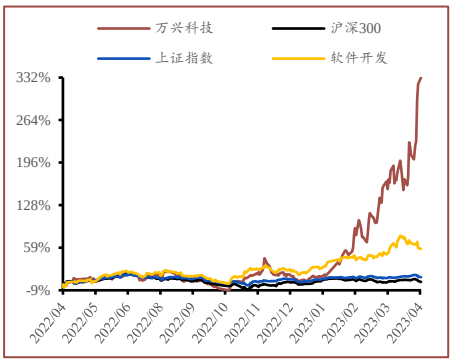
与时代同行的数字创意赋能者

证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-24
收盘价(元)	117.80
流通股本(亿股)	1.15
每股净资产(元)	6.85
总股本(亿股)	1.33

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨
SAC 证书编号：S0160522050001
yangye01@ctsec.com

相关报告

1. 《收入增速超预期，AIGC 产品加速落地》 2023-04-12

核心观点

❖ **数字创意赋能者，全品系上新 AIGC 功能：**公司成立于 2003 年，聚焦数字创意软件，业务涵盖视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具等领域，为自媒体、广告营销、艺术创作、文案设计、教育培训等用户打造数字创意内容生产力工具。2023 年 2 月，公司对接微软 Azure 云开通 OpenAI 商用账号权限，3 月份开通 GPT-4 的 API 接口，目前正在进行多个海外产品的更新接入和综合开发测试，接入 AI 大模型将为产品推广带来新机遇。2023Q1 订阅收入占比达 70%，SaaS 化转型持续推进，收入同比增速达 35%，收入、利润弹性边际拐点已至。

❖ **技术跃迁促使劳动生产率大幅提升，创作工具重要性前置：**多模态 AI 大模型技术落地，可以实现文本、音频、图像、视频数据的输入输出，赋能各行各业智能化生产创造。技术推广将带动创作者经济劳动生产率大幅跃升，AIGC 创作工具的重要性前置，比如 Stable Diffusion 模型实现“一秒出图”，利用 Midjourney 模型创作的《太空歌剧院》获得艺术头奖，以及“万兴播爆”的推出为跨境营销降本增效，都证实了 AI 工具为数字创作领域带来生产效率的飞跃。公司积极拥抱数字经济蓝海，对外投资实时 3D 云平台 Realibox，并与高校建立联合研究工作室，共同研发新技术、新应用，打造新工具，为开拓面向元宇宙的 AIGC 新市场做储备。

❖ **AIGC 商业化落地先锋，深耕营销渠道，建设国际品牌：**公司符合我们对于 AI 商业化落地优先级判断的“五大准则”：海外收入占比高、标准化产品>定制化项目制、To C>To B、多模态>单一模态、know-how 横向比较优势明显的龙头，因此公司有望在 AI 商业化浪潮中优先受益。公司深耕营销渠道建设，以自主品牌、自建渠道的模式向全球用户推广，根据全球网站访问排名网站 Alexa 的数据，自 2017 年初至 2023 年 4 月 16 日，公司官网 wondershare.com 全球排名由 1558 名提升至 719 名，前期营销投入与产品推广已形成当前的品牌认可度，后续流量复利优势将逐步凸显；2022 年 3 月，拳头产品 Filmora 荣登 GetApp 视频剪辑领导者榜单，随着品牌和规模效应的不断强化，未来公司销售费用率有望下行。

❖ **打造万兴系列“全家福”，接入 AI 大模型迎新机遇：**（1）视频创意软件：新版本、新产品持续涌现，产品间协同效应加速显现，拳头产品 Filmora 更新多款 AI 功能，接入了 OpenAI 大模型，实现了视频生成文案以及文本生成图片的功能。（2）绘图创意软件：近期与百度文心一言合作，亿图脑图协同版已布局办公绘图 AIGC 应用，可生成头脑风暴、演讲大纲、SWOT 分析、活动策划、生活计划等脑图；上线万兴爱画，支持 AI 文字绘画、AI 以图绘图、AI 简笔画。（3）文档创意软件：PDF 产品引入 AI 技术，新增翻译等专业功能，加速构建文档上云、共享、同步的“Win+Mac+云”三端一体服务体系，初步实现

从 PDF 处理工具向智慧文档服务转型。（4）实用工具软件：提升数据修复能力，拓宽使用场景，探索移动端场景应用。

❖ **投资建议：**公司深耕 C 端创意软件，引领“创作者经济”，随着 SaaS 化转型不断深入，叠加 AIGC 技术变革带来的产品升级，公司有望迎来新一轮增长。我们预测公司 2023-2025 年实现收入 15.89、20.85、27.49 亿元，实现归母净利润 1.52、2.53、3.67 亿元，对应当前 PE 分别为 103x、62x、43x，PS 为 9.6x、7.3x、5.6x，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**新产品推广不及预期，SaaS 化订阅制实施不及预期，创意软件行业竞争格局恶化。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1029	1180	1589	2085	2749
收入增长率(%)	5.39	14.67	34.62	31.21	31.87
归母净利润(百万元)	28	41	152	253	367
净利润增长率(%)	-77.70	47.73	268.82	66.21	45.19
EPS(元/股)	0.22	0.32	1.15	1.91	2.77
PE	250.50	91.75	102.60	61.73	42.52
ROE(%)	3.17	4.67	14.69	19.62	22.17
PB	8.14	4.32	15.07	12.11	9.43

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1 数字创意赋能者，引领 AIGC 商业化落地 5
1.1 创作者经济“卖铲人”，全品系上新 AIGC 功能 5
1.2 收入成本剪刀差，利润弹性可期 7
1.2.1 SaaS 化转型持续推进，高粘性订阅收入放量在即 7
1.2.2 前瞻 AI 技术研发与广告宣传投入，费用率下行可期 8
1.3 创始人控股，股权结构稳定 9
2 产业变革：技术跃迁促使劳动生产率大幅提升，创作工具重要性前置 10
2.1 多模态 AI 大模型推广，视频、图像、文本生产效率迎来拐点 10
2.2 元宇宙+AIGC 开创数字经济新范式 11
3 竞争壁垒：布局全球营销的 AIGC 商业化落地先锋 12
3.1 技术巨变时代，唯厚积薄发方可带来先发优势 12
3.2 深耕营销渠道建设，品牌力持续提升 13
4 产品矩阵：打造万兴系列“全家福”，接入 AI 大模型迎新机遇 16
4.1 视频创意软件：AIGC 时代视频创作者的必备工具 16
4.2 绘图创意软件：助力高效办公，成就创意绘画 18
4.3 数字文档软件：与文档对话，妙笔生花 20
4.4 实用工具软件：探索移动端场景应用 21
5 盈利预测与估值 22
6 风险提示 24

图表目录

图 1. 公司发展历程 5
图 2. 公司产品矩阵 6
图 3. 公司营业收入（2017-2023Q1） 7
图 4. 公司归母净利润（2017-2023Q1） 7
图 5. 公司各产品收入占比（2017-2022） 7
图 6. 公司 SaaS 化订阅收入占比（2021H1-2023Q1） 7
图 7. 公司毛利率与归母净利率（2017-2023Q1） 8
图 8. 公司费用率（2017-2023Q1） 8

图 9. 公司研发投入（2017-2023Q1） 8
图 10. 公司主要研发项目 8
图 11. 公司向搜索引擎支付的广告费用（2016-2022） 9
图 12. 公司股权结构（截至 2023.04.24） 9
图 13. 不同深度学习框架下 Stable Diffusion 的推理速度 10
图 14. 获奖作品《太空歌剧院》由 Midjourney 生成 10
图 15. 万兴播爆助力跨境电商出海营销 11
图 16. 全球元宇宙市场规模（2021-2030E） 12
图 17. 万兴科技元宇宙创作者俱乐部 12
图 18. AI 商业化落地优先级“五大准则” 13
图 19. 公司国内外收入占比（2017-2022） 13
图 20. 公司主要营销推广方式 14
图 21. 公司官网 wondershare.com 在 Alexa 上的排名变化（截至 2023 年 4 月 16 日） 14
图 22. 公司官网 wondershare.com 近期排名与 UV、PV 值（截至 2023 年 4 月 16 日） 15
图 23. Filmora 荣登 2022 年 GetApp 视频编辑领导者排行榜 15
图 24. 公司业务面向全球创作者 16
图 25. 视频创意产品线更新 17
图 26. Filmora 上新 AI 功能 17
图 27. Filmora 付费权益明细 18
图 28. 绘图创意产品线更新 19
图 29. 亿图新增 AI“头脑风暴”功能 20
图 30. 数字文档产品线更新 20
图 31. PDFelement 上新 AI 技术 21
图 32. PDFelement 工具的试用与付费权益明细 21
图 33. 实用工具产品线更新 22
图 34. 公司收入预测（2023E-2025E）（单位：百万元） 23
图 35. 公司毛利率预测（2023E-2025E） 23
图 36. 公司费用率预测（2023E-2025E） 23
图 37. 可比公司 PE 估值（截止 2023.04.24） 24
图 38. 可比公司 PS 估值（截止 2023.04.24） 24

