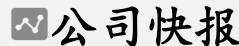


2023年04月12日  
万兴科技(300624.SZ)

ESSENCE



证券研究报告

基础软件及管理办公软件

投资评级 **买入-A****维持评级**6个月目标价 **91.51元**股价(2023-04-11) **74.60元**

交易数据

总市值(百万元) 9,691.01

流通市值(百万元) 8,396.63

总股本(百万股) 129.91

流通股本(百万股) 112.56

12个月价格区间 24.76/81.51元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	33.8	142.6	109.6
绝对收益	37.1	144.8	109.6

**赵阳** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

**杨楠** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

相关报告

保持研发投入强度，加速推 2022-09-03  
进订阅转型

## 业绩逐季改善，AIGC 赋能数字创意产业

### 事件概述

1) 4月12日，万兴科技发布《2023年一季度报告》。2023Q1公司实现营业收入3.55亿元，同比增长35%；归母净利润为2,085.58万元，同比增长686.26%；扣非归母净利润为1,798.50万元，同比增长306.80%。

2) 4月8日，万兴科技发布《2022年年度报告》。2022年公司实现营业收入11.80亿元，同比增长14.67%；归母净利润为4,125.52万元，同比增长47.73%；扣非归母净利润为1,059.69万元，同比增长0.05%。

### 收入净利润逐季改善，视频创意产品构筑增长引擎

根据年报披露，公司2022年营业收入同比增长14.67%，归母净利润同比增长47.73%；单Q4营收同比增长25.45%；归母净利润同比增长179.36%；23Q1营收同比增长35%，归母净利润同比增长686.26%，同比扭亏为盈，业绩逐季改善。

分产品来看，1) 视频创意类2022年实现收入7.45亿元，同比增长27.82%，23Q1营业收入同比增长超过45%。万兴喵影完成了Filmora12/万兴喵影2023大版本更新，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，并新增云端备份和协同审阅功能。2023年3月底，公司官宣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，深入文生视频应用领域。

2) 实用工具类2022年实现收入2.33亿元，同比下降2.46%。万兴恢复专家（英文名称：Recoverit）完成V11版本更新，推出全新高阶恢复功能，提升了用户视频和图片文件恢复成功率；全新发布Repairit for Email、Repairit Online两款新品，拓展邮箱内修复场景和在线端视频、图片、文档修复场景；大力强化移动端数据产品的竞争实力，推出Dr. Fone移动版。

3) 文档创意类2022年实现收入9,938.66万元，同比下降2.73%；23Q1营业收入增长超40%。万兴PDF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，构建夯实文档上云、文档共享，文档同步的“Win+Mac+云”三端一体服务体系。

4) 绘图创意类2022年实现收入9,886.72万元，同比下降3.95%。亿图图示（英文名称：EdrawMax）全新发布12.0大版本；亿图脑图（英文名称：EdrawMind）发布10.0大版本，移动端发布5.0/6.0两个大版本。2022年11月，AIGC领域新品万兴爱画小程序首发上线，

用户输入一段文字即可获得不同比例和多种艺术风格的 AI 绘画作品，并在今年一季度创新性新增 AI 简笔画、咒语生成器功能，提供人物&角色、五官、表情、头发、服装等分类选项及彩墨风、浮世绘、二次元、赛博朋克等多样化的风格效果，为用户提供更灵活、更高阶的 AI 绘画玩法。

### 目 订阅转型持续推进，拥抱 AIGC 赋能数字创意产业

自订阅转型策略推出以来，公司已完成基础运营平台建设和用户运营体系的搭建与迭代优化。公司强化数据驱动的产品运营能力，实现订阅用户全生命周期精细运营。以产品价值为核心，基于数据算法洞察用户分层画像，打造面向各类用户人群的高价值精品创意期刊，周期性触达用户。整体数据平台为业务运营分析、用户洞察分析、公司经营决策提供精准、高效的数据支撑，有效推动用户订阅续约率持续提升，进一步增强公司的商业变现能力。根据年报披露，2022 年订阅收入占整体销售收入比例约 64%，订阅续约率提升至 60%。

