

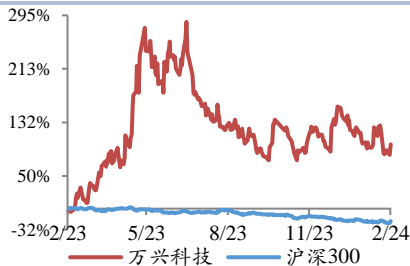
国内数字创意领军者，AI 赋能未来可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-06

收盘价（元）	83.4
近 12 个月最高/最低（元）	172.2/37.37
总股本（百万股）	137.7
流通股本（百万股）	120.35
流通股比例（%）	87.4
总市值（亿元）	114.85
流通市值（亿元）	100.38

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：傅晓琅

执业证书号：S0010122070014

邮箱：fuxiaolang@hazq.com

主要观点：

● 国内数字创意领导者，全面拥抱 AIGC 加速发展

公司成立于 2003 年，深耕数字创意二十载，目前形成了视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大业务，2022 年在公司营收中的占比分别为 63%、19.7%、8.4%、8.4%。2018 年起公司不断深化订阅转型进程，2023H1 订阅收入占比提升至 72%。且公司海外收入占比近九成。受益于 AIGC 发展，公司业绩快速增长，近 5 年营收复合增速达 21%。根据公司 2023 年业绩预告，2023 年公司预计实现归母净利润 0.75 至 1 亿元，同比增长 81.80%至 142.39%；扣非归母净利润 0.78 至 1.05 亿元，同比增长 636.06%至 890.86%。展望未来，我们认为，公司作为国内数字创意领军者，有望在 AI 的赋能下加速发展。

● 多模态大模型不断突破，AIGC 应用前景广阔

2023 年 12 月 6 日，谷歌发布其认为迄今为止规模最大、能力最强的 AI 模型 Gemini 1.0。谷歌表示，在对 Gemini 模型进行严格测试和性能评估后，从自然图像、音频和视频理解到数学推理，在被大型语言模型研究和开发中广泛使用的 32 项学术基准中，Gemini Ultra 的性能有 30 项都超越了目前 ChatGPT 代表的最先进水平。我们认为，多模态大模型的不断突破为 AIGC 的商业化应用奠定了基础。且与全球创意工具软件龙头 Adobe 对比来看，1) 公司业务布局与 Adobe 相似，涉及视频创意、绘图创意、文档创意与实用工具领域；2) 收费模式从 License 向订阅制转型，订阅占比不断提高；3) 在 AI 领域率先布局，发布大模型，加快商业化进程。我们认为，在 AI 的加持下，公司产品有望快速迭代，客户粘性不断提升，未来成长空间广阔。

● 明星产品不断打磨，AI 创意新品不断推出

一方面，公司持续打磨明星产品，在万兴喵影/Filmora、万兴 PDF/PDFelement、亿图图示/EdrawMax、亿图脑图/EdrawMind 等产品上快速落地文字内容理解总结、图形图像生成、智能音乐生成及智能文本成片等各类 AIGC 功能；在多媒体云端工具集产品 Media.io 上新系列 AIGC 创意服务。另一方面，公司推出万兴播爆、Kwicut 等 AI 创意新品，进一步深化满足跨境营销、创意娱乐等场景需求，推动用户群体有效扩张、用户价值持续提升。

● 发布“天幕”大模型，构筑大模型落地应用新生态

2024 年 1 月，万兴“天幕”正式发布，万兴“天幕”聚焦数字创意垂类创作场景，基于 15 亿创作者及 100 亿本土化高质量音视频数据沉淀，以音视频生成式 AI 技术为基础，具有“多媒体”、“垂直解决方案”以及“本土化数据”三大特点，全链条赋能全球创作者，让大模型应用落地更有针对性、更具实效。目前，“天幕”大模型已迭代近百项音视频原子能力，发布会现场重点展示了包括文生主题视频、文生 3D 视频、AI 歌手、视频 AI 配乐等在内的多媒体能力。展望未来，万兴科技一方面将依托“天幕”大模型能力，重塑“创意软件”，实现旗下产品的全面智能化；另一方面，公司也将体系化构建大模型应用生态，从技术到应用全方位赋能创作者。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 15.2/19.6/25.5 亿元，同比增长 29%/29%/30%；实现归母净利润 0.9/1.5/2.1 亿元，同比增长 126%/56%/45%，首次覆盖，给予“买入”评级。

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1180	1517	1961	2549
收入同比 (%)	14.7%	28.6%	29.2%	30.0%
归属母公司净利润	41	93	146	212
净利润同比 (%)	47.7%	125.7%	56.4%	45.4%
毛利率 (%)	95.5%	95.4%	95.4%	95.4%
ROE (%)	4.7%	6.7%	9.5%	12.2%
每股收益 (元)	0.32	0.68	1.06	1.54
P/E	91.75	123.35	78.89	54.25
P/B	4.32	8.32	7.53	6.61
EV/EBITDA	34.95	60.69	41.81	28.86

资料来源：Wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 新产品推广不及预期；2) AIGC 商业化落地不及预期；3) SaaS 化转型不及预期；4) 创意软件市场竞争加剧。

正文目录

1 万兴科技：国内数字创意领导者，全面拥抱 AIGC 加速发展	6
1.1 深耕数字创意二十载，视频和绘图创意为基本盘	6
1.2 创始人控股，股权结构稳定	9
1.3 近 5 年营收复合增速达 21%，受益 AIGC 发展提速	9
2 多模态大模型不断突破，成长空间广阔	15
2.1 多模态大模型不断突破，AIGC 应用前景可期	15
2.2 对标 ADOBE，公司未来成长潜力较大	18
3 四大产品矩阵不断更新迭代，AI 赋能下竞争力提升	23
3.1 视频创意：持续夯实视频技术底座，全面拥抱 AIGC 时代机遇	23
3.1.1 万兴喵影：专业的视频剪辑软件，AI 赋能加速发展	23
3.1.2 万兴播爆：出海营销神器，具有“多快好省”四大优势	25
3.2 绘图创意：智能化能力不断提升，全面助力高效办公	29
3.2.1 亿图系列产品：首个落地“文生流程图”的办公绘图软件	30
3.2.2 万兴爱画：支持文生图和图生图功能	30
3.3 文档创意：PDF 功能丰富，陆续引入 AIGC 功能	32
3.4 实用工具：性能不断优化，场景不断拓宽	33
4 底层技术构筑竞争壁垒，AIGC 应用遍地开花	34
4.1 发布“天幕”大模型，重塑“创意软件”，从技术到应用全方位赋能创作者	34
4.2 推出万兴 AI 开放平台（AI LAB），基于 API 接口赋能图像、音频、视频创作	37
4.3 推出多款 AI 应用：KWICUT、VIRLOOK 等	39
4.3.1 Kwicut：智能化轻量级视频剪辑工具，编辑文本即可编辑视频	40
4.3.2 Virtulook：多维赋能商家低成本、分钟级生成多元风格的高清商品图	41
5 投资建议	42
5.1 基本假设与营业收入预测	42
5.2 估值和投资建议	43
风险提示	44

图表目录

图表 1 万兴科技发展历程.....	6
图表 2 2022 年公司各业务占比情况.....	7
图表 3 万兴科技产品矩阵.....	8
图表 4 万兴科技股权结构（截至 2023 年三季度）.....	9
图表 5 2018 至 2023Q3 万兴科技营收情况.....	9
图表 6 2018 至 2023Q3 万兴科技归母净利润情况.....	9
图表 7 2021H1 至 2023H1 万兴科技订阅收入占比与订阅续约率.....	10
图表 8 2018 至 2022 万兴科技分业务营收占比.....	10
图表 9 2018 至 2022 万兴科技分地区营收占比.....	10
图表 10 2018 至 2023Q3 万兴科技毛利率与净利率.....	11
图表 11 2018 至 2023Q3 万兴科技费用率情况.....	11
图表 12 2018 至 2023Q3 万兴科技研发费用情况.....	11
图表 13 2018 至 2023Q3 万兴科技研发人员及占比.....	11
图表 14 万兴科技主要研发项目情况.....	12
图表 15 万兴科技拟定增资金用途.....	13
图表 16 2018 至 2023H1 万兴科技广告宣传费情况.....	13
图表 17 2018 至 2023H1 万兴科技销售费用情况.....	13
图表 18 万兴科技主要的线上推广方式.....	14
图表 19 GEMINI 包含 ULTRA、PRO 和 NANO 三个版本.....	15
图表 20 GEMINI ULTRA、PRO 和 NANO 三个版本主要用途.....	15
图表 21 GEMINI 根据指示教工作人员“鸭子”的普通话发音并解释汉语声调.....	16
图表 22 GEMINI 与 GPT-4 对比多模态能力突出.....	17
图表 23 2023 年 ADOBE 各业务收入占比.....	18
图表 24 ADOBE CREATIVE CLOUD 创意云.....	18
图表 25 ADOBE DOCUMENT CLOUD 文档云.....	19
图表 26 ADOBE EXPERIENCE CLOUD 体验云.....	19
图表 27 2008 至 2023 年 ADOBE 营收情况.....	20
图表 28 2008 至 2023 年 ADOBE 净利润情况.....	20
图表 29 2011 至 2023 年 ADOBE 订阅收入占比不断提高.....	20
图表 30 2011 至 2023 年 ADOBE 分地区营收占比.....	20
图表 31 2014 至 2023 年 ADOBE 订阅收入拆分.....	21
图表 32 ADOBE FIREFLY 功能.....	22
图表 33 万兴喵影 AI 功能.....	24
图表 34 万兴科技 FILMORA 13 内置创作助手 COPILOT.....	25
图表 35 万兴喵影与 FILMORA 定价.....	25
图表 36 万兴播爆：AIGC“真人”短视频出海营销神器.....	26
图表 37 万兴播爆：四大优势助力跨境爆单.....	26
图表 38 万兴播爆：上百套专业级模板，覆盖不同场景视频需求.....	27
图表 39 万兴播爆：超逼真数字人，满足各类口播视频.....	27
图表 40 万兴播爆：输入关键词，AI 快速生成脚本.....	28
图表 41 万兴播爆 iOS、ANDROID、WIN、WEB 多端权益互通.....	28

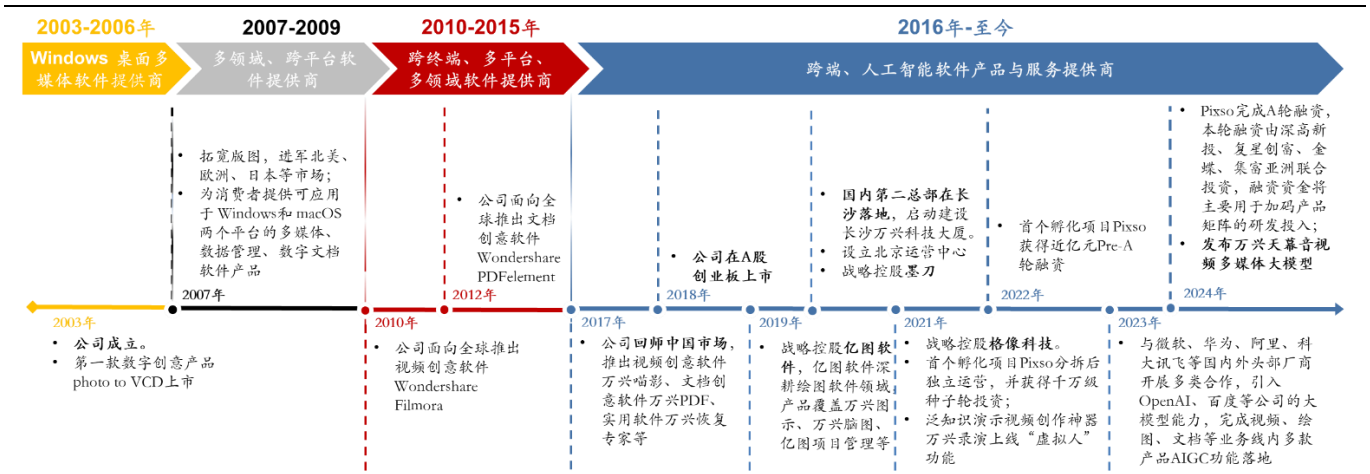
图表 42 万兴播爆国内版本收费模式	29
图表 43 万兴播爆内海外收费模式	29
图表 44 万兴科技绘图创意相关产品功能迭代	30
图表 45 万兴图示操作简单，轻松上手	30
图表 46 亿图图示 AI 问答、AI 绘画、AI 一键制图	30
图表 47 万兴爱画文字生成图片：只需输入自然的语言文字，即可生成精美艺术作品	31
图表 48 万兴爱画图片生成图片：一键上传图像，将原片变次元佳作	31
图表 49 万兴爱画定价	31
图表 50 万兴 PDF 功能	32
图表 51 PDFELEMENT AI 功能	32
图表 52 万兴 PDF 定价	33
图表 53 万兴实用工具产品进展	33
图表 54 2024 年 1 月发布“天幕”大模型	34
图表 55 万兴天幕大模型 AI 创作《人生四季》	35
图表 56 万兴天幕大模型创作《女孩的一生》	35
图表 57 万兴“天幕”多媒体大模型算法通过备案	36
图表 58 万兴科技布与中广天择战略合作签约仪式	36
图表 59 万兴科技与华为云、马投算力合作签约仪式	36
图表 60 AI LAB 图像技术：将头像变成艺术人像风格	37
图表 61 AI LAB 自动抠图：利用 AI 识别图片中的主体，并自动提取，形成精准的像素级抠图	37
图表 62 AI LAB 图像增强：减少照片噪音并提高其质量	38
图表 63 万兴 AI 开放平台 API 调用价格	38
图表 64 万兴 AI 开放平台计费规则	39
图表 65 万兴科技 AIGC 已落地应用并规模化商用	39
图表 66 2023 年 9 月智能化轻量级视频剪辑工具 WONDERSHARE KWICUT 全球首发	40
图表 67 万兴科技 KWICUT 收费模式	40
图表 68 VIRTULOOK 生成免版权时装模特	41
图表 69 VIRTULOOK 生成产品背景	41
图表 70 万兴科技 VIRTULOOK 收费模式	41
图表 71 公司营业收入预测	43
图表 72 可比公司估值对比	43

1 万兴科技：国内数字创意领导者，全面拥抱 AIGC 加速发展

1.1 深耕数字创意二十载，视频和绘图创意为基本盘

深耕数字创意二十载，全面拥抱 AIGC。公司发展可大致分为四个阶段，1) 2003-2006 年，Windows 桌面多媒体软件提供商。2003 年公司成立，开发了第一款软件——数码故事（一款将数码照片简单编辑之后刻录成 DVD 的软件）。2) 多领域、跨平台软件提供商。2007 年公司拓宽版图，进军北美、欧洲、日本等市场；同时，为消费者提供可应用于 Windows 和 macOS 两个平台的多媒体、数据管理、数字文档软件产品。3) 2010-2015 年，跨终端、多平台、多领域软件提供商。2010 年，公司面向全球推出视频创意软件 Wondershare Filmora；2012 年，公司面向全球推出文档创意软件 Wondershare PDFelement。4) 2016 年-至今，跨端、人工智能软件产品与服务提供商。2017 年，公司回师中国市场，推出视频创意软件万兴喵影、文档创意软件万兴 PDF、实用软件万兴恢复专家等。近年来，公司战略控股亿图软件、墨刀、格像科技等公司；2022 年首个孵化项目 Pixso 获得近亿元 Pre-A 轮融资；2024 年，Pixso 再获国内多家机构认可，完成 A 轮融资。近日，公司发布万兴天幕音视频多媒体大模型，全面拥抱 AIGC，一方面大力推进 AI 新技术的研发探索，另一方面加快产品 AI 功能的优化、新增和 AIGC 创新产品的落地。