1 数字创意赋能者，引领 AIGC 商业化落地

1.1 创作者经济“卖铲人”，全品系上新 AIGC 功能

创作者经济“卖铲人”，拥抱 AIGC 变革机遇。公司自 2003 年成立以来，聚焦数字创意软件，业务涵盖视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具等领域，通过融合人工智能、虚拟人等创新技术，在创作者经济时代为自媒体、广告营销、艺术创作、文案设计、教育培训等用户打造数字创意内容生产力工具。公司以“技术+服务+内容”为导向，打造“PC+移动+云”的多端布局，快速响应市场需求，不断探索新产品新功能，并加快公司 SaaS 化转型升级。公司在持续拓展 C 端用户市场的同时，积极开拓 B 端政企业务，实现多端、多场景精细覆盖，为全球用户提供丰富多样的数字创意解决方案。2023 年 2 月，公司对接微软 Azure 云开通 OpenAI 商用账号权限，3 月份开通 GPT-4 的 API 接口，目前正在进行多个海外产品的更新接入和综合开发测试，接入 AI 大模型将为产品推广带来新机遇。

图1.公司发展历程

数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

产品矩阵丰富，四大业务线持续更新。公司产品线包括视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具类软件，支持多端应用，并持续更新版本：

- **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解决方案与服务，助力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，主要产品包括万兴喵影（Filmora）、万兴喵库（Filmstock）、万兴录演（DemoCreator）、万兴播爆（Virbo）等。
- **绘图创意：**为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、工程设计等领域，主要产品包括亿图脑图（EdrawMind）、亿图图示（EdrawMax）、墨刀（Mockitt）、万兴爱画等。

- **文档创意：**基于 PDF 为用户提供智慧文档服务，满足用户多场景下的文档创作、编辑、阅读、翻译、保护等需求，全面提升办公效率和工作体验，主要产品包括万兴 PDF（PDFelement）、万兴 PDF SDK (PDFelement SDK)、PDF 阅读器（PDF Reader）等。
- **实用工具：**致力于持续维护用户数据安全，提升用户各类数据及设备管理体验，产品包括万兴恢复专家（Recoverit）、Dr.Fone、万兴手机管家、万兴易修（Repairit）等。

图2.公司产品矩阵

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

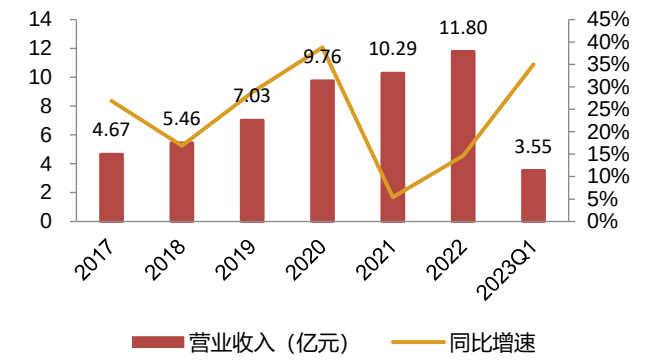
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 收入成本剪刀差，利润弹性可期

1.2.1 SaaS 化转型持续推进，高粘性订阅收入放量在即

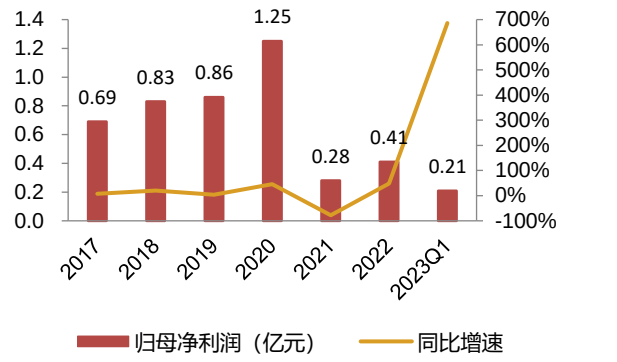
收入稳健增长，一季度业绩出现边际拐点。2017-2020 年，公司营业收入 CAGR 为 27.9%，受益于短视频市场需求快速增长，公司处于高度成长状态；2020-2022 年，公司营业收入 CAGR 为 10.0%，主要系 2019 年开启 SaaS 化转型，导致当期客单价下降，并进而使得短期收入和利润增长走弱，收入增速相比之前有所放缓；2023 年一季度收入达 3.55 亿元，同比增长 35%，归母净利润达 2086 万元，同比增长 686%，经营业绩出现边际向上拐点。当前 SaaS 化转型已近尾声，后续收入利润弹性可期。

图3.公司营业收入（2017-2023Q1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

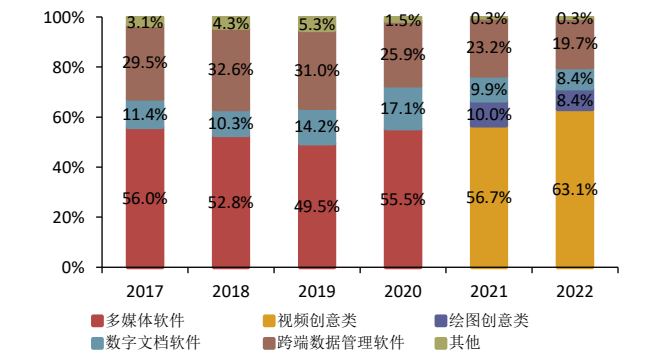
图4.公司归母净利润（2017-2023Q1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

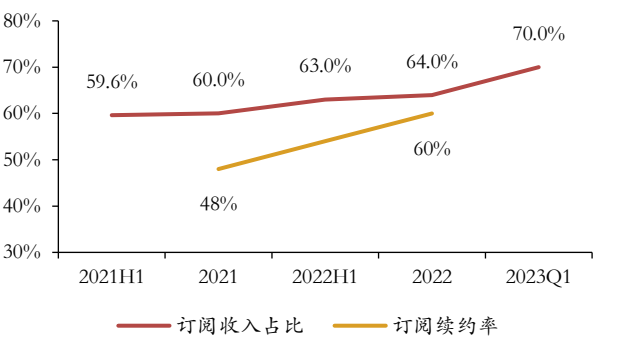
多媒体类软件销售占比提升，SaaS 化转型成效显著。公司主体产品为多媒体软件，并于 2021 年后分拆为视频创意类与绘图创意类，2019-2022 年多媒体软件收入占比由 49.5%提升至 71.5%，其中视频创意类软件为公司的核心产品，其收入占总收入的 63.1%，并仍保持提升趋势。公司 2019 年前以一次性销售模式为主，开启 SaaS 化转型后，提供按月度、季度、年度、终身等不同的支付方式，满足用户灵活使用的需求。2021H1-2023Q1 订阅收入占比稳步提升，由 59.6%提升至 70.0%，SaaS 转型成效显著。

图5.公司各产品收入占比（2017-2022）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6.公司 SaaS 化订阅收入占比（2021H1-2023Q1）

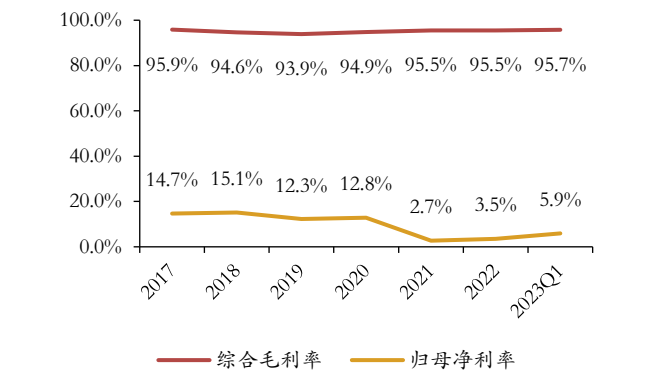


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2.2 前瞻 AI 技术研发与广告宣传投入，费用率下行可期