AIGC 相关技术目前已开始逐步应用到语言对话、文本、图像和音视频等各类内容创意领域，有望从内容创意构思、内容资源素材创新、以及图文视频内容的智能创作等方面大幅提升创作质量与创作效率。公司持续关注市场发展动态，快速加强视频创意领域 AIGC 技术、虚拟人等核心技术的研发和前沿技术探索，今年完成了多人图像换脸、超清人像、特效人像分割、裸眼 3D 等算法的功能化落地及优化；同时持续深入 AIGC 绘画算法，打通垂类训练技术，提升 AI 绘画模型效果，实现高保真人像/风景特征图片和二次元、国风等多风格图片生成。

### 目 投资建议：

万兴科技深耕数字创意软件领域，是全球领先的新生代数字创意赋能者。我们预计公司 2023/24/25 年实现营业收入 15.24/18.31/22.30 亿元，实现归母净利润 0.94/1.49/2.18 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 91.51 元，相当于 2024 年的 80 倍动态市盈率。

### 目 风险提示：

产品创新孵化风险；SaaS 转型不及预期；汇率波动风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,029.2	1,180.1	1,524.1	1,831.1	2,229.8
净利润	27.8	41.3	94.3	148.7	217.8
每股收益(元)	0.21	0.32	0.73	1.14	1.68
每股净资产(元)	6.77	6.80	7.83	9.47	11.86
<b>盈利和估值</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
市盈率(倍)	257.20	92.45	102.80	65.17	44.50
市净率(倍)	8.14	4.32	9.91	8.60	7.21
净利润率	2.7%	3.5%	6.2%	8.1%	9.8%
净资产收益率	3.2%	4.7%	10.1%	14.1%	17.6%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>ROIC</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>15.1%</b>	<b>25.8%</b>	<b>32.2%</b>

