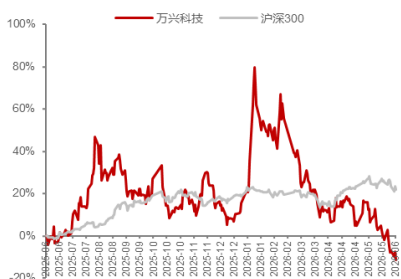


计算机行业 2026 年 6 月 12 日

公司基本数据

当前价格 (元)	51.74
52 周价格区间 (元)	51.4-122.8
总市值 (亿元)	100
流通市值 (亿元)	88.6
近 20 交易日日均成交额 (亿元)	5.46
近 20 交易日日均换手率	7.76%
第一大股东	吴太兵
公司网址	www.wondershare.cn

一年期收益率比较



相关报告

分析师: 王鑫昶
执业证书编号 S0370526030001
邮箱: wangxy4@jyzq.cn

万兴科技(300624)

—AI 原生应用加速兑现, 万兴剧厂打开 Token 经济新空间

评级: 增持 (首次)

盈利预测	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入 (百万元)	1,533	1,758	2,082	2,440
主营收入增长率	6%	15%	18%	17%
净利润 (百万元)	-91	-28	27	73
净利润增长率	44%	70%	199%	166%
每股收益 (元/股)	-0.47	-0.14	0.14	0.38
PE	-109.6	-363.1	366.4	137.8
PB	9.8	10.0	9.7	9.1

资料来源: 金元证券研究所

投资要点

●**全球数字创意软件出海龙头, AIGC 驱动产品体系升级。**万兴科技深耕数字创意软件, 已形成视频创意、实用工具、文档创意、绘图创意四大产品线, 核心产品包括万兴喵影、万兴 PDF、SelfyzAI、Media.io 等, 客户覆盖全球 200 多个国家和地区。

●**AI 原生应用加速放量, 商业化能力持续验证。**公司坚持“自研天幕大模型+第三方头部模型”双模驱动, AI 云平台持续提升模型调度、算力管理和产品接入效率。2025 年 AI 原生应用收入突破 1.3 亿元, 同比增长 90% 以上, SelfyzAI、Media.io、万兴喵影 AI 积分、万兴 PDF AI 积分等均实现较快增长, AI 功能渗透有望带动付费率和 ARPU 提升。

●**卡位 AI 漫剧工具环节, 万兴剧厂打开第二增长曲线。**公司 2026Q1 推出万兴剧厂, 覆盖智能剧本、角色资产、分镜生成、团队协作到后期制作全链路, 已赋能多部爆款漫剧。通过战略投资灵漫快创和生数科技, 公司向内容制作与模型能力两端延伸, 形成“模型供给—创作平台—内容制作—后期工具”的 AI 漫剧生态闭环。

●**盈利预测及估值。**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 17.58/20.82/24.40 亿元, 归母净利润分别为-0.28/0.27/0.73 亿元。考虑公司 AI 原生应用商业化加速、万兴剧厂全链路平台稀缺性及 Token 计费模式带来的收入弹性, 首次覆盖给予“增持”评级。

●**风险提示:** AI 新业务商业化不及预期; 销售费用管控不及预期; 行业竞争加剧; 海外经营及汇率波动; 技术迭代与模型依赖风险。

目录

一、数字创意软件出海龙头，AIGC 转型加速推进.....	4
1. 全球数字创意软件出海龙头，向 AIGC Token 经济服务商升级	4
2. 三阶段成长：从桌面软件出海到 AIGC 生态布局	5
3. 股权结构稳定，创始人控制权清晰	6
4. 收入重回增长通道，盈利拐点逐步显现	7
二、AI 原生应用放量，漫剧平台打开第二曲线	8
1. AI 原生应用商业化加速，产品矩阵打开增量空间	8
2. 万兴剧厂卡位 AI 漫剧工具环节，生态闭环逐步成型	11
三、财务分析与盈利预测	13
四、估值及投资评级	14
五、风险因素分析	15