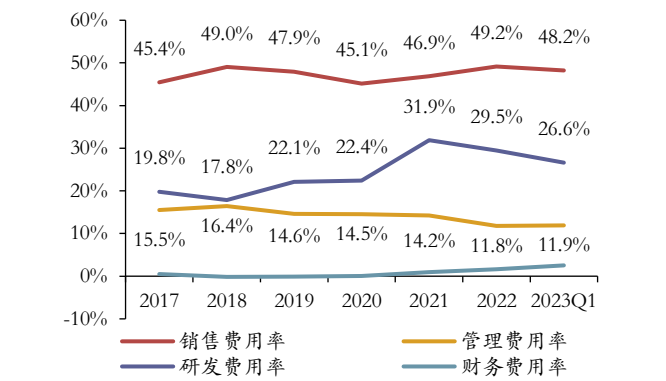
产品毛利率保持稳定，费用率具备下行空间。公司营业成本主要为与消费类软件产品相关的海外服务器费用、CDN 网站加速费、SDK 授权使用费等，占营业收入比重较小，2017-2023Q1 公司毛利率维持在 94%附近，后续接入国内外 AI 大模型后，成本可能发生短期波动，我们预计对毛利率影响较小。公司销售费用率维持在 47%附近，主要系支付搜索引擎的广告费用较高，随着 AIGC 应用加速，公司品牌力持续提升，广告费用占销售费用比例有望下降；2018-2021 年，公司研发费用率由 17.8%提升至 31.9%，主要系持续加大 AI 前沿技术的研发，2021-2023Q1 研发费用率持续下降，前瞻技术投入逐步转化为成果，研发费用率有望持续下行。

图7.公司毛利率与归母净利率（2017-2023Q1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

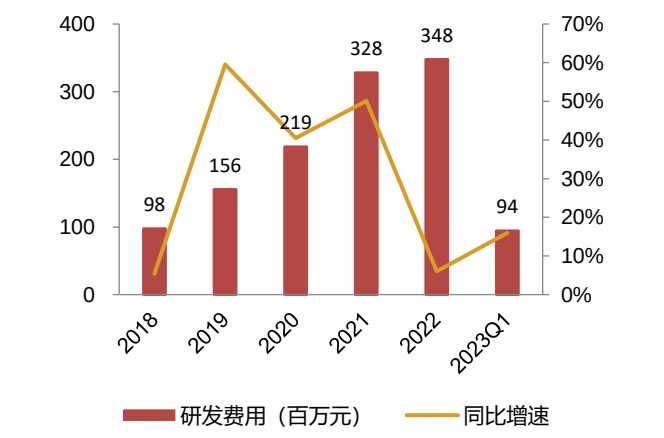
图8.公司费用率（2017-2023Q1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

前瞻 AI 技术研发，成果转化加速。2018-2021 年，公司研发费用 CAGR 为 49.9%，保持高速增长，公司在 AI 基础类、AI 分割类、AI 增强类和 AI 生成类技术等方面都取得了突破，并将先进技术快速应用于产品，实现商业化落地。2022 年推出万兴爱画，2023 年推出万兴播爆，并更新 Filmora、PDFelement 的 AI 功能。

图9.公司研发投入（2017-2023Q1）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

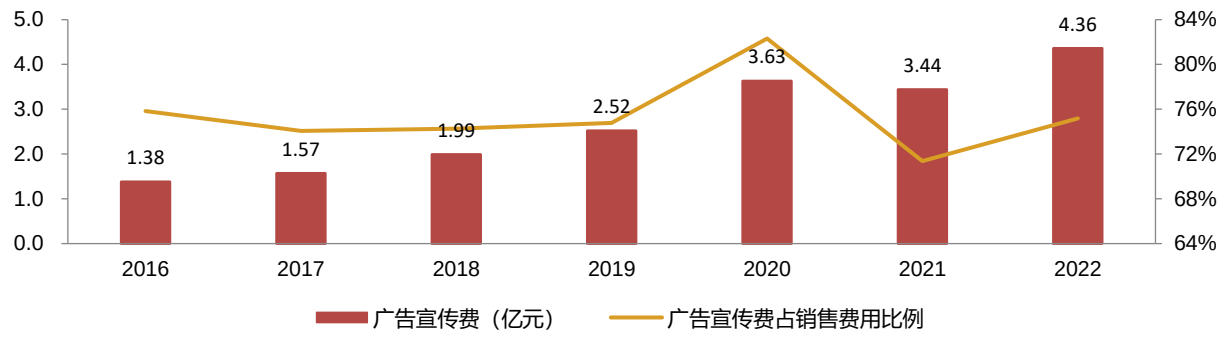
图10.公司主要研发项目

研发项目	拟达到的目标
AIGC 产品技术开发与应用	完成对 AIGC 算法需求的研发与封装，支撑 AIGC 产品落地
FilmoraV12.0 开发与上线	完成 AI 技术实现及功能升级，创意内容的赋能
万兴播爆 V1.0 开发与上线	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
PDFelementV9.0 开发与上线	更新产品底层，完成多端升级和云端协同新版本发布
墨刀原型 V8.0 开发与上线	提升原型国内推广曝光、提升注册用户、活跃用户数量

数据来源：公司公告，财通证券研究所

前期营销渠道建设力度大，品牌效应逐步凸显。2016-2022 年，公司广告宣传费占销售费用的比例始终不低于 70%，相比 Adobe 的 21%（2022 年）仍有较大下行空间。经过多年的发展与沉淀，公司已拥有业界领先的市场响应能力和全球化的营销推广能力，并能根据产品在不同语言国家的销售情况，实施因地制宜的推广策略，以提高市场占有率。随着公司产品知名度提升与客户口碑的积累，品牌效应逐步凸显，后续销售费用率有望下降。

图11.公司向搜索引擎支付的广告费用（2016-2022）

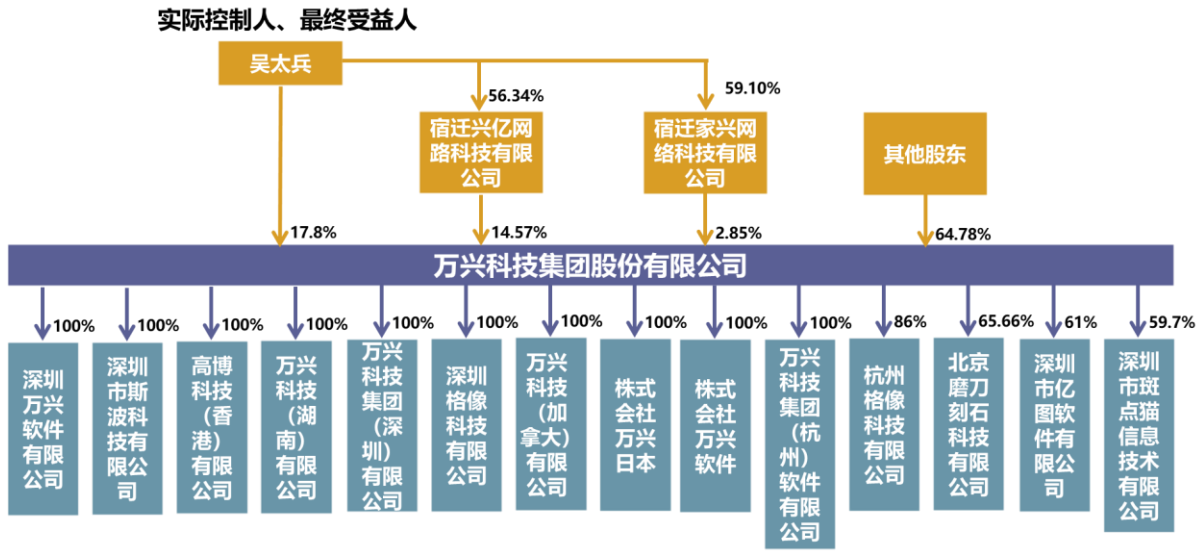


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 创始人控股，股权结构稳定

实控人地位稳固。公司实际控制人为董事长吴太兵，为软件开发技术出身，目前直接持股 17.80%。宿迁兴亿、宿迁家兴系公司的员工持股平台，也是实控人的一致行动人，吴太兵分别持股 56.34% 和 59.10%。吴太兵通过直接或间接控制公司 35.22%的股份，控制权稳定。