图表 1 万兴科技发展历程



资料来源：华安证券研究所整理

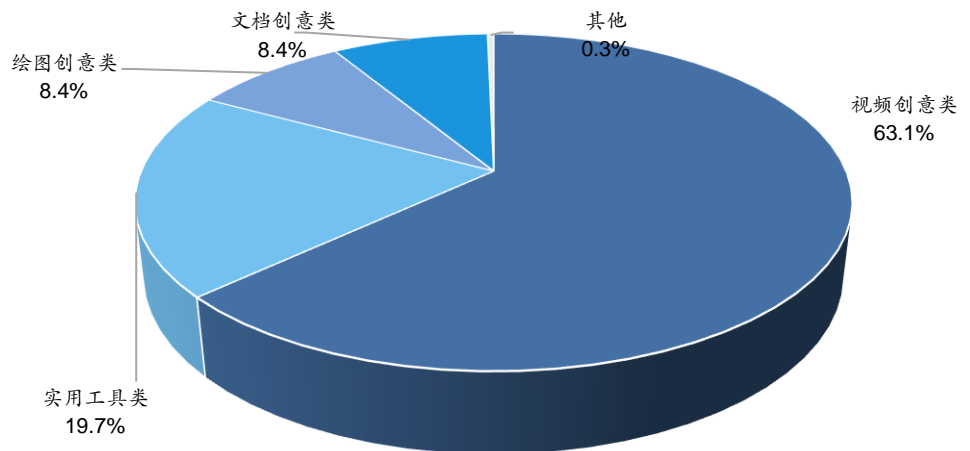
目前公司主要有视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大业务。2022 年在公司营收中的占比分别为 63%、19.7%、8.4%、8.4%。具体来看：

- 1) **视频创意**，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。包括万兴喵影、万兴播爆等音视频类产品，Sweet Selfie 与万兴爱画图片类产品，以及素材资源类产品万兴喵库。
- 2) **绘图创意**，为用户提供类型多样的绘图创意产品与服务解决方案，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。主要有亿图图示、亿图脑图等产品。

- 3) **文档创意**，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。
- 4) **实用工具**，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。

图表 2 2022 年公司各业务占比情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表3 万兴科技产品矩阵

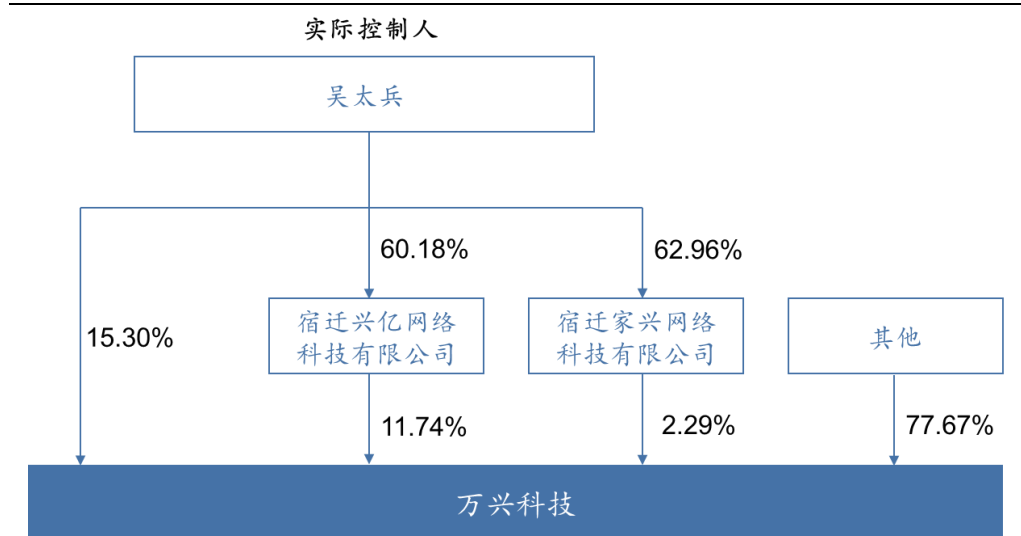
	产品图片	产品名称	功能简介
视频创意类		万兴喵影/Filmora	一款面向大众用户的进阶级视频编辑软件。通过丰富的专业功能和强大的 AI 能力，赋能视频剪辑创作工作流，帮助用户对视频、照片、音频等内容进行高质、高效的个性化编辑、制作和转换操作。
		万兴播爆/Virbo	一款自动化营销短视频创作工具，主要基于 AI、数字人技术，面向跨境营销和电商类用户提供本地化真人模特及海量素材模板，帮助用户高效、高质、批量产出营销类短视频内容。
		万兴录演/Democreator	一款一站式演示视频创作工具，支持高清屏幕录制，虚拟人演示功能等，同时内置丰富视频资源模板，广泛应用于教培、企宣及营销演示内容生产。
		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。
		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。
绘图创意类		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。
		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 对话等思维导图工具，帮助用户有序构建个人或团队的知识与想法。
		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。
文档创意类		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 PDF 阅读器/PDF Reader	一款流畅、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。
实用工具类		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。

资料来源：万兴科技 2023 年半年报，华安证券研究所

1.2 创始人控股，股权结构稳定

公司股权结构稳定，实控人持股比例高。公司实际控制人为吴太兵，直接持股 15.3%。宿迁兴亿网络科技有限公司和宿迁家兴网络科技有限公司为员工持股平台，吴太兵分别持股 11.74%和 2.29%。

图表 4 万兴科技股权结构（截至 2023 年三季度）

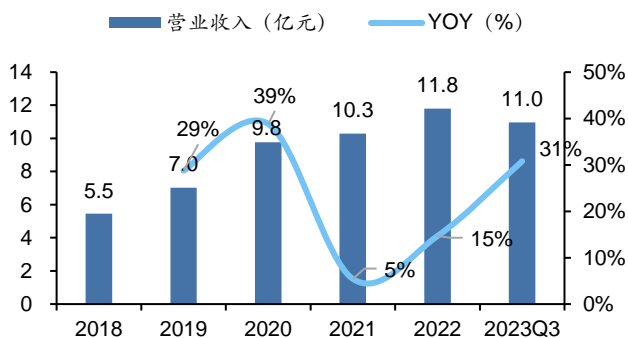


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 近 5 年营收复合增速达 21%，受益 AIGC 发展提速

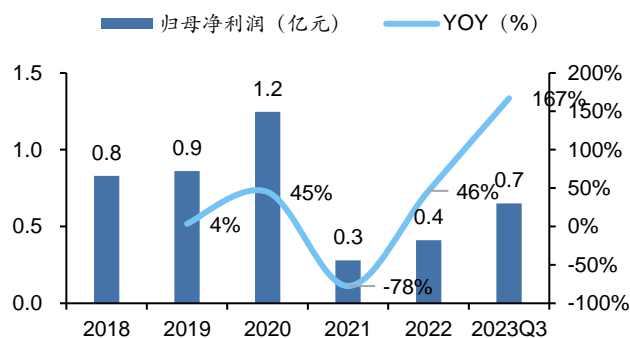
近 5 年营收复合增速达 21%，2023 年前三季度净利润同比增长 166.91%。营收方面，2018 至 2022 年公司营收由 5.46 亿元增长至 11.8 亿元，年复合增速达 21.25%；2023 年前三季度公司实现营收 10.96 亿元，同比增长 30.69%。其中，2021 年营收增速放缓至 5%，主要系：1) 公司加快推进订阅转型，订阅用户购买年/季/月费的价格低于软件许可价格，造成销售订单平均价格同比下降；2) 宏观经济波动，市场流量增速下降，同时市场竞争加剧，流量成本上升，使得营销费用增速快于营收增速；3) 报告期人民币汇率升值。利润方面，2023 年前三季度公司实现归母净利润 0.65 元，同比增长 166.91%。2021 年增速下滑主要系营收增速放缓以及持续加大研发投入。

图表 5 2018 至 2023Q3 万兴科技营收情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

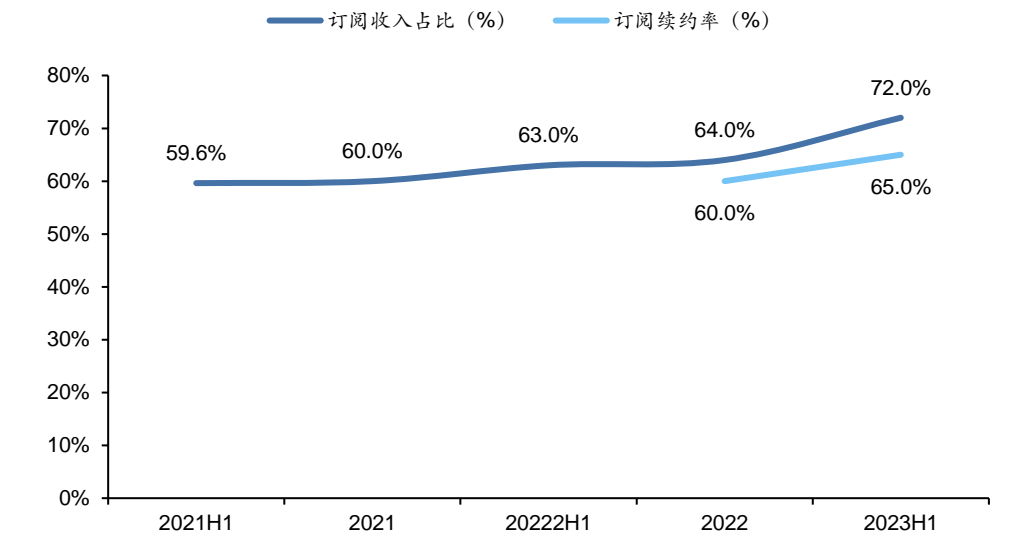
图表 6 2018 至 2023Q3 万兴科技归母净利润情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

进一步深化订阅转型进程，2023H1 订阅收入占比提升至 72%。公司于 2018 年推进业务模式升级，产品付费模式由传统 License 模式向 SaaS 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。根据 2023 年半年报，公司订阅收入占整体销售收入比例上升至 72%，订阅续约率提升至 65%。展望未来，公司订阅收入占比及订阅续约率有望随订阅转型的持续推进进一步提升。

图表 7 2021H1 至 2023H1 万兴科技订阅收入占比与订阅续约率

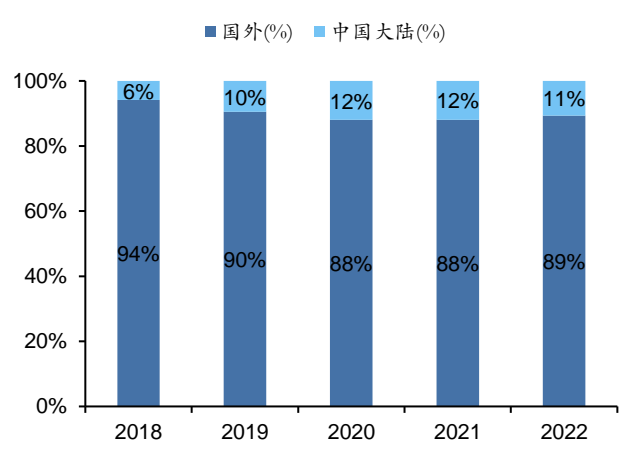
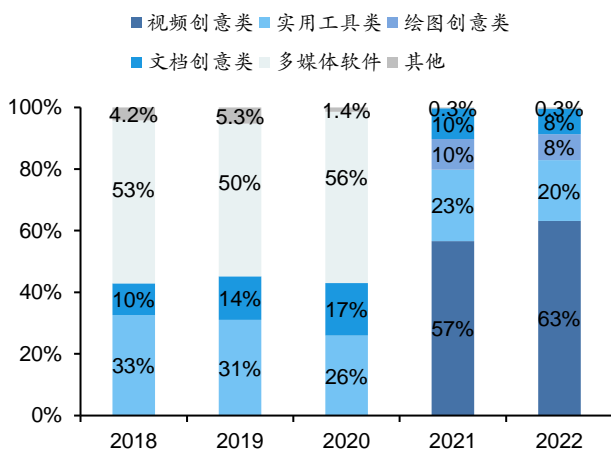


资料来源：公司公告，华安证券研究所

视频创意类产品占比超五成，海外收入占比较高。分业务来看，2022 年视频创意类和实用工具类是公司主要收入来源，分别占比 63%和 20%。分地区来看，公司海外收入占比近九成。

图表 8 2018 至 2022 万兴科技分业务营收占比

图表 9 2018 至 2022 万兴科技分地区营收占比

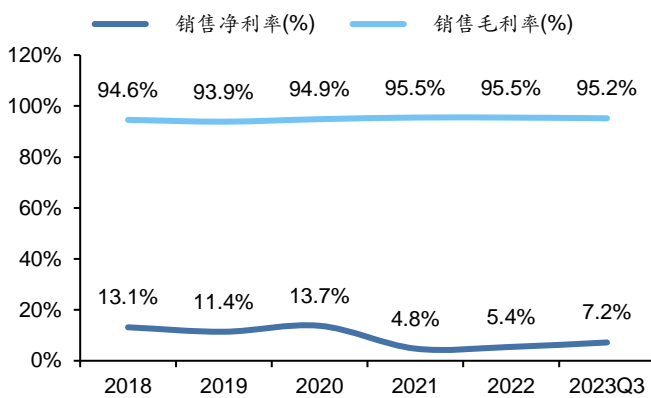


资料来源：WIND，华安证券研究所

资料来源：WIND，华安证券研究所

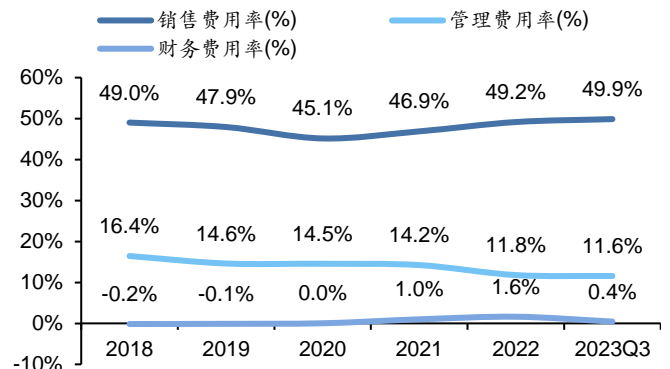
综合毛利率稳定在 95%左右，控费效果显著。毛利率方面，2018 年至今，公司综合毛利率稳定在 95%左右。费用方面，2023Q3 公司销售费用率为 49.9%，主要系广告及宣传费较高；公司管理费用率不断下降，2023Q3 为 11.6%，控费效果显著；2023Q3 财务费用率为 0.4%。