图表目录

图表 1：公司产品矩阵 4

图表 2：公司历史沿革 6

图表 3：公司股权结构 7

图表 4：2023-2026Q1 营业收入及增速 7

图表 5：2023-2026Q1 归母净利润 7

图表 6：2023-2025 公司各业务收入结构 8

图表 7：2023-2025 公司经营业务毛利率变化 8

图表 8：2023-2026Q1 公司各费率变化 8

图表 9：公司 AIGC 产品创新体系 9

图表 10：2023-2026Q1 全球 AI 应用内购收入季度趋势 10

图表 11：2023-2026Q1 全球 AI 应用下载量季度趋势 10

图表 12：2023-2026Q1 全球图像视频应用内购收入与下载量季度趋势 10

图表 13：万兴剧厂赋能漫剧案例 11

图表 14：2025-2026 年海外漫剧市场规模 12

图表 15：2025-2026 年国内漫剧市场规模 12

图表 16：灵漫快创与生数科技（Vidu）核心情况 12

图表 17：公司主营业务拆分及预测（单位：百万元） 14

图表 18：可比公司估值分析 15

一、数字创意软件出海龙头，AIGC 转型加速推进

1. 全球数字创意软件出海龙头，向 AIGC Token 经济服务商升级

万兴科技成立于 2003 年，是国内领先的 AIGC 数字创意软件出海企业。公司业务聚焦视频创意、实用工具、文档创意、绘图创意四大产品线，核心产品包括万兴喵影（Filmora）、万兴播爆、万兴 PDF、SelfyzAI、Media.io 等，客户遍布全球 200 多个国家和地区。公司总部位于深圳，并在加拿大、日本、中国台湾设有运营中心。2024 年，公司被弗若斯特沙利文评为全球 AIGC 视频创意软件中国第三方独立提供商收入排名第一，并获 G2 2026 亚太最佳软件公司 Top10。

图表 1：公司产品矩阵

业务板块	产品名称	核心功能	产品定价
视频创意类	万兴喵影/Filmora	AI 视频编辑、智能成片、一键剪同款	AI 积分：9.9 元/1000 积分起 企业会员：3299 元/年
	万兴天幕/ToMovieeAI	文生视频、图生视频、音频生成	连续包月 基础版：48 元/月 标准版：138 元/月 专业版：488 元/月
	万兴超媒/ReelMateAI	集成多模型底座，一站式镜头→成片	按 AI 功能使用量计费
	万兴剧厂	智能剧本→资产→分镜→团队协作全链路	体验版：100 元 专业版：5000 元
	SelfyzAI	一键 AI 换脸、AI 写真、AI 修复	周会员：3.99 美元 年会员：29.99 美元
	Media.io studio	视频/音频/图片 AI 创意处理	免费版 标准版：5.99 美金/月 高级版：9.99 美金/月
	万兴录演/DemoCreator	高清屏幕录制+虚拟人演示	季度会员：78 元 买一年送两个月：249 元 买三年送一年：499 元
	万兴优转/UniConverter	视频转换、压缩、AI 消除	年会员：149 元

			半年会员：99 元
实用工具类	万兴恢复专家 /Recoverit	专注外接存储设备+Mac 生态优化	年会员：89 元 终身会员：119 元
	万兴易修/Repairit	AI 影像修复、专业视频修复	终身会员：79 元 年会员：49 元
	MobileTrans 等	转机等工具，SensorTower 全球工具 类 Top100	月度计划：29.99 美金/ 月 年度计划：39.99 美金/ 年 永续计划：49.99 美金
文档创意类	万兴 PDF/PDFelement	AI 文档理解、智能密文、批量签署	年会员（Win/鸿蒙）：129 元 年会员（全平台）：159 元
绘图创意类	万兴脑图/EdrawMind	"AI 生成知识库、AI 文件解析"	连续包年：198 元/年 全平台一年：268 元/年 终身会员：680 元
	万兴图示/EdrawMax	300+行业模板，"图示 Agent"驱动可 视化	连续包年：198 元/年 全平台一年：268 元/年 终身会员：680 元

数据来源：万兴科技官网，万兴科技定期报告，金元证券研究所整理

2. 三阶段成长：从桌面软件出海到 AIGC 生态布局

第一阶段（2003-2017）：桌面软件起家，立足全球市场。2003 年公司
于深圳成立，首款数字创意产品 Photo2VCD 正式上市。2017 年起先
后推出万兴神剪手（后更名万兴喵影）、万兴 PDF、万兴恢复专家等产
品，为后续视频创意与 SaaS 转型奠定产品基础。

第二阶段（2018-2022）：上市扩张，产品矩阵成型。2018 年 1 月公司
登陆 A 股创业板。2019 年战略控股亿图软件（万兴图示、万兴脑图
等），将业务版图扩展至绘图领域，视频创意、实用工具、文档创意、
绘图创意四大产品线格局初步成形。2020 年国内第二总部落户长沙，

2022 年旗下孵化项目 Pixso 完成近亿元融资。

第三阶段（2023 年至今）：全面拥抱 AIGC，布局漫剧生态。2023 年起，公司推出万兴播爆、SelfyzAI 等多款 AIGC 应用，旗下创意软件全面 AI 化。2024 年发布国内首款音视频多媒体大模型万兴天幕，2025 年迭代天幕 2.0，VBench-2.0 综合得分全球 Top3。2025 年公司 AI 原生应用收入突破 1.3 亿元（+90%），付费用户翻倍。2026 年上线万兴剧厂切入漫剧赛道，战略投资灵漫快创和生数科技，提出 All in Token 战略，全线向 Token 计费转型。

图表 2：公司历史沿革

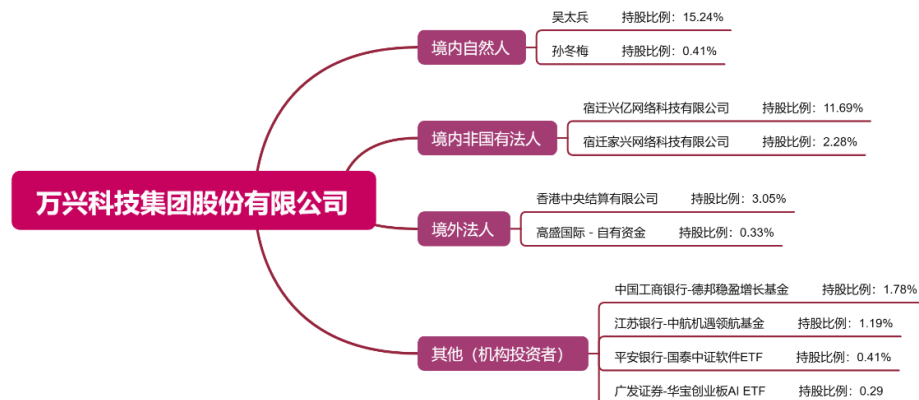


数据来源：万兴科技定期报告，公司官网，金元证券研究所整理

3. 股权结构稳定，创始人控制权清晰

公司股权结构稳定，控制权清晰。截至最新报告期末，公司控股股东、实际控制人为创始人吴太兵先生，持股比例长期保持稳定，核心股东结构较为稳固，有助于公司在 AI 战略转型期保持稳定的经营与管理节奏。

图表 3：公司股权结构

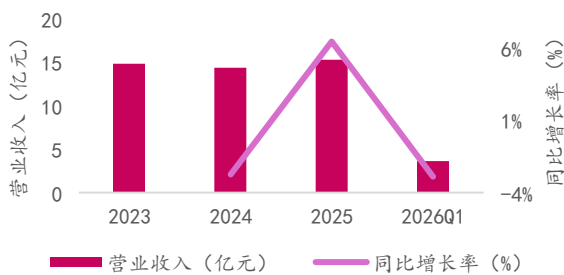


数据来源：万兴科技 2026 第一季度报告，金元证券研究所整理

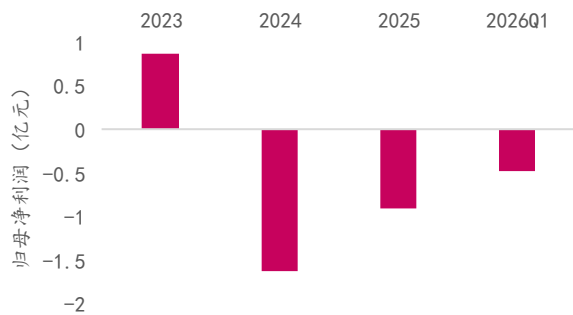
4. 收入重回增长通道，盈利拐点逐步显现

2023-2025 年，公司营业收入经历短暂调整后重回增长，亏损持续收窄。2023-2025 年营业收入分别为 14.81 亿元、14.40 亿元、15.33 亿元，同比分别变动+25.49%、-2.78%、+6.46%；归母净利润分别为 0.86 亿元、-1.63 亿元、-0.91 亿元。2025 年受益于 AI 原生应用持续增长，叠加费用端优化，归母净利润连续减亏。

图表 4：2023-2026Q1 营业收入及增速



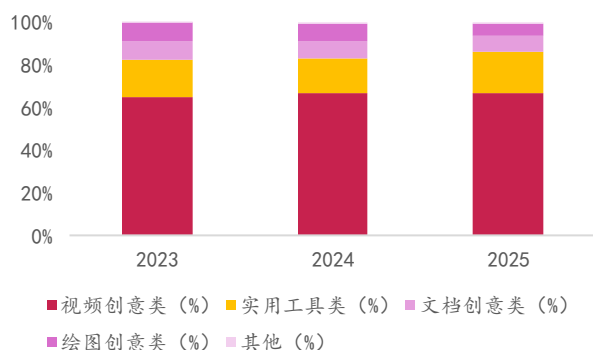
图表 5：2023-2026Q1 归母净利润



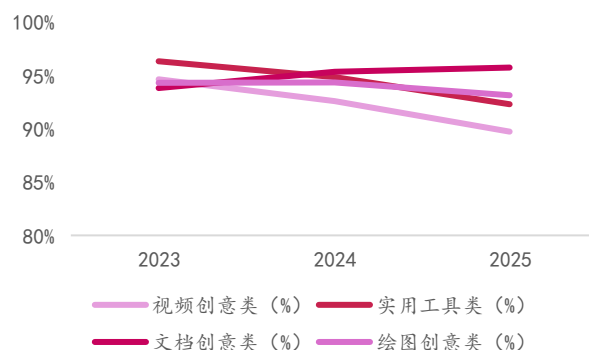
数据来源：iFind，金元证券研究所整理

2023-2025 年综合毛利率分别为 94.8%、93.3%、90.9%，2026Q1 降至 87.7%。分业务看，视频创意类毛利率由 94.6%降至 89.7%，主要由于视频类 AI 原生应用服务器费用快速上涨。2025 年全年公司 AI 服务器调用量超 13 亿次，同比增长超 140%。服务器费用达 8,012 万元，同比增长 78.3%。实用工具类毛利率 92.3%，较上年下降 2.53pcts；文档创意类毛利率 95.7%，较上年提升 0.43pcts；绘图创意类毛利率 93.1%，较上年下降 1.16pcts。