图12.公司股权结构（截至 2023.04.24）



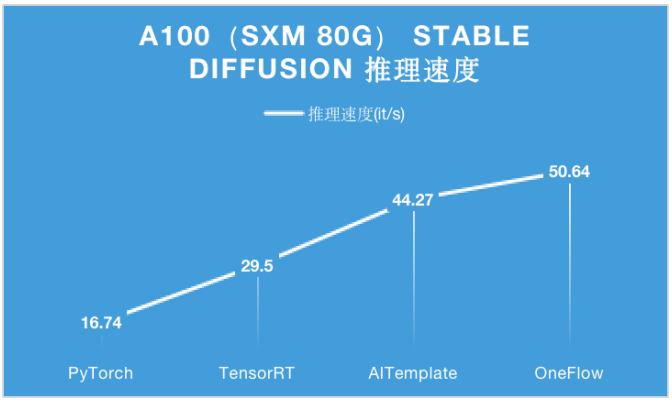
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 产业变革：技术跃迁促使劳动生产率大幅提升，创作工具重要性前置

2.1 多模态 AI 大模型推广，视频、图像、文本生产效率迎来拐点

多模态 AI 大模型技术落地，创作者经济劳动生产率大幅跃升，AIGC 创作工具快速推广。多模态大模型可以实现文本、音频、图像、视频数据的输入输出，涵盖多种数据类型以及多种智能处理算法，赋能各行各业智能化生产创造。技术变革带来生产效率的显著提升，例如 AI 作图时间从几天缩减至到几分钟，而近期 OneFlow 推出的 Stable Diffusion 模型推理速度达到了 50it/s 以上，实现了“一秒出图”，大幅降低了艺术创作的门槛；2022 年 9 月 6 日，在美国科罗拉多州博览会艺术比赛的数字类别中，游戏设计师 Jason Allen 通过 AI 绘图工具 Midjourney 创作的《太空歌剧院》获得头奖，证实了 AI 绘图创作具有巨大潜力。除此之外，多模态模型正在快速实现视频、图像、文本等数据的规模化生产，Gartner 预计到 2025 年，生成式 AI 将占所有生成数据的 10%，而目前这一比例还不到 1%。社会总体劳动生产率的提升会催促用户积极切换能实现更高效率的工具，数字创作生成软件能直接满足用户使用需求，后续有望加速推广。

图13.不同深度学习框架下 Stable Diffusion 的推理速度



数据来源：机器之心，财通证券研究所

图14.获奖作品《太空歌剧院》由 Midjourney 生成

数据来源：CNN，财通证券研究所

“真人”营销视频规模化量产，降本增效成果显著。3 月 31 日，万兴科技推出 AIGC“真人”短视频出海营销神器“万兴播爆”，通过 AIGC 与虚拟数字人技术快速生成“真人”主播，解决了电商的传统实拍模式下外籍演员难找、多语言难适配、制作周期长、成本居高不下等诸多痛点，由此带来出海短视频创作效率跃升，为行业带来颠覆式创新。

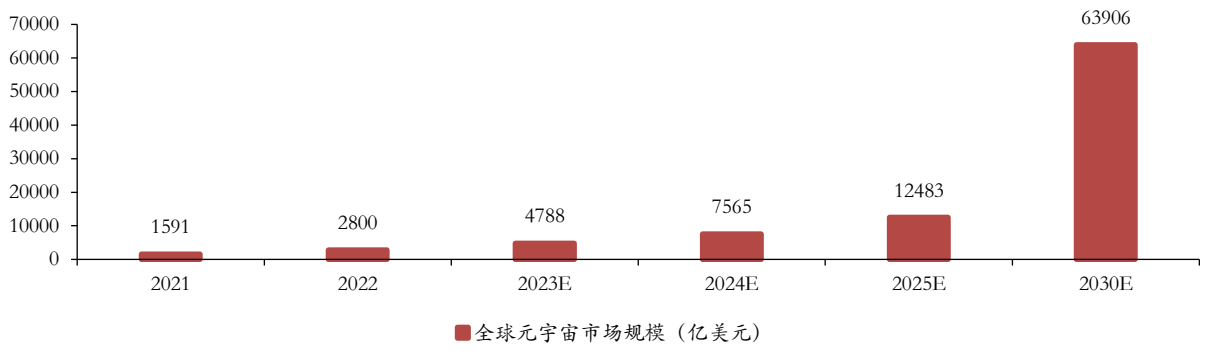
图15.万兴播爆助力跨境电商出海营销

数据来源：公司微信公众号，财通证券研究所

2.2 元宇宙+AIGC 开创数字经济新范式

先“降本增效”，后“催生需求”，AIGC 加速孵化元宇宙新兴市场。AIGC 为各行业赋能，通过降本增效提高社会总生产效率，同时也将催生新的市场以满足创作与自我实现的需求。当前互联网的内容正快速地从过去的图文时代向今天的视频时代以及未来的元宇宙 3D 时代演进，并吸引大批的新生代创意工作者成为内容创作的主力军，创意软件产业正迎来高速发展期。根据 Adobe 研究，全球创意软件及服务市场容量有望在 2024 年达到 630 亿美金，同比大幅增长 50%；2024 年全球创意软件潜在用户规模预计达到 50 亿，其中专业设计师群体约 6800 万、以意见表达及营销传播为主的半专业创作者约达到 9 亿，以娱乐消费为主的普通用户约达到 40 亿，新兴市场正在加速构建。随着 VR 头显逐步成熟，技术与内容层市场供给匮乏的问题更为凸显，在元宇宙 3D 设计工具、资产市场、引擎、AI 等领域，亟待全新的内容创意体验工具，以降低创作者的制作成本。根据 IDC 数据，全球元宇宙市场规模于 2030 年有望达到 63906 亿美元，AIGC 技术成熟将带来元宇宙场景应用的快速扩张。

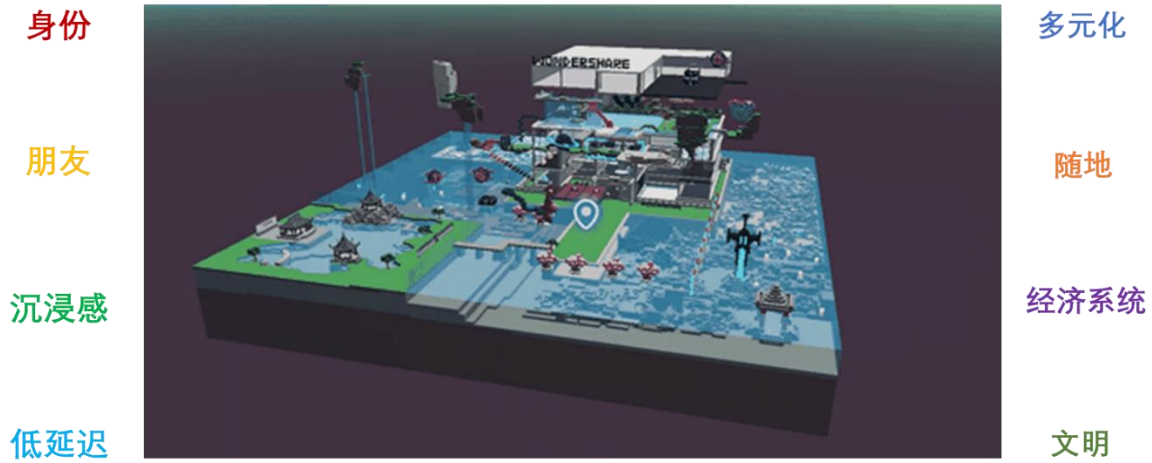
图16.全球元宇宙市场规模（2021-2030E）



数据来源：IDC，财通证券研究所

万兴科技积极拥抱元宇宙，相关产品陆续上线。公司旗下泛知识视频创作软件万兴录演已上线“虚拟人”功能，实现从真人演示到虚拟数字人演示的技术跨越。对外投资创新型技术公司，如国内领先的实时 3D 云平台 Realibox，并与多所知名高校建立联合研究工作室，共同研发新技术、新应用，打造新工具。公司在 The Sandbox 平台上建设“万兴科技元宇宙创作者俱乐部”，打造了艺术展厅、主题浮空岛、中式园林等系列空间，集学习交流、休闲娱乐、交易创收于一体，进一步孵化元宇宙创作生态。