图表 10 2018 至 2023Q3 万兴科技毛利率与净利率



资料来源: WIND, 华安证券研究所

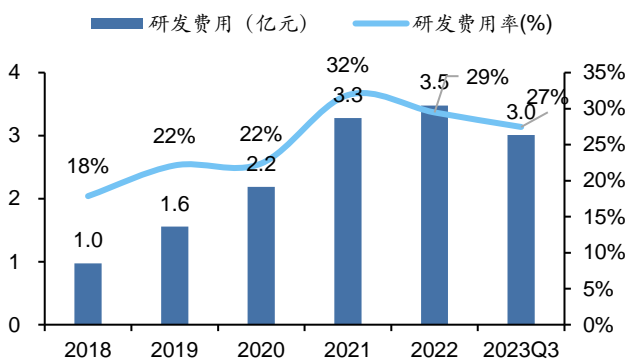
图表 11 2018 至 2023Q3 万兴科技费用率情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

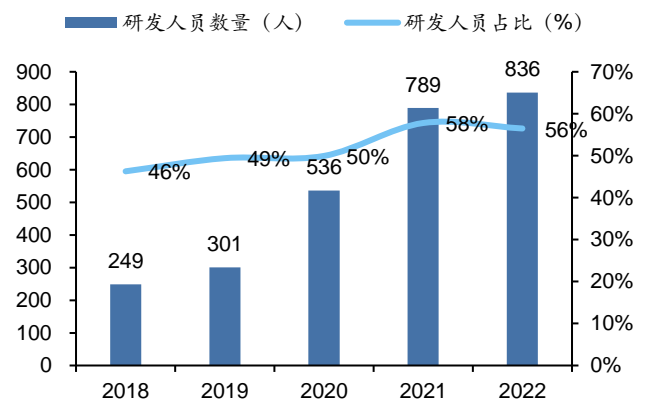
持续加大研发投入, 研发人员占比超五成。研发费用方面, 公司持续加大研发投入, 2023Q3 研发费用为 3.0 亿元, 研发费用率为 27.5%; 根据公司 2022 年年报, 公司目前研发投入主要在 AIGC 产品技术开发与应用, 万兴播爆产品的开发与上线等, 打造创新性的 AIGC 产品, 提供公司产品力与市场知名度。研发人员方面, 2022 年公司研发人员数量为 836 人, 占公司总人数的比例为 56%。

图表 12 2018 至 2023Q3 万兴科技研发费用情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 13 2018 至 2023Q3 万兴科技研发人员及占比



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 14 万兴科技主要研发项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
AIGC产品技术开发与应用	完成万兴爱画APP1.0开发与上线	进行中	完成产品对AIGC算法需求的研发与封装, 支撑输出AIGC产品落地计划	打造创新性的AIGC产品, 提升公司产品实力与市场知名度
AI云服务V2.0建设	完成AI云平台2.0的开发和上线	已完成	完成一批算法云端上线及云端产品接入	提升云端AI技术实力, 便于后续产品的高效调用
FilmoraV12.0开发与上线	完成Filmora12开发与上线	已完成	完成AI技术实现及功能升级, 创意内容的赋能	通过AI功能增加, 提升产品竞争力, 增强产品在视频创意领域的竞争优势
万兴播爆产品V1.0开发与上线	完成万兴播爆APP1.0的开发与上线	进行中	完成文字生成视频等AI技术研发与产品实现, 支撑产品功能的落地实现	打造AIGC领域视频内容生成类创新产品
Media.ioV6.0产品开发与上线	完成Media.io6.0开发与上线	已完成	完成在线视频编辑工具开发, 提升产品性能	支撑公司云端服务生态, 完成云端产品优化
WES4.5开发与应用	完成WESV4.5开发与上线	已完成	完成滤镜SDK化和自动化测试工厂的构建, 支撑Filmora12全球发布	提升SDK的性能和稳定性, 提升技术竞争力
PDFelementV9.0开发与上线	完成PDFelementV9.0开发与上线	已完成	更新产品底层, 完成多端升级和云端协同新版本发布	理清产品核心价值, 增加多端协同, 提升用户体验
EdrawMindV10.5开发与上线	完成EdrawMind桌面端V10.5国内及海外版开发与上线	进行中	完成应用层大纲技术重构、样式及交互革新, 新增多功能集成	丰富功能升级体验, 增强产品实力
墨刀原型V8.0中英文产品开发与上线	完成墨刀原型V8.0中英文版本开发与上线	进行中	提升原型国内推广曝光、提升注册用户、活跃用户数量	深化实时协同的技术积累、产品功能及价值优化
Dr.FoncV13开发与上线	完成桌面端、云端及APP端产品发布与上线	进行中	新增产品功能, 用户体验优化	提升核心竞争力, 挖掘产品新的增长点

资料来源: 万兴科技 2022 年年报, 华安证券研究所

公司 2023 年 6 月发布 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案, 拟定增不超过 11 亿元用于数字创意产品升级项目和数字创意技术研发项目。

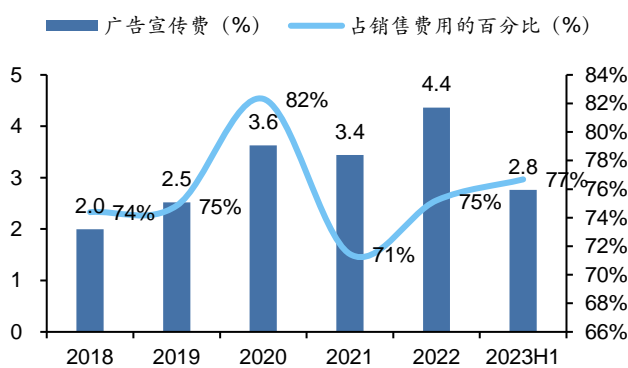
图表 15 万兴科技拟定增资金用途

项目名称	项目总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	比例	项目建设内容	建设期
数字创意产品 升级项目	7.83	6.10	55.40%	本项目拟在长沙新增建设研发办公场地、算力中心等，实现针对万兴喵影、万兴播爆、万兴PDF等产品的全面AI化升级。本项目的实施有助于公司相关产品加速实现各类AIGC相关新兴功能的开发落地，优化用户使用体验，提高客户满意度并增强客户黏性，促进公司业务规模扩张。其次，万兴播爆主要面向跨境营销和电商类用户提供一键文生视频制作工具，以及本地化数字虚拟人模特和海量素材模板。本项目的实施有助于万兴播爆充分利用生成式AI技术能力，持续开发创新型智能视频内容生成工具，帮助用户高效、高质、批量产出营销类AIGC短视频内容，从而快速拓展电商营销领域用户，扩大市场规模，进一步巩固公司行业领先地位。	3年
数字创意技术 研发项目	6.50	4.31	39.14%	本项目拟围绕AIGC等新兴技术领域，聚焦多模态视频创意大模型、跨模态音乐音效生成技术、面向特定场景的虚拟人技术应用等方向进行技术研发，有助于公司把握行业前沿技术发展趋势，加速对AIGC相关核心技术的突破，进一步丰富数字创意技术储备，巩固并提高核心竞争力。同时，公司拟通过本项目的实施新增建设算力中心，以满足因技术研发与产品创新而持续增加的算力消耗需求，助力公司后续新产品的研发落地。	3年
补充流动资金	0.60	0.60	5.46%	—	—
合计	14.93	11.01	100%	—	—

资料来源：公司公告，华安证券研究所

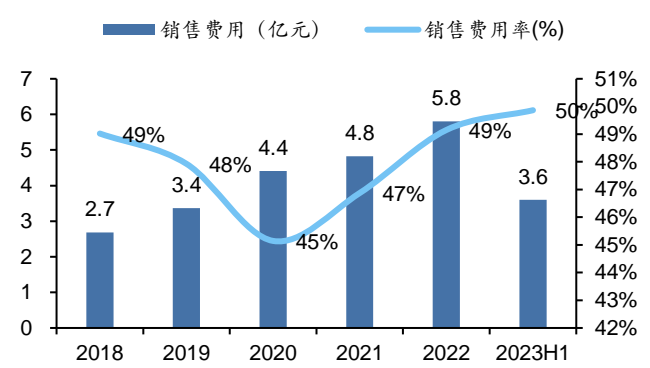
广告宣传费用方面，由于公司消费类软件产品以自建的电子商务平台为核心，主要通过搜索引擎优化、搜索引擎付费广告等网络营销渠道对外推广。公司广告宣传费占销售费用的比重在70%以上，主要系公司针对海外主流搜索引擎Google、Bing、Yahoo等投放的关键词广告费用。

图表 16 2018 至 2023H1 万兴科技广告宣传费情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 17 2018 至 2023H1 万兴科技销售费用情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

公司主要采用搜索引擎优化和搜索引擎付费广告为主的线上推广方式。结合公司产品特点和终端用户的特点，公司主要采用线上推广的方式进行产品营销。主要包括搜索引擎、第三方软件推广平台以及其他营销推广方式。

图表 18 万兴科技主要的线上推广方式

分类	推广方式	主要供应商名称
搜索引擎	<p>1) 搜索引擎付费广告: 一种通过在 Google 等搜索引擎投放关键字广告的付费网络推广方式。广告可以选择包括文字、图片及视频广告在内的多种形式, 基于每次有效点击付费。</p> <p>2) 搜索引擎优化: 一种利用搜索引擎的搜索规则提高网站在有关搜索引擎内排名的方式, 无需就搜索排名向 Google 等搜索引擎支付费用。</p>	Google Bing Yahoo
第三方软件推广平台	<p>第三方软件推广平台营销: 第三方软件推广平台通过其线上推广渠道向最终客户展示发行人的软件产品, 并将潜在客户通过点击链接引流至发行人自营平台完成产品购买。</p>	Commission Junction Linkconnector Linkshare Shareasale
其他营销推广方式	<p>1) 社交媒体营销: 发行人在社交媒体网络上发布内容 (图文、视频等), 或者利用社交媒体互联网上的意见领袖、网络红人以及消费者发表的产品评论、博客、论坛、社交网络里的个人档案以及用户创作的视频文件等做营销推广的营销方式。</p> <p>2) 下载站点营销: 发行人与国际上较大型的下载网站合作, 在其网站内投放广告, 利用其网站的流量, 达到向目标用户推广公司产品的目的。</p> <p>3) 邮件营销: 发行人通过电子邮件的方式向目标用户传递信息的一种网络营销手段。</p>	——

资料来源: 万兴科技招股说明书, 华安证券研究所

2 多模态大模型不断突破，成长空间广阔

2.1 多模态大模型不断突破，AIGC 应用前景可期

多模态大模型不断突破，AIGC 应用前景可期。多模态大模型能够处理和理解多种类型的数据，如图像、文本、音频等，这种模型通常具有庞大的参数量和深度学习能力，使得它们在各种任务中表现出优越的性能。2023 年 12 月 6 日，谷歌发布其认为迄今为止规模最大、能力最强的 AI 模型 Gemini 1.0。Gemini 1.0 针对不同尺寸进行了优化，分别是：Ultra、Pro 和 Nano，能够从数据中心到移动设备的各种设备上高效运行。

图表 19 Gemini 包含 Ultra、Pro 和 Nano 三个版本



资料来源：IT 之家，华安证券研究所

图表 20 Gemini Ultra、Pro 和 Nano 三个版本主要用途

版本名称	主要用途
Gemini Nano	端侧设备上最高效的模型。专为智能手机设计，可以在没有连接外部服务器的情况下执行高效的 AI 处理任务。现已集成入 Pixel 8 Pro，可以支持录音应用中的“总结文本”功能，Gboard “智能回复”功能。从 WhatsApp 开始，明年还将扩展到更多应用。
Gemini Pro	运行在谷歌数据中心，适用于各种任务的最佳模型。从今天起为最新版本的 AI 聊天机器人 Bard 提供支持。它能够快速响应并理解复杂查询，是 Bard 推出以来的最大升级。目前为 170 多个国家和地区提供英语服务，计划未来几个月内支持新的语言和地区，并应用于搜索、广告、Chrome 和 Duet AI 等更多谷歌产品。
Gemini Ultra	规模最大且功能最强大的模型，专用于高度复杂的任务，会在完成当前测试阶段后的明年初向开发者和企业客户提供。届时还会推出基于 Gemini Ultra 的 Bard Advanced 更新版本。

资料来源：Google 官网，华安证券研究所

根据演示视频，Gemini 可根据指示教工作人员“鸭子”的普通话发音，还解释了汉语声调。

图表 21 Gemini 根据指示教工作人员“鸭子”的普通话发音并解释汉语声调



资料来源：Google DeepMind 官网，华安证券研究所

Gemini 与 GPT-4 对比多模态能力突出。谷歌表示，在对 Gemini 模型进行严格测试和性能评估后，从自然图像、音频和视频理解到数学推理，在被大型语言模型研究和开发中广泛使用的 32 项学术基准中，Gemini Ultra 的性能有 30 项都超越了目前 ChatGPT 代表的最先进水平。多模态能力上，Gemini Ultra 在新的 MMMU 基准测试中获得 59.4% 的 SOTA 分数，超过了 OpenAI 多模态版本 GPT-4V 的 56.8%。在图像基准测试中，即使没有采用对象字符识别 (OCR) 系统辅助，仅通过分析像素信息，Gemini Ultra 的表现还是超过了以往所有模型。音频测试方面，Gemini 的自动语音识别和自动语音翻译分数均高于接入 GPT-4 的 Whisper 系统。

图表 22 Gemini 与 GPT-4 对比多模态能力突出

MULTIMODAL			Gemini	GPT-4V
Capability	Benchmark	Description Higher is better unless otherwise noted		Previous SOTA model listed when capability is not supported in GPT-4V
Image	MMMU	Multi-discipline college-level reasoning problems	59.4% 0-shot pass@1 Gemini Ultra (pixel only*)	56.8% 0-shot pass@1 GPT-4V
	VQAv2	Natural image understanding	77.8% 0-shot Gemini Ultra (pixel only*)	77.2% 0-shot GPT-4V
	TextVQA	OCR on natural images	82.3% 0-shot Gemini Ultra (pixel only*)	78.0% 0-shot GPT-4V
	DocVQA	Document understanding	90.9% 0-shot Gemini Ultra (pixel only*)	88.4% 0-shot GPT-4V (pixel only)
	Infographic VQA	Infographic understanding	80.3% 0-shot Gemini Ultra (pixel only*)	75.1% 0-shot GPT-4V (pixel only)
	MathVista	Mathematical reasoning in visual contexts	53.0% 0-shot Gemini Ultra (pixel only*)	49.9% 0-shot GPT-4V
Video	VATEX	English video captioning (CIDEr)	62.7 4-shot Gemini Ultra	56.0 4-shot DeepMind Flamingo
	Perception Test MCQA	Video question answering	54.7% 0-shot Gemini Ultra	46.3% 0-shot SeVILA
Audio	CoVoST 2 (21 languages)	Automatic speech translation (BLEU score)	40.1 Gemini Pro	29.1 Whisper v2
	FLEURS (62 languages)	Automatic speech recognition (based on word error rate, lower is better)	7.6% Gemini Pro	17.6% Whisper v3