图表 6：2023-2025 公司各业务收入结构



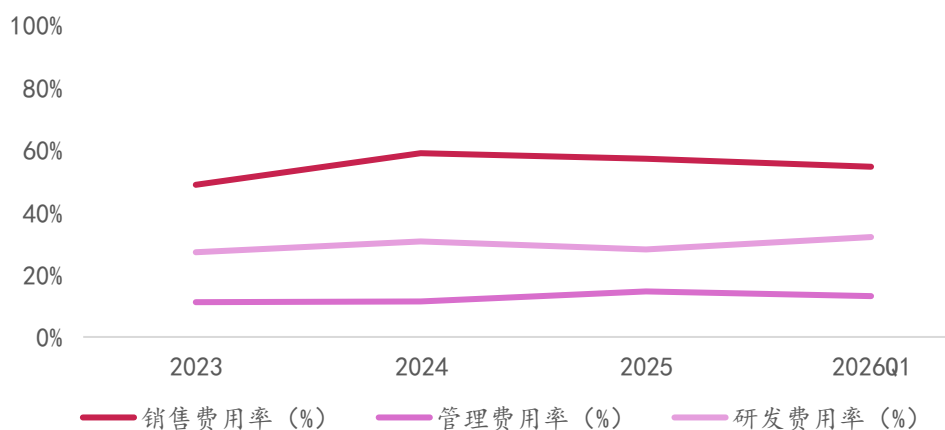
图表 7：2023-2025 公司经营业务毛利率变化



数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

2023-2025 年，公司费用结构持续优化。销售费用率先升后降，从 2023 年 48.81% 升至 2024 年 58.95%，再降至 2025 年的 57.08%。24 年开始由于流量成本上升以及公司新产品、新渠道投放，投流成本有所提升。2025 年开始，公司持续优化营销策略与资源配置，销售费用率同比下降 1.87pcts；研发费用率保持稳定，2025 年总研发投入 4.32 亿元，占营收 28.18%。

图表 8：2023-2026Q1 公司各费率变化



数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

二、AI 原生应用放量，漫剧平台打开第二曲线

1. AI 原生应用商业化加速，产品矩阵打开增量空间

公司持续深耕数字创意软件主业，围绕视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具四大产品线构建了覆盖多端、多场景的 AIGC 产品矩阵。

技术路径上,公司坚持"双模驱动"策略:持续强化自研垂类模型能力,正式发布万兴天幕 2.0 音视频多媒体大模型,垂类原子能力较 1.0 提升约 90%,VBench-2.0 综合得分全球 Top3。

公司已形成从模型层到上层 AI 原生应用的完整体系, AI 原生应用高速增长。模型层万兴天幕提供视频、图片、音频生成能力,同时可接入 ChatGPT、DeepSeek 等外部通用模型,模型 API 可实现最快 T+2h 接入;平台层公司全面升级 AI 云平台架构,进一步提升模型调度、算力管理与产品接入效率,加速 AI 能力在产品端的规模化应用。AI 原生应用方面,围绕泛影视、泛营销、泛商务、泛知识 4 大场景,公司核心产品矩阵均已实现重大突破, 2025 全年 AI 原生应用收入突破 1.3 亿元,同比增长 90%以上。其中, AI 人像生成编辑工具 SelfyzAI 收入、付费用户同比增长超过 2 倍;云端 AI 创意工具集 Media.io 收入同比增长超 90%。万兴喵影/Filmora 产品 AI 积分收入大幅增长, AI 占产品收入比例达到 6%。万兴 PDF/PDFelement 桌面端深度融合 AI 技术与文档处理,产品内 AI 积分收入同比增长超过 80%。