图17.万兴科技元宇宙创作者俱乐部



数据来源：公司微信公众号，财通证券研究所

3 竞争壁垒:布局全球营销的 AIGC 商业化落地先锋

3.1 技术巨变时代，唯厚积薄发方可带来先发优势

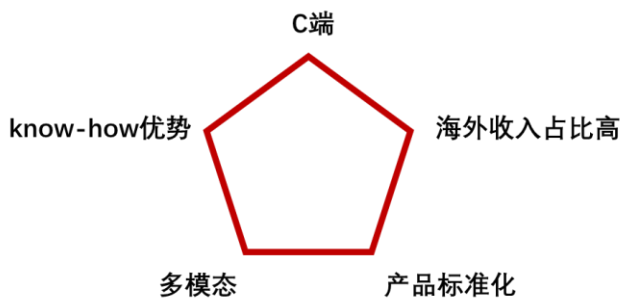
AI 赋能垂直应用领域，新技术商业化落地优先级判定有“五大准则”:

- **海外收入占比高:**有望率先接入 GPT 探索最前沿的应用落地案例并形成卡位优势，享受新技术扩散期的红利。公司国外销售占比近 90%，深耕国外市场，

熟悉国外消费者的文化、使用习惯等，并与欧美、日本等发达地区的软件公司相比具有较明显的人力成本优势，产品性价比较高。

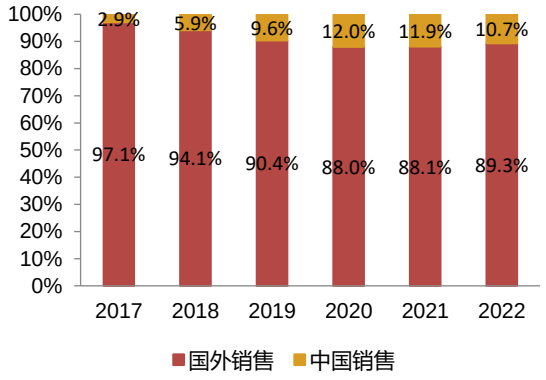
- **标准化产品>定制化项目制：**AI 大模型作为新兴的用户流量入口，具备巨大的网络效应。公司通过 API 接口调用服务，赋能已有的标准化产品，将享受大模型入口带来的流量裂变。
- **To C>To B：**ChatGPT 将重塑 C 端用户使用习惯，不同于 B 端以降本增效作为需求的主要驱动力，C 端产品的需求呈现更多样化、迭代速度更快的趋势。公司产品服务全球创作者，以面向 C 端需求为主。
- **多模态>单一模态：**AI 技术的强大外延能力使得多模态成为大势所趋，具备多模态技术储备有望厚积薄发。公司产品涉及视频、图像、音频、文本的编辑、处理与生成，具备多模态数据与技术基础。
- **know-how 横向比较优势明显的龙头：**垂直领域具备技术、渠道、品牌等壁垒的公司在与上游大模型公司的合作时的议价能力更强。公司已形成成熟的软件销售网络，具有丰富的网络营销经验，深度理解用户需求，接入大模型将为原有产品赋能，形成“1+1>2”的协同效应。

图18.AI 商业化落地优先级“五大准则”



数据来源：财通证券研究所

图19.公司国内外收入占比（2017-2022）



数据来源：Wind，财通证券研究所

3.2 深耕营销渠道建设，品牌力持续提升

深耕营销渠道建设，致力于将产品触达全球用户。公司以自主品牌、自建渠道的模式结合开放合作构建生态网络，通过综合利用搜索引擎优化、搜索引擎付费广告、网络红人推广、展示广告、社会化媒体营销、线上代理营销、邮件营销等网络营销推广模式，采取全球化、多元化、本土化的销售、运营方式向全球用户提供创意软件产品和服务。公司积极推动营销渠道和形式的优化与创新，以获取高覆盖度、高性价比、高转换率的营销流量；积极进行本地化营销内容优化，实现

本地化内容规模上量和多渠道流量增长；积极举办、参与线上线下活动，建设并维护社媒渠道，加强与各类用户的互动交流。

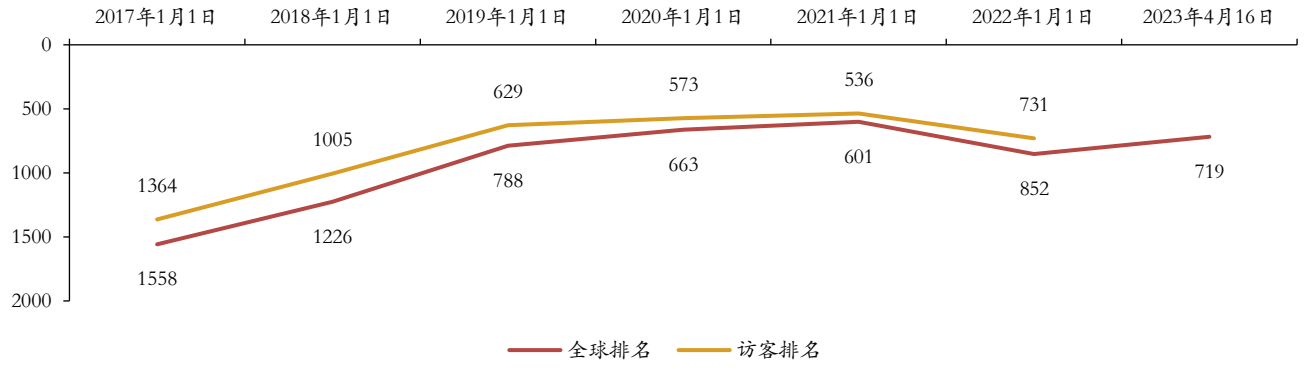
图20.公司主要营销推广方式

分类	推广方式	主要供应商名称
搜索引擎	**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。 **2.搜索引擎优化：**一种利用搜索引擎的搜索规则提高网络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	Google Bing Yahho
第三方软件推广平台	**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公司的软件产品，并将潜在客户通过点击链接引流至公司自营平台完成产品购买	Commission Hunction Linkconnector Linkshare Shareasale
其他营销推广方式	**1.社交媒体营销：**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、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。 **2.下载站点营销：**与国际上较大型的下载网站合作，在其网站内投放广告，利用其网络的流量，达到向目标用户推广公司产品的目的。 **3.邮件营销：**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。	—

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

前期营销投入已构筑流量壁垒，复利优势逐步呈现。根据全球网站访问排名网站 Alexa 的数据，自 2017 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 16 日，公司官网 wondershare.com 全球排名由 1558 名提升至 719 名，前期营销投入与产品推广已形成当前的品牌认可度，后续流量复利优势将逐步凸显。随着 ChatGPT 技术变革浪潮到来，公司产品积极对接 GPT 相关功能，产品及时更新升级，公司网站全球排名月平均、周平均、当日呈现上升趋势，日均 UV（独立访客数）与日均 PV（网页浏览量）的当日比月平均数据分别提升 21.7%、22.4%，彰显了海外用户对新技术的应用具备较高的接受度，公司产品作为“生产力工具”的应用必要性逐步显现。

图21.公司官网 wondershare.com 在 Alexa 上的排名变化（截至 2023 年 4 月 16 日）



数据来源：Alexa，财通证券研究所

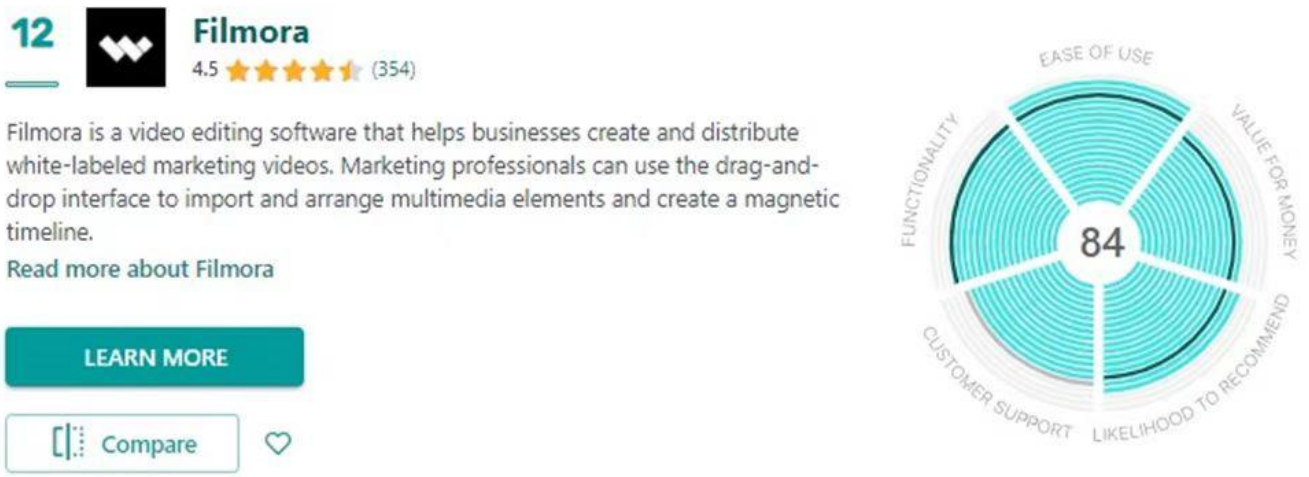
图22.公司官网 wondershare.com 近期排名与 UV、PV 值（截至 2023 年 4 月 16 日）

