

全面拥抱 AIGC 时代机遇，海外国内数字创意市场双轮驱动

万兴科技（300624.SZ）

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件** 公司发布 2023 年半年度报告，报告期内实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 32.90%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 275.06%；实现扣非归母净利润 0.35 亿元，同比增长 1697.80%。
- **国内外收入双提速，深化推进订阅模式转型。** 公司发布 2023 年半年度报告，报告期内实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 32.90%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 275.06%；实现扣非归母净利润 0.35 亿元，同比增长 1697.80%。**1) 分业务来看：**报告期内视频创意类业务收入 4.56 亿元，同比增长 41.31%；实用工具类业务收入 1.26 亿，同比增长 1.23%。**2) 分地区来看：**报告期内公司海外收入快速放量，同比增长 35%，超过国内 14% 的增速，在产品能力提升及营销策略升级双重作用下，实现国内外业务增长双提速。**3) 订阅模式转型：**报告期内，公司订阅转型进程持续深化，实现订阅收入占比增长至 72%，订阅续约率增长至 65%。**4) Q2 单季度：**万兴科技 2023Q2 实现营收 3.63 亿元，同比增长 30.92%；单季度归母净利润为 0.23 亿元，同比增长 50.87%，主要系公司抓住国家加强数字中国建设的机遇，视频创意等主营业务收入大幅增长所致。
- **毛利率维持高位，净现金流大幅提升。****1) 毛利率：**公司 2023 年上半年，毛利率为 95.38%，同比下降 0.34pct，略有下降但仍然维持高位，其中主要业务视频创意和实用工具类产品毛利率均超过 95%，公司业务保持高毛利带来了较大的利润空间；**2) 费用端：**公司 2023 年上半年，销售/管理/研发同比增速分别为 36.26%/31.99%/18.02%，销售费用和管理费用增长较大，主要系市场竞争加剧、流量成本上升和员工薪酬、办公费及品牌服务费增加所致；**3) 现金流：**报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为 0.77 亿元，同比增加 267.41%。
- **全面拥抱 AIGC 时代机遇，与多家技术厂商开展合作。** 报告期内，公司优化图片/视频增强、擦除、修复等各类 AI 算法，并加快在多款产品上落地；加速更新迭代 AI 绘画、风格化图片/视频/虚拟人等生成类 AI 算法与功能，发布万兴播爆、Pixpic 等 AIGC 新品；持续投入 AI 音乐音效技术，已将自研音乐生成算法应用于自有音乐素材资源生成。公司与微软、华为、阿里、科大讯飞等国内外头部厂商开展多类合作，引入 OpenAI、百度等公司的大模型能力，完成视频、绘图、文档等业务线内多款产品 AIGC 功能落地，有效增强产品智能化水平。
- **投资建议** 我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 为 0.73/1.08/1.48 元，

分析师

吴砚靖

☎：(8610) 66568589

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519070001

李璐昕

☎：(021) 20252650

✉：liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521040001

对应市盈率分别为 129.19X/86.36X/63.46X，维持“推荐”评级。

- **风险提示** 市场竞争加剧的风险;产品技术研发不及预期的风险；宏观经济环境下行超预期的风险。

盈利预测与财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1180.12	1534.59	1965.75	2482.03
增长率	14.67%	30.04%	28.10%	26.26%
归母净利润(百万元)	41.26	99.86	149.39	203.29
增长率	47.73%	142.06%	49.59%	36.08%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.73	1.08	1.48
PE	312.72	129.19	86.36	63.46