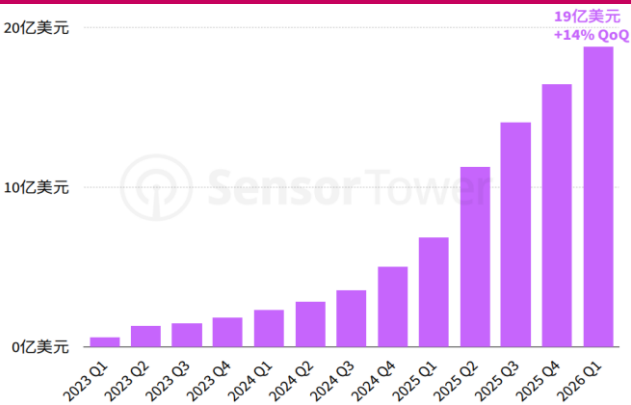
图表 9：公司 AIGC 产品创新体系



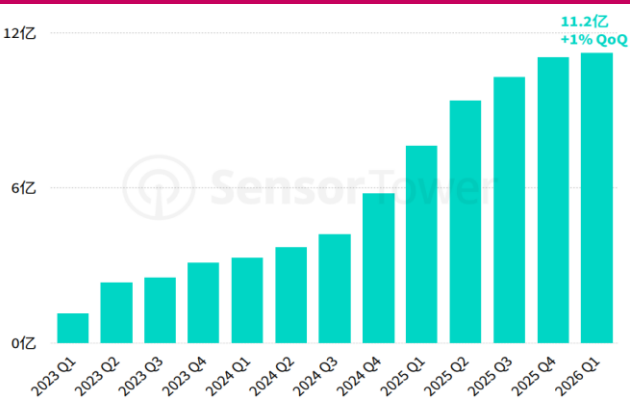
数据来源：万兴科技 2025 年年度报告，金元证券研究所整理

全球 AI 移动应用进入加速爆发通道，用户获取逐步进入平台期。据 SensorTower 数据，AI 移动应用内购收入从 2023Q1 的不足 0.6 亿美元快速增长至 2026Q1 的 19 亿美元，3 年增长超 32 倍。从下载量看，2026Q1 下载量为 11.2 亿次，环比增长 1%，用户规模扩张趋于平稳，后续增长将更多依赖付费率和 ASP 提升。

图表 10：2023-2026Q1 全球 AI 应用内购收入季度趋势



图表 11：2023-2026Q1 全球 AI 应用下载量季度趋势

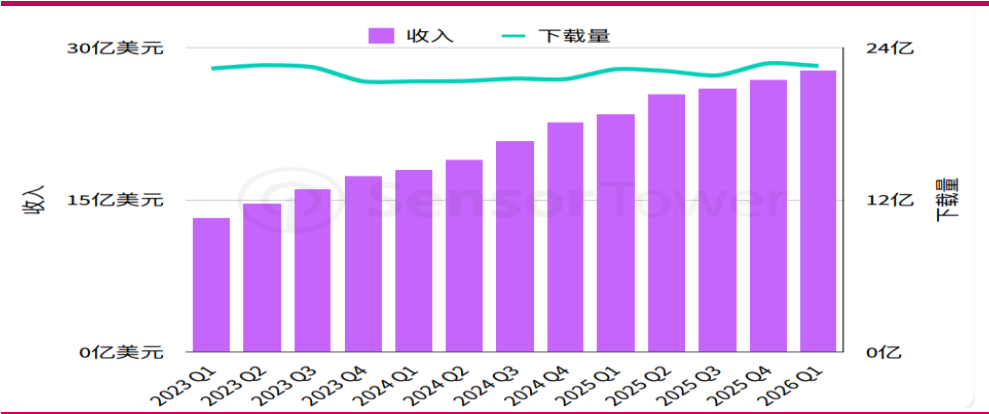


数据来源：《2026 年全球 AI 应用趋势洞察报告》，金元证券研究所整理

公司在巩固桌面端优势的基础上，前瞻布局移动端产品体系，并持续强化多端产品之间的能力协同与体验联动。2025 年公司移动端收入同比增长超 60%，占软件业务收入比例提升至近 25%。万兴喵影/Filmora 移动端全年收入同比增长超 90%，续费收入同比增长超 200%，并获 Google Play 全球首页推荐；万兴 PDF、万兴脑图移动端亦完成焕新升级，实用工具类 MobileTrans 等三款移动端产品进入 2025 年 SensorTower 全球工具类收入榜 Top100，多端产品矩阵的移动化迁移成效显著。

从产品覆盖场景看，图像视频应用下载量已趋于平稳，但收入规模仍实现较快增长，2026Q1 达到 28 亿美元，AI 增值服务成为核心增长引擎。公司凭借完善的 AIGC 底座以及覆盖 PC 和移动端的产品矩阵，有望充分受益于图像视频场景的 AI 商业化红利。

图表 12：2023-2026Q1 全球图像视频应用内购收入与下载量季度趋势



数据来源：《2026 年全球 AI 应用趋势洞察报告》，金元证券研究所整理

2. 万兴剧厂卡位 AI 漫剧工具环节，生态闭环逐步成型

2026Q1 公司万兴剧厂正式公测，定位为 AI 驱动漫剧创作平台，覆盖智能剧本、角色资产、分镜生成、团队协作到后期制作全链路。爆款案例如《气运三角洲，我凭操作吊打全球》实现 16 小时播放量破亿、29 小时破 2 亿，该作品仅由 3 人团队耗时 5 天完成 75 集制作；《全员罢工后我反手注销公司》上线 2 天播放量 1.27 亿并登顶红果 TOP1，《我劝果农清空砂糖橘》播放量破 2 亿并登顶 DataEye 漫剧热播榜 TOP1。海外漫剧方面，万兴剧厂赋能的仿真人剧《She Swapped My Daughter!》上线 AnyReel 平台仅 2 天，累计播放量突破 230 万，万兴剧厂的商业化效能正逐步得到验证。