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,029.2	1,180.1	1,524.1	1,831.1	2,229.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	46.5	53.4	67.7	74.3	82.0	营业收入增长率	5.4%	14.7%	29.1%	20.1%	21.8%
营业税费	2.7	2.4	3.2	3.8	4.6	营业利润增长率	-66.5%	51.9%	106.0%	57.7%	46.4%
销售费用	482.4	580.0	718.6	845.1	1,006.8	净利润增长率	-77.8%	48.2%	128.5%	57.7%	46.4%
管理费用	474.6	486.9	598.4	682.3	808.5	EBITDA增长率	-50.4%	46.7%	41.1%	57.6%	40.8%
财务费用	10.2	19.2	6.3	11.0	3.0	EBIT增长率	-61.0%	55.2%	85.5%	58.4%	41.2%
资产减值损失	0.5	2.8	0.0	0.0	0.1	NOPLAT增长率	-63.7%	11.4%	151.4%	58.4%	41.2%
加:公允价值变动收益	4.5	19.4	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	127.8%	0.3%	-22.9%	12.8%	13.2%
投资和汇兑收益	12.3	4.3	4.3	5.1	5.6	净资产增长率	6.2%	0.4%	15.3%	20.9%	25.3%
<b>营业利润</b>	48.1	73.0	150.4	237.2	347.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.2	-1.2	0.0	0.0	0.0	毛利率	95.5%	95.5%	95.6%	95.9%	96.3%
<b>利润总额</b>	47.9	71.8	150.4	237.2	347.4	营业利润率	4.7%	6.2%	9.9%	13.0%	15.6%
减:所得税	-1.1	7.5	15.7	24.8	36.3	净利率	2.7%	3.5%	6.2%	8.1%	9.8%
<b>净利润</b>	27.8	41.3	94.3	148.7	217.8	EBITDA/营业收入	7.5%	9.6%	10.5%	13.7%	15.9%
						EBIT/营业收入	5.3%	7.2%	10.3%	13.6%	15.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	51	71	38	0	0
货币资金	459.9	345.4	446.0	535.8	652.5	流动营业资本周转天数	23	28	28	27	28
交易性金融资产	201.5	212.8	212.8	212.8	212.8	流动资产周转天数	257	201	186	176	170
应收账款	34.9	45.1	58.2	65.9	85.3	应收账款周转天数	10	12	12	12	12
应收票据	11.3	8.5	10.9	13.1	16.0	存货周转天数	1	0	0	0	0
预付账款	13.0	17.4	22.4	27.0	32.8	总资产周转天数	462	475	345	280	252
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	372	325	194	182	170
其他流动资产	4.6	19.3	24.9	30.0	36.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	3.2%	4.7%	10.1%	14.1%	17.6%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	1.8%	2.7%	7.0%	10.2%	13.4%
长期股权投资	70.6	55.8	55.8	55.8	55.8	ROIC	6.6%	5.3%	15.1%	25.8%	32.2%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	143.2	317.7	0.0	0.0	0.0	销售费用率	46.9%	49.2%	47.2%	46.2%	45.2%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	46.1%	41.3%	39.3%	37.3%	36.3%
无形资产	37.4	42.8	47.9	53.4	59.5	财务费用率	1.0%	1.6%	0.4%	0.6%	0.1%
其他非流动资产	564.4	467.6	468.5	469.2	470.3	三费/营业收入	94.0%	92.0%	86.8%	84.0%	81.5%
<b>资产总额</b>	1,540.9	1,532.3	1,347.5	1,463.0	1,621.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	13.7	9.3	323.8	215.4	24.9	资产负债率	42.9%	42.4%	48.0%	37.6%	24.5%
应付账款	32.3	33.8	48.0	39.8	54.9	负债权益比	75.2%	73.5%	63.6%	44.8%	25.8%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.92	3.23	1.36	1.86	3.22
其他流动负债	139.3	157.7	199.6	219.2	242.1	速动比率	3.92	3.23	1.36	1.86	3.22
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	5.65	4.92	18.83	18.42	58.32
其他非流动负债	476.2	448.5	76.1	76.1	76.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	661.4	649.2	647.5	550.6	398.0	DPS(元)	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	-0.3	-0.7	39.7	103.5	196.8	分红比率	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	130.0	129.9	129.9	129.9	129.9	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	749.8	753.8	848.0	996.7	1,214.5						
<b>股东权益</b>	879.5	883.0	1,017.7	1,230.1	1,541.2						
						<b>现金流量表</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	<b>业绩和估值指标</b>	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	49.0	64.3	134.7	212.4	311.1	EPS(元)	0.21	0.32	0.73	1.14	1.68
加:折旧和摊销	13.8	-47.0	2.6	2.8	3.0	BVPS(元)	6.77	6.80	7.83	9.47	11.86
资产减值准备	0.5	2.8	0.0	0.0	0.1	PE(X)	257.20	92.45	102.80	65.17	44.50
公允价值变动损失	-4.5	-19.4	0.0	0.0	0.0	PB(X)	8.14	4.32	9.91	8.60	7.21
财务费用	10.2	19.2	6.3	11.0	3.0	P/FCF	25.28	37.30	94.86	106.30	81.84
投资损失	-12.3	-4.3	-4.3	-5.1	-5.6	P/S	6.96	3.23	6.36	5.29	4.35
少数股东损益	21.2	23.0	40.4	63.7	93.3	EV/EBITDA	97.80	37.14	62.85	39.46	27.49
营运资金的变动	64.2	68.9	-12.1	-73.1	-91.8	CAGR(%)	-43.2%	-42.6%	84.0%	89.8%	52.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	142.0	107.4	167.7	211.8	313.1	PEG	-3.31	1.92	0.80	1.13	0.96
<b>投资活动产生现金流量</b>	-81.4	-134.4	-2.8	-2.6	-2.9	ROIC/WACC	0.81	0.65	1.84	3.14	3.93
<b>融资活动产生现金流量</b>	271.4	-73.9	-64.3	-119.4	-193.5	REP	8.86	6.15	6.72	3.44	2.39

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034