT-4 Turbo	GPT-4 8K Input: \$0.03 Output: \$0.06	GPT-4 Turbo 128K Input: \$0.01 Output: \$0.03
	GPT-4 32K Input: \$0.06 Output: \$0.012	
GPT-3.5 Turbo	GPT-3.5 Turbo 4K Input: \$0.0015 Output: \$0.002	GPT-3.5 Turbo 16K Input: \$0.001 Output: \$0.002
	GPT-3.5 Turbo 16K Input: \$0.003 Output: \$0.004	
GPT-3.5 Turbo fine-tuning	GPT-3.5 Turbo 4K fine-tuning Training: \$0.008 Input: \$0.012 Output: \$0.016	GPT-3.5 Turbo 4K and 16K fine-tuning Training: \$0.008 Input: \$0.003 Output: \$0.006

资料来源: 机器之心, 万联证券研究所

2.2 多端打通、AI 赋能、增值服务提升产品价值

万兴喵影海内外版本持续迭代升级,内置AI创作助手Copilot。2022年,万兴喵影海内外版本均完成大版本更新,落地多个AI技术,上线涵盖AI抠像、AI降噪、AI音频重组等功能的AI工具智能套件,同时提升多端协同能力,打破了桌面端、移动端、云端的边界,进一步打造全场景视频创作与协同生态。2023年10月,公司再次发布万兴喵影海内外新版本,Wondershare Filmora 13内置创作助手Copilot,用户可以通过与AI助手对话,快速获取信息辅助创作。

图表14: Wondershare Filmora 13全新内置 Copilot 创作助手



资料来源: 公司官微, 万联证券研究所

深化云服务提升协同性，新版本六大AI功能升级。Wondershare Filmora 13深化云服务，支持用户在手机端、平板端、PC端之间轻松共享文件、逐帧审阅视频和自动同步编辑元素，进一步提升创作协同效率。面向国内市场，公司多端同步更新发布“万兴喵影2024”，在国内率先上线AI文字快剪、智能人声分离、AI智能遮罩、AI智能补帧等全新AI创作功能，大幅简化视频创作流程，降低视频创作门槛。

图表15: 万兴喵影 2024 六大功能升级



资料来源：公司官微，万联证券研究所整理

推出正版素材资源商城万兴喵库，赋能万兴喵影提升产品价值。公司在国内正式推出正版素材资源商城万兴喵库，为用户提供超过1500万的正版视频、音频、图片、文字、特效及智能化模板等多元素材资源服务，满足用户快速、简便制作丰富多彩、个性化视频作品的需求。公司不断丰富深化行业模板、提升素材资源数量与质量，还进一步加大素材资源建设力度，基于原创素材资源商城Filmstock升级构建一体化资源平台Wonstock，并完成1.0建设上线，实现更高效、更严格的资源数据服务与管理。万兴喵库赋能万兴喵影，目前万兴喵影资源商城相关原创资源已与万兴喵库实现全面整合，万兴喵影用户可通过万兴喵库更加便捷地浏览和下载创意素材。强强联合有望进一步提升公司产品价值，通过增值服务带动业绩增长。根据公告，公司2022年全年实现资源素材销售收入同比增长达74%。

图表16: 万兴喵库素材覆盖一览



资料来源：公司官微，万联证券研究所

2.3 多款产品创新升级，客户群体拓宽

四大产品线多款产品发布新版本，上线全新功能。公司完成了多款产品的版本更新，新增了多个AIGC智能化功能，扩充创新业务范围，借力AI增强产品能力。

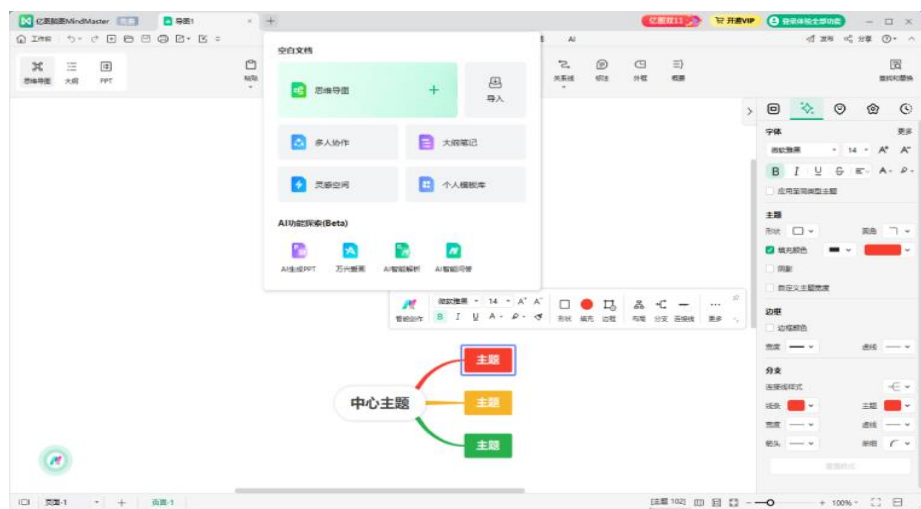
视频创意类：2023年7月万兴优转/UniConverter完成V15版本更新，打造极致转换体验，实现4K/8K/HDR高清无损转换，以及AV1 GPU的全流程加速，相较V14转换速度提升超过85%；AI多媒体云端工具集Media.io完成网站全新改版，加大云端视频创意产品布局，上线14款AI轻编辑服务，孵化AI形象照生成产品Pixpic, 2023上半年实现用户翻倍增长。

绘图创意类：2023年11月，亿图脑图更新至V11，实现PC端脑图协同创作，于业内率先实现脑图文件桌面端协同编辑，打造多端协同一体化能力；亿图图示V13新增海量第三方资源，通过交互体验革新、操作逻辑优化、资源素材、格式兼容等方面的升级，为用户提供更易用、更具生产力的图示创作体验。

文档创意类：2023年3月，万兴PDF正式上线业内领先的“自动生成书签目录”功能，一键破解教育、技术人员等PDF重度用户群体阅读大体积文档时定位难、翻页难的问题，让PDF处理和阅读更快捷高效；海外桌面端产品PDFelement还上线了文档智能处理机器人“Lumi”，在业内首推对话探讨、文档总结、内容校对、内容改写、信息解释等AIGC功能；移动端产品和云端产品也陆续引入AI技术，落地AI总结、校对、翻译等特色功能，活跃用户显著增长。

实用工具类：万兴恢复专家/Recoverit完成V12版本更新，聚焦图片/视频恢复场景能力突破；万兴易修/Repairit完成桌面端V5.0及网页端V2.0全新改版升级，新增智能分析、AI修复能力，首创无样例智能修复方案，上线AI老照片修复上色、AI低分辨率图像超分、智能样例轮询修复等AI修复功能；万兴手机管家/Dr. Fone完成V13版本更新，推出云端产品Dr. Fone Air，打破桌面、移动、云端界限，打造一站式多端手机数据管理解决方案。

图表17: 亿图脑图 V11 示意图



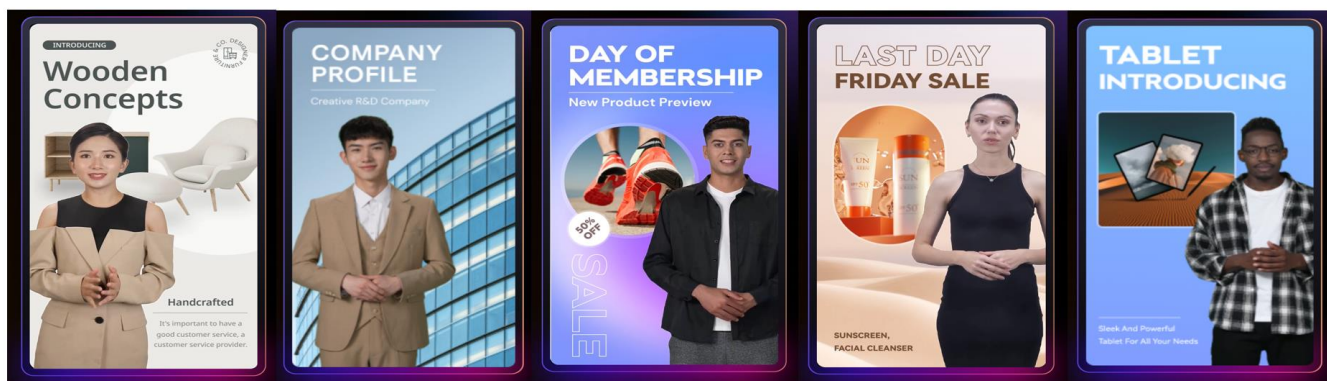
资料来源：公司官微，万联证券研究所

深化AIGC布局，发布多款新品。AI技术，万兴爱画小程序于2022年上线，用户输入一段文字即可获得不同比例和多种艺术风格的作品，目前已支持AI文字绘画、AI以图绘图、AI简笔画三种创作模式和小程序、移动端和网页端多端畅享体验，助力普通用户利用AI能力，智能生成高质量艺术绘画创作。公司还推出了万兴智

演、Wondershare Kwicut、Wondershare VirtuLook等AIGC创意新品，深化AIGC领域布局。

新产品万兴播爆重磅发布，将客户群体拓宽至跨境电商领域。公司发布了数字人短视频营销内容创作工具——万兴播爆，通过AI、数字人技术，面向用户提供丰富模板，助力跨境营销用户快速、便捷完成文本内容到高质量营销视频的自动化创作流程。目前，万兴播爆已经完成移动、桌面多端，中文、英语、日语等多语言版本覆盖，将公司产品的客户群体进一步拓宽至跨境电商领域。

图表18: 万兴播爆覆盖多语言多场景

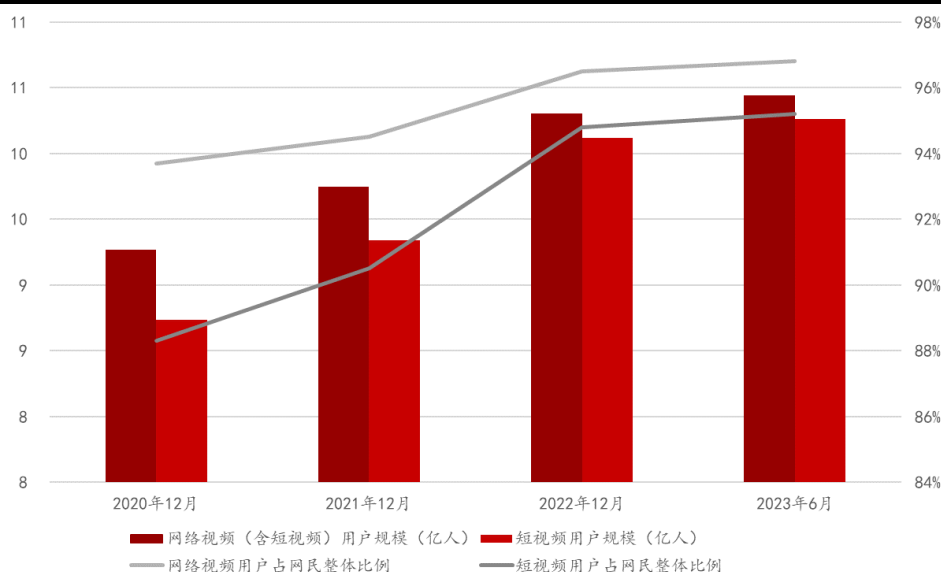


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所整理

2.4 用户需求强劲，订阅模式提升用户粘性

短视频用户占网民比例超95%，视频创意产品需求强劲。根据CNNIC数据统计，截至2023年6月，我国网络视频用户规模为10.44亿人，较2022年12月增长1380万人，占网民整体的96.8%。其中，短视频用户规模为10.26亿人，较2022年12月增长1454万人，占网民整体的95.2%。可以看到，我国网民中有超过95%的人是短视频用户，体现出短视频行业的强劲需求。短视频用户一方面是公司产品的潜在用户，另一方面也同样有望逐渐转化为中长视频用户，因此短视频用户规模的增长有望提升公司产品的潜在需求。

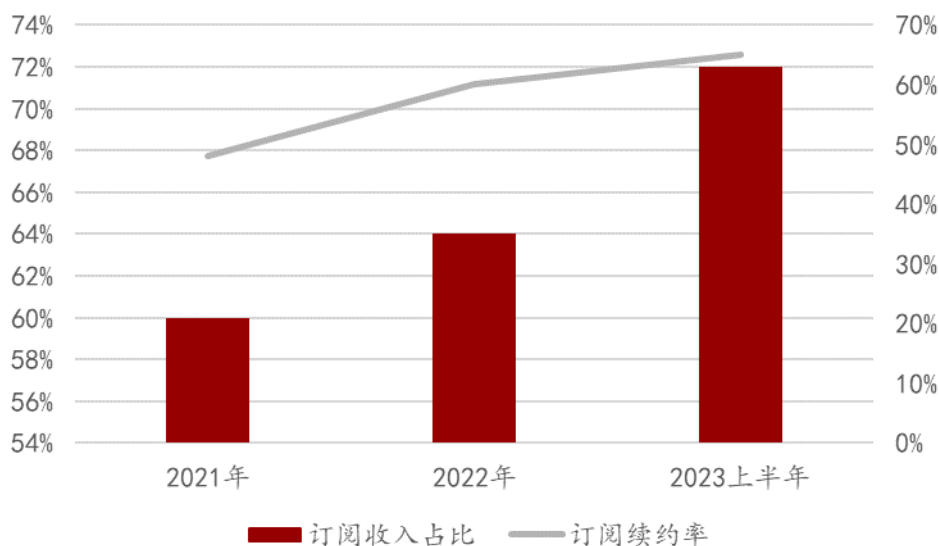
图表19: 中国网络视频用户规模及渗透率情况



资料来源: CNNIC, 万联证券研究所

积极转型订阅模式，订阅收入占比及续约率大幅提升。公司从传统的License收费积极转向订阅模式收费，订阅模式能够支持用户按月度、季度、年度、终身等不同时间维度的费用支付方式，满足用户灵活使用的需求。公司订阅转型进程持续深化，订阅收入占比从2021年的60%提升至2023上半年的72%；订阅续约率从2021年的实现订阅收入占比48%提升至2023上半年的65%，体现出公司产品较强的用户粘性。

图表20: 公司订阅收入占比及续约率情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3 盈利预测与投资建议

分业务盈利预测：

1) 视频创意类：该业务以万兴喵影海内外版本产品为核心，该产品持续版本更新，新增多个AI功能，产品价值持续提升；万兴喵库素材资源赋能，有望进一步增值产品。此外，万兴播爆、万兴爱画等新品持续推广，将为公司贡献新业绩。结合2023H1业绩表现情况，预计公司视频创意类产品2023-2025年的营收增速分别为35%/32%/30%，毛利率分别为95.5%/95.7%/96.0%。

2) 绘图创意类：该业务以战略控股的亿图软件、墨刀产品为主，受益产品版本更新以及信创需求，我们认为该业务将保持稳健增长。结合2023H1业绩表现情况，预计公司绘图创意类产品2023-2025年的营收增速分别为33%/30%/28%，毛利率保持约94%的水平。

3) 文档创意类：该业务以PDF产品为核心，新版本新增多个AI功能，有望进一步开拓市场，价值信创需求提振，我们认为该业务将保持稳健增长。结合2023H1业绩表现情况，预计公司技术服务2023-2025年的营收增速分别为50%/40%/35%，毛利率保持约95%的水平。

4) 实用工具类：该业务较为稳健，我们认为将保持稳定增长。结合2023H1业绩表现情况，预计公司技术服务2023-2025年的营收增速分别为10%/8%/5%，毛利率分别为96.6%/96.7%/96.8%。

图表21: 分业务收入预测 (收入单位: 百万元)

	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
视频创意类 (百万元)	745.22	456.47	1006.04	1327.97	1726.37
同比增速	27.82%	41.31%	35%	32%	30%
毛利率	95.45%	95.29%	95.5%	95.7%	96.0%
绘图创意类 (百万元)	98.87	70.04	131.49	170.94	218.81
同比增速	-3.95%	37.05%	33%	30%	28%
毛利率	94.16%	/	94.0%	94.0%	94.0%
文档创意类 (百万元)	99.39	63.63	149.08	208.71	281.76
同比增速	-2.73%	58.82%	50%	40%	35%
毛利率	94.81%	/	95.0%	95.0%	95.0%
实用工具类 (百万元)	232.55	126.06	255.81	276.27	290.09
同比增速	-2.46%	1.23%	10%	8%	5%
毛利率	96.80%	96.51%	96.6%	96.7%	96.8%
营业收入合计 (百万元)	1180.12	718.14	1542.42	1983.90	2517.02
同比增速	14.67%	32.90%	30.70%	28.62%	26.87%
毛利率	95.47%	95.38%	95.51%	95.62%	95.81%

资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

AIGC赋能公司产品升级, 核心产品大版本更新提升价值, 后续有望继续受益喵库等产品的增值赋能; 万兴播爆等新品持续拓展, 公司有望进入量价齐升成长期。费用方面, 预计公司在保持较高的研发投入和广告投入的水平, 精细化费用管理, 预计公司2023-2025年的营业收入分别为15.42/19.84/25.17亿元; 归母净利润分别为0.97/1.48/2.11亿元; 对应EPS分别为0.70/1.08/1.53元; 对应2023年12月27日收盘价PE分别为127.21/82.76/58.31倍。参考可比公司估值水平, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

图表22: 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600588.SH	用友网络	567.82	2.19	3.07	7.17	11.80	259.08	185.00	79.19	48.13
688111.SH	金山办公	1406.73	11.18	13.80	18.56	24.84	125.88	101.92	75.80	56.63
688095.SH	福昕软件	62.34	-0.02	-0.38	-0.21	0.41	-3582.82	-162.18	-296.72	152.76
平均值							192.48	143.46	77.49	85.84
300624.SZ	万兴科技	122.82	0.41	0.97	1.48	2.11	297.67	127.21	82.76	58.31

资料来源: iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

注: 总市值为2023年12月27日收盘价对应市值; 可比公司2023-2025E归母净利润为iFinD一致预期。

4 风险提示

行业竞争加剧; 新产品拓展不及预期; AI技术研发不及预期; 商誉减值风险; 汇率波动风险。

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1180	1542	1984	2517
同比增速 (%)	14.67	30.70	28.62	26.87
营业成本	53	69	87	106
毛利	1127	1473	1897	2411
营业收入 (%)	95.47	95.51	95.62	95.81
税金及附加	2	4	5	7
营业收入 (%)	0.21	0.29	0.26	0.26
销售费用	580	740	932	1158
营业收入 (%)	49.15	48.00	47.00	46.00
管理费用	139	177	224	279
营业收入 (%)	11.79	11.50	11.30	11.10
研发费用	348	447	565	717
营业收入 (%)	29.47	29.00	28.50	28.50
财务费用	19	0	0	0
营业收入 (%)	1.62	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3	-1	-2	-2
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	14	18	24	30
投资收益	4	13	15	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	0	0	0
资产处置收益	0	2	3	3
营业利润	73	136	210	300
营业收入 (%)	6.19	8.80	10.57	11.90
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	72	136	210	300
营业收入 (%)	6.08	8.80	10.57	11.90
所得税费用	8	7	12	19
净利润	64	129	198	281
营业收入 (%)	5.45	8.35	9.97	11.16
归属于母公司的净利润	41	97	148	211
同比增速 (%)	47.73	134.03	53.71	41.92
少数股东损益	23	32	49	70
EPS（元/股）	0.30	0.70	1.08	1.53

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.30	0.70	1.08	1.53
BVPS	6.42	10.05	11.13	12.66
PE	297.70	127.21	82.76	58.31
PEG	6.24	0.95	1.54	1.39
PB	13.90	8.88	8.02	7.05
EV/EBITDA	34.95	74.35	49.64	34.98
ROE	4.67%	6.98%	9.69%	12.08%
ROIC	4.96%	7.12%	9.86%	12.28%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	345	881	1101	1409
交易性金融资产	213	213	213	213
应收票据及应收账款	45	53	71	90
存货	0	0	0	0
预付款项	17	21	27	33
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	28	34	37	42
流动资产合计	648	1202	1449	1786
长期股权投资	56	56	55	51
固定资产	318	311	304	296
在建工程	0	0	0	0
无形资产	43	55	66	78
商誉	316	316	316	316
递延所得税资产	10	7	7	7
其他非流动资产	141	150	163	176
资产总计	1532	2097	2360	2711
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8	8	10	13
预收账款	0	0	0	0
合同负债	26	37	47	59
应付职工薪酬	97	127	160	194
应交税费	12	18	22	28
其他流动负债	58	69	84	101
流动负债合计	201	258	324	394
长期借款	0	0	0	0
应付债券	372	372	372	372
递延所得税负债	7	6	6	6
其他非流动负债	69	45	45	45
负债合计	649	681	747	817
归属于母公司的所有者权益	884	1384	1532	1743
少数股东权益	-1	32	81	151
股东权益	883	1415	1613	1894
负债及股东权益	1532	2097	2360	2711

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	107	179	245	324
投资	-69	-6	-6	-5
资本性支出	-81	-34	-33	-31
其他	16	18	15	18
投资活动现金流净额	-134	-22	-24	-17
债权融资	0	-27	0	0
股权融资	2	427	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-13	0	0	0
其他	-62	-22	0	0
筹资活动现金流净额	-74	378	0	0
现金净流量	-105	535	221	307

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场