图表 13：万兴剧厂赋能漫剧案例

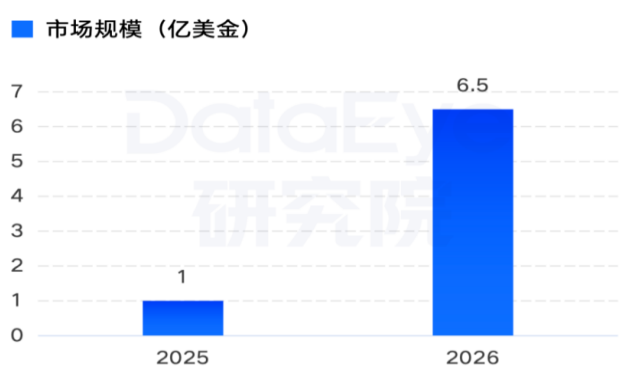
作品名称	制作方	播放成绩
《气运三角洲，我凭操作吊打全球》	灵漫快创	16 小时播放量破亿，29 小时破 2 亿
《我在惊悚游戏开诊所》	灵漫快创	跻身漫剧日榜 Top 15
《吞噬进化：从蚂蚁吃到神明》	灵漫快创	跻身漫剧日榜 Top 22
《全员罢工后我反手注销公司》	福州木头软件有限公司	上线 2 天播放量 1.27 亿登顶红果 TOP1
《我劝果农清空砂糖橘》	福州木头软件有限公司	播放量破 2 亿，登顶 DataEye 漫剧热播榜 TOP1
《She Swapped My Daughter!》	成都心视觉文化	上线 AnyReel 平台两天，累计播放量突破 230 万，单集收藏量超 23 万
《Fatal Rebirth: Falling for My Son's Vengeance》	成都心视觉文化	TikTok 单频道播放量突破 85 万

数据来源：金元证券研究所整理

全球 AI 漫剧市场加速爆发，万兴平台化路线有望充分受益。国内外漫剧市场均处于快速发展阶段。根据 DataEye 预测，2025 年国内 AI 漫剧市场规模为 168 亿元，2026 年以来广告日耗持续爬升，最高达到 1.8 亿元，目前维持在 1.3 亿元附近，预计全年市场规模将达到 400 亿元。海外市场方面，2025 年市场规模为 1 亿美元，2026 年伴随国

内创作企业漫剧出海，全年市场规模有望达到 6.5 亿美元。作为国内稀缺的漫剧平台供应商，公司有望受益于漫剧产业高增长红利。

图表 14：2025-2026 年海外漫剧市场规模



图表 15：2025-2026 年国内漫剧市场规模



数据来源：Dataeye 短剧出海公众号，Dataeye 短剧洞察公众号，金元证券研究所整理

公司通过产业链纵向整合，构建“大模型+工具+制作方”协同闭环。2026 年 1 月，公司千万级投资下游制作方灵漫快创；2 月，数千万元投资上游 Vidu 大模型开发商生数科技，将漫剧产业链关键节点纳入战略协同版图。产品端，公司深度集成可灵、Vidu 等主流大模型，AI 剧成本降至 0.71 元/秒，AI 重构内容生产的经济可行性已获验证。同时，公司正式提出 All in Token 战略，以 Token 计费模式替代传统订阅，有望打开创作工具的收入空间天花板。

图表 16：灵漫快创与生数科技（Vidu）核心情况

公司	维度	核心内容
灵漫快创	定位	AI 漫剧制作厂商，2026 年 1 月获万兴科技千万级战略投资
	团队	创始团队曾联合打造近百部短剧爆款
	代表作	《气运三角洲》3 人×5 天，16h 破亿/29h 破 2 亿，多平台 TOP1
	合作	万兴剧厂全链路赋能+万兴喵影/播爆等工具矩阵
生数科技/Vidu	定位	清华系多模态大模型企业，2026 年 2 月获万兴科技数千万元战略投资
	技术实力	Vidu Q3 国际基准中国第一、全球第二
	合作	深度集成至万兴剧厂，共探 Token 计费商业模式

数据来源：深圳商报，今日头条，金元证券研究所整理

从生态布局看，万兴剧厂正在成为万兴科技 AI 漫剧生态的“中枢平台”；生数科技 Vidu 等全球领先模型提供底层模型能力，灵漫快创承担内容制作与爆款验证，万兴喵影、SelfyzAI 等存量工具补齐视频生成、后期剪辑与创意资产处理能力，共同构成“模型供给—创作平台—内容制作—后期成片”的全链路 AI 漫剧工作流。相比单一工具或单一模型，万兴科技的优势在于将模型调用、创作流程、团队协作与成本管理平台化，有望在规模化生产中摊薄算力与模型调用成本，并在工具订阅、企业级服务和内容共创等环节探索复合商业化路径。

三、财务分析与盈利预测

1. 视频创意类：AI 功能渗透驱动加速增长

我们预计视频创意类 2026-2028 年收入分别为 11.4 亿元、13.2 亿元、15 亿元，对应增速 12%、15%、14%。增长逻辑主要包括两点：一是万兴喵影/Filmora 维持全球消费级视频编辑第一梯队地位，2025 年 AI 积分收入同比超五倍，AI 功能渗透率提升持续拉动 ARPU。二是万兴剧厂等 AI 漫剧创作工具内嵌于视频产品矩阵，打开 Token 计费增量空间。预计 2026-2028 年毛利率分别为 88%、87%、86%，主要受 AI 算力成本占比提升影响。