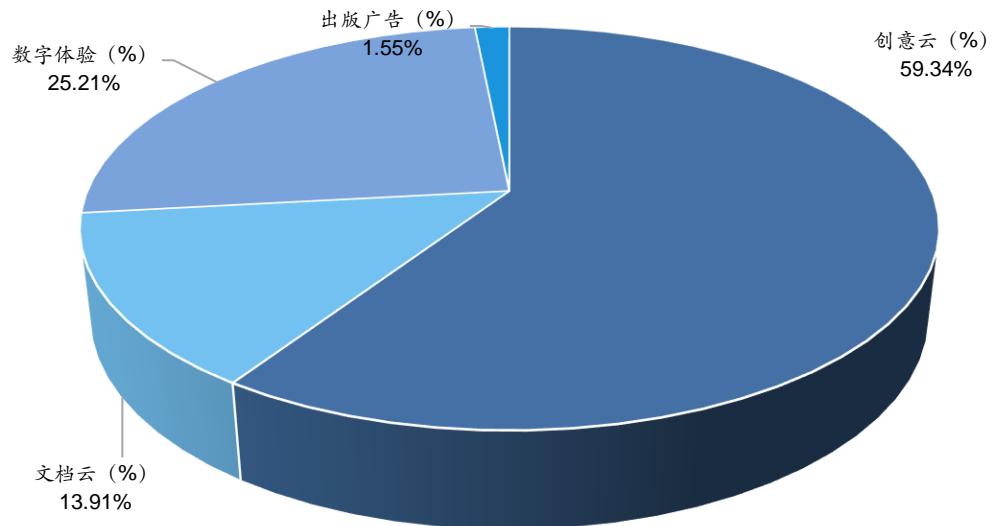
*Gemini image benchmarks are pixel only—no assistance from OCR systems

资料来源: Google DeepMind 官网, 华安证券研究所

2.2 对标 Adobe，公司未来成长潜力较大

创意云 (Creative Cloud) 是 Adobe 的第一大收入来源。目前 Adobe 主要有数字媒体 (Digital Media)、数字体验 (Digital Experience) 和出版广告 (Publishing and Advertising) 三大业务其中，数字媒体包括创意云 (Creative Cloud) 和文档云 (Document Cloud)。根据公司 2023 年财报，创意云是公司的第一大收入来源，2023 年创意云的收入占公司总收入的比重为 59.3%，文档云的占比为 13.9%，数字体验的占比为 25.1%，出版广告的占比为 1.6%。

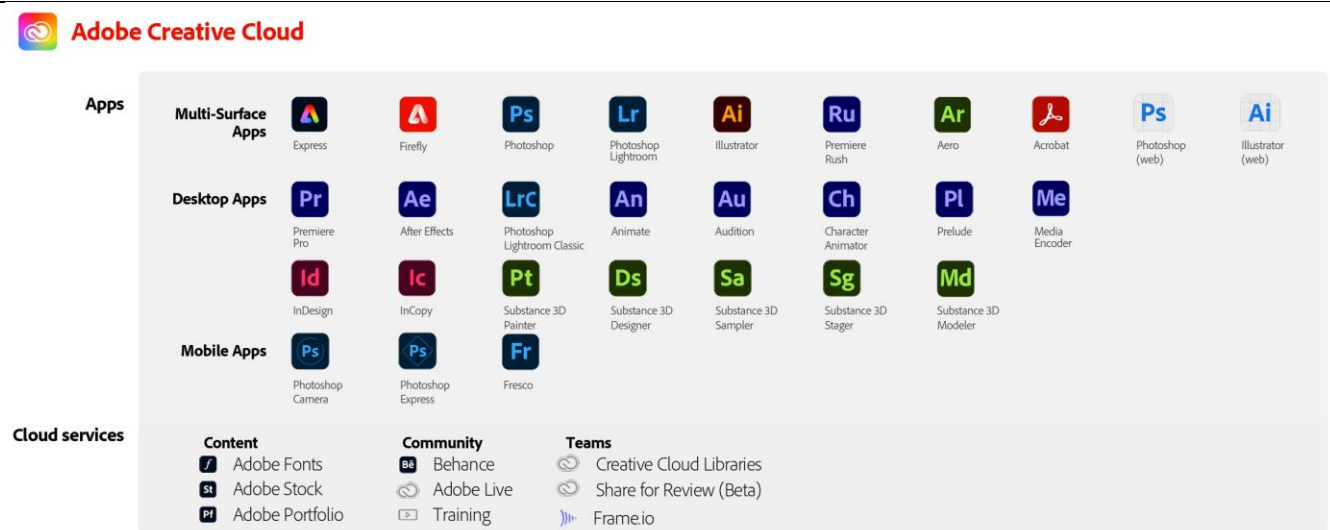
图表 23 2023 年 Adobe 各业务收入占比



资料来源：Adobe 财报，华安证券研究所

Adobe Creative Cloud (创意云)，主要包括图像处理软件 Photoshop、Illustrator 等，视频处理软件 PremierePro、After Effects 等，平面设计软件 InDesign 等。

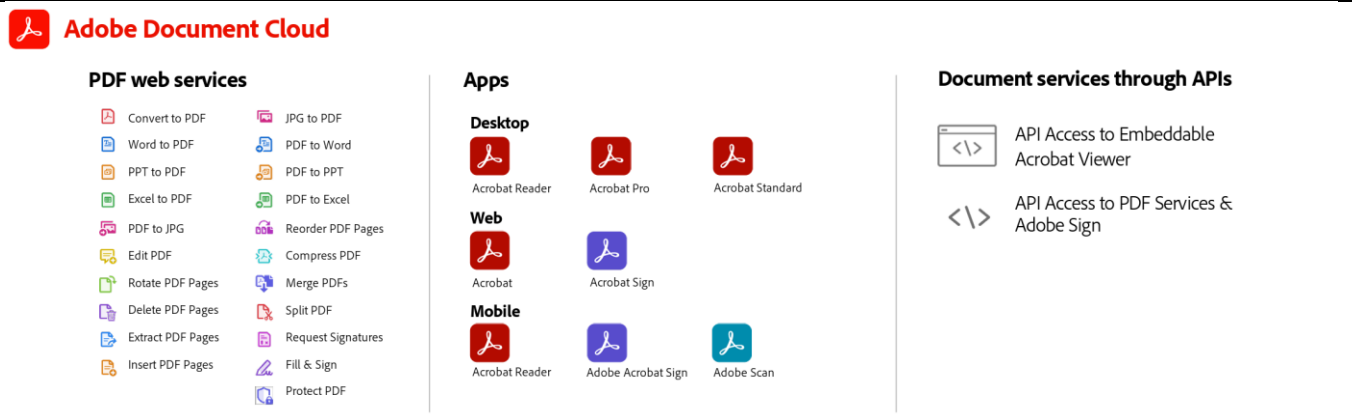
图表 24 Adobe Creative Cloud 创意云



资料来源：Adobe 官网，华安证券研究所

Adobe Document Cloud (文档云), 主要包括 PDF 阅读器 Acrobat Reader, 编辑器 Acrobat Standard, 电子签名软件 Sign 以及文件扫描软件 Scan 等。

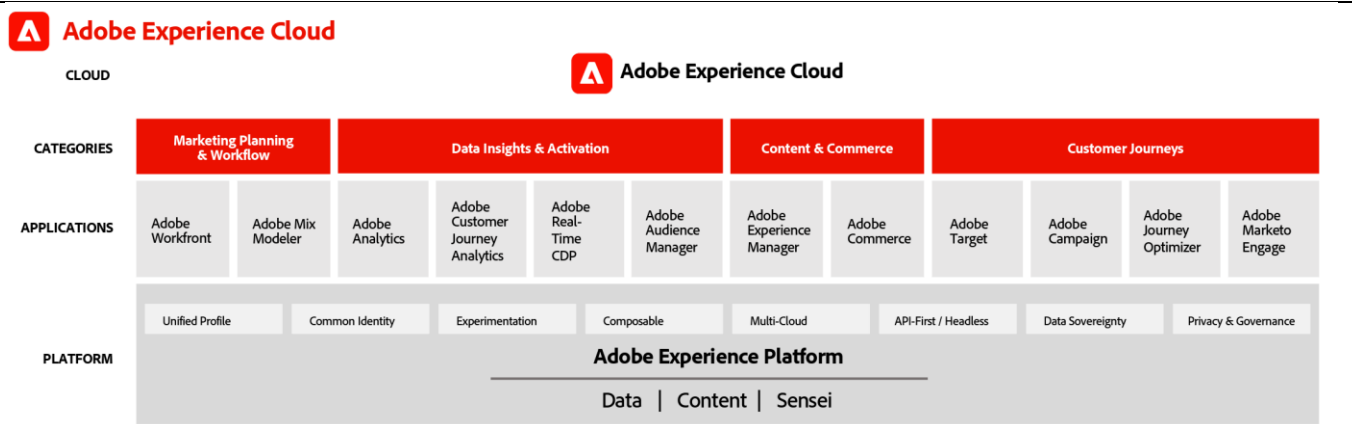
图表 25 Adobe Document Cloud 文档云



资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

Adobe Experience Cloud (体验云), 为客户提供营销、分析、广告等数字营销解决方案。主要产品包括客户体验分析 Customer Journey Analytics、客户数据平台 Real-Time Customer Data Platform (CDP)、营销活动管理 Marketo Engage 等。

图表 26 Adobe Experience Cloud 体验云

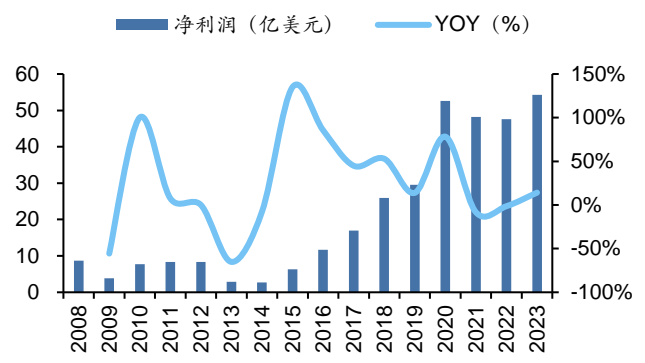
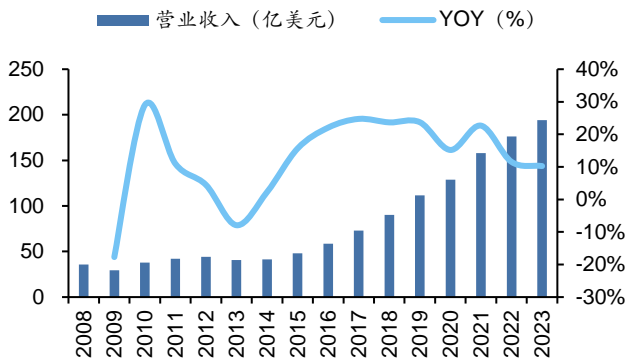


资料来源: Adobe 官网, 华安证券研究所

云转型初期公司业绩承压, 2015 年起云转型效果显现。2009 年受全球经济危机的影响, 客户在一次性软件投入的资金预算收紧, 更新版本需求较低, 公司业绩负增长。2013 年 5 月, 在当年的 Adobe MAX 大会, Adobe 宣布停止更新永久许可证类型的 Creative Suite, 未来所有产品都作为云产品提供。云转型初期, 公司业绩承压, 2015 年起, 公司业绩恢复高速增长, 2015 年至 2023 年, 公司营收复合增速达 19.1%; 利润复合增速达 30.9%。

图表 27 2008 至 2023 年 Adobe 营收情况

图表 28 2008 至 2023 年 Adobe 净利润情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

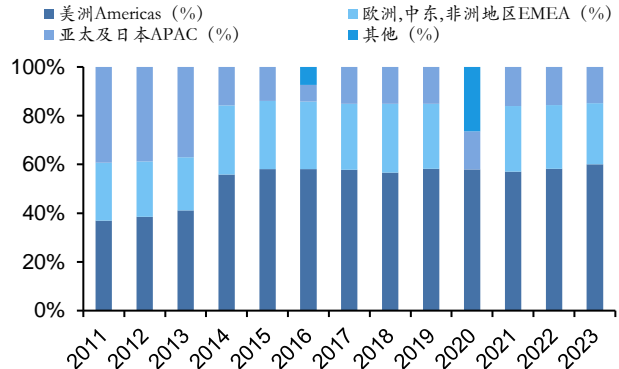
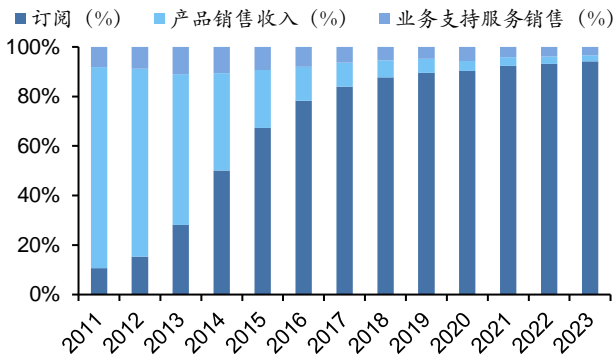
资料来源: WIND, 华安证券研究所

订阅收入占比不断提升, 2023 年订阅收入占比达 94%。从收入形态来看, 2011 年至 2023 年公司订阅收入占比逐渐提升, 2014 年订阅收入占比为 50.1%, 首次占比超过一半; 2016 年快速提升至 67.2%; 近年来, 公司订阅收入占比不断提升, 2023 年达 94.2%。

从收入的地区分布来看, 公司营收主要分布在美洲。2023 年来自美洲的收入占比为 60%, 欧洲、中东、非洲地区的占比为 25%, 亚太及日本区域的占比为 15%。

图表 29 2011 至 2023 年 Adobe 订阅收入占比不断提高

图表 30 2011 至 2023 年 Adobe 分地区营收占比

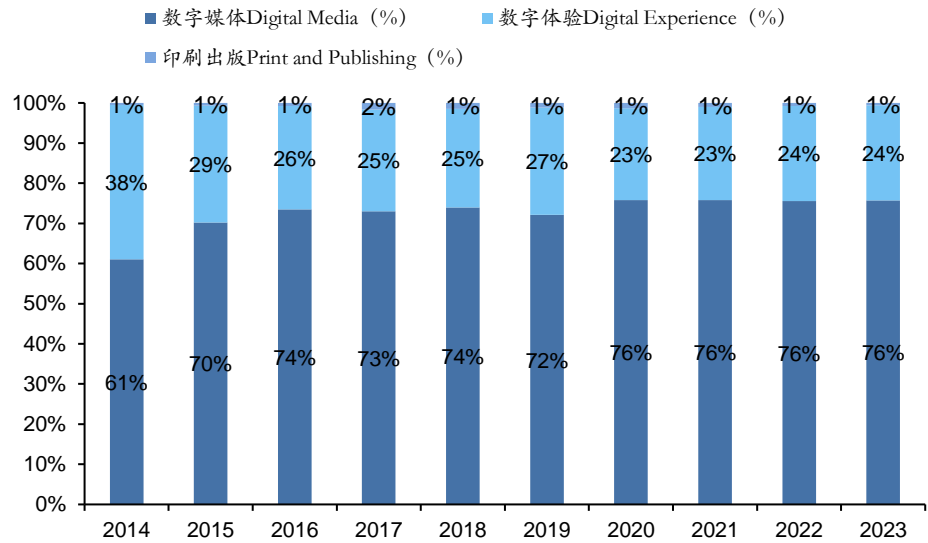


资料来源: WIND, 华安证券研究所

资料来源: WIND, 华安证券研究所

进一步的, 从订阅形式的收入拆分来看, 2023 年数字媒体 Digital Media、数字体验 Digital Experience 和印刷出版 Publishing and Advertising 的分别占订阅收入的比例为 75.7%、23.7%和 0.6%。

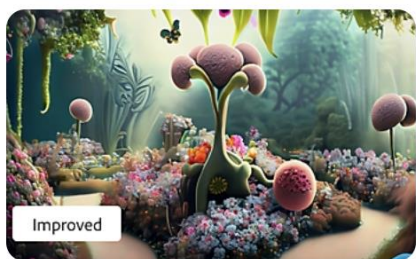
图表 31 2014 至 2023 年 Adobe 订阅收入拆分



资料来源: Adobe 财报, 华安证券研究所

发布生成式人工智能模型 Adobe Firefly, Firefly 已嵌入 Adobe Photoshop 等应用。2023 年 3 月, Adobe 发布了生成式人工智能模型 Adobe Firefly。Firefly 是一个基于文本的图像生成和编辑模型, 它可以根据用户输入的文字描述, 快速而精准地生成高质量的图像内容。目前, Firefly 上线了文字转图像、生成式填充、文字效果处理、生成式重新上色、以 3D 建立影像、扩展图像等功能。目前, Firefly 已嵌入 Adobe Express、Adobe Photoshop、Adobe Illustrator 等应用。展望未来, Adobe Firefly 有望与 Adobe 旗下的更多创意软件无缝集成, 为用户提供无限的创作可能。

圖表 32 Adobe FireFly 功能



以文字建立影像

透過詳細的文字描述生成影像。

運用 Firefly 創作



生成填色

使用筆刷移除物件，或繪製新物件。

運用 Firefly 創作



文字效果

對文字和片語套用樣式或質感。

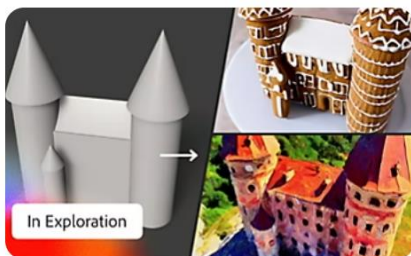
運用 Firefly 創作



生成式重新上色

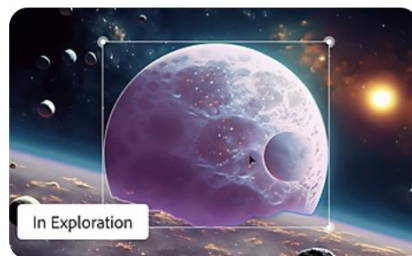
為您的向量圖稿生成顏色變化版本。

運用 Firefly 創作



以 3D 建立影像

透過 3D 元素的互動式定位來產生影像。



Project Stardust

將影像中的任何物件移至任何位置。

搶先觀看

資料來源：Adobe 官網，華安證券研究所

3 四大产品矩阵不断更新迭代，AI 赋能下竞争力提升

3.1 视频创意：持续夯实视频技术底座，全面拥抱 AIGC 时代机遇

3.1.1 万兴喵影：专业的视频剪辑软件，AI 赋能加速发展

万兴喵影/Filmora 通过丰富的专业功能和强大的 AI 能力，赋能视频剪辑创作 workflow，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。近年来，公司进一步加强视频调色、增强等 AI 算法，优化渲染引擎，创新性地在视频剪辑软件内上线 AIGC 图片生成功能，为用户提供个性化创意灵感；海外版产品集成 OpenAI 技术增加文案辅助创作功能，可支撑生成包括图片素材、视频脚本、字幕、描述等在内的各种内容。具体来看，万兴喵影的 AI 功能包括 AI 文字快剪、AI 智能人声分离、AI 智能遮罩、AI 写文案与智能抠图。

图表 33 万兴喵影 AI 功能

New

AI智能文字快剪

- 将视频音频中的口语转换为文本
- 在内置的文本编辑器中编辑文本
- 将音频更快速准确地转化为文本
- 更高效方便地在视频中添加字幕

立即下载
购买会员

New

AI智能人声分离

- 将人声与背景音乐分开
- 从音频中提取无伴奏合唱
- 去除人声从而进行自由配音
- 删除人声的同时保持高质量的音频

立即下载
购买会员

New

AI智能遮罩

- 只需轻松一划即刻生成免遮罩
- 智能识别画面中的物体
- 自动生成遮罩蒙版来增强效果
- 便于创建丰富的视频转场、调色等效果

立即下载
购买会员

Hot

AI写文案

- 从AI生成的脚本中获得灵感
- 涵盖6种类型，完美适用各种场景
- 在视频编辑过程中智能生成所需文案
- 使用 AI 生成自媒体等各种标题和描述

立即下载
购买会员

首页 > AI功能页 > 智能抠图






Hot

智能抠图

智能抠图可以精确识别需要保留的主体，并移除多余背景。

立即下载
购买会员

产品支持:

资料来源: 万兴科技官网, 华安证券研究所

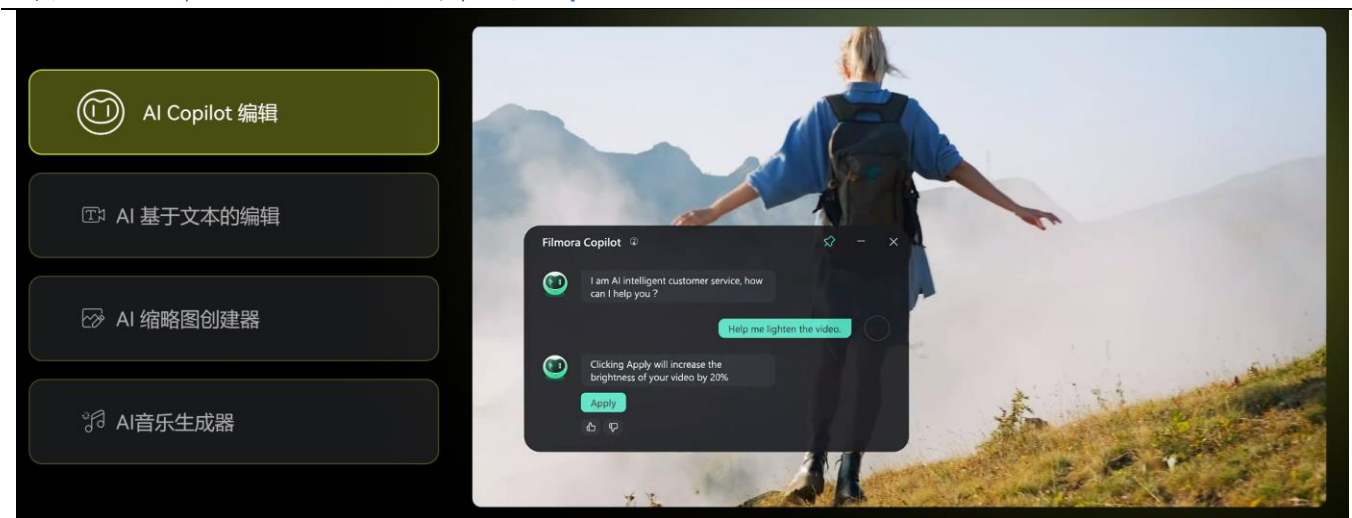
敬请参阅末页重要声明及评级说明

24 / 46

证券研究报告

Filmora 不断更新迭代，Filmora 13 内置创作助手 Copilot。2023 年 10 月 29 日，万兴科技 AI 视频创作软件 Wondershare Filmora 13 全球重磅发布。Wondershare Filmora 13 内置创作助手 Copilot，用户通过与 AI 助手对话可快速获取信息辅助创作，甚至可使用 Copilot 提供的一键助力功能，快速完成剪辑创作。此外，Wondershare Filmora 13 还重磅上线了 AI 文本成片、AI 音乐生成器等 AI 生成功能，以及 AI 文字快剪、智能人声分离、AI 智能遮罩等 AI 智能编辑功能，从内容生成、音视频剪辑到交互方式迎来多元 AI 化，赋能全球创作者进一步降低视频创作门槛、提升视频创作效率。同时，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。

图表 34 万兴科技 Filmora 13 内置创作助手 Copilot



资料来源：Filmora 官网，华安证券研究所

定价方面，万兴喵影与 Filmora 推出了针对个人和企业的不同订阅方案，其中 Filmora 个人会员还有一次性付款 79.99 美元的永久计划。此外，公司还推出了万兴喵影与万兴优转以及万兴录演的视频组合会员，以满足不同客户的需求，同时通过产品组合销售加速产品推广。

图表 35 万兴喵影与 Filmora 定价

产品	个人会员	企业会员	视频组合会员
万兴喵影	269元/年 (22.5元/月) 419元/3年 (11.6元/月) 599元/5年 (9.9元/月)	3299元/年 (1账号/1年，支持同时登录5台设备，每月可更换设备)	万兴喵影+万兴优转: 319元/年 (26.58元/月) 万兴喵影+万兴录演299元/年 (24.92元/月)
Filmora	跨平季度台计划29.99美元/季度 跨平台年度计划49.99美元/年 永久计划79.99美元 (一次性付款)	155.88美元/年/用户	—

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

3.1.2 万兴播爆：出海营销神器，具有“多快好省”四大优势

万兴播爆是万兴科技基于二十多年视频创意和出海实战经验沉淀，结合 AIGC、数字虚拟人和短视频制作多元技术，打造的新一代出海营销神器，**具有高人效、短周期、低成本等特点**，可有效解决企业出海时面临的外籍主播难找、多语言难适配、制作周期长、成本居高不下等诸多难题。

图表 36 万兴播爆：AIGC “真人”短视频出海营销神器



资料来源：万兴科技公众号，华安证券研究所

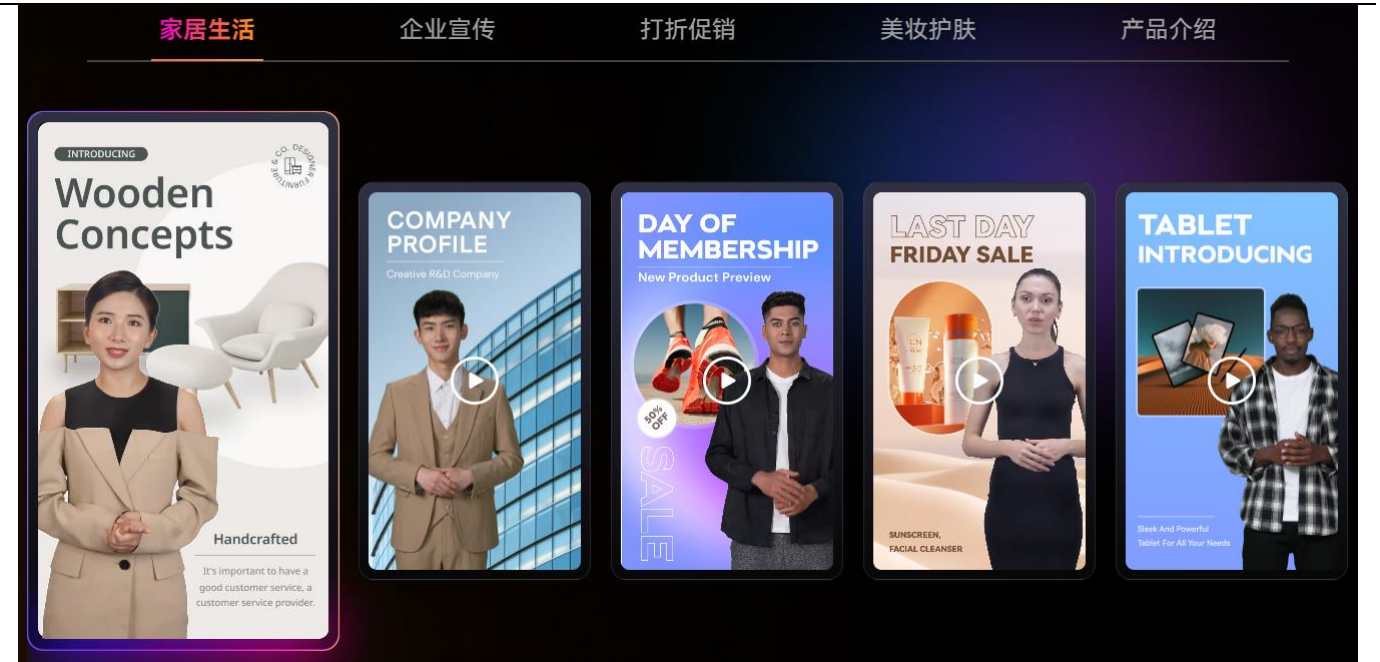
图表 37 万兴播爆：四大优势助力跨境爆单



资料来源：万兴科技公众号，华安证券研究所

素材方面，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视频模板和10万+资源素材，满足各类行业需求。

图表 38 万兴播爆：上百套专业级模板，覆盖不同场景视频需求



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

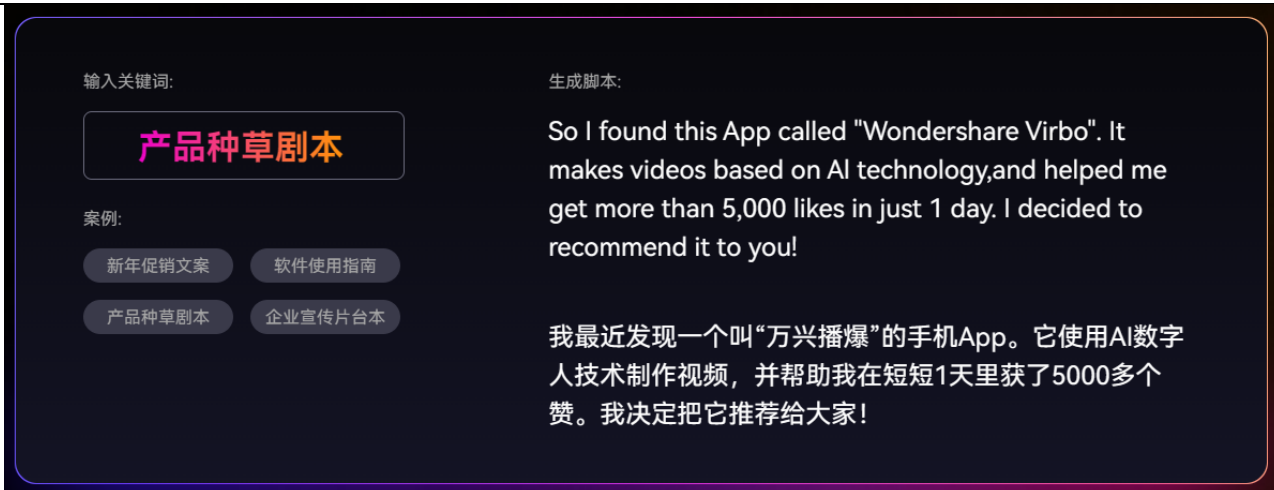
技术方面，万兴播爆通过对抗生成、唇形迁移、口型矫正等领先的 AI 技术，打造媲美真人的 60+ 多国籍数字人形象、120+ 国家语种多音色适配，涵盖男女老少及海内外等多人群、多肤色，几分钟即可一键生成 AIGC “真人” 出海营销短视频。