周期	全球网站排名	日均 UV（个）	日均 PV（个）
当日	719	2,688,000	5,107,000
周平均	781	2,540,800	5,081,000
月平均	866	2,208,000	4,173,000
三月平均	855	2,172,800	4,063,000

数据来源：Alexa，财通证券研究所

拳头产品 Filmora 荣登视频剪辑领导者榜单，品牌实力获得认证。2022 年 3 月，全球最具权威的 IT 研究与顾问咨询公司 Gartner 旗下企业应用商店 GetApp 发布了 2022 视频编辑领导者排行榜。万兴科技旗下视频创意软件 Filmora 凭借高人气和良好口碑，与 Adobe Audition、Adobe Creative Cloud 等产品一同荣登榜单。GetApp 基于应用商店上一年的用户评论，分别按照“客户支持”、“物有所值”、“易用性”、“功能性”和“推荐可能性”五大关键指标进行综合评选，Filmora 是本次榜单中收获最多评价的产品。此次登榜，实力认证了 Filmora 风靡全球的影响力和良好的市场口碑，后续 Filmora 将会被 GetApp 推荐给全球企业用户，进一步扩大市场覆盖面。

图23.Filmora 荣登 2022 年 GetApp 视频编辑领导者排行榜



数据来源：公司微信公众号，财通证券研究所

坚持全球市场布局，积极开拓政企客户。公司目前已在北美、日本、新加坡、韩国等主要销售区域设立了分、子公司，销售客户遍及全球 200 多个国家和地区。公司通过大力吸纳多语种、多文化背景、熟悉海外市场的外籍和归国精英人才，开展全球各国家的产品本地化、海外品牌推广、市场拓展等工作。公司实施全球化扩张策略，持续深耕欧美日市场，并不断拓展亚洲、非洲、中南美洲等非英语市场。2022 年，海外各国收入结构持续优化，新兴市场快速增长，海外单一市场对于公司收入的影响程度正不断降低。公司持续关注企业需求，深化产品在多个

垂直领域的延伸应用，并积极拓展渠道触达更多企业用户。2022 年，公司新增中国联通、中船重工、河南中烟、上海烟草机械等央国企客户，积极拓展一汽丰田、欣旺达、联合国教科文组织高等教育创新中心、迪拜警察局等海内外企业与政府客户，新拓展第三方代理商数量同比增长 158%，对应业务贡献同比增长 35%，政企营销策略收效明显。

图24.公司业务面向全球创作者

图16 公司承办2022互联网岳麓峰会元宇宙专场论坛

图18 公司联合举办2022全球元宇宙大会·数宇人技术与应用场景论坛

图17 公司参与全球创作者顶级盛会VidCon

图19 公司参与日本第五届地方政府·公众周展会

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 产品矩阵：打造万兴系列“全家福”，接入 AI 大模型迎新机遇

4.1 视频创意软件：AIGC 时代视频创作者的必备工具

密切跟进视频创作者需求，新版本、新产品持续涌现，产品间协同效应加速显现。公司持续加大在计算机视觉、音频、虚拟人、AI 算法、多端协同等方面的研发投入，丰富增值服务，促进产品优化创新，进而提升用户粘性和产品口碑。万兴喵影完成 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，进一步打造全场景视频创作与协同生态；万兴优转更新发布 V14 大版本，全面升级转换、压缩的底层能力，2022 年单产品月活不断提升；推出数字人短视频营销内容创作工具万兴播爆，助力跨境营销用户快速实现从文本到视频的自动化创作流程；2022 年 7 月，公司在国内推出正版素材资源商城万兴喵库，为用户提供海量视频、音频、图片、文字、特效等多种优质资源内容。公司基于 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，2022 年实现资源素材销售收入同比增长达 74%，视频工具与素材的协同效应加速显现。

图25.视频创意产品线更新

图1 Filmora V12.0版本重大升级

图2 万兴喵影2023重磅发布

图3 万兴优转 V14.0版本焕新升级

图4 万兴播爆新品首发上线

数据来源：公司公告，财通证券研究所

拳头产品 Filmora 更新多款 AI 功能，助力用户视频创作。其中 AI Copywriting 与 AI Image 都接入了 OpenAI 的大模型，实现了视频生成文案以及文本生成图片的功能，结合基础的音频降噪、视频抠像、添加贴纸等功能，助力用户实现个性化的创意表达。

图26.Filmora 上新 AI 功能

功能	简介
Auto Reframe	以最快的方式自动调整视频大小，不需要编辑技能
AI Audio Denoise	使用 Filmora 中的 AI 驱动的音频降噪器，从音频或视频中去除背景噪音
AI Smart Cutout	借助 Filmora 中的 AI 功能，客户可以轻松选择和编辑任何不需要的对象或背景
AI Copywriting	Filmora AI Copywriting **接入 ChatGPT API 端口**；通过 AI 生成的脚本获取灵感；在视频编辑过程中为文本生成 AI 文案；使用 AI 生成 YouTube 标题和描述
AI Portrait	高精度去除背景，提供 70+AI 人像和贴纸效果，识别人脸自动添加 AR 贴纸
AI Image	**输入文本生成图像**；3 种分辨率可供选择；直接用于客户的视频项目；客户的图像风格没有限制
AI Audio Stretch	重新调整音轨的时间，以适应视频的持续时间

数据来源：Wondershare 官网，财通证券研究所

付费模式以订阅制为主，素材库与特效插件增强用户粘性。Filmora 跨平台套餐为 59.99 美元/年，相比普通包年套餐具备 PC、Mac、安卓手机等多终端使用的权益，相比一次性销售可以享受多终端、版本同步更新的权益，因此跨平台包年对于视频创作用户而言是更好的选择。与视频创意软件一同销售的还有素材库和特效，额外增加该功能需要每月付费 20.99 美元，音视频素材库与编辑特效是视频编辑创作当中的常用模块，公司提供丰富内容的行业模板以及海量音视频素材，可以提升用户粘性并形成持续的付费收入。

图27.Filmora 付费权益明细

选择最适合您需求的计划

视窗版本　切换到苹果电脑

个人　团队与业务　教育　束

选择您的计划	包年套餐	最受欢迎的 限时优惠 - 33% 折扣 跨平台计划	永久计划
	~~69.99美元~~ 49.99 美元/年 自动续订，随时取消。 立即购买 PayPal	~~89.99美元~~ 59.99 美元/年 自动续订，随时取消。 立即购买 PayPal	~~109.99美元~~ 79.99美元 一次性付款。 立即购买 PayPal
平台	视窗电脑	视窗PC，Mac，安卓手机，iPhone，iPad，安卓平板电脑	视窗电脑
更新政策	与未来版本保持同步	与未来版本保持同步	仅享受 Filmora 12 更新
产品特点	视频编辑 音频编辑 色彩编辑 5M+ 库存媒体项目 100+ 高级编辑功能	视频编辑 音频编辑 色彩编辑 5M+ 库存媒体项目 100+ 高级编辑功能	视频编辑 音频编辑 色彩编辑 5M+ 库存媒体项目 100+ 高级编辑功能
43% 折扣 效果和插件 免费试用 7 天，然后以每月 20.99 美元的价格自动续订（43% 折扣）。随时取消。	150K+ 创意资源 200+ 专业品质视觉效果 1000+ 模板预设 150+ 人像消光效果	150K+ 创意资源 200+ 专业品质视觉效果 1000+ 模板预设 150+ 人像消光效果	150K+ 创意资源 200+ 专业品质视觉效果 1000+ 模板预设 150+ 人像消光效果
服务	1GB 的 Filmora 云存储 30 分钟的语音转文本 5000 个字符的文本转语音	1GB 的 Filmora 云存储 30 分钟的语音转文本 5000 个字符的文本转语音	1GB 的 Filmora 云存储 30 分钟的语音转文本 5000 个字符的文本转语音