2. 实用工具类：移动端与 AI 产品矩阵驱动高速增长

我们预计实用工具类 2026-2028 年收入分别为 4.1 亿元、5.5 亿元、7.2 亿元，对应增速 35%、35%、30%。核心驱动为 AI 原生应用收入的高速放量，叠加移动端工具矩阵持续扩张。预计 2026-2028 年毛利率分别为 91%、90%、89%。

3. 文档创意类与绘图创意类：AI 注入重回增长

我们预计文档创意类 2026-2028 年收入分别为 1.1 亿元、1.1 亿元、1.2 亿元，对应增速 1%、3%、3%。万兴 PDF AI 积分收入同比+80%，AI 功能驱动需求企稳回升带动整体收入回暖；预计绘图创意类 2026-2028 年收入分别为 0.9 亿元、0.9 亿元、1 亿元，对应增速-5%、5%、5%。AI 消除类收入同比+200%，降幅快速收窄后重回增长。预计文档创意类 2026-2028 年毛利率保持在 95%，绘图创意类毛利率分别为 92.5%、92%、91.5%。

图表 17：公司主营业务拆分及预测（单位：百万元）

产品类型	业务分类	2025A	2026E	2027E	2028E
视频创意类	收入	1,021.6	1,144.2	1,315.8	1,500.0
	YoY	6%	12%	15%	14%
	毛利率	90%	88%	87%	86%
实用工具类	收入	302.7	408.6	551.6	717.1
	YoY	30%	35%	35%	30%
	毛利率	92%	91%	90%	89%
文档创意类	收入	109.5	110.6	113.9	117.3
	YoY	-6%	1%	3%	3%
	毛利率	96%	95%	95%	95%
绘图创意类	收入	92.1	87.5	91.8	96.4
	YoY	-24%	-5%	5%	5%
	毛利率	93.1%	92.5%	92.0%	91.5%
其他	收入	7.0	7.7	8.5	9.3
	YoY	9%	10%	10%	10%
	毛利率	67%	65%	65%	65%
合计	收入	1,532.8	1,758.5	2,081.6	2,440.1
	YoY	6.5%	14.7%	18.4%	17.2%
	毛利率	90.8%	89.3%	88.4%	87.5%

数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

四、估值及投资评级

考虑到公司仍处于 AI 转型的战略投入期，利润端尚未充分体现增长弹性，因此采用市销率（PS）法进行估值。

我们选取金山办公、福昕软件、捷成股份作为可比公司：金山办公作为国产办公软件龙头，提供 SaaS 订阅及 AI 办公领域估值参考；福昕软件与公司在 PDF 创意软件领域直接可比；捷成股份作为数字创意内容赛道核心标的，提供视频创意类业务估值参照。公司 AIGC 视频创意能力在全球第三方独立提供商中领先，万兴天幕 2.0 在 VBenCh-2.0 视频生成评测中综合得分全球 Top3，多模态生成能力进入全球第一梯队，AI 功能渗透率提升有望率先释放商业化价值；同时万兴剧厂卡位漫剧赛道 AI 工具环节，从剧本到分镜的 AI 全链路方案具备稀缺性，若产业链闭环跑通将打开全新收入空间。

三家可比公司 2026-2028 年平均 PS 分别为 7.9X、6.8X、5.9X，万兴科技基于平均 PS 对应市值分别为 139 亿、141 亿、144 亿，当前市值（截至 2026 年 6 月 11 日收盘）为 100 亿。首次覆盖给予公司"增持"评级。

图表 18：可比公司估值分析

代码	证券简称	股价	市值	收入				PS			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688111	金山办公	209.6	971.0	59.3	70.1	82.8	97.2	16.4	13.8	11.7	10.0
688095	福昕软件	65.2	59.6	10.7	13.1	15.8	19.0	5.6	4.6	3.8	3.1
300182	捷成股份	5.7	150.5	26.4	28.5	30.6	32.7	5.7	5.3	4.9	4.6
平均值								9.2	7.9	6.8	5.9
300624	万兴科技	51.7	100.0	15.3	17.6	20.8	24.4	6.5	5.7	4.8	4.1

数据来源：iFinD，金元证券研究所整理

注：金山办公、福昕软件、捷成股份数据来自 ifind 一致预期，数据基于 2026 年 6 月 11 日收盘价计算。

五、风险因素分析

- 1. AI 新业务商业化不及预期风险。**万兴剧厂及 AI 原生应用尚处于商业化早期，漫剧赛道盈利模式仍在验证中。若万兴剧厂用户付费转化率、Token 消耗增速低于预期，将影响公司 AI 新业务收入增速及整体盈利改善节奏。
- 2. 销售费用管控不及预期风险。**公司 2025 年销售费用率仍高达 57.08%，显著高于同业，主要依赖 Google、Facebook 等海外流量投放获客。若流量成本持续上升或投放效率改善不及预期，将影响公司

盈利能力。

3. 行业竞争加剧风险。全球 AIGC 视频创意软件市场竞争激烈, Adobe、Canva 等头部厂商持续加码 AI 功能。公司以自研天幕大模型构建技术壁垒, 但若开源大模型能力快速追赶或头部厂商凭借生态优势形成碾压, 可能削弱公司产品差异化竞争力及市场份额。

4. 海外经营及汇率波动风险。公司约 93%收入来自海外市场, 结算币种以美元为主。若美元兑人民币汇率持续走弱或地缘政治因素影响海外用户付费意愿, 将对公司收入增速及利润水平造成不利影响。

5. 技术迭代与模型依赖风险。公司采用"自研天幕+第三方大模型"双模驱动策略, 自研模型调用量占比已超第三方。若底层大模型技术路线发生突变, 或第三方模型供应商调整定价及访问策略, 可能增加公司算力成本, 影响毛利率改善节奏。

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	598	693	913	1,140	营业收入	1,533	1,758	2,082	2,440
应收票据及账款	68	79	83	85	营业成本	141	189	242	306
预付账款	20	26	34	43	税金及附加	5	5	7	8
存货	0	0	0	0	销售费用	875	914	1,041	1,196
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	229	250	293
其他流动资产	64	36	39	42	研发费用	432	510	583	634
流动资产合计	750	835	1,069	1,310	财务费用	4	-3	-9	-10
长期股权投资	19	19	19	19	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	281	286	290	294	资产减值损失	-0	0	0	0
在建工程	105	105	105	105	公允价值变动收益	3	3	3	3
无形资产	151	181	205	224	投资收益	29	29	29	29
商誉	221	221	221	221	其他收益	27	27	27	27
其他非流动资产	157	161	164	167	营业利润	-88	-25	29	73
非流动资产合计	934	972	1,003	1,029	营业外收入	1	1	1	2
资产合计	1,684	1,807	2,072	2,339	营业外支出	3	3	3	3
短期借款	114	0	0	0	利润总额	-90	-27	27	72
应付票据及账款	29	32	42	55	所得税	3	1	-1	-2
预收款项	0	0	0	0	净利润	-93	-28	28	74
合同负债	54	62	73	85	少数股东损益	-2	0	0	1
其他应付款	72	72	72	72	归属母公司净利润	-91	-28	28	73
其他流动负债	208	223	246	284	EPS（按最新股本摊薄）	-0.47	-0.14	0.14	0.38
流动负债合计	477	389	433	497					
长期借款	137	137	137	137					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	29	264	458	587					
非流动负债合计	166	402	596	725					
负债合计	643	790	1,028	1,221					
归属母公司所有者权益	1,024	999	1,026	1,099					
少数股东权益	18	18	18	19					
所有者权益合计	1,042	1,016	1,044	1,118					
负债和股东权益	1,684	1,807	2,072	2,339					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	21	28	78	149
现金收益	-35	25	82	132
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	2	-17	-12	-11
经营性应付影响	17	3	10	14
其他影响	37	18	-2	14
投资活动现金流	-55	-59	-61	-61
资本支出	-153	-91	-92	-92
股权投资	7	0	0	0
其他长期资产变化	91	32	31	31
融资活动现金流	168	125	203	139
借款增加	231	-114	0	0
股利及利息支付	-3	-11	-8	-8
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-60	250	211	147

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	6.5%	14.7%	18.4%	17.2%
EBIT 增长率	-50.7%	-64.7%	-157.6%	249.3%
归母公司净利润增长率	-44.2%	69.8%	199.1%	166.0%
获利能力				
毛利率	90.8%	89.3%	88.4%	87.5%
净利率	-6.1%	-1.6%	1.3%	3.0%
ROE	-8.8%	-2.7%	2.6%	6.5%
ROIC	-9.1%	-2.8%	1.5%	4.3%
偿债能力				
资产负债率	38.2%	43.7%	49.6%	52.2%
流动比率	1.6	2.1	2.5	2.6
速动比率	1.6	2.1	2.5	2.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	16	15	14	12
存货周转天数	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股指标（元）				
每股收益	-0.47	-0.14	0.14	0.38
每股经营现金流	0.11	0.14	0.40	0.77
每股净资产	5.29	5.17	5.31	5.68
估值比率				
P/E	-110	-363	366	138
P/B	10	10	10	9
EV/EBITDA	-230	289	93	58

数据来源：iFinD、金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 15%以上；

增持：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 5%~15%；

中性：预期未来 6 个月内股价收益率相对沪深 300 指数涨跌幅差异在-5%~+5%之间；

减持：预期未来 6 个月内股价收益率弱于沪深 300 指数的涨跌幅 5%以上。

金元证券行业投资评级标准：

强于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内超越沪深 300 指数表现；

中性：预期行业相关指数在未来 6 个月内基本与沪深 300 指数表现持平；

弱于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内明显弱于沪深 300 指数表现。

免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。