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

财务预测表

利润表	单位：百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1180.12	1534.59	1965.75	2482.03
营业成本	53.43	71.86	92.32	116.74
营业税金及附加	2.45	3.84	4.91	6.21
营业费用	580.05	751.95	884.59	1092.09
管理费用	139.14	184.15	235.89	297.84
财务费用	19.16	13.80	5.26	2.15
资产减值损失	-2.72	-3.00	-4.00	-5.00
公允价值变动收益	19.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.25	15.35	19.66	24.82
营业利润	73.02	156.77	193.13	248.21
营业外收入	0.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	71.80	156.77	193.13	248.21
所得税	7.51	14.11	17.38	22.34
净利润	64.29	142.66	175.75	225.87
少数股东损益	23.04	42.80	26.36	22.59
归属母公司净利润	41.26	99.86	149.39	203.29
EPS（元）	0.30	0.73	1.08	1.48
现金流量表	单位：百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	107.38	199.59	228.29	277.70
净利润	64.29	142.66	175.75	225.87
折旧摊销	39.73	29.13	29.63	30.13
财务费用	22.13	19.32	19.32	19.32
投资损失	-4.25	-15.35	-19.66	-24.82
营运资金变动	-3.75	19.75	20.08	23.23
其它	-10.76	4.07	3.17	3.96
投资活动现金流	-134.38	-20.02	-14.36	-8.94
资本支出	-81.49	-34.23	-34.02	-33.76
长期投资	-68.70	0.00	0.00	0.00
其他	15.81	14.21	19.66	24.82
筹资活动现金流	-73.88	355.08	-19.32	-19.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-73.88	355.08	-19.32	-19.32
现金净增加额	-104.80	533.48	194.61	249.44
基本指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1180.12	1534.59	1965.75	2482.03
收入增长率%	14.67	30.04	28.10	26.26
归母净利润(百万元)	41.26	99.86	149.39	203.29
归母净利润增长率%	47.73	142.06	49.59	36.08
摊薄 EPS(元)	0.30	0.73	1.08	1.48
PE	312.72	129.19	86.36	63.46

资产负债表	单位：百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	648.38	1195.33	1403.70	1666.29
现金	345.35	878.83	1073.45	1322.88
应收账款	45.11	51.05	57.08	61.60
其它应收款	8.45	12.79	16.38	20.68
预付账款	17.38	21.56	27.70	35.02
存货	0.00	-1.00	-3.00	-6.00
其他	232.09	232.09	232.09	232.09
非流动资产	883.87	887.28	890.65	893.52
长期投资	55.80	55.80	55.80	55.80
固定资产	317.67	307.53	296.90	285.76
无形资产	42.85	50.85	58.85	66.85
其他	467.55	473.10	479.10	485.10
资产总计	1532.25	2082.61	2294.35	2559.80
流动负债	200.75	234.20	270.19	309.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7.57	9.98	12.82	16.21
其他	193.18	224.22	257.37	293.55
非流动负债	448.48	423.81	423.81	423.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	448.48	423.81	423.81	423.81
负债合计	649.23	658.01	694.00	733.58
少数股东权益	-0.66	42.14	68.50	91.09
归属母公司股东权益	883.68	1382.46	1531.85	1735.13
财务比率/增长率	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14.67%	30.04%	28.10%	26.26%
营业利润	51.87%	114.69%	23.19%	28.52%
归属母公司净利润	47.73%	142.06%	49.59%	36.08%
毛利率	95.47%	95.32%	95.30%	95.30%
净利率	3.50%	6.51%	7.60%	8.19%
ROE	4.67%	7.22%	9.75%	11.72%
ROIC	4.96%	8.54%	9.06%	10.27%
资产负债率	42.37%	31.60%	30.25%	28.66%
净负债比率	73.52%	46.19%	43.37%	40.17%
流动比率	3.23	5.10	5.20	5.38
速动比率	3.05	4.93	5.03	5.22
总资产周转率	0.77	0.85	0.90	1.02
应收账款周转率	29.49	31.92	36.36	41.83
应付账款周转率	8.75	8.19	8.10	8.04
每股收益	0.30	0.73	1.08	1.48
每股经营现金	0.78	1.45	1.66	2.02
每股净资产	6.42	10.04	11.12	12.60
PE	312.72	129.19	86.36	63.46
PS	10.31	8.41	6.56	5.20

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

李璐昕 计算机/科创板团队研究员

悉尼大学硕士，2019 年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn