

万兴科技(300624.SZ)

公司深耕数字创意，持续拓展多媒体AI应用边界

推荐（首次）

股价：60.97元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.wondershare.cn
大股东/持股	吴太兵/15.24%
实际控制人	吴太兵
总股本(百万股)	193
流通A股(百万股)	171
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	118
流通A股市值(亿元)	104
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	14.5

行情走势图



证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
黄韦涵	投资咨询资格编号 S1060523070003 HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

研究助理

王佳一	一般证券从业资格编号 S1060123070023 WANGJIAYI446@pingan.com.cn
-----	--



平安观点：

- 公司致力于数字创意赋能，海外地区贡献主要收入。万兴科技定位为全球领先的新生代数字创意赋能者，公司成立于2003年，初期通过网络销售渠道向全球消费者销售多媒体软件，后通过内生+外延，形成了视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线，公司创始人兼董事长吴太兵先生现为公司实际控制人。公司早期面向海外发展，于2017年正式回归中国市场，当前收入仍然主要由海外市场贡献，2023年、2024年上半年公司境外收入占比均为91%。2023年全球迎来人工智能浪潮催化，公司全面拥抱AIGC，实现营收14.81亿元（YoY+25.5%），实现归母净利润0.86亿元（YoY+113.2%）。今年上半年公司面临激烈的外部流量竞争，叠加去年同期高基数原因，2024年上半年公司实现营收7.05亿元（YoY-1.8%），实现归母净利润0.24亿元（YoY-44.0%）。
- 公司深耕视频创意与数字办公，积极推进订阅转型。公司产品线布局与全球创意软件巨头Adobe公司相似，面向创作者形成了完善的产品矩阵，核心业务来看，一方面，公司深耕视频创意领域，推出视频编辑软件万兴喵影/Filmora，自2023年下半年逐步上线了AI助手、文生视频等AI功能，根据公司2024年半年报，万兴喵影/Filmora荣获G2“2024最佳设计产品Top50”奖项，位列软件服务平台Capterra视频编辑类软件Top10。收费模式上，万兴喵影/Filmora采用订阅制，相较于对标产品Adobe Premiere Pro具有一定的低价优势。此外，公司推出自动化营销短视频创作工具万兴播爆/Mirbo，为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，以及数字人形象在线定制服务。另一方面，公司持续深化数字办公领域布局，形成绘图创意、文档创意、实用工具三大产品线，旗下亿图图示/EdrawMax（对标流程图绘制软件Microsoft Visio）、亿图脑图/EdrawMind、墨刀/Mockitt（对标Axure）、万兴PDF/PDFelement、万兴恢复专家/Recoverit等产品获得市场认可。同时，公司积极追赶Adobe的云化进程（Adobe订阅收入占比由2013年的28%提升至2023年的94%），公司于2021年开始推进订阅转型，2023年上半年，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%。公司深耕视频创意

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,180	1,481	1,664	1,942	2,271
YOY(%)	14.7	25.5	12.4	16.7	16.9
净利润(百万元)	40	86	93	121	163
YOY(%)	45.2	113.2	7.7	30.7	34.7
毛利率(%)	95.5	94.8	94.1	94.1	94.0
净利率(%)	3.4	5.8	5.6	6.2	7.2
ROE(%)	4.9	6.5	6.6	8.1	10.0
EPS(摊薄/元)	0.21	0.45	0.48	0.63	0.85
P/E(倍)	291.5	136.7	126.9	97.1	72.1
P/B(倍)	14.8	8.9	8.4	7.9	7.2

与数字办公，核心产品获得市场认可，订阅转型的推进有助于公司提升用户粘性与收入质量。

- **AIGC 发展步入多模态时代，公司持续拓展 AI 应用边界。**面对当下 AIGC 多模态领域的机遇，万兴科技积极投入提升 AI 竞争力，2019 年至 2023 年，公司研发投入与研发人员逐年增加，保持占营收比例 20% 以上的较高水平研发投入。**算法方面**，公司今年发布音视频多媒体大模型万兴“天幕”，涵盖文生视频、文生 3D 视频、视频 AI 配乐、数字人播报等近百项音视频原子能力，我们认为未来“天幕”大模型的能力有望成为公司产品力提升的重要引擎。**AI 应用方面**，公司持续加深核心产品智能化，多款产品在业内率先实现 AI 应用落地，2023 年，公司万兴喵影/Filmora、万兴播爆/Mirbo 等多个产品便落地了文生文、文生图、文生视频、视频生视频等功能，同时公司推出首批与 AI 结合的思维导图、流程图、原型图等绘图领域垂类软件，PDFelement 桌面端于业内首批上线文档智能处理机器人“Lumi”，2024 年上半年公司墨刀产品上线 AI 组件生成功能。同时，公司也在积极探索 AI 商业化变现路径，公司 2024 年半年报显示，拟 AI 收费模式包括：AI 加量包、AI 会员、订阅会员、AI 功能付费、与产品会员绑定多种形式，将为公司后续业务增长奠定基础。
- **盈利预测与投资建议：**公司深耕视频创意与数字办公业务，产品线对标全球创意软件巨头，同时面对当下 AIGC 多模态领域的机遇，公司持续加深核心产品智能化，多款产品在业内率先实现 AI 应用落地，将为公司后续业务增长奠定基础。我们认为公司作为国内领先的数字创意软件提供商，具有一定稀缺性，全球视频创作与数字办公需求的增加，叠加 AIGC 的快速发展，将为公司打开成长空间。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 16.64/19.42/22.71 亿元，对应同比增速分别为 12.4%/16.7%/16.9%，归母净利润为 0.93/1.21/1.63 亿元，对应增速分别为 7.7%/30.7%/34.7%，对应 EPS 分别为 0.48/0.63/0.85 元，根据 2024 年 10 月 10 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PS 分别为 7.1x/6.1x/5.2x，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 数字创意软件市场竞争加剧风险。2) 公司营销费用抬升风险。3) 海外市场拓展风险。

正文目录

一、	公司致力于数字创意赋能，海外地区贡献主要收入	6
1.1	公司布局四大产品线，深耕 ToC 数字创意软件	6
1.2	视频创意业务保持增长，海外地区贡献主要收入	8
1.3	AI 应用市场竞争加剧，公司业绩增长短期承压	9
二、	公司深耕视频创意与数字办公，积极推进订阅转型	11
2.1	公司产品线全面对标 Adobe，订阅转型成效凸显	11
2.2	全球创作需求持续增加，公司紧抓视频编辑与数字营销机遇	12
2.3	拥抱数字协同办公浪潮，公司形成丰富产品矩阵	15
三、	AIGC 发展步入多模态时代，公司持续拓展 AI 应用边界	20
3.1	Sora 取得里程碑式进展，推动 AIGC 在应用端落地	20
3.2	公司积极投入提升 AI 竞争力，打造多媒体大模型万兴“天幕”	21
3.3	公司持续加深核心产品智能化，探索商业化变现之路	23
四、	盈利预测与投资建议	25
4.1	盈利预测	25
4.2	估值分析	26
4.3	投资建议	27
五、	风险提示	27

图表目录

图表 1	万兴科技发展历程.....	6
图表 2	万兴科技旗下四大产品线.....	7
图表 3	公司股权结构：前三大股东（24Q2）.....	8
图表 4	2014 年-2024 年上半年公司营收及增速.....	8
图表 5	公司营收及增速（单季）.....	8
图表 6	2021 年-2024 年上半年公司营收结构.....	9
图表 7	公司各分项营业收入.....	9
图表 8	海外贡献公司主要收入（收入单位：百万元）.....	9
图表 9	2014 年-2024 年上半年公司归母净利润及增速.....	10
图表 10	公司归母净利润及增速（单季）.....	10
图表 11	公司毛利率与归母净利率.....	10
图表 12	公司期间费用率.....	10
图表 13	Adobe 三大产品线.....	11
图表 14	Adobe 云化转型推动了收入的快速增长.....	12
图表 15	公司订阅收入占比及续约率.....	12
图表 16	全球在线视频用户数.....	12
图表 17	全球平均每个用户每周在网上观看视频时长.....	12
图表 18	全球视频编辑软件行业规模.....	13
图表 19	全球素材资源行业市场规模.....	13
图表 20	万兴喵影/Filmora 支持桌面端和移动端.....	13
图表 21	用户可通过 Filmora Copilot 提供创作指导.....	13
图表 22	视频编辑软件定价对比.....	14
图表 23	万兴播爆/Virbo 帮助电商用户快速生成“数字人”营销短视频.....	14
图表 24	“数字人”定制仅需 5 分钟视频进行训练.....	14
图表 25	万兴播爆/Virbo 定价.....	15
图表 26	全球企业协同办公市场规模.....	15
图表 27	Adobe 预测其 PDF 相关业务潜在市场空间.....	15
图表 28	亿图图示/EdrawMax 支持多种绘图类型.....	16
图表 29	亿图脑图/EdrawMind 提供多样式思维导图绘制.....	16
图表 30	绘图软件定价对比.....	16
图表 31	墨刀/Mockitt 支持 AI 生成交互组件.....	17
图表 32	墨刀/Mockitt 针对团队用户的定价.....	17
图表 33	万兴 PDF/PDFelement 向用户提供全面的使用工具.....	18
图表 34	全球 PDF 主流产品定价对比.....	18
图表 35	公司实用工具条线主要产品.....	19
图表 36	全球视觉领域生成式 AI 发展进程.....	20

图表 37	Sora 根据文字指令生成的视频画面	21
图表 38	文生视频大模型综合性能榜单	21
图表 39	Adobe Premiere Pro 支持用 Sora 生成视频素材	21
图表 40	万兴 Filmora 推出 AI 动感字幕功能	21
图表 41	公司持续增加研发投入	22
图表 42	2017-2023 年公司研发人员数量及占比	22
图表 43	万兴“天幕”具备近百项音视频原子能力	22
图表 44	万兴“天幕”能力已在部分公司产品中应用	22
图表 45	万兴“天幕”文生视频能力：一键生成时长可支持 60 秒	23
图表 46	万兴“天幕”致力于在数据、算力、应用方面进行本土化扩充	23
图表 47	公司核心业务线代表产品当前 AI 功能和商业化探索情况	23
图表 48	万兴科技简要损益预测表	26
图表 49	万兴科技同行业可比公司估值比较	27

一、公司致力于数字创意赋能，海外地区贡献主要收入

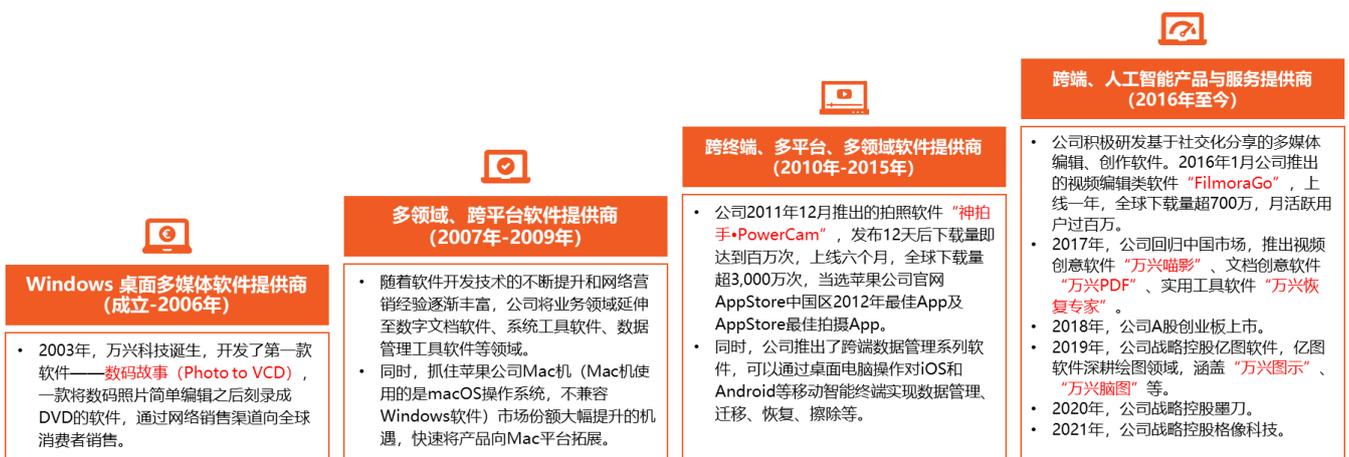
万兴科技定位为全球领先的新生代数字创意赋能者，公司成立于 2003 年，初期通过网络销售渠道向全球消费者销售多媒体软件，后通过内生+外延，形成了视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线，公司创始人兼董事长吴太兵先生现为公司实际控制人。公司早期面向海外发展，于 2017 年正式回归中国市场，当前收入仍然主要由海外市场贡献，2023 年、2024 年上半年公司境外收入占比均为 91%。2023 年全球迎来人工智能浪潮催化，公司全面拥抱 AIGC，实现营收 14.81 亿元 (YoY+25.5%)，实现归母净利润 0.86 亿元 (YoY+113.2%)。今年上半年公司面临激烈的外部流量竞争，叠加去年同期高基数原因，2024 年上半年公司实现营收 7.05 亿元 (YoY-1.8%)，实现归母净利润 0.24 亿元 (YoY-44.0%)。

1.1 公司布局四大产品线，深耕 ToC 数字创意软件

万兴科技定位为全球领先的新生代数字创意赋能者，自成立以来一直专注于**消费类软件**的研发、销售和技术支持服务：

- 1) 2003 年-2006 年：**2003 年万兴科技成立，成立初期公司把握了数码相机、互联网的快速发展机会，开发了第一款软件——数码故事 (Photo to VCD，一款将数码照片简单编辑之后刻录成 DVD 的软件)，通过网络销售渠道向全球消费者销售。随后公司先后开发了多款多媒体软件，并确立以线上销售为主的销售策略。
- 2) 2007 年-2009 年：**公司产品向跨平台、多领域发展，将业务领域延伸至数字文档软件、系统工具软件、数据管理工具软件等领域，同时快速将产品向 Mac 平台拓展。
- 3) 2010 年-2015 年：**公司发展成长为一家跨终端、多平台、多领域软件提供商，2011 年 12 月推出拍照软件“神拍手·PowerCam”，同时推出了跨端数据管理系列软件，可以通过桌面电脑操作对 iOS 和 Android 等移动智能终端实现数据管理、迁移、恢复、擦除等。
- 4) 2016 年至今：**公司积极研发基于社交化分享的多媒体编辑、创作软件，2016 年 1 月公司推出的视频编辑类软件“FilmoraGo”，根据公司招股说明书，上线一年全球下载量超 700 万，月活跃用户过百万。如今公司主要从事视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具类软件产品与服务的研发、销售和运营。同时公司密切关注人工智能技术与市场的发展，充分利用公司在消费类软件的技术与研发优势，积极探索人工智能技术在消费类软件的应用。

图表1 万兴科技发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，平安证券研究所

万兴科技深耕数字创意软件领域，并面向 AIGC 时代深度布局，公司通过内生+外延，形成了视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线，旗下推出万兴喵影、万兴播爆、万兴智演、万兴录演、万兴优转等视频创意软件，亿图图示、亿图脑图、墨刀、万兴爱画等绘图创意软件以及万兴 PDF 等文档创意软件。同时，公司全球化布局，在深圳设立研发总部，并在长沙、北京、杭州、郑州、温哥华、东京等地设立运营中心，业务范围遍及全球 200 多个国家和地区，全球累计用户逾 15 亿。

图表2 万兴科技旗下四大产品线

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
	Beatly	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
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	基于云的云端思维导图软件	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 Reader	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	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工具	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

资料来源：公司公告，平安证券研究所

股权结构方面，公司创始人兼董事长吴太兵先生现为公司的实际控制人。根据公司 2024 年半年度报告，截止 2024 年 6 月 30 日，吴太兵先生直接持有公司 15.24% 股份，通过宿迁兴亿网络科技有限公司间接持有公司 7.74% 股份，通过宿迁家兴网络科技有限公司间接持有公司 1.68% 股份。

图表3 公司股权结构：前三大股东（24Q2）

排序	股东名称	股东背景	持股比例
1	吴太兵先生	公司创始人兼董事长	15.24%
2	宿迁兴亿网络科技有限公司	实际控制人为吴太兵先生	11.69%
3	宿迁家兴网络科技有限公司	实际控制人为吴太兵先生	2.28%
4	其他		70.79%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 视频创意业务保持增长，海外地区贡献主要收入

收入端来看，在移动智能终端设备的快速普及、移动互联网与云技术的快速发展的背景下，2014-2020 年公司营业收入从 2.26 亿元增长至 9.76 亿元，6 年复合增长率达到 27.6%，公司收入端维持较高增长率，我们判断主要得益于公司跨端软件、创作类软件等业务的快速增长。2021-2022 年受客观因素影响公司收入增长放缓。

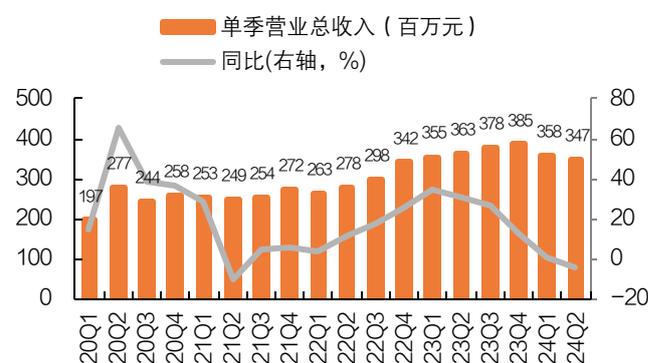
2023 年迎来人工智能浪潮催化，公司全面拥抱 AIGC，积极推动产品的智能化升级，原有产品竞争力提升及新产品扩量推动公司销售收入的快速增长，2023 年公司实现营收 14.81 亿元，同比增长 25.5%。今年以来面临激烈的外部流量竞争，2024 年上半年公司实现营收 7.05 亿元，较 2023 年上半年（实现营收 7.18 亿元）同比下降 1.8%。单季度来看，2023 年以来公司单季度营收均保持在 3 亿元以上，公司主营消费类软件，并以订阅模式为主，因此季度分布较为均匀。

图表4 2014 年-2024 年上半年公司营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

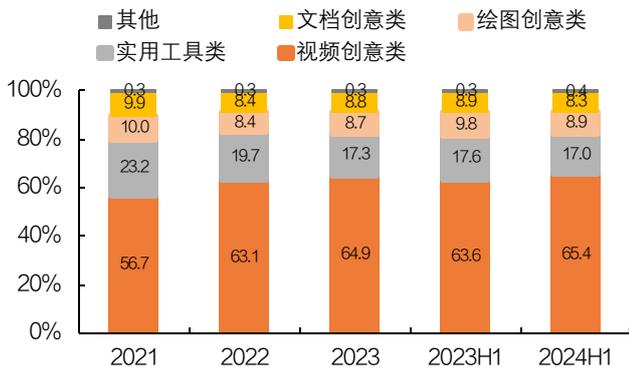
图表5 公司营收及增速（单季）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

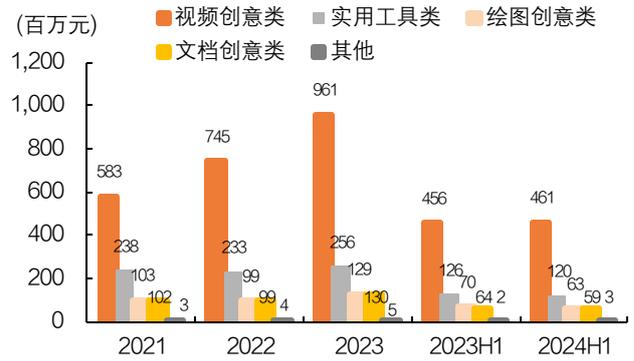
视频创意类业务保持增长，构成公司最主要的收入来源。拆解公司 2023 年收入结构，公司视频创意、实用工具、绘图创意、文档创意四类业务分别占据公司营业收入的 64.9%、17.3%、8.7%、8.8%。从 2021 年至今的各项收入来看，公司收入的增长动能主要来自其占比最大的视频创意类业务，2022 年、2023 年公司视频创意类收入分别同比增长 28%、29%，保持良好的增长态势。同时我们发现，2024 年上半年公司总体营收增速的略微下滑主要是来自除视频创意外的其他三项收入的下滑，视频创意类收入仍然与去年同期的高基数持平。

图表6 2021年-2024年上半年公司营收结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

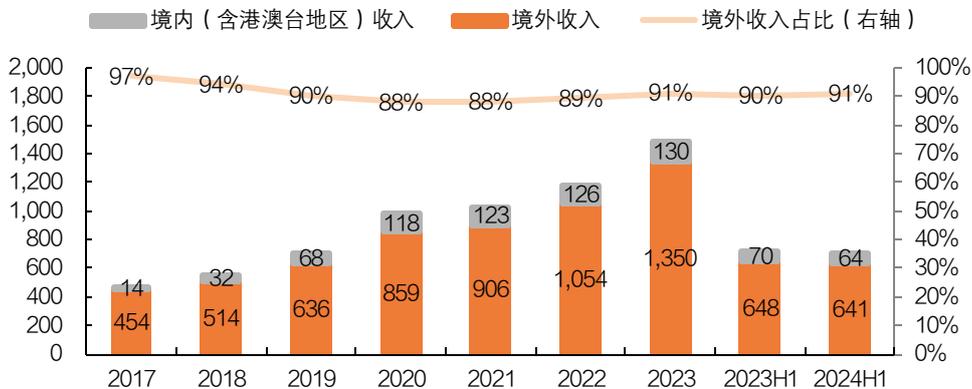
图表7 公司各分项营业收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

面向全球 C 端市场，公司境外收入占比约 90%。公司早期面向海外发展，于 2017 年才正式回归中国市场，当前收入仍然主要由海外市场贡献，2023 年、2024 年上半年公司境外收入占比均为 91%。根据公司招股说明书，公司消费类软件大部分终端用户来自互联网及电子商务活动较为发达且知识产权保护严格的地区，如美国、英国、澳大利亚、日本、加拿大、德国等。根据公司 2024 年半年度报告，公司在海外市场渠道营销和海外用户运营方面建立了深厚基础，目前已在北美、日本、新加坡、韩国等主要销售区域设立了分公司及子公司，销售客户遍及全球 200 多个国家和地区。

图表8 海外贡献公司主要收入（收入单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 AI 应用市场竞争加剧，公司业绩增长短期承压

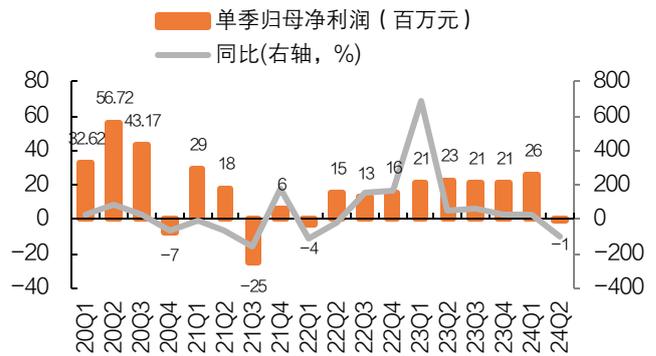
利润端来看，2014-2020 年，公司归母净利润由 0.47 亿元增长到 1.25 亿元，6 年复合增长率为 17.6%。2021 年公司利润增长承压，一方面源自收入端增长的放缓，另一方面源自 2021 年公司为了强化计算机音视频领域技术算法、AI 基础能力、虚拟数字人及虚拟场景的建设与应用，加大了研发力度，研发投入 3.28 亿元 (YoY+ 50%)。2022-2023 年公司利润增长开始恢复，2023 年全年公司实现归母净利润 0.86 亿元，同比增长 113.2%，业绩实现高增长。但随着 AI 视频技术快速演进，增量流量竞争激烈，使得短期高价值流量获取难度加大，叠加去年高基数原因，公司 2024 年上半年实现归母净利润 0.24 亿元，同比下降 44.0%。

图表9 2014-2024年上半年公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

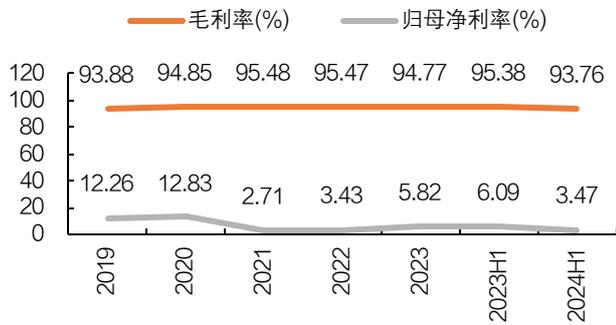
图表10 公司归母净利润及增速 (单季)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

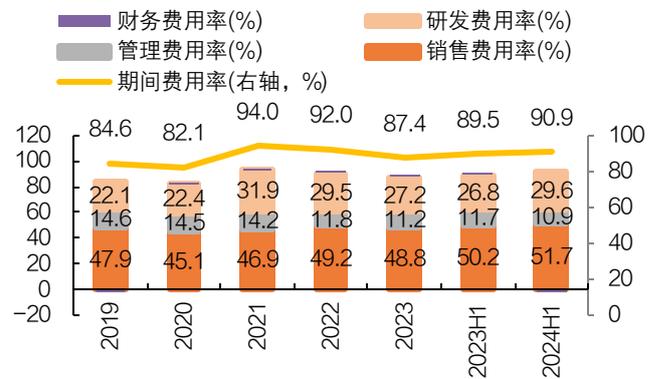
毛利率方面，公司营业成本主要包括服务器费用、第三方平台手续费、资源素材摊销等，公司毛利率长期维持在 93% 以上水平。费用方面，公司作为一家消费类软件企业，产品营销和研发的投入较为关键，公司费用中销售费用占营收比例最高，2024 年上半年公司销售费用 3.65 亿元，占比达到 51.7%。同时公司研发投入持续加码，2024 年上半年公司研发费用 2.09 亿元，同比增长 8.6%，研发费用率 29.6%，较去年同期提升 2.8 个百分点。净利率方面，我们认为公司 2021 年至今归母净利率降至个位数水平，一定程度受到公司自 2021 年起研发投入力度开始加大的影响。

图表11 公司毛利率与归母净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 公司期间费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、公司深耕视频创意与数字办公，积极推进订阅转型

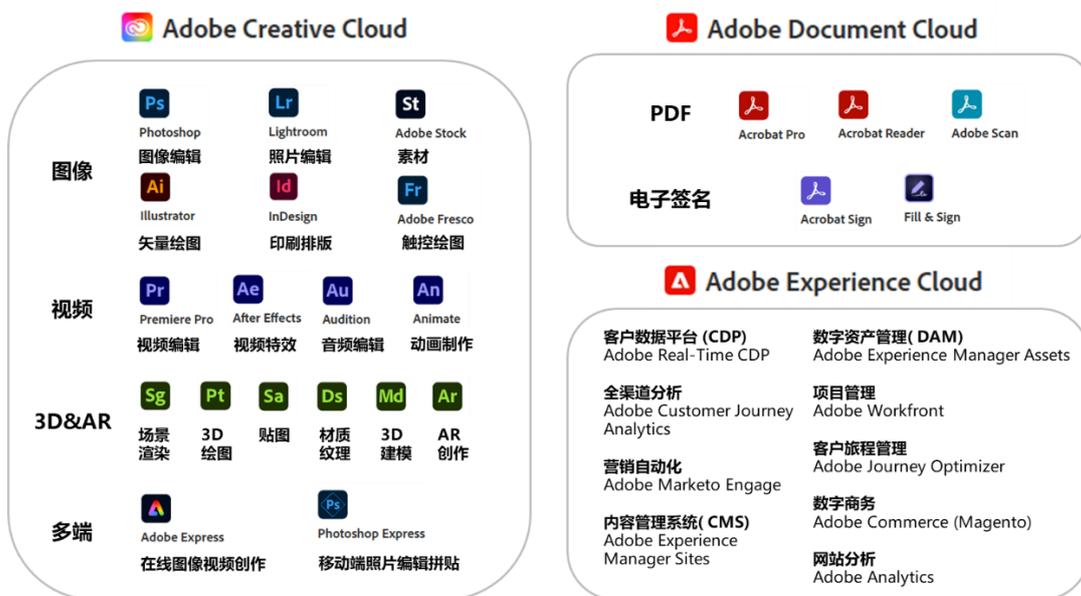
公司产品线布局与全球创意软件巨头 Adobe 公司相似，面向创作者形成了完善的产品矩阵，核心业务来看，一方面，公司深耕视频创意领域，推出视频编辑软件万兴喵影/Filmora，自 2023 年下半年逐步上线了 AI 助手、文生视频等 AI 功能，根据公司 2024 年半年报，万兴喵影/Filmora 荣获 G2 “2024 最佳设计产品 Top50” 奖项，位列软件服务平台 Capterra 视频编辑类软件 Top10。收费模式上，万兴喵影/Filmora 采用订阅制，相较对标产品 Adobe Premiere Pro 具有一定的低价优势。此外，公司推出自动化营销短视频创作工具万兴播爆/Virbo，为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，以及数字人形象在线定制服务。另一方面，公司持续深化数字办公领域布局，形成绘图创意、文档创意、实用工具三大产品线，旗下亿图图示/EdrawMax (对标流程图绘制软件 Microsoft Visio)、亿图脑图/EdrawMind、墨刀/Mockitt (对标 Axure)、万兴 PDF/PDFelement、万兴恢复专家/Recoverit 等产品获得市场认可。

同时，公司积极追赶 Adobe 的云化进程 (Adobe 订阅收入占比由 2013 年的 28% 提升至 2023 年的 94%)，公司于 2021 年开始推进订阅转型，2023 年上半年，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%。公司深耕视频创意与数字办公，核心产品获得市场认可，订阅转型的推进有助于公司提升用户粘性与收入质量。

2.1 公司产品线全面对标 Adobe，订阅转型成效凸显

公司产品线布局与全球创意软件巨头 Adobe 公司相似。Adobe 经过多年发展形成了三大产品线，1) Adobe Creative Cloud (创意云)：面向办公及创作需求，产品主要包括图像编辑软件 Photoshop、矢量绘图软件 Illustrator、视频处理软件 Premiere Pro、视频特效软件 After Effects、平面设计软件 InDesign 等。2) Adobe Document Cloud (文档云)：面向 PDF 编辑与电子签名需求，产品主要包括 PDF 编辑器 Acrobat Pro、电子签名软件 Sign、文件扫描软件 Scan 等。3) Adobe Experience Cloud (体验云)：面向 B 端数字营销需求，提供营销、分析、广告等服务，重在提升客户体验，产品主要包括客户实时数据平台(CDP)、客户体验全渠道分析等。万兴科技形成了视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线，公司视频创意和绘图创意条线主要也是面向用户创作需求，与 Adobe Creative Cloud 条线相似，公司文档创意条线提供 PDF 和电子签名产品，与 Adobe Document Cloud 条线对标。

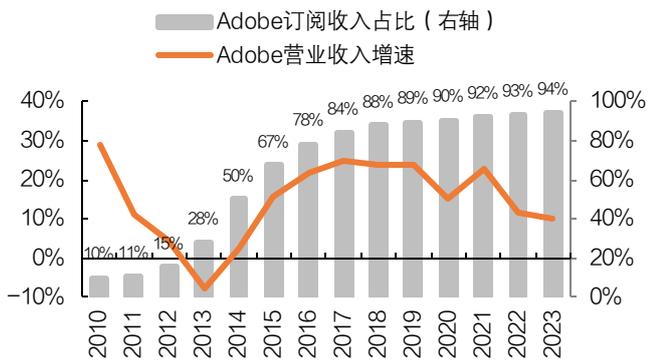
图表 13 Adobe 三大产品线



资料来源：Adobe 官网，平安证券研究所

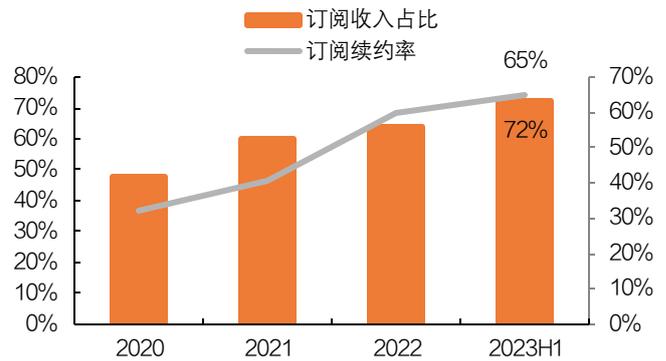
积极追赶 Adobe 的云化进程，公司于 2021 年开始推进订阅转型，订阅收入占比提升至 70% 以上。Adobe 于 2013 年正式推出 Creative Cloud，取代了授权套装软件 Creative Suite，第一次允许用户以订阅方式使用创意软件和工具，并进行订阅收费，云化转型推动了 Adobe 核心业务的快速增长。云化转型前，Adobe 订阅收入占比位于 15% 以下，收入端来看，2007-2012 年 Adobe 营业收入的复合增长率仅为 6.9%；正式开启云化之后，2013-2023 年，Adobe 的订阅收入占比从 28% 提升至 94%，在此期间 Adobe 收入端的 10 年复合增长率达到 16.9%。在全球巨头 Adobe 实现订阅转型的成功案例引领下，2020 年万兴科技也对自身小部分产品开始尝试订阅收费。2021 年公司正式启动订阅转型，大面积产品推行付费订阅模式。2023 年上半年，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%。

图表 14 Adobe 云化转型推动了收入的快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 15 公司订阅收入占比及续约率

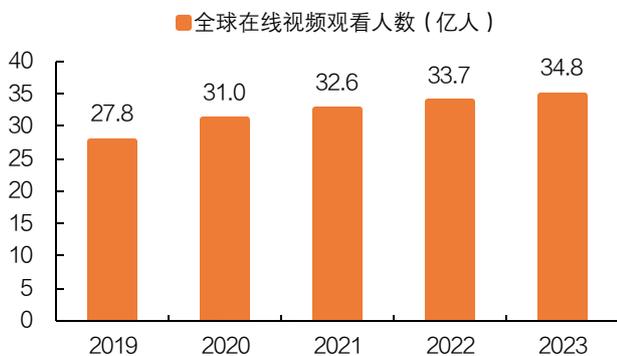


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 全球创作需求持续增加，公司紧抓视频编辑与数字营销机遇

创作者经济景气度高，视频内容作为当前营销领域的重要策略，全球视频创作需求将持续增加。Goldman Sachs Research 2023 年的数据指出，当前全球创作者人数为 5000 万，预计未来五年全球创作者的年复合增长率将达到 10-20%，当前创作者经济 (Creator Economy，允许创作者通过创造数字内容赚取收入的一种新经济模式) 规模已达 2500 亿美元，并预计将在 2027 年增至 4800 亿美元。视频是数字内容的重要形式之一，根据 eMarketer 估计，2023 年全球在线视频观看人数超过 35 亿人，同比增长 3%。根据 Wyzowl《The State of Video Marketing 2023》预测，2023 年全球平均每个用户平均每周在网上观看 17 个小时的视频，据此我们可以测算得出全球用户平均每天在网上观看数十亿小时的视频。

图表 16 全球在线视频用户数



资料来源：eMarketer, Statista, 平安证券研究所

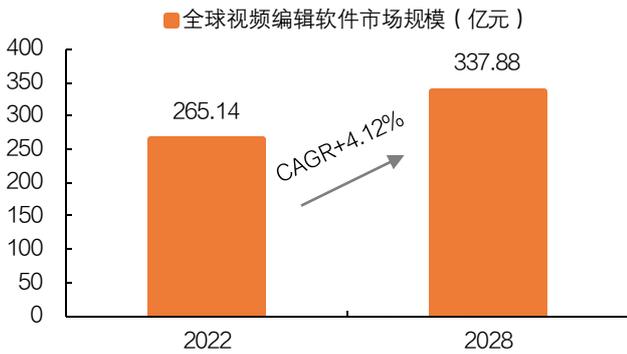
图表 17 全球平均每个用户每周在网上观看视频时长



资料来源：Wyzowl, 平安证券研究所

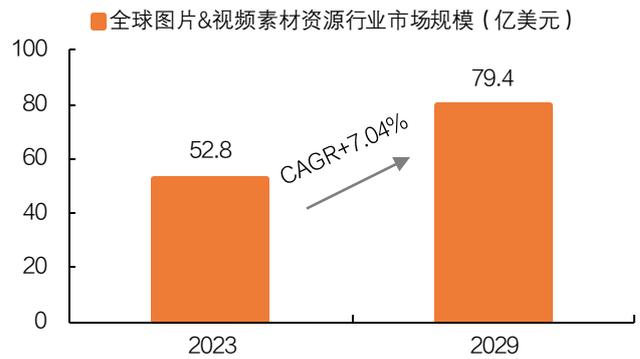
全球视频编辑软件行业与视频素材资源行业均为百亿级市场。根据贝哲斯咨询统计，2022 年全球视频编辑软件行业市场规模达到了 265.14 亿元，中国视频编辑软件市场规模达 89.48 亿元，预计全球视频编辑软件市场规模 2028 年将增长到 337.88 亿元，6 年复合增长率约 4.12%。Arizton 统计 2023 年全球图片与视频素材资源行业的市场规模为 52.8 亿美元，预测 2029 年有望达到 79.4 亿美元，6 年复合增长率约 7.04%。

图表18 全球视频编辑软件行业规模



资料来源：贝哲斯咨询，平安证券研究所

图表19 全球素材资源行业市场规模



资料来源：Arizton，平安证券研究所

■ 视频编辑：万兴喵影/Filmora

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视频创意产品与服务解决方案,万兴喵影/Filmora 是公司最具代表性的视频创意类产品。作为一款面向大众用户的进阶级视频编辑软件，万兴喵影/Filmora 分别面向国内和海外用户，内置素材库（万兴喵库/Filmstock），自 2023 年下半年逐步上线了多项 AI 功能。

2023 年 10 月，Filmora 13 发布同时推出创作助手 Copilot，视频编辑方面，用户通过与 AI 助手对话可快速获取信息辅助创作，点击“Apply”可一键完成调整视频参数、添加转场特效等系列初阶操作；素材方面，Filmora 13 推出“AI 生成”功能，覆盖文本、音频、视频等多媒体格式，用户可通过 AI 实现多样化的可商用、无版权内容素材生成。

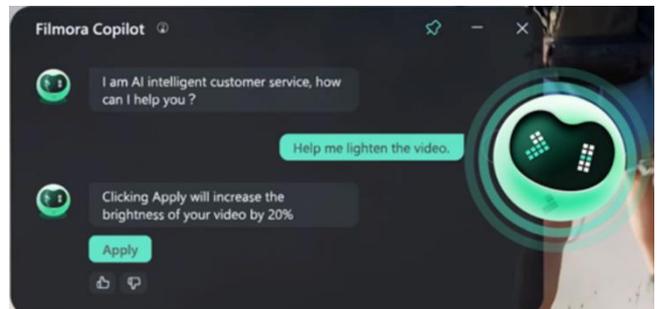
2024 年 5 月，万兴喵影/Filmora 发布 V13.5 版本，上线声音复刻、文生贴纸、AI 动感字幕、弯曲文本等特色功能，通过增强个性化画面、声音、字幕等元素编辑或生成能力提升创作效率。同时公司正在积极强化本地化素材资源能力，促进资源销售收入的快速提升。根据公司 2024 年半年报，公司产品万兴喵影/Filmora 荣获 G2“2024 最佳设计产品 Top50”奖项，位列软件服务平台 Capterra 视频编辑类软件 Top10。

图表20 万兴喵影/Filmora 支持桌面端和移动端



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表21 用户可通过 Filmora Copilot 提供创作指导



资料来源：公司官网，平安证券研究所

收费模式上，万兴喵影/Filmora 采用订阅制，相较对标产品 Adobe Premiere Pro 具有一定的低价优势。根据公司官网的定价，海外市场，Filmora 面向个人会员提供三种订阅模式，分别为 29.99 美元/季、49.99 美元/年、79.99 美元终身可用，若采用年订阅制相当于 Filmora 收取 4.16 美元/月的费用，与 Adobe Premiere Pro 收取 22.99 美元/月相比具有较强的价格优势，面向企业会员同理。国内市场，万兴喵影同样提供三种定价，月均收费最低为 8.3 元/月，同时，公司对于多软件组合购买提供优惠。

图表22 视频编辑软件定价对比

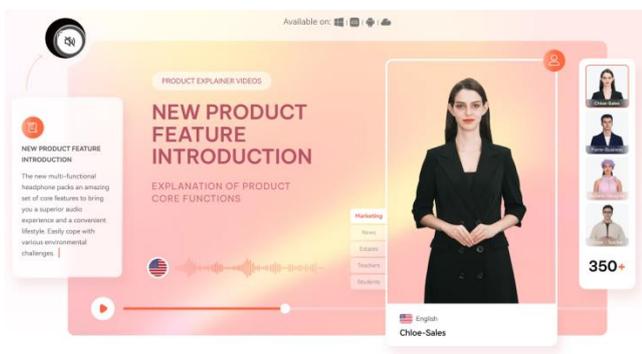
产品	个人会员	企业会员	个人组合会员
Adobe Premiere Pro	22.99 美元/月	37.99 美元/月	Creative Cloud All Apps (20+ Apps) : 59.99 美元/月
Wondershare Filmora	29.99 美元/季=9.99 美元/月 49.99 美元/年=4.16 美元/月 79.99 美元终身可用	155.88 美元/1 账号/1 年	Filmora + UniConverter: 71.98 美元/年=6.00 美元/月 UniConverter + DemoCreator: 67.99 美元/年=5.67 美元/月
万兴喵影	269 元/1 年=22.5 元/月 419 元/3 年=11.6 元/月 499 元/5 年=8.3 元/月	3299 元/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/1 年=26.58 元/月 万兴喵影+万兴录演: 299 元/1 年=24.92 元/月

资料来源：各公司官网（截至 2024 年 8 月），平安证券研究所

■ 数字营销：万兴播爆/Virbo

在数字人营销逐渐成为中国卖家拓展国际市场的新引擎的背景下，公司推出一款自动化营销短视频创作工具万兴播爆/Virbo，主要基于 AI 和数字人技术，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，帮助用户批量产出营销类短视频内容，目前已支持 TikTok 等主流短视频和直播平台，赋能跨境卖家在多元场景下开启“数字人”营销。2024 年 6 月，万兴播爆/Virbo 在国内市场优先重磅推出数字人形象在线定制服务，用户只需登录万兴播爆 App 或 Web 端，按照拍摄指南录制一段 5 分钟视频训练素材并提交，就可实现个性化数字形象复刻，大幅降低时间和经济成本。根据公司 2024 年半年报，今年上半年万兴播爆/Virbo 聚焦产品功能体验提升，上线视频翻译，优化照片数字人功能，有效扩展产品能力，提升视频生成效率，实现注册用户同比增长超 2 倍。

图表23 万兴播爆/Virbo 帮助电商用户快速生成“数字人”营销短视频



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表24 “数字人”定制仅需 5 分钟视频进行训练



资料来源：公司官网，平安证券研究所

万兴播爆/Virbo 同样采用订阅制，不过对于导出内容时长有一定限制。国内年度会员 998 元/年，导出音、视频总时长限制为 360 分钟，每分钟计价约为 2.8 元，单次最多导出 5 分钟；季度会员（总时长限制 60 分钟）、月度会员（总时长限制 20 分钟）单次最多导出 2 分钟。此外，新服务定制数字人年度会议 1688 元/年，导出总时长限制同样为 360 分钟，每分钟计价约 4.7 元。

图表25 万兴播爆/Virbo 定价

产品	个人会员	定制数字人 (2024.06 推出)
万兴播爆	998 元/年 (360min) =2.8 元/min 358 元/季 (60min) =6.0 元/min 128 元/月 (20min) =6.2 元/min	1688 元/年 (360min) =4.7 元/min 永久会员 6886 元
产品	个人会员	企业会员
Wondershare Virbo	199 美元/年 (300min) =0.66 美元/min 44.9 美元/年 (45min) =0.99 美元/min 19.9 美元/月 (15min) =1.33 美元/min	499 美元/3 账号/1 年 (1000min)

资料来源：公司官网（截至 2024 年 8 月），平安证券研究所

2.3 拥抱数字协同办公浪潮，公司形成丰富产品矩阵

全球企业推进混合办公，数字协同办公领域需求快增。根据艾瑞咨询《中国协同办公行业研究报告》，居家办公为协同办公市场带来小幅增长动力，同时受部分海外企业试行混合办公的影响，预计全球协同办公市场规模 2027 年达到 807 亿美元，6 年复合增速为 10.51%。

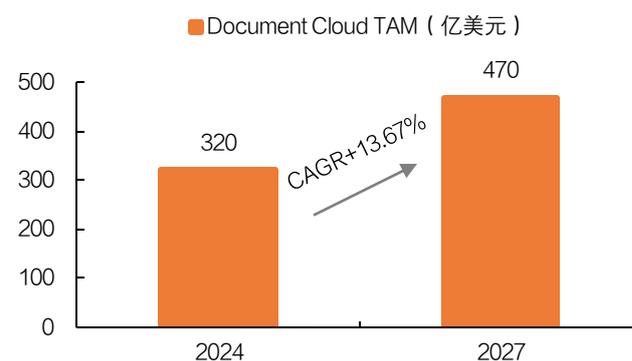
其中，PDF 作为当下重要的办公工具之一，拥有稳定的市场需求，据 Adobe 预测拥有千亿级的潜在市场规模。根据 Adobe 官网的最新预测，其 PDF 文档相关业务（Document Cloud）的潜在市场规模（TAM，total addressable market）到 2024 年可达 320 亿美元，到 2027 年可达 470 亿美元，经我们计算 3 年复合增长率将达到 13.67%。

图表26 全球企业协同办公市场规模



资料来源：Adobe 官网，平安证券研究所

图表27 Adobe 预测其 PDF 相关业务潜在市场空间



资料来源：Adobe 官网，平安证券研究所

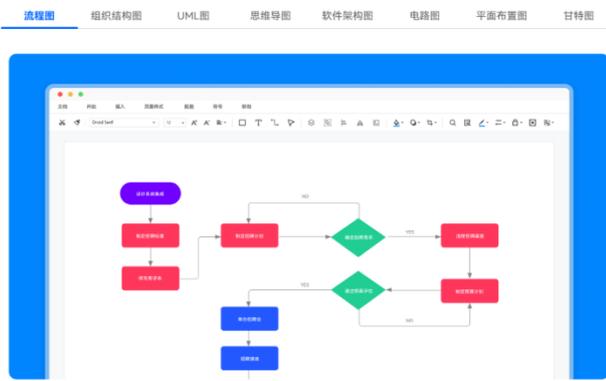
■ 绘图创意：亿图&墨刀

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，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，面向企业管理、软件 数据、教育培训、工程设计等多个领域的用户。下面我们重点介绍三款公司的绘图创意线软件：

1) 亿图图示/EdrawMax 是公司提供的一款采取全拖拽式操作的专业绘图软件，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。

2) 亿图脑图/EdrawMind 为一款跨端思维导图软件，提供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，当前已覆盖 Windows、iOS、Android、HarmonyOS NEXT、Mac 等全平台操作系统。在 2024 华为开发者大会上，“纯血”鸿蒙 HarmonyOS NEXT 正式发布，万兴科技旗下亿图脑图桌面端作为首批适配、首款上架的鸿蒙原生思维导图应用，荣获“鸿蒙先锋”和“智慧办公最佳产品合作伙伴”两项大奖。

图表28 亿图图示/EdrawMax 支持多种绘图类型



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表29 亿图脑图/EdrawMind 提供多样式思维导图绘制



资料来源：公司官网，平安证券研究所

软件定价方面，我们选取对标的流程图绘制软件 Microsoft Visio 进行对比，可以看到面向国内用户，亿图图示（亿图脑图定价相同）具备更佳的价格优势，订阅制下，Microsoft Visio 最低收取 39 元/月的费用，亿图图示收取约 16.5 元/月的费用，终身授权制下，Visio 标准版 2021 收取 2898 元，亿图图示定价为 680 元，并提供 880 元终身使用亿图图示、亿图脑图、亿图项目管理三个软件的组合项选择，面向海外市场 EdrawMax、EdrawMind 与 Microsoft Visio 的定价仍然存在差距。

图表30 绘图软件定价对比

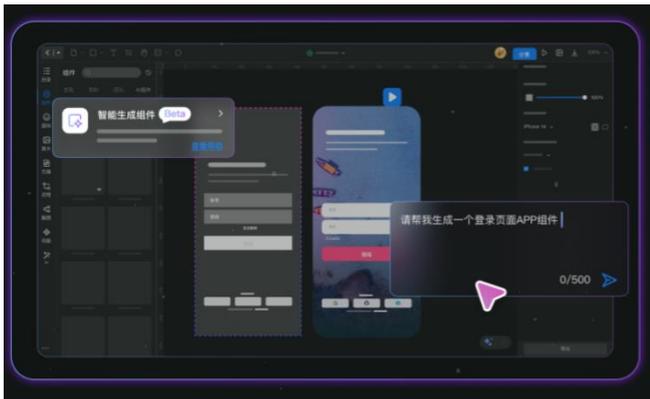
面向	产品	个人会员	企业会员	学生套餐	组合会员
国内市场	Microsoft Visio	Visio 计划 1: 39 元/月, Visio 计划 2: 116 元/月 Visio 标准版 2021: 2898 元终身授权, Visio 专业版 2021: 5808 元终身授权			Microsoft 365 E3: 261 元/月
	亿图图示	198 元/连续包年 =16.5 元/月 268 元/18 个月 580 元/3 年 680 元终身授权	380 元/1 年=31.7 元/月 580 元/2 年 780 元/3 年 1080 元终身授权	68 元/半年=5.7 元/月 98 元/1 年 198 元/3 年	亿图图示+亿图脑图+亿图项目管理: 880 元终身授权
	亿图脑图	同“亿图图示”	同“亿图图示”	同“亿图图示”	

美国市场	Microsoft Visio	Visio 计划 1: 5 美元/月, Visio 计划 2: 15 美元/月 Visio 标准版 2021: 309.99 美元终身授权, Visio 专业版 2021: 579.99 美元终身授权			Microsoft 365 E3: 33.75 美元/月
	EdrawMax	69 美元/半年=5.75 美元/月 99 美元/连续包年 198 美元终身授权	119 美元/1 年=9.9 美元/月 199 美元/3 年	62 美元/半年=5.2 美元/月 85 美元/1 年 139 美元/2 年	EdrawMax+EdrawMind+EdrawProj: 245 美元终身授权
	EdrawMind	39 美元/半年 59 美元/连续包年 118 美元终身授权	79 美元/1 年 129 美元/3 年	35 美元/半年 49 美元/1 年 79 美元/2 年	

资料来源: 各公司官网 (截至 2024 年 8 月), 平安证券研究所

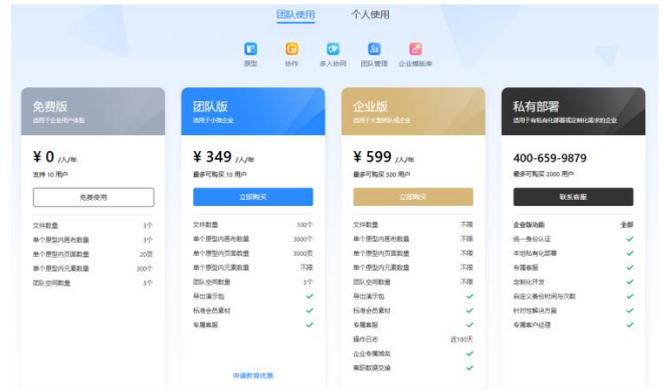
3) 墨刀/Mockitt 是一款功能对标 Axure 的原型设计软件, 是具备云端编辑、智能生成填充、AI 对话、实时协作和分享交付的一站式在线产品设计协同平台。墨刀现已上线 AI 组件生成功能, 用户通过输入自然语言即可快速生成具备交互效果的组件。定价方面, 面向国内市场, Axure RP 10 团队版 (允许共同编辑) 定价为 3745 元/人/年, 墨刀企业版定价为 599 元/人/年。

图表31 墨刀/Mockitt 支持 AI 生成交互组件



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表32 墨刀/Mockitt 针对团队用户的定价

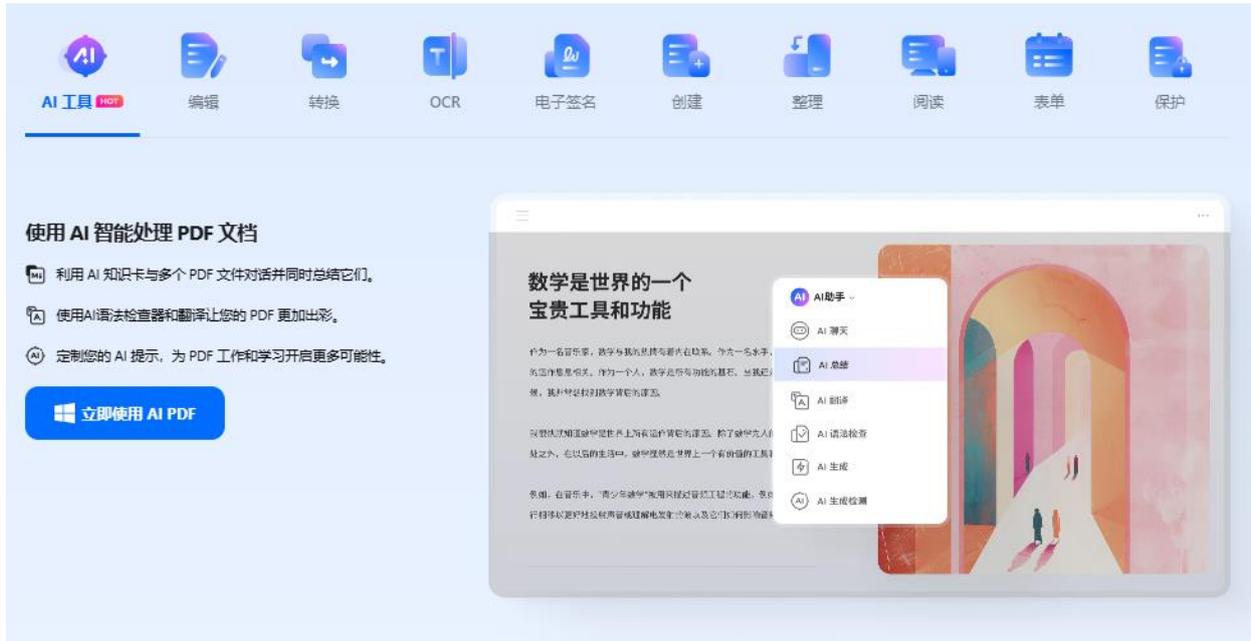


资料来源: 公司官网 (截至 2024 年 8 月), 平安证券研究所

■ 文档创意: 万兴 PDF/PDFelement

公司文档创意类软件产品以 PDF 处理能力为基础, 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、保护等需求, 产品主要包括万兴 PDF/PDFelement、万兴 PDF 阅读器/PDFReader。万兴 PDF/PDFelement 是一款 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。而万兴 PDF 阅读器/PDFReader 是一款轻量 PDF 阅读器, 集创建、阅读、注释和数字签名功能于一体。软件定价方面, 可以看到与全球主流的 PDF 产品相比, 公司万兴 PDF/PDFelement 对于国内外用户来说性价比仍然较高。

图表33 万兴 PDF/PDFelement 向用户提供全面的使用工具



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表34 全球 PDF 主流产品定价对比

产品（面向中国市场）	版本	1年会员	3年会员	终身会员
万兴 PDF	Windows 版	129 元	249 元	399 元
	多平台版	159 元	459 元	599 元
福昕高级 PDF 编辑器	标准版	240 元	576 元	-
	专业版	360 元	864 元	-
Adobe Acrobat Pro	个人	1896 港币	-	-
	企业	2256 港币	-	-
产品（面向美国市场）	版本	1年会员	2年会员	终身会员
PDFelement	单平台版	79.99 美元	109.99 美元	129.99 美元
	多平台版	89.99 美元	119.99 美元	139.99 美元
Foxit PDF Editor+		159.99 美元	-	-
Adobe Acrobat Pro Individuals		239.88 美元	-	-

资料来源：各公司官网（截至 2024 年 8 月），平安证券研究所

■ 实用工具：万兴恢复专家/Recoverit

公司的实用工具类业务包括覆盖 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；为各类手机文件传输场景提供跨终端文件传输、备份和恢复服务，为各类文件损坏场景提供修复服务等。公司实用工具类软件主要包括：万兴恢复专家/Recoverit、万兴数据管家、万兴易修/Repairit、万兴手机管家/Dr.Fone。

图表35 公司实用工具条线主要产品

产品图片	产品名称	产品简介
	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：公司公告，平安证券研究所

三、AIGC 发展步入多模态时代，公司持续拓展 AI 应用边界

面对当下 AIGC 多模态领域的机遇，万兴科技积极投入提升 AI 竞争力，2019 年至 2023 年，公司研发投入与研发人员逐年增加，保持占营收比例 20% 以上的较高水平研发投入。

算法方面，公司今年发布音视频多媒体大模型万兴“天幕”，涵盖文生视频、文生 3D 视频、视频 AI 配乐、数字人播报等近百项音视频原子能力，我们认为未来“天幕”大模型的能力有望成为公司产品力提升的重要引擎。

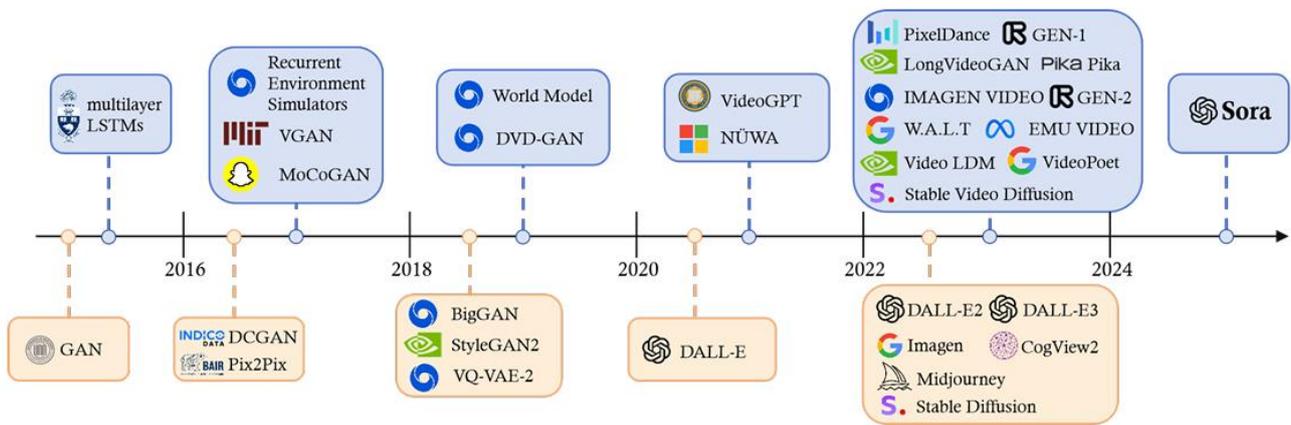
AI 应用方面，公司持续加深核心产品智能化，多款产品在业内率先实现 AI 应用落地，2023 年，公司万兴喵影/Filmora、万兴播爆/Virbo 等多个产品便落地了文生文、文生图、文生视频、视频生视频等功能，同时公司推出首批与 AI 结合的思维导图、流程图、原型图等绘图领域垂类软件，PDFelement 桌面端于业内首批上线文档智能处理机器人“Lumi”，2024 年上半年公司墨刀产品上线 AI 组件生成功能。同时，公司也在积极探索 AI 商业化变现路径，公司 2024 年半年报显示，拟 AI 收费模式包括：AI 加量包、AI 会员、订阅会员、AI 功能付费、与产品会员绑定多种形式，将为公司后续业务增长奠定基础。

3.1 Sora 取得里程碑式进展，推动 AIGC 在应用端落地

今年 2 月 OpenAI Sora 的发布在全球视频大模型领域取得了里程碑式进展，引领了全球视频生成技术的创新与激烈竞争，同时也推动了 AIGC 多模态在应用端的落地。上半年 Adobe 宣布其视频编辑软件正式引入 Sora，标志着 AI 视频编辑领域的重要变化，同样，万兴科技通过 AI 功能的持续上新，也在不断扩展 AI 在视频编辑领域的应用边界。

回顾视觉领域生成式 AI 的发展，自从 2022 年底 ChatGPT 发布后，2023 年全球涌现了诸多文生图商业化产品，例如 Stable Diffusion、Midjourney 和 DALL-E 3，这些工具帮助用户能够仅凭简单的文本提示生成高分辨率和高质量的新图像，展示了 AI 在图像创作方面的潜力。然而，考虑到视频具有时间复杂性，如何从文生图过渡到文生视频对全球大模型厂商提出了挑战，在 OpenAI 发布 Sora 模型之前，代表行业领先水平的视频生成工具（如 Pika 和 Runway Gen-2）仍然仅限于生成几秒钟的短视频片段。根据 OpenAI 官网介绍，Sora 可以在保持视觉质量和遵循用户的文本提示的情况下，生成长达 1 分钟的视频，遥遥领先于以往的视频生成时长。

图表 36 全球视觉领域生成式 AI 发展进程



资料来源：Lehigh University & Microsoft Research 《Sora: A Review on Background, Technology, Limitations, and Opportunities of Large Vision Models》，平安证券研究所

Sora 的发布引领全球视频生成技术的创新。全球文生视频大模型竞争日趋激烈，6 月，初创公司 Luma AI 发布了新的 AI 视频生成模型，并且面向公众开放测试，随后 Runway 发布了对标 Sora 的 Gen-3 Alpha，相比 Gen-2 在保真度、一致性和运动方面有了较大提升。国内来看，6 月初快手自研的视频生成大模型“可灵”上线，采用了与 Sora 相似的技术路线，能

够生成具有合理运动和模拟物理世界特性的视频。7月，智谱 AI 推出 AI 生成视频模型智谱清言，用户可在 30 秒内免费生成 6 秒视频。8 月，字节跳动旗下剪辑团队研发的一站式 AI 创作平台“即梦 AI”宣布上架。

根据智源研究院 FlagEval 2024 年 8 月的主观评测榜单，全球文生视频大模型前三分别为 OpenAI Sora、Runway Gen-3、字节跳动即梦，此外国内文生视频综合性能表现靠前的模型还包括快手可灵、爱诗科技 PixVerse、科大讯飞星火绘镜等。

图表37 Sora 根据文字指令生成的视频画面



提示：一位时尚的女士走在东京的街道上。街道上到处都是闪烁的霓虹灯和生机勃勃的城市氛围。她穿着一件黑色皮夹克，一种红色的长裙和黑色的鞋子，手里拿着一个黑色的包包。她戴着墨镜，优雅地走着。街道两旁是商店，街道潮湿且反光。

资料来源：OpenAI 官网，平安证券研究所

图表38 文生视频大模型综合性能榜单

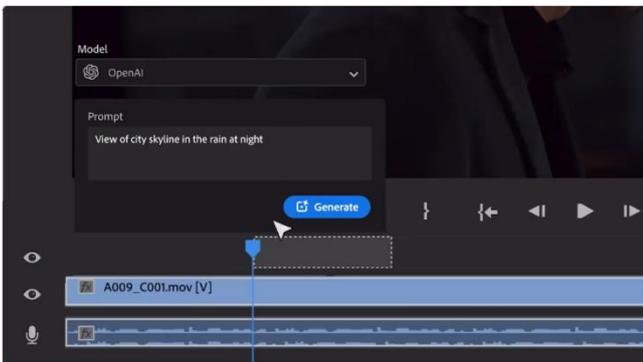
排名	大模型	所属公司	排名	大模型	所属公司
1	Sora	OpenAI	6	Luma	Luma AI
2	Gen-3	Runway	7	星火绘镜	科大讯飞
3	即梦	字节跳动	8	Pixeling	智象未来
4	可灵	快手	9	Vega AI	右脑科技
5	PixVerse V2	爱诗科技	10	Pika 2.0	Pika Labs

资料来源：智源研究院 FlagEval (2024 年 8 月榜)，平安证券研究所

今年文生视频的快速发展也推动了生成式 AI 在应用端的落地，上半年，Adobe 宣布其视频编辑软件正式引入 Sora。今年 4 月，全球多媒体巨头 Adobe 在官网宣布，将 OpenAI 的 Sora、Pika、Runway 等著名第三方文生视频模型，集成在视频剪辑软件 Premiere Pro (PR) 中，标志着 AI 视频编辑领域的重要变化。例如，通过 Sora 只需要输入文本提示就能生成视频素材，应用在视频项目中充当背景或者增强主轨道视频。根据预览展示，一次可以生成 3 个视频供用户选择。

万兴科技通过 AI 功能的持续上新，不断扩展 AI 在视频编辑领域的应用边界。早在 2023 年 10 月，万兴科技旗下视频创意软件 Filmora 13 版本已经在应用多项生成式 AI 技术，推出 AI 文本成片、AI 音乐生成器、AI 文字快剪等功能。5 月，Filmora 上线 AI 动感字幕功能，AI 动感字幕功能可自动分析视频中的语音内容，通过识别语义、情感色彩和语气，判断出语音内容中的重要部分，并通过包括背景变色、字号增大、文字加粗等视觉效果，对字幕进行高亮显示，同时提升观众的观看体验。6 月，Filmora 上线 13.5 版本，新推出声音复刻功能，只需用户录制 5 秒以上自有声音样本即可完成音色训练，支持 16 种语言。

图表39 Premiere Pro 支持用 Sora 生成视频素材



资料来源：Adobe 官网，AIGC 开放社区，平安证券研究所

图表40 万兴 Filmora 推出 AI 动感字幕功能



资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.2 公司积极投入提升 AI 竞争力，打造多媒体大模型万兴“天幕”

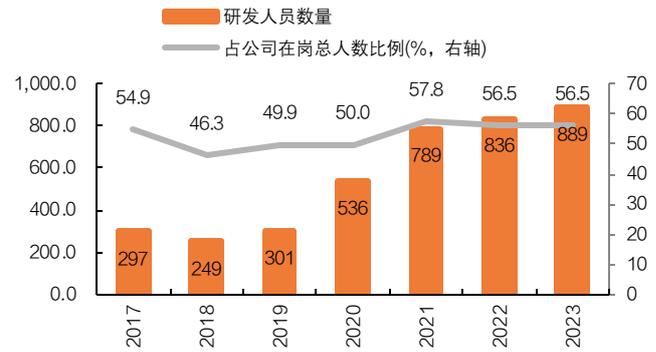
顺应全球大视频模型与 AI 应用的快速发展，公司近年保持着较高水平的研发投入，有望带动公司产品整体能力的提升。2019 年至 2023 年，公司研发投入与研发人员逐年增加，保持占营收比例 20% 以上的较高水平研发投入，2023 年公司研发支出 4.03 亿元，占公司营收比例为 27.2%，截至 2023 年底公司拥有 889 名研发人员，占公司在岗总人数的 56.5%，2024 年上半年公司研发投入 2.09 亿元，占营收比例达到 29.6%。

图表41 公司持续增加研发投入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 2017-2023 年公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

算法方面，今年 1 月底，公司发布音视频多媒体大模型——万兴“天幕”大模型，万兴“天幕”以音视频生成式 AI 技术为基础，具备视频大模型、音频大模型、图片大模型、语言大模型组成，涵盖文生视频、文生 3D 视频、视频 AI 配乐、数字人播报等近百项音视频原子能力，支持全球不同语言，致力于为全球用户提供音视频创作完整解决方案。3 月 18 日，万兴“天幕”正式通过国家网信办、国家发改委等七部门发布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案许可。4 月 28 日，万兴“天幕”音视频大模型正式开启公测，公司表示，未来万兴天幕音视频多媒体大模型将逐步向企业和开发者开放 API 接口。目前，万兴“天幕”相关能力已在 Wondershare Filmora、Wondershare Virbo 等海外产品上规模化商用。

图表43 万兴“天幕”具备近百项音视频原子能力



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表44 万兴“天幕”能力已在部分公司产品中应用



资料来源：公司官网，平安证券研究所

万兴“天幕”具备以下特点，**1) 从多模态到多媒体**：公司不局限于文生视频，致力于打造多媒体融合模型，更强调视频中应包含片头、主题、字幕等多个模态元素的融合，让用户在剪辑视频时产生高质量的多媒体视频。**2) 从通用模型到垂直解决方案**：公司并不打算将通用能力作为产品，而是将其与垂直场景结合，形成可用的功能或解决方案，如：打造设计、教育、营销、娱乐等垂类领域的解决能力。**3) 从全球化算力、数据、应用到本土化**：公司高度重视数据完整性，将训练数据向全

球各地进行本土化扩充，同时公司也在积极强化本地化素材资源能力，与全球多家素材供应商形成合作，有助于获得更优质的训练内容。

图表45 万兴“天幕”文生视频能力：一键生成时长可支持60秒



资料来源：公司官网，智东西，平安证券研究所

图表46 万兴“天幕”致力于在数据、算力、应用方面进行本土化扩充



资料来源：公司官网，智东西，平安证券研究所

3.3 公司持续加深核心产品智能化，探索商业化变现之路

公司致力于推动产品与AI功能的融合，多款产品在业内率先实现AI应用落地：1) 视频创意线，2023年万兴喵影/Filmora、万兴播爆/Virbo等多个产品便落地了文生文、文生图、文生视频、视频生视频等功能。2024年上半年，公司发布移动端AI特效产品SelfieU，支持用户一键图片修复。云端产品Media.ioStudioAIGC作为视频创作效率工具，实现产品内各功能聚合与联动，实现月活流量和销售收入快速增长。2) 绘图创意线，2023年公司实现了AI文字内容生成与一键生成思维导图、列表、文本形式等的文生图能力，推出首批与AI结合的思维导图、流程图、原型图等绘图领域垂类软件，2024年上半年公司墨刀产品上线AI组件生成功能。3) 文档创意线，2023年公司PDF阅读编辑器PDFelement桌面端于业内首批上线文档智能处理机器人“Lumi”。4) 实用工具线，2023年公司数据修复软件万兴易修/Repairit增设智能分析、AI修复能力，上线AI老照片上色、AI低分辨率图像超分和视频增强等智能化功能。

同时，公司也在积极探索AI商业化变现路径，为后续业务增长奠定基础。公司针对核心业务线代表性产品的AI功能商业化作出了探索，公司2024年半年报显示，拟AI收费模式包括：AI加量包（万兴喵影/Filmora、亿图图示/EdrawMax、亿图脑图/EdrawMind、万兴PDF/PDFelement等）、AI会员（万兴优转/UniConverter等）、订阅会员（万兴播爆/Virbo、Media.ioStudio等）、AI功能付费（HiPDF、万兴易修/Repairit等）、与产品会员绑定（墨刀/Mockitt、万兴手机管家/Dr.Fone等）多种形式。

图表47 公司核心业务线代表产品当前AI功能和商业化探索情况

业务线	产品名称	AI功能	拟AI收费模式
视频创意	万兴喵影/Filmora	AI抠像、AI降噪、AI写文案、AI图片生成、AI音乐生成、AI文本成片、声音复刻、文生贴纸、动感字幕等	AI加量包
	万兴优转/UniConverter	AI视频增强、AI图像增强、AI水印编辑、AI工具集等	AI会员
	万兴播爆/Virbo	AI脚本、AI配音、AI翻译、虚拟数字人、照片数字人等	订阅会员+个性化定制
	Media.io Studio	AI写真、AI歌手、AI壁纸、AI脚本、AI字幕、AI声音克隆等	订阅会员
绘图创意	亿图图示/EdrawMax	AI写作、AI绘画、AI问答、AI翻译、AI文本调整、一键绘制流程图等	AI加量包

	亿图脑图/EdrawMind	一键生成多分支的思维导图、AI 自动配图配色、AI 生成 PPT、文案改写、润色翻译等	AI 加量包
	墨刀/Mockitt	AI 问答、AI 生成原型页面、AI 生成图表、智能填充等	与产品会员绑定，不额外收费
文档创意	万兴 PDF/PDFelement	智能助手、AI 总结、智能翻译、智能检查、智能润色、AI 检测、智能释义，智能改写等	AI 加量包
	HiPDF	智能对话、AI 阅读、AI 检测、AI 翻译、AI 校对	AI 功能付费
实用工具	万兴易修/Repairit	智能分析、AI 修复、AI 老照片上色、AI 图像超分、AI 视频增强修复，AI 图像增强修复等	AI 功能付费
	万兴手机管家/Dr.Fone	AI 壁纸、AI 铃声	与产品会员绑定，不额外收费

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 主营业务收入预测

1) 视频创意：公司深耕视频创意类软件，核心产品方面，万兴喵影/Filmora 快速迭代视频编辑领域的 AI 功能，带动用户 AI 积分消耗量持续提升，万兴播爆/Virbo 持续提升数字营销产品能力，2024 年上半年注册用户同比增长超 2 倍，新产品方面，公司 AI 特效产品 SelfieU 推出移动版、云端工具集 Media.ioStudio 完成改版，均有望为公司带来收入的快速增长，因此我们预计 2024-2026 年公司视频创意类收入增速分别为 15%、20%、20%。

2) 实用工具：实用工具类业务包括多端数据管理和修复工具，为公司传统强项业务，万兴恢复专家/Recoverit、万兴易修/Repairit 等产品保持修复技术行业领先地位，新产品方面，2024 年上半年公司在云端上线 RepairitOnline 新品、移动端拓展更多内容迁移权限，预计公司该业务保持稳健增长，我们预计公司 2024-2026 年实用工具类收入增速分别为 5%、5%、5%。

3) 文档创意：公司积极提升智慧文档能力，万兴 PDF/PDFelement 支持更多云端功能，移动端产品功能丰富度提升，新增 OCR、表单填写等功能，同时信创政策为国内正版办公软件带来发展空间，预计公司文档创意业务保持平稳增长，我们预计公司 2024-2026 年文档创意类收入增速分别为 10%、15%、15%。

4) 绘图创意：公司绘图创意类软件主要包括墨刀和亿图，公司持续打磨高频 AIGC 功能点，墨刀产品上线 AI 组件生成功能，亿图产品紧抓信创机遇，亿图脑图完成与华为纯血鸿蒙的适配，同时公司积极拓展信创业务，在政企市场认可度得到提升，预计公司绘图创意业务将保持平稳增长，我们预计公司 2024-2026 年绘图创意类收入增速分别为 10%、15%、15%。

■ 费用预测

1) 销售费用：全球数字创意市场竞争激烈，公司深耕视频创意与数字办公领域，市场认可度正在持续提升，我们认为销售费用率将总体呈现下降趋势，预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 50%、49%、48%。

2) 管理费用：我们预计公司会加强费控，后续公司管理费用率预计下降，预计公司 2024-2026 年管理费用率分别为 11.0%、10.8%、10.5%。

3) 研发费用：公司所处数字创意软件行业，对于研发投入的持续性要求高，我们认为公司研发费用率有望保持平稳，预计公司 2024-2026 年研发费用率分别为 27%、27%、27%。

基于以上判断，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 16.64/19.42/22.71 亿元，对应同比增速分别为 12.4%/16.7%/16.9%，归母净利润为 0.93/1.21/1.63 亿元，对应增速分别为 7.7%/30.7%/34.7%，对应 EPS 分别为 0.48/0.63/0.85 元，根据 2024 年 10 月 10 日公司收盘价，对应 2024-2026 年 PS 分别为 7.1x/6.1x/5.2x。

图表48 万兴科技简要损益预测表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营收按业务拆分假设				
视频创意	960.6	1,104.7	1,325.7	1,590.8
YoY (%)	28.9%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	94.6%	94.0%	94.0%	94.0%
实用工具	256.0	268.8	282.2	296.3
YoY (%)	10.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	96.3%	96.0%	96.0%	96.0%
文档创意	130.1	143.1	164.6	189.3
YoY (%)	30.9%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	93.8%	93.0%	93.0%	93.0%
绘图创意	129.0	141.9	163.2	187.7
YoY (%)	30.5%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	94.3%	93.0%	93.0%	93.0%
其他	5.2	5.7	6.2	6.9
YoY (%)	25.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	76.4%	75.0%	75.0%	75.0%
营业收入	1,480.9	1,664.3	1,942.0	2,271.0
YoY (%)	25.5%	12.4%	16.7%	16.9%
综合毛利率 (%)	94.8%	94.1%	94.1%	94.0%
费用假设				
期间费用率 (%)	87.4%	87.9%	86.6%	85.3%
其中：销售费用率	48.8%	50.0%	49.0%	48.0%
管理费用率	11.2%	11.0%	10.8%	10.5%
研发费用率	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
归母净利润	86.2	92.9	121.4	163.4
YoY (%)	113.2%	7.7%	30.7%	34.7%
EPS (元)	0.45	0.48	0.63	0.85

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 估值分析

公司是面向全球用户的数字创意软件提供商，深耕视频创意与数字办公，积极推进订阅转型，主要聚焦视频创意软件业务，积极推动绘图创意、文档创意和实用工具软件业务，因此我们选取了A股中包括金山办公、福昕软件、广联达在内的同属于数字办公以及工具软件的SaaS企业作为对标公司进行估值比较。

图表49 万兴科技同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	2024/10/10		营业收入（亿元）				PS（倍）			
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688111.SH	金山办公	266.60	1,233.1	45.56	55.30	71.34	93.50	27.1	22.3	17.3	13.2
688095.SH	福昕软件	67.22	61.5	6.11	6.99	8.22	10.11	10.1	8.8	7.5	6.1
002410.SZ	广联达	13.64	225.3	65.63	70.45	76.72	85.34	3.4	3.2	2.9	2.6
	均值	-	506.6	-	-	-	-	13.5	11.4	9.2	7.3
300624.SZ	万兴科技	60.97	117.9	14.81	16.64	19.42	22.71	8.0	7.1	6.1	5.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：1) 收盘价、总市值均截至2024年10月10日；2) 福昕软件2024-2026年预测EPS采用Wind一致预期。

根据以上的估值分析，公司的市销率水平低于同行业可比公司均值，我们认为公司作为国内领先的数字创意软件提供商，具有一定稀缺性，深耕视频创意与数字办公业务，产品线对标全球创意软件巨头，同时面对当下AIGC多模态领域的机遇，公司持续加深核心产品智能化，多款产品在业内率先实现AI应用落地，将为公司后续业务增长奠定基础，公司应享有更高的溢价空间，市销率仍有上升空间。

4.3 投资建议

公司深耕视频创意与数字办公业务，产品线对标全球创意软件巨头，同时面对当下AIGC多模态领域的机遇，公司持续加深核心产品智能化，多款产品在业内率先实现AI应用落地，将为公司后续业务增长奠定基础。我们认为公司作为国内领先的数字创意软件提供商，具有一定稀缺性，全球视频创作与数字办公需求的增加，叠加AIGC的快速发展，将为公司打开成长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、 风险提示

1) 数字创意软件市场竞争加剧风险：公司在数字创意软件领域具备较强研发及营销实力，产品采用差异化定位和个性化设计，考虑到当下大模型的快速发展正在推动AI应用在多个领域的落地，若全球知名软件企业或者人工智能大厂进入公司赛道，与公司产品构成直接竞争，公司产品存在被替代的风险，将导致公司销售收入下滑。

2) 公司营销费用抬升风险：公司目前产品在全球推广主要通过Google搜索引擎优化和Google付费广告进行，如果未来Google对其搜索引擎优化的排名算法和付费广告收费政策做出调整，而公司不能及时采取有效应对措施，将影响公司产品推广，增加广告营销费用，进而影响经营业绩。

3) 海外市场拓展风险：公司为全球用户提供消费类软件产品，在多个地区设立子公司，如果未来公司未能完全遵守产品销售地的法律或法规，或者在海外市场拓展过程中对当地消费者的文化、消费习惯等理解出现偏差，产品未能被当地消费者广泛接受，将对公司业务发展产生不利影响，公司海外市场拓展存在风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	782	1011	1271	1585
现金	511	731	974	1269
应收票据及应收账款	50	56	65	76
其他应收款	8	9	10	12
预付账款	20	22	26	31
存货	0	0	0	0
其他流动资产	193	194	195	197
非流动资产	897	826	750	677
长期投资	41	35	25	15
固定资产	331	279	228	176
无形资产	51	43	34	26
其他非流动资产	473	468	463	461
资产总计	1679	1837	2021	2262
流动负债	244	304	356	417
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	12	15	18	21
其他流动负债	232	289	338	397
非流动负债	41	39	40	43
长期借款	5	3	5	7
其他非流动负债	36	36	36	36
负债合计	285	343	396	461
少数股东权益	69	92	123	165
股本	138	193	193	193
资本公积	686	630	630	630
留存收益	502	579	678	813
归属母公司股东权益	1325	1402	1502	1636
负债和股东权益	1679	1837	2021	2262

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	234	231	257	314
净利润	108	117	152	205
折旧摊销	34	66	66	63
财务费用	3	-2	-3	-4
投资损失	9	0	4	4
营运资金变动	45	50	36	42
其他经营现金流	34	1	2	3
投资活动现金流	-52	5	4	3
资本支出	74	-0	0	0
长期投资	-16	0	0	0
其他投资现金流	-111	5	4	3
筹资活动现金流	-15	-17	-17	-22
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-379	-2	1	3
其他筹资现金流	364	-14	-19	-25
现金净增加额	165	219	244	294

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1481	1664	1942	2271
营业成本	77	98	115	135
税金及附加	4	4	5	6
营业费用	723	832	952	1090
管理费用	165	183	210	238
研发费用	403	449	524	613
财务费用	3	-2	-3	-4
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-0	-0	-0	-0
其他收益	18	18	18	18
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资净收益	-9	-0	-4	-4
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	107	117	153	206
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	106	117	152	205
所得税	-2	-0	-0	-0
净利润	108	117	152	205
少数股东损益	22	24	31	42
归属母公司净利润	86	93	121	163
EBITDA	144	180	215	265
EPS (元)	0.45	0.48	0.63	0.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	25.5	12.4	16.7	16.9
营业利润(%)	46.0	9.6	30.6	34.6
归属于母公司净利润(%)	113.2	7.7	30.7	34.7
获利能力				
毛利率(%)	94.8	94.1	94.1	94.0
净利率(%)	5.8	5.6	6.2	7.2
ROE(%)	6.5	6.6	8.1	10.0
ROIC(%)	16.3	14.8	22.3	34.3
偿债能力				
资产负债率(%)	17.0	18.7	19.6	20.4
净负债比率(%)	-36.3	-48.7	-59.7	-70.0
流动比率	3.2	3.3	3.6	3.8
速动比率	3.1	3.2	3.5	3.7
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	29.8	29.8	29.8	29.8
应付账款周转率	6.59	6.59	6.59	6.59
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.48	0.63	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.20	1.33	1.62
每股净资产(最新摊薄)	6.86	7.25	7.77	8.46
估值比率				
P/E	136.7	126.9	97.1	72.1
P/B	8.9	8.4	7.9	7.2
EV/EBITDA	87	61	51	40

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层