图表 39 万兴播爆：超逼真数字人，满足各类口播视频



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

图表 40 万兴播爆：输入关键词，AI 快速生成脚本



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

系统支持方面，iOS、Android、Win、Web 多端权益互通，购买一个会员享受多端会员权益。

图表 41 万兴播爆 iOS、Android、Win、Web 多端权益互通

功能	万兴播爆桌面版 适用于Windows的数字人 口播视频创作工具	万兴播爆手机版 适用于iOS和Android手机的数字人 口播视频创作工具	万兴播爆在线创作 适用于云端处理的数字人 口播视频创作工具
AI智能脚本生成 (Beta)	✓	✓	✓
文本转语音	✓	✓	✓
200+ 免版权多国籍数字人	✓	✓	✓
120+ 标准语言声音	✓	✓	✓
180+ 专业级模版	✓	✓	✓
免版权音乐资源库	✓	✓	✓
海量视频创作素材	✓	✓	✓
1080P高清视频导出	✓	✓	✓
	免费下载	免费下载	在线创作

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

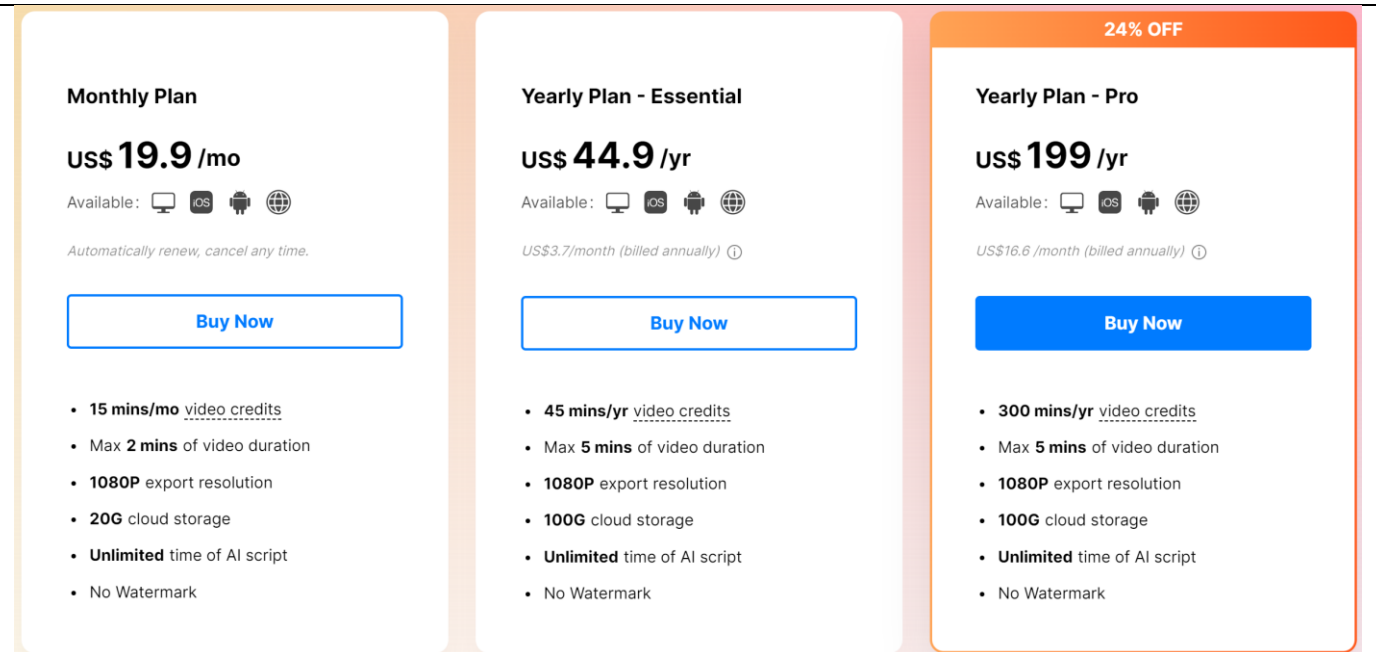
定价方面，万兴播爆国内版本有年度会员/季度会员/月度会员，对应不同的权益；海外版有月度/年度（专业）/年度（pro）会员。

图表 42 万兴播爆国内版本收费模式

权益对比	年度会员 ¥999	季度会员 ¥358	月度会员 ¥128	免费 ¥0
免费资源	✓	✓	✓	✓
VIP专属资源(持续更新)	✓	✓	✓	✓
免费模板	✓	✓	✓	✓
VIP专属模板(持续更新)	✓	✓	✓	✓
AI脚本生成次数	不限	不限	不限	20次
导出视频总时长	360分钟	60分钟	20分钟	2分钟
存储空间	100G	30G	10G	512M
单次导出最大时长	5分钟	2分钟	2分钟	30秒
分辨率	1080P	1080P	1080P	720P
储存空间	100G	30G	1G	512M
去水印	✓	✓	✓	×





资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

图表 43 万兴播爆内海外收费模式



Monthly Plan

US\$ 19.9 /mo

Available:    





Automatically renew, cancel any time.

Buy Now

- 15 mins/mo video credits
- Max 2 mins of video duration
- 1080P export resolution
- 20G cloud storage
- Unlimited time of AI script
- No Watermark

Yearly Plan - Essential

US\$ 44.9 /yr

Available:    

US\$3.7/month (billed annually) ⓘ





Buy Now

- 45 mins/yr video credits
- Max 5 mins of video duration
- 1080P export resolution
- 100G cloud storage
- Unlimited time of AI script
- No Watermark

24% OFF

Yearly Plan - Pro

US\$ 199 /yr

Available:    

US\$16.6 /month (billed annually) ⓘ

Buy Now

- 300 mins/yr video credits
- Max 5 mins of video duration
- 1080P export resolution
- 100G cloud storage
- Unlimited time of AI script
- No Watermark

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

3.2 绘图创意：智能化能力不断提升，全面助力高效办公

公司不断提升绘图产品智能化能力，增加智能生成、分析和展示等 AI 功能，增强用户粘性，提升用户体验，2023 年上半年该产品线营收同比增长 37%。

3.2.1 亿图系列产品：首个落地“文生流程图”的办公绘图软件

亿图系列产品：亿图图示/EdrawMax 和亿图脑图/EdrawMind 紧跟 AIGC 技术发展趋势，引入大语言模型进行产品创新，实现了 AI 内容生成及一键生成思维导图、列表、文本形式等的文生图能力，成为首个落地“文生流程图”的办公绘图软件，并持续进行迭代优化，陆续实现 AI 连续对话、预设场景、语言翻译、智能注释等深度 AI 功能。2023 年 7 月移动端产品再度新增语音交互、自定义 AI 场景等 AI 能力。

图 44 万兴科技绘图创意相关产品功能迭代



图 5 亿图脑图—一键 AI 生成内容与思维导图



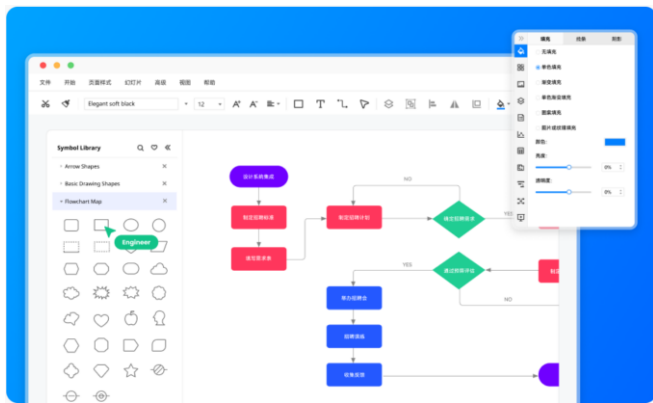
图 6 亿图图示—一键整理和智能诊断



图 7 墨刀—AI 生成原型页面

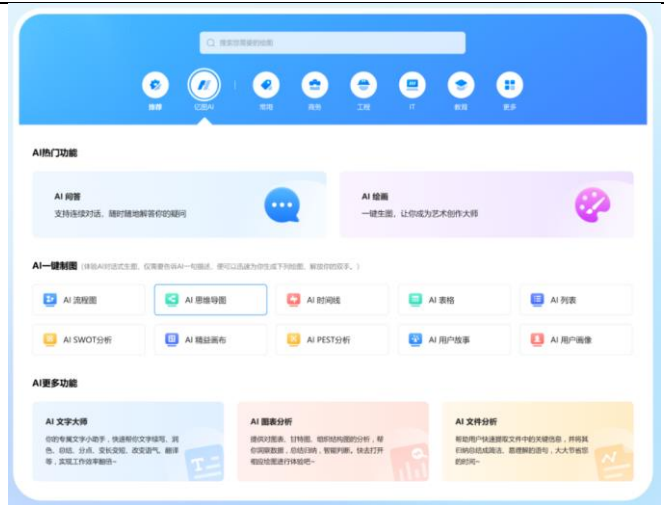
资料来源：万兴科技 2023 年半年报，华安证券研究所

图 45 万兴图示操作简单，轻松上手



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

图 46 亿图图示 AI 问答、AI 绘画、AI 一键制图



资料来源：亿图软件公众号，华安证券研究所

3.2.2 万兴爱画：支持文生图和图生图功能

万兴爱画是一款高品质 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。主要功能包括文字生成图片和图片生成图片，作品风格包括通用、经典、二次元增强、写实 2.5D、超彩、粉彩等。目前，万兴爱画支持 Android、iOS 和小程序应用。

图表 47 万兴爱画文字生成图片：只需输入自然的语言文字，即可生成精美艺术作品



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

图表 48 万兴爱画图片生成图片：一键上传图像，将原片变次元佳作



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

从定价来看，新用户登录可免费获得 5 次创作权益，登录用户每天赠送一定数量的免费创作机会。后续按照生成次数进行收费，基于万兴爱画生成内容的作品权利归用户所有。

图表 49 万兴爱画定价

10 次图片创作	30 次图片创作	100 次图片创作
5 元	12 元	20 元
(0.5 元/次)	(0.4 元/次)	(0.2 元/次)

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

3.3 文档创意：PDF 功能丰富，陆续引入 AIGC 功能

适合所有设备的智能 PDF 解决方案，产品不断更新。2022 年，万兴 PDF/PDFelement 完成桌面端 9.0 大版本，ios 移动端 3.0 版本，云端产品 HiPDF 3.0 版本多端产品的全面更新，重塑信息架构，引入 AI 技术，新增翻译等专业功能，构建夯实现档上云、文档共享，文档同步的“Win+Mac+云”三端一体服务体系，优化界面设计，初步实现从 PDF 处理工具向一体化的智慧文档服务的转型。

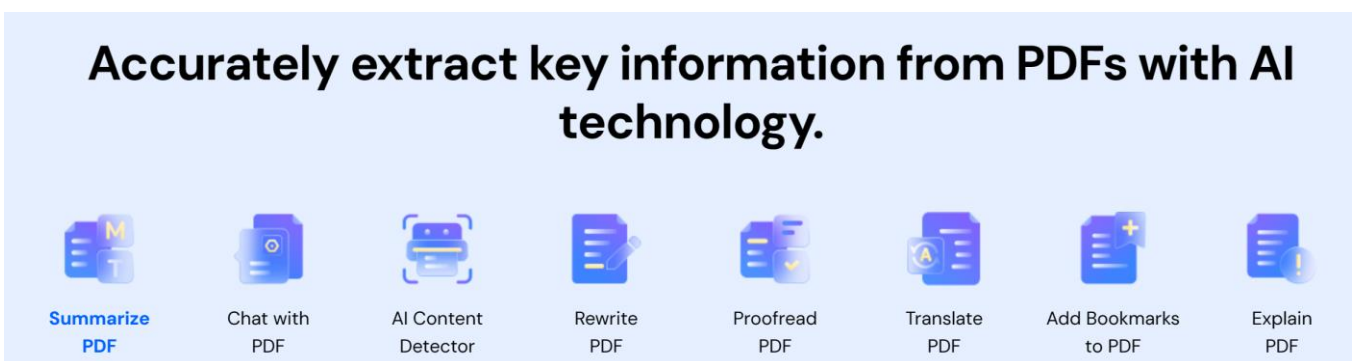
图表 50 万兴 PDF 功能

功能	PDF 桌面版	PDF 手机版	云文档
	适用于 Windows 和 Mac 电脑	适用于 iOS PDF 编辑器	云端 PDF 生产力解决方案
注释	✓	✓	✓
移动/复制/删除/拆分页面	✓	✓	✓
组合	✓	✓	✓
添加密码	✓	✓	✓
云端存储	1GB	1GB	100GB
编辑	✓	✓	×
PDF 转 Office/ 图像	5 种类型	1 种类型	×
PDF 转其它格式	✓	✓	×
填写表单	✓	✓	×
压缩	✓	✓	×
OCR	✓	✓	×
批量 PDF	✓	×	×
提取数据	✓	×	×
标记密文	✓	×	×
翻译	✓	×	×
XFA 表单	✓	×	×

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

海外版本 PDFelement 上线 AI 功能。2023 年上半年，海外桌面端产品 PDFelement 上线文档智能处理机器人“Lumi”，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。

图表 51 PDFelement AI 功能



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

定价方面，万兴 PDF 推出了 Windows 版以及多平台版的终身会员、三年会员和 1 年会员。

图表 52 万兴 PDF 定价

	终身会员	3年会员	1年会员
Windows版	499元（免费升级，终身可用）	299元（约0.27元/天）	199元（约0.54元/天）
多平台版	699元（支持Win+Mac+iOS；一次购买，终身可用） 549元（支持Win+iOS；一次购买，终身可用）	——	229元（约0.62元/天）

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

3.4 实用工具：性能不断优化，场景不断拓宽

实用工具性能不断优化，场景不断拓宽。公司不断优化实用工具产品性能，拓宽使用场景，发力移动端和云端数据产品潜力，提升产品价值和市场影响力，保持业务稳健可持续发展。2023年上半年，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 53 万兴实用工具产品进展



图10 Recoverit V12 焕新发布



图11 Repairit V5 智能化升级



图12 Dr.Fone V13版本全新上线



图13 Dr.Fone Air新品发布

资料来源：万兴科技 2023 年半年报，华安证券研究所

4 底层技术构筑竞争壁垒，AIGC 应用遍地开花

4.1 发布“天幕”大模型，重塑“创意软件”，从技术到应用全方位赋能创作者

2024 年 1 月，万兴“天幕”正式发布。万兴“天幕”聚焦数字创意垂类创作场景，基于 15 亿创作者及 100 亿本土化高质量音视频数据沉淀，以音视频生成式 AI 技术为基础，具有“多媒体”、“垂直解决方案”以及“本土化数据”三大特点，全链条赋能全球创作者，让大模型应用落地更有针对性、更具实效。目前，“天幕”大模型已迭代近百项音视频原子能力，发布会现场重点展示了包括文生主题视频、文生 3D 视频、AI 歌手、视频 AI 配乐、数字人播报等在内的多媒体能力。

图表 54 2024 年 1 月发布“天幕”大模型



资料来源：万兴科技公众号，华安证券研究所

在万兴天幕多媒体大模型驱动下，可为用户日常拍摄的视频赋予全新风格，自动生成具有特定主题、风格和内容的视频作品，如机械风、卡通风、油画风、火焰风、雕塑风等，轻松涵盖现有电影和动画的主流风格。通过视频生成视频，无论是普通的 2D 动画，还是实拍感十足的电影场景，AI 均可呈现出完美的光影、精致的细节以及多样化的镜头控制。