数据来源：Wondershare 官网，财通证券研究所

4.2 绘图创意软件：助力高效办公，成就创意绘画

加强办公场景生态建设，赋能绘画艺术创作。2022 年，公司发布亿图图示全新 12.0 大版本，发布亿图脑图 10.0 大版本，亿图移动端优化文件同步功能和底层渲染能

力，提升跨端协同用户的编辑体验；墨刀与多家知名企业共同探索产品设计平台与研发智能化平台的深度一体化项目合作，提升其智能工业化效能，赋能智慧制造；2022 年 11 月，上线万兴爱画小程序，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，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，助力普通用户利用 AI 能力，智能生成高质量艺术绘画创作。

图28.绘图创意产品线更新

图5 亿图图示V12.0更新上线

图6 亿图脑图V10.0更新上线

图7 万兴爱画全新发布

图8 墨刀V8.0重磅发布

数据来源：公司公告，财通证券研究所

亿图脑图接入 AI 大模型，加速办公流程与模式创新。公司旗下亿图软件正式成为百度文心一言首批生态合作伙伴， 亿图脑图协同版已率先布局办公绘图 AIGC 应用，用户只需要输入一句话，即可生成头脑风暴、演讲大纲、SWOT 分析、活动策划、生活计划等脑图。在 AI 加持下，亿图脑图将大幅简化思维脑图的创作流程并革新创作模式，助力办公用户提质增效。

图29.亿图新增 AI“头脑风暴”功能

数据来源：公司微信公众号，财通证券研究所

4.3 数字文档软件：与文档对话，妙笔生花

文档产品向共享化、智慧化发展。2022 年，公司进一步打通文档创意产品多终端服务体系，打造智慧文档服务解决方案。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。PDF 产品引入 AI 技术，新增翻译等专业功能，加速构建文档上云、共享、同步的“Win+Mac+云”三端一体服务体系，初步实现从 PDF 处理工具向智慧文档服务转型。

图30.数字文档产品线更新

图9 PDFelement V9.0全新发布

图10 PDFelement移动端 V3.0全新发布

图11 云端产品HiPDF V3.0焕新发布

数据来源：公司公告，财通证券研究所

海外 PDF 产品上新 AI 机器人功能，文档生成、修正、总结一步到位。PDFelement 接入 ChatGPT，新增智能 PDF 机器人“Lumi”，可以实现分析 PDF 内容，理解文档并轻松总结关键信息，助力用户文档创作与提炼。使用 PDFelement 实用工具按照用户 VIP 等级开放不同功能，未注册用户不能使用 PDF 工具，已注册用户在 14 天内可有限制次数体验该功能，付费用户无限制，并能享受大幅扩增翻译字符与 Lumi 对话 tokens 数量的权益。

图31.PDFelement 上新 AI 技术

技术来源	功能	介绍
Lumi 机器人（ChatGPT）	Summarize PDF	将 PDF 总结为关键点，生成摘要并提取关键字
	Explain PDF	解释 PDF 中的复杂概念以增强读者的理解力
	Proofread PDF	校对 PDF 并纠正语法、拼写、单词选择等方面的错误
	Rewrite PDF	重写 PDF 内容以提高清晰度、样式和语法
	Chat with PDF	理解 PDF 文件并增强读者的学习体验
自主 AI 技术	Add Bookmarks to PDF	根据 PDF 文档的结构和标题自动向其添加书签

数据来源：Wondershare 官网，财通证券研究所

图32.PDFelement 工具的试用与付费权益明细

功能	试用		付费（无限制）
	未注册	注册	
压缩	×	×	√
滚动屏幕截图	×	×	√
翻译（新增）	×	1000 个字符（14 天试用）	每月 10000 个字符
Lumi PDF AI Robot（由 ChatGPT 提供支持）（新增）	×	5000 个 tokens（14 天试用）	每月 50000 个 tokens
识别图表	×	免费 3 次（14 天试用）	√
维基搜索	×	免费 30 次（14 天试用）	√
合并 PDF	×	20MB 以内最多 3 个文件（14 天试用）	√
批量处理	×	20MB 以内最多 3 个文件（14 天试用）	√
比较	×	14 天试用	√

数据来源：Wondershare 官网，财通证券研究所

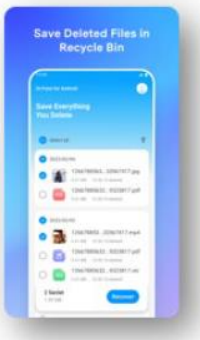
4.4 实用工具软件：探索移动端场景应用

提升数据修复能力，探索移动端场景应用。2022 年，公司优化实用工具产品性能，拓宽使用场景，挖掘移动端数据产品潜力：万兴恢复专家更新 V11 版本，推出全新高阶恢复功能，提升了视频和图片文件恢复成功率；万兴易修 V4.0 版本继续深化视频、音频和图片领域的修复能力，不断增强修复效果；2022 年 8 月，公司发布 Repairit for Email、Repairit Online，拓展邮箱内修复场景和在线端视频、图片、文档修复场景。此外，公司发力移动端数据产品，推出 Dr.Fone 移动版、MobileTrans、家庭安全类产品 Geonection、相册清理产品 MobileClean 等，进一步拓展移动端产品市场，满足更多用户场景需求。

图33.实用工具产品线更新

图12 Recoverit V11全渠道发布

图13 Repairit V4 全渠道发布



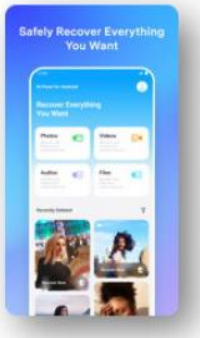


图14 Dr.Fone移动版产品上线

图15 MobileTrans定位重塑

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5 盈利预测与估值

收入增速预测：

1）预计视频创意板块 2023-2025 年收入增速分别为 38%、35%、35%，主要受益于 AIGC 应用提升短视频行业劳动生产率，导致行业从业人员付费率提升，视频创作工具重要性显著上升。2）预计绘图创意板块 2023-2025 年收入增速分别为 36%、33%、30%，主要考虑办公环境协同增效需求以及绘画创作需求稳步提升。3）预计数字文档软件 2023-2025 收入增速分别为 38%、35%、35%，主要考虑文档类产品接入大模型后可大幅提升办公效率，需求快速扩张。4）预计跨端数据管理软件 2023-2025 收入增速分别为 22%、15%、18%，主要考虑随着数据使用量增加，数据修复与跨端传输需求随之提升。

图34.公司收入预测（2023E-2025E）（单位：百万元）

板块	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
视频创意类	583	745	1028	1388	1874
YOY	-	28%	38%	35%	35%
绘图创意类	103	99	134	179	232
YOY	-	-4%	36%	33%	30%
数字文档软件	102	99	137	185	250
YOY	-	-3%	38%	35%	35%
跨端数据管理软件	238	233	284	326	385
YOY	-	-2%	22%	15%	18%
合计	1029	1180	1589	2085	2749
YOY	5%	15%	35%	31%	32%

数据来源：Wind，财通证券研究所

毛利率与费用率预测：

公司营业成本体量较小，毛利率一般保持稳定，后续接入大模型将增加 API 成本，可能出现短期毛利率波动，预计后续公司将适时调整会员费用，毛利率预计保持稳定态势。公司前期已大量投入广告宣传，后续随着品牌优势凸显，流量红利逐步释放，销售费用率有望下行；公司前期在 AI 领域研发投入较大，2022 年研发费用率已出现边际下行，后续随着人员招聘步入稳健增长，研发费用率有望持续下行；由于公司净利润快速增长，现金流状况改善导致利息收入增长，我们预计财务费用率逐步下降并转为负值。

图35.公司毛利率预测（2023E-2025E）

板块	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
视频创意类	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%
绘图创意类	93.7%	94.2%	94.2%	94.2%	94.2%
数字文档软件	94.9%	94.8%	94.8%	94.8%	94.8%
跨端数据管理软件	96.5%	96.8%	96.8%	96.8%	96.8%
综合	95.5%	95.5%	95.2%	95.2%	95.2%