图表 55 万兴天幕大模型 AI 创作《人生四季》



资料来源：万兴科技公众号，华安证券研究所

图表 56 万兴天幕大模型创作《女孩的一生》



资料来源：万兴科技公众号，华安证券研究所

2024 年 1 月万兴“天幕”多媒体大模型算法通过备案。根据《互联网信息服务深度合成管理规定》公开发布的第三批境内深度合成服务算法备案信息，万兴天幕大模型算法通过备案，万兴喵影 AIGC 生成算法、万兴智能文档算法一同通过备案。这意味着万兴“天幕”大模型能力将加速进入应用阶段，在 AIGC 产品中逐步落地。

图表 57 万兴“天幕”多媒体大模型算法通过备案

附件

境内深度合成服务算法备案清单 (2024 年 1 月)

33	万兴喵影 AIGC 生成算法	服务提供者	万兴科技(湖南)有限公司	万兴喵影(APP)	应用于文本、图像、语音、音乐生成场景, 利用第三方文心大模型算法、万兴天幕大模型算法、达摩院语音合成算法, 根据用户输入的文本、图像或者用户选择的预置音乐主题和预置音乐情绪, 生成相应的文本、图像、音频。	网信算备 43010462250450 1230021 号
125	万兴智能文档算法	服务提供者	万兴科技(湖南)有限公司	HiPDF(网站)、万兴PDF(APP)	应用于文本生成场景, 根据用户上传的文档, 实现文档摘要、文档问答、文档润色等功能。	网信算备 43010462250450 1230013 号
129	万兴天幕大模型算法	服务提供者	万兴科技(湖南)有限公司	万兴 AI 开放平台(网站)、万兴爱画(网站)、万兴播爆(APP)、万兴爱画(APP)、万兴智演(APP)、万兴播爆(网站)、HiPDF(网站)、万兴PDF(APP)、万兴喵影(APP)、万兴智演(网站)、万兴录演(APP)	应用于文本生成, 图像、视频生成及编辑场景, 根据用户输入的文本、音频、图像、视频, 生成符合用户预期的内容。	网信算备 43010462250450 1230039 号

资料来源: 中央网络安全和信息化委员会办公室, 华安证券研究所

“天幕”大模型发布当天, 万兴科技正式宣布与长沙广电国有控股上市公司中广天择达成战略合作。同时, 公司还与华为云、马投算力(长沙马栏山投资开发建设有限公司)达成算力合作, 将通过资源共享、优势互补, 深化在多媒体大模型和算力领域的战略合作, 夯实算力底座, 助力大模型应用落地跑出加速度。

图表 58 万兴科技布与中广天择战略合作签约仪式

图表 59 万兴科技与华为云、马投算力合作签约仪式



资料来源: 万兴科技公众号, 华安证券研究所

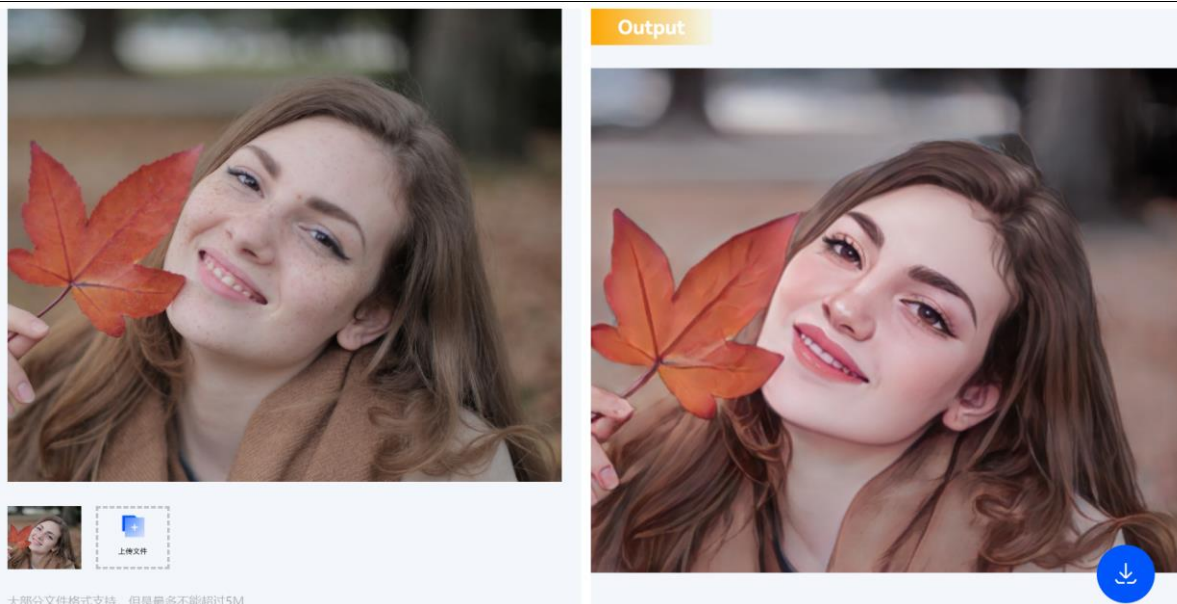
资料来源: 万兴科技公众号, 华安证券研究所

展望未来, 万兴科技一方面将依托“天幕”大模型能力, 重塑“创意软件”, 实现旗下产品的全面智能化; 另一方面, 公司也将通过基础平台建设与夯实、大模型能力的迭代训练以及商业化应用的不断探索, 体系化构建大模型应用生态, 从技术到应用全方位赋能创作者, 助力企业抢抓数字创意及出海市场红利。

4.2 推出万兴 AI 开放平台 (AI Lab), 基于 API 接口赋能图像、音频、视频创作

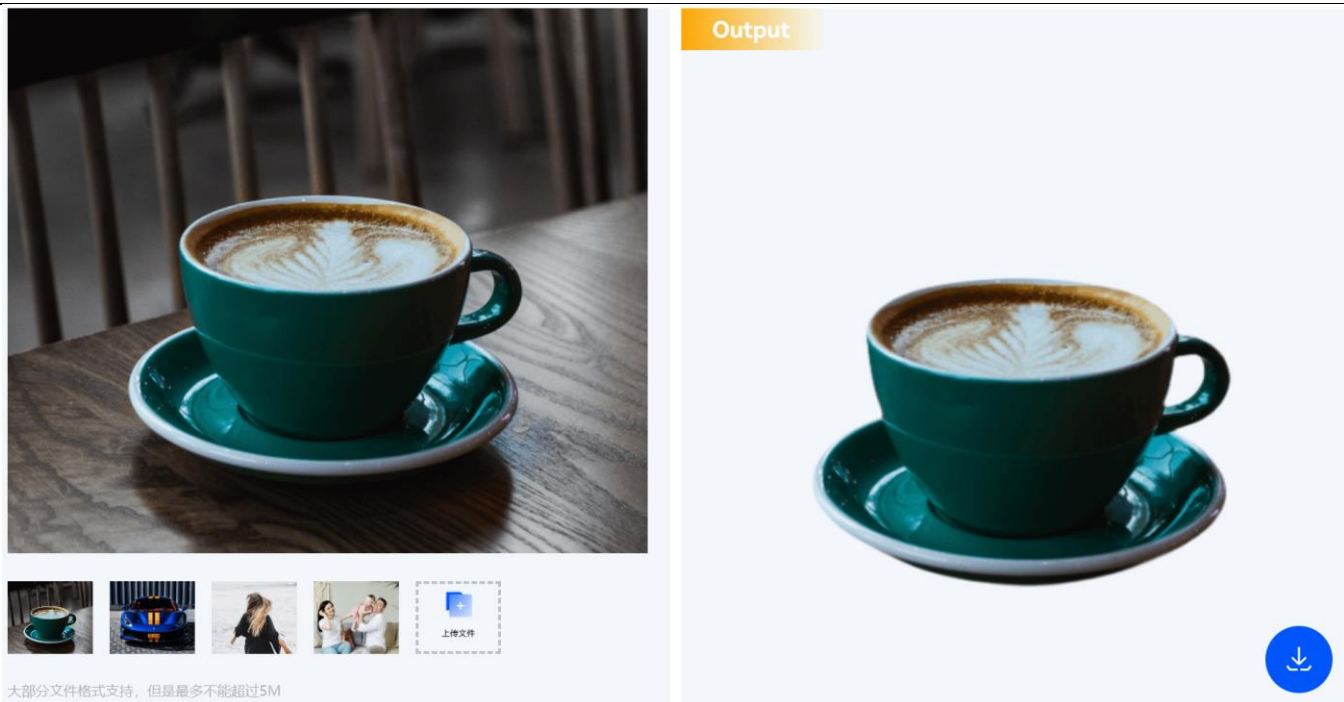
推出万兴 AI 开放平台, 通过 API 接口全方位赋能客户。万兴 AI 开放平台 (AIlab) 基于万兴科技在数字创意领域的丰富实践经验, 为视觉智能技术企业和开发商 (含开发者) 提供全场景、高易用、优惠的视觉智能 API 服务。万兴 AI 开放平台围绕图像、音频、视频领域为客户提供 AI 能力。

图表 60 AI Lab 图像技术: 将头像变成艺术人像风格



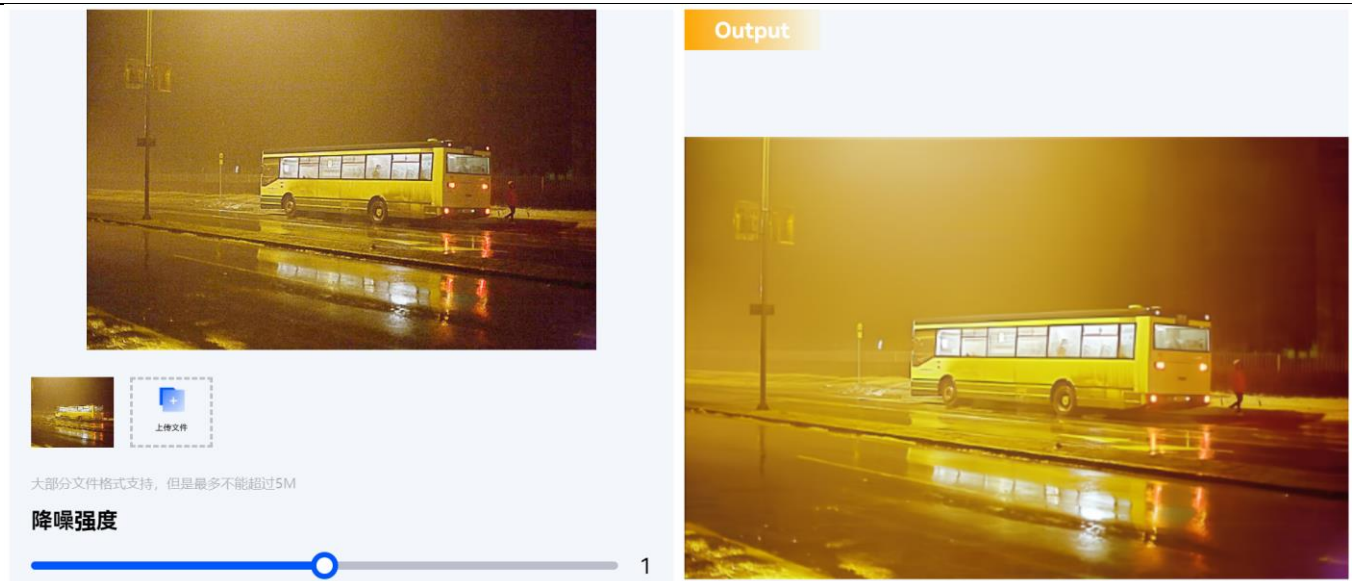
资料来源: 万兴科技官网, 华安证券研究所

图表 61 AI Lab 自动抠图: 利用 AI 识别图片中的主体, 并自动提取, 形成精准的像素级抠图



资料来源: 万兴科技官网, 华安证券研究所

图表 62 AI Lab 图像增强：减少照片噪音并提高其质量



资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

收费模式方面，目前万兴开放平台支持按量付费方式。不同服务每次消耗不同点数，每次成功调用 API 就消耗对应服务的点数，若调用失败不会扣除点数。具体来看，音频类、视频类服务实时累计调用时长，累积调用时长不足 10 秒部分按 10 秒扣除点数；图像类按照生成次数计费。

图表 63 万兴 AI 开放平台 API 调用价格

按点购买，按点消耗

没有时效限制，适用于所有API服务。
(具体API服务，请以用户控制台已开放项目为准)

[查看api服务计费项详情](#)

<p>80%开发者推荐</p> <p>2,000点</p> <p>¥399</p> <p>¥0.199/点</p>	<p>500点</p> <p>¥129</p> <p>¥0.258/点</p>	<p>50点</p> <p>¥19.9</p> <p>¥0.398/点</p>
<p>10,000点</p> <p>¥899</p> <p>¥0.090/点</p>	<p>50,000点</p> <p>¥2699</p> <p>¥0.054/点</p>	<p>100,000点</p> <p>¥4599</p> <p>¥0.046/点</p>

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

图表 64 万兴 AI 开放平台计费规则

图像		音频		视频	
服务名称	扣除点数	服务名称	扣除点数	服务名称	扣除点数
文本生成图像	4点/次	变声	5点/10秒	视频卡通化	40点/10秒
性别变换	1点/次	音频变速		发丝级人像分割	
年龄变化	1点/次	人声分离		视频天空分割	
头像卡通化	1点/次	音乐缩放			
图像卡通化	1点/次	AI降噪			
图像风格迁移	1点/次	音频压缩器			
图像色彩迁移	1点/次	音频扩展器			
前景分割	1点/次	音频限制器			
面部分割	1点/次				
天空分割	1点/次				
图像超分2X	1点/次				
图像超分4X	2点/次				
图像超分8X	4点/次				
老照片修复	4点/次				
图像清晰化	2点/次				
人脸清晰化	2点/次				
图像去水印	1点/次				

资料来源：万兴科技官网，华安证券研究所

4.3 推出多款 AI 应用：Kwicut、Virlook 等

万兴科技 10 余款 AI 产品在 2023 世界计算大会上亮相。2023 年 9 月，在 2023 世界计算大会上，万兴科技亮相 10 余款 AI 应用产品，包括 AI 数字人直播神器万兴播爆直播版、AI 文字视频剪辑产品 Wondershare Kwicut 全球首发；视频创意软件 Wondershare Filmora、AI 讲演神器万兴智演、AI 虚拟伴侣产品 Trumate、AI 电商图片生成工具 Wondershare VirtuLook、在线图像音视频轻编辑 AI 创意平台 Wondershare Media.io 及卡点音乐视频模板产品 Beat.ly 等焕新升级。

图表 65 万兴科技 AIGC 已落地应用并规模化商用



万兴科技AIGC已落地应用并规模化商用

Wondershare Filmora | Wondershare Media.io | 万兴爱画 | 万兴播爆 | 万兴智演 | 亿图脑图 | Wondershare PDFelement | Wondershare Kwicut | Wondershare VirtuLook | Beat.ly | Trumate