数据来源：Wind，财通证券研究所

图36.公司费用率预测（2023E-2025E）

费用率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	46.9%	49.2%	45.0%	42.0%	41.0%
管理费用率	14.2%	11.8%	11.2%	11.0%	11.0%
研发费用率	31.9%	29.5%	26.0%	24.8%	24.0%
财务费用率	1.0%	1.6%	0.7%	-0.4%	-0.6%

数据来源：Wind，财通证券研究所

维持“增持”评级。我们预测公司 2023-2025 年实现收入 15.89、20.85、27.49 亿元，实现归母净利润 1.52、2.53、3.67 亿元，对应当前 PE 分别为 103x、62x、43x，PS 为 9.6x、7.3x、5.6x。我们选取了办公软件领域的福昕软件、金山办公作为参考对象，其 2023、2024 年 PE 均值为 144x、100x，PS 均值为 25x、20x。考虑到万兴科技作为 AIGC 商业化落地先锋，实施全球化营销战略，在海外具备品牌优势，维持“增持”评级。

图37.可比公司 PE 估值（截止 2023.04.24）

		归母净利润（亿元）			PE		
公司名称	市值（亿元）	2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
福昕软件	73	-0.02	0.49	0.78	-	150	94
金山办公	2,030	11.18	14.66	19.12	182	139	106
平均值	-	-	-	-	-	144	100
万兴科技	156	0.41	1.52	2.53	378	103	62

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：万兴科技、金山办公数据参考财通证券研究所，福昕软件数据取自 Wind 一致预期

图38.可比公司 PS 估值（截止 2023.04.24）

		营业收入（亿元）			PS		
公司名称	市值（亿元）	2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
福昕软件	73	5.80	6.74	8.11	13	11	9
金山办公	2,030	38.85	51.03	66.48	52	40	31
平均值	-	-	-	-	32	25	20
万兴科技	156	11.80	15.89	20.85	13	10	7

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：万兴科技、金山办公数据参考财通证券研究所，福昕软件数据取自 Wind 一致预期

6 风险提示

新产品推广不及预期：公司产品以面向 C 端为主，产品迭代更新速度较快，近期推出万兴爱画、万兴播爆等新产品，后续如果新产品迭代推广无法满足用户需求，可能导致相关收入增长不及预期。

SaaS 化订阅制实施不及预期：公司 2023Q1 订阅制收入占比已达 70%，SaaS 化转型已至尾声，后续若订阅续费率增长不及预期，将导致收入增速弹性下降。

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

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	**1029.16**	**1180.12**	**1588.66**	**2084.52**	**2748.80**
减:营业成本	46.48	53.43	75.76	99.57	131.23
营业税费	2.74	2.45	5.49	5.69	7.57
销售费用	482.41	580.05	714.90	875.50	1127.01
管理费用	146.45	139.14	177.93	229.30	302.37
研发费用	328.11	347.80	413.05	516.96	659.71
财务费用	10.18	19.16	11.50	-7.80	-15.48
资产减值损失	0.00	-2.72	0.00	0.00	0.00
加:公允价值变动收益	**4.55**	**19.42**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	12.33	4.25	12.42	17.45	16.46
营业利润	**48.08**	**73.02**	**221.90**	**410.60**	**587.61**
加:营业外净收支	-0.16	-1.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	**47.92**	**71.80**	**221.90**	**410.60**	**587.61**
减:所得税	-1.17	7.51	9.09	16.58	36.42
净利润	**27.93**	**41.26**	**152.16**	**252.90**	**367.19**
资产负债表(百万元)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
货币资金	459.86	345.35	593.48	1016.05	1599.77
交易性金融资产	201.52	212.78	212.78	212.78	212.78
应收帐款	34.92	45.11	42.77	61.46	75.98
应收票据	0.00	0.00	0.11	-0.06	0.14
预付帐款	13.00	17.38	22.70	30.02	40.52
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	4.65	19.32	14.32	14.32	14.32
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	70.61	55.80	55.80	55.80	55.80
投资性房地产	0.00	12.51	12.51	12.51	12.51
固定资产	143.23	317.67	302.10	287.24	272.13
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	37.44	42.85	39.85	36.85	33.85
其他非流动资产	160.04	8.65	8.65	8.65	8.65
资产总额	**1542.71**	**1532.25**	**1769.09**	**2204.75**	**2798.20**
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	4.64	7.57	5.39	13.03	12.54
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.95	1.40	1.40	1.40	1.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**663.17**	**649.23**	**673.26**	**714.90**	**757.17**
少数股东权益	**-0.27**	**-0.66**	**60.00**	**201.11**	**385.10**
股本	129.96	129.90	129.90	129.90	129.90
留存收益	442.47	484.90	637.06	889.96	1257.15
股东权益	**879.54**	**883.02**	**1095.83**	**1489.85**	**2041.03**
现金流量表(百万元)	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
净利润	27.93	41.26	152.16	252.90	367.19
加:折旧和摊销	36.22	39.73	22.56	22.86	23.11
资产减值准备	-0.50	2.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	-4.55	-19.42	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.93	22.13	18.00	10.00	10.00
投资收益	-14.27	-4.25	-12.42	-17.45	-16.46
少数股东损益	21.16	23.04	60.65	141.11	184.00
营运资金的变动	72.11	-3.75	16.75	10.69	14.43
经营活动产生现金流量	**141.99**	**107.38**	**255.78**	**417.76**	**579.33**
投资活动产生现金流量	**-81.36**	**-134.38**	**10.34**	**14.81**	**14.39**
融资活动产生现金流量	**271.40**	**-73.88**	**-18.00**	**-10.00**	**-10.00**

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入增长率	5.4%	14.7%	34.6%	31.2%	31.9%
营业利润增长率	-66.5%	51.9%	203.9%	85.0%	43.1%
净利润增长率	-77.7%	47.7%	268.8%	66.2%	45.2%
EBITDA 增长率	-48.3%	48.8%	118.7%	68.0%	41.9%
EBIT 增长率	-70.2%	86.0%	209.5%	74.8%	44.3%
NOPLAT 增长率	-68.1%	62.6%	231.5%	74.9%	41.1%
投资资本增长率	51.9%	1.4%	16.7%	26.5%	29.3%
净资产增长率	6.2%	0.4%	24.1%	36.0%	37.0%
利润率					
毛利率	95.5%	95.5%	95.2%	95.2%	95.2%
营业利润率	4.7%	6.2%	14.0%	19.7%	21.4%
净利润率	4.8%	5.4%	13.4%	18.9%	20.1%
EBITDA/营业收入	7.2%	9.4%	15.2%	19.5%	20.9%
EBIT/营业收入	3.7%	6.0%	13.8%	18.4%	20.1%
运营效率					
固定资产周转天数	51	98	69	50	36
流动营业资本周转天数	**28**	**32**	**20**	**13**	**8**
流动资产周转天数	257	201	208	238	261
应收帐款周转天数	10	12	10	9	9
存货周转天数	1	0	11	4	5
总资产周转天数	456	469	374	343	328
投资资本周转天数	446	395	342	330	323
投资回报率					
ROE	3.2%	4.7%	14.7%	19.6%	22.2%
ROA	1.8%	2.7%	8.6%	11.5%	13.1%
ROIC	3.1%	5.0%	14.1%	19.5%	21.3%
费用率					
销售费用率	46.9%	49.2%	45.0%	42.0%	41.0%
管理费用率	14.2%	11.8%	11.2%	11.0%	11.0%
财务费用率	1.0%	1.6%	0.7%	-0.4%	-0.6%
三费/营业收入	62.1%	62.6%	56.9%	52.6%	51.4%
偿债能力					
资产负债率	43.0%	42.4%	38.1%	32.4%	27.1%
负债权益比	75.4%	73.5%	61.4%	48.0%	37.1%
流动比率	3.92	3.23	4.02	5.09	6.38
速动比率	3.82	3.05	3.86	4.93	6.20
利息保障倍数	3.51	3.89	12.17	38.30	55.27
分红指标					
DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
分红比率					
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2021A**	**2022A**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
EPS(元)	0.22	0.32	1.15	1.91	2.77
BVPS(元)	6.77	6.80	7.82	9.72	12.49
PE(X)	250.5	91.8	102.6	61.7	42.5
PB(X)	8.1	4.3	15.1	12.1	9.4
P/FCF					
P/S	7.0	3.2	9.6	7.3	5.6
EV/EBITDA	95.4	35.0	63.8	36.9	25.0
CAGR(%)					
PEG	—	1.9	0.4	0.9	0.9
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：wind 数据，财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。