AI调色, 曲线变速, AI隐像等 | AI照相馆、AI去水印、AI音频降噪 | AI焕新家, AI换发型, 文生图、图生图等 | 2D数字人播报

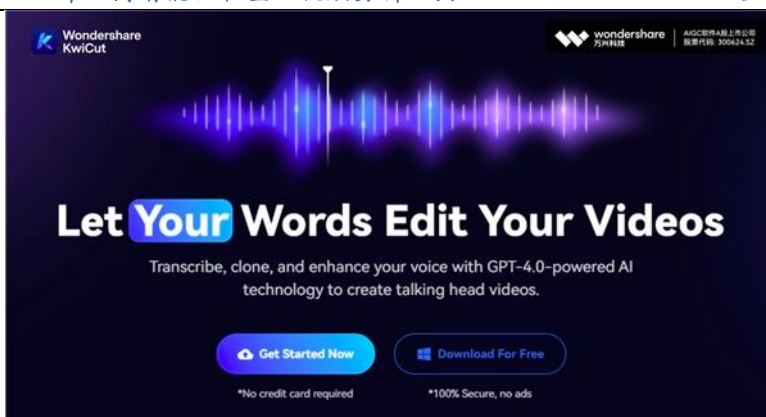
语言模型生成脑图/会议纪要 | AI模特试衣, AI生成电商图 | AI图生图特效, AI换腹肌 | 语言模型虚拟伴侣

资料来源：万兴科技公众号，华安证券研究所

4.3.1 Kwicut: 智能化轻量级视频剪辑工具，编辑文本即可编辑视频

2023年9月智能化轻量级视频剪辑工具 Wondershare Kwicut 全球首发，编辑文本即可编辑视频。仅通过对文本的编辑，Wondershare Kwicut 即可实现视频内容的同步剪辑及优化，能够让用户摆脱以往视频剪辑工具基于时间线的繁琐操作，大幅提升视频剪辑效率。具体来看，在 AI 的赋能下，Wondershare Kwicut 为用户提供了包括文字视频剪辑、一键删气口、文字转录音频、声音克隆、音质增强等 A 功能，助力播客主播、教培讲师等用户群体更智能高效完成视频剪辑。目前，Wondershare Kwicut 正通过集成多模态大模型的相关能力，实现更多智能编辑功能。展望未来，Wondershare Kwicut 致力于成为能够一键完成从内容策划到成品视频的轻量剪辑工具。

图表 66 2023 年 9 月智能化轻量级视频剪辑工具 Wondershare Kwicut 全球首发



资料来源: Kwicut 官网, 华安证券研究所

收费模式方面，Kwicut 采取订阅模式，按年订阅的价格为 7.99 美元/月；按月订阅的价格为 12.99 美元/月。

图表 67 万兴科技 Kwicut 收费模式

Free Trial	Most popular Save 60%	Monthly Plan
<p>Free</p> <p>Available: [Icons]</p> <p><i>Log in to get start, no credit card required.</i></p> <p>Get Started For Free</p> <ul style="list-style-type: none"> Free AI video clipping HOT 30 minutes of transcription time 512MB cloud storage 100 words of overdub Export with watermark 10 times to use AI Copilot GPT 3.5 	<p>Yearly Plan</p> <p>US\$ 7.99 /mo US\$19.99</p> <p>Available: [Icons]</p> <p><i>Billed US\$95.88 yearly, per user. ⓘ</i></p> <p>Buy Now</p> <p>PayPal</p> <ul style="list-style-type: none"> Free AI video clipping HOT 150 hours of transcription time 100GB cloud storage 20,000 words of overdub Export without watermark Unlimited to use AI Copilot GPT 4.0 	<p>Monthly Plan</p> <p>US\$ 12.99 /mo US\$15.99</p> <p>Available: [Icons]</p> <p><i>Automatically renew, cancel any time. ⓘ</i></p> <p>Buy Now</p> <p>PayPal</p> <ul style="list-style-type: none"> Free AI video clipping HOT 10 hours of transcription time 20GB cloud storage 1,000 words of overdub Export without watermark Unlimited to use AI Copilot GPT 4.0

资料来源: Kwicut 官网, 华安证券研究所

4.3.2 Virtulook: 多维赋能商家低成本、分钟级生成多元风格的高清商品图

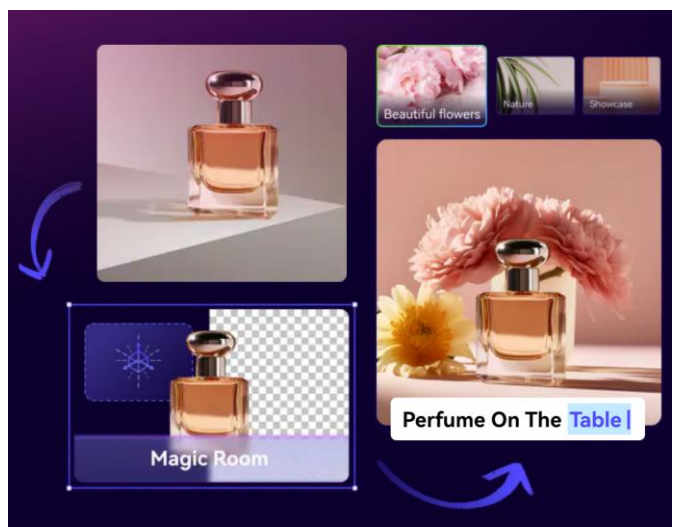
发布 AI 商品图生成工具 Virtulook，具备“AI 试衣间”及“AI 商品图”功能。2023 年 8 月，公司在海外重磅推出新一代 AI 商品图生成工具 Wondershare Virtulook，上线“AI 试衣间”及“AI 商品图”功能，为电商商家提供商品实拍图的模特及场景替换解决方案，多维赋能商家低成本、分钟级生成多元风格的高清商品图。

图表 68 Virtulook 生成免版权时装模特



资料来源: Virtulook 官网, 华安证券研究所

图表 69 Virtulook 生成产品背景



资料来源: Virtulook 官网, 华安证券研究所

收费模式方面，Virtulook 采取订阅模式，按年订阅的价格为 16.66 美元/月；按月订阅的价格为 29.99 美元/月。

图表 70 万兴科技 Virtulook 收费模式

Most Popular Save 45%		
<p>Yearly Plan</p> <p>US\$ 16.66 /mo <small>US\$33.99/mo</small></p> <p>US \$0.02 per photo</p> <p><small>Billed US \$199.99 yearly, per user. ⓘ</small></p> <p>Buy Now</p> <p>PayPal</p> <ul style="list-style-type: none"> • 9600 photos to generate per year • No watermark • Generate 2K / 4K photos • Images available for download 	<p>Monthly Plan</p> <p>US\$ 29.99 /mo <small>US\$49.99/mo</small></p> <p>US \$0.04 per photo</p> <p><small>Billed US\$ 29.99 monthly, per user. ⓘ</small></p> <p>Buy Now</p> <p>PayPal</p> <ul style="list-style-type: none"> • 800 photos to generate per year • No watermark • Generate 2K / 4K photos • Images available for download 	<p>Free Trial</p> <p>Free</p> <p><small>Get started with Virtulook.</small></p> <p>Get started for free</p> <ul style="list-style-type: none"> • 20 photos to generate in total • Generate with watermark • Generate 2K photos • Images unavailable for download

资料来源: Virtulook 官网, 华安证券研究所

5 投资建议

5.1 基本假设与营业收入预测

基本假设：

一、分业务收入

(1) 视频创意类

公司的核心产品万兴喵影/Filmora 有望在 AIGC 的赋能下实现量价提升，万兴播爆等新产品有望通过提高劳动生产率从而驱动产品付费率提升。假设视频创意类产品 2023-2025 年的营收增速分别为 35%、35%、35%。

(2) 实用工具类

公司实用工具类产品性能不断优化，场景不断拓宽。2023 年上半年，万兴恢复专家/Recoverit 完成 V12 版本更新；万兴易修/Repairit 完成桌面端 V5.0 及网页端 V2.0 全新改版升级；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。展望未来，预计在 AIGC 的浪潮下，与其他业务相比，实用工具将保持稳健增长的态势。假设实用工具类产品 2023-2025 年的营收增速分别为 5%、5%、5%。

(3) 绘图创意类

绘图创意类产品主要包括亿图系列产品（亿图图示/EdrawMax 和亿图脑图/EdrawMind）和墨刀/Mockitt 等。公司不断提升绘图产品智能化能力，增加智能生成、分析和展示等 AI 功能，增强用户粘性，提升用户体验。预计绘图创意类产品有望在 AIGC 的赋能下快速成长，假设绘图创意类产品 2023-2025 年的营收增速分别为 30%、30%、30%。

(4) 文档工具类

文档工具类产品主要包括万兴 PDF/PDFelement 与 InstaScan 等，目前海外桌面端产品 PDFelement 已上线文档智能处理机器人“Lumi”，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。假设文档工具类产品 2023-2025 年的营收增速分别为 35%、30%、28%。

(5) 其他主营业务

其他主营业务在营收中占比较小，假设其他主营业务 2023-2025 年的营收增速分别为 10%、10%、10%。

二、毛利率预测

2021 年以来，公司综合毛利率维持在 95%以上，考虑到接入大模型需要向大模型厂商支付 API 接口费用，或出现毛利率短期波动的现象，预计公司会适当调整会员费用。综上，公司毛利率或将维持稳定。

三、费用率预测

(1) 销售费用率

预计随着公司客户粘性的提升及品牌效应的扩张，公司销售费用率将有所下降。假设公司 2023-2025 年的销售费用率分别为 47.7%、46.7%、45.7%；

(2) 研发费用率

公司前几年在研发中投入较大，2021 年的研发费用率为 31.9%，2022 年下降至 29.5%，在 AIGC 的浪潮下，公司或将持续保持研发投入，加速产品迭代。假设公司 2023-2025 年的研发费用率分别为 28.5%、28.5%、28.5%。

(3) 管理费用率

预计公司管理费用率会随着规模效应的扩张而不断下降。假设公司 2023-2025 年的管理费用率分别为 10.8%、10.3%、10.0%。

图表 71 公司营业收入预测

公司业务分拆		2021	2022	2023E	2024E	2024E
视频创意类	营业收入 (亿元)	5.83	7.45	10.06	13.58	18.34
	YoY (%)		28%	35%	35%	35%
	毛利率 (%)	96%	95%	95%	95%	95%
实用工具类	营业收入 (亿元)	2.38	2.33	2.44	2.56	2.69
	YoY (%)		-2%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	97%	97%	97%	97%	97%
绘图创意类	营业收入 (亿元)	1.03	0.99	1.29	1.67	2.17
	YoY (%)		-4%	30%	30%	30%
	毛利率 (%)	94%	94%	94%	94%	94%
文档创意类	营业收入 (亿元)	1.02	0.99	1.34	1.74	2.23
	YoY (%)		-3%	35%	30%	28%
	毛利率 (%)	95%	95%	95%	95%	95%
其他主营业务	营业收入 (亿元)	0.03	0.04	0.05	0.05	0.05
	YoY (%)		58%	10%	10%	10%
	毛利率 (%)	82%	72%	72%	72%	72%
合计	营业收入 (亿元)	10.29	11.80	15.17	19.61	25.49
	YoY (%)		15%	29%	29%	30%
	毛利率 (%)	95%	95%	95%	95%	95%

资料来源：华安证券研究所整理

我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 15.2/19.6/25.5 亿元，同比增长 29%/29%/30%；实现归母净利润 0.9/1.5/2.1 亿元，同比增长 126%/56%/45%。

5.2 估值和投资建议

我们选取了办公软件领域的金山办公、福昕软件作为可比公司，其 2023、2024、2025 年 PS 均值为 14x、11x、9x。考虑到万兴科技在国内数字创意软件领域的领先性、全球化战略以及 SaaS 化转型，给予万兴科技 2024 年 10X PS 估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 72 可比公司估值对比

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688111	金山办公	1,050.56	47.42	62.29	82.35	22	17	13
688095	福昕软件	37.70	6.14	6.99	8.35	6	5	5
	平均值	-	-	-	-	14	11	9
300624	万兴科技	114.85	15.18	19.64	25.53	8	6	4

注：可比公司 2023-2025 年营业收入均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示

- 1) 新产品推广不及预期;
- 2) AIGC 商业化落地不及预期;
- 3) SaaS 化转型不及预期;
- 4) 创意软件市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测:

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	648	901	1240	1707	
现金	345	630	1002	1462	
应收账款	45	58	75	97	
其他应收款	8	11	14	18	
预付账款	17	23	29	38	
存货	0	0	0	0	
其他流动资产	232	180	120	91	
非流动资产	884	857	836	816	
长期投资	56	41	26	11	
固定资产	318	292	267	242	
无形资产	43	51	59	67	
其他非流动资产	468	472	484	495	
资产总计	1532	1757	2077	2523	
流动负债	201	256	331	429	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	8	10	13	17	
其他流动负债	193	247	318	412	
非流动负债	448	69	88	106	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	448	69	88	106	
负债合计	649	326	418	535	
少数股东权益	-1	51	133	251	
股本	130	138	138	138	
资本公积	251	670	670	670	
留存收益	502	572	718	930	
归属母公司股东权益	884	1380	1526	1738	
负债和股东权益	1532	1757	2077	2523	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	107	200	285	401	
净利润	64	145	227	330	
折旧摊销	40	31	31	31	
财务费用	22	6	1	2	
投资损失	-4	-5	-7	-9	
营运资金变动	-4	21	33	48	
其他经营现金流	57	126	195	282	
投资活动现金流	-134	66	70	42	
资本支出	-81	-13	-13	-13	
长期投资	-69	69	76	46	
其他投资现金流	16	10	7	9	
筹资活动现金流	-74	18	17	17	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	8	0	0	
资本公积增加	-45	419	0	0	
其他筹资现金流	-29	-409	17	17	
现金净增加额	-105	284	372	460	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1180	1517	1961	2549	
营业成本	53	69	90	118	
营业税金及附加	2	3	4	5	
销售费用	580	723	915	1163	
管理费用	139	164	202	256	
财务费用	19	-4	-18	-28	
资产减值损失	-3	0	0	0	
公允价值变动收益	19	0	0	0	
投资净收益	4	5	7	9	
营业利润	73	154	240	348	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	72	153	239	347	
所得税	8	8	12	17	
净利润	64	145	227	330	
少数股东损益	23	52	81	118	
归属母公司净利润	41	93	146	212	
EBITDA	110	180	252	350	
EPS (元)	0.32	0.68	1.06	1.54	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.7%	28.6%	29.2%	30.0%
营业利润	51.9%	110.5%	56.0%	45.2%
归属于母公司净利润	47.7%	125.7%	56.4%	45.4%
获利能力				
毛利率 (%)	95.5%	95.4%	95.4%	95.4%
净利率 (%)	3.5%	6.1%	7.4%	8.3%
ROE (%)	4.7%	6.7%	9.5%	12.2%
ROIC (%)	5.0%	9.6%	12.2%	14.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.4%	18.5%	20.1%	21.2%
净负债比率 (%)	73.5%	22.7%	25.2%	26.9%
流动比率	3.23	3.51	3.75	3.98
速动比率	3.05	3.29	3.52	3.75
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.92	1.02	1.11
应收账款周转率	29.49	29.43	29.50	29.57
应付账款周转率	8.75	7.97	7.98	8.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.68	1.06	1.54
每股经营现金流 (摊薄)	0.78	1.46	2.07	2.91
每股净资产	6.80	10.02	11.08	12.62
估值比率				
P/E	91.75	123.35	78.89	54.25
P/B	4.32	8.32	7.53	6.61
EV/EBITDA	34.95	60.69	41.81	28.86

资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：傅晓焱，上海外国语大学硕士，主要覆盖工业软件、服务器行业，2022 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。