



万兴科技 (300624.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，AIGC 价值持续兑现

业绩简评

- **利润端-利润增长符合预期，23 年实现大幅增长。** 归母净利润：2023 全年预计实现归母净利润 0.8~1.0 亿元，yoy+81.8%~142.4% (中值 yoy+112.1%)。2023Q4 预计实现归母净利润 993.2~3,493.2 亿元，yoy-41.2%~107.0% (中值 yoy+32.9%)。扣非归母净利润：2023 全年预计实现归母扣非净利润 0.8~1.1 亿元，yoy+636.1%~890.9% (中值 yoy+763.5%)。2023Q4 实现扣非归母净利润 2,617.3~5,317.3 亿元，yoy+198.6%~506.7% (中值 yoy+352.7%)。
- **产品端-AIGC 赋能拳头产品迭代与新品发布。** 1) 拳头产品 AI 赋能：在万兴喵影/Filmora、万兴 PDF/PDFelement、亿图图示/EdrawMax、亿图脑图/EdrawMind 等产品上快速落地文字内容理解总结、图形图像生成、智能音乐生成及智能文本成片等各类 AIGC 功能。2) 云工具集新增 AI 服务：在多媒体云端工具集产品 Media.io 上新系列 AIGC 创意服务。3) 发布 AI 新品：推出万兴播爆、Kwicut 等 AI 创意新品。
- **模型端-万兴天幕音视频多媒体大模型于 1 月 30 日重磅发布。** 具备三大特点：1) 从多模态到多媒体：系统性解决不同模态融合问题。2) 从通用解决方案到垂类解决方案：一条龙从模型端到音视频应用场景。3) 从全球到本土化：算力本地布局，数据本地化和应用本土化。具备文生主题视频、文生 3D 视频、AI 歌手、数字人播报等核心能力，强大技术驱动产品创新，大模型能力已部分应用并大规模商用 (海外地区)。
- **深耕创作者经济，拥抱 AIGC 新机遇，24 年有望持续发展。** 公司具有前瞻视野较早入局 AIGC 领域，同时产品体系丰富拥有广阔落地场景，我们认为 24 年有望进一步 AI 赋能加速发展。

盈利预测、估值和评级

- 我们调整公司 2023~2025 年营业收入分别为 14.87/18.69/22.63 亿元，归母净利润分别为 0.88/1.40/2.29 亿元，EPS 分别为 0.64/1.02/1.66 元。公司股票现价对应 PE 估值为 120.8/75.7/46.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- SaaS 化转型速度渐趋平缓的风险；客群拓展节奏不及预期的风险；创意工具软件行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险。

计算机组

分析师：陈奕骄 (执业 S1130523020001)

chenyijiao@gjzq.com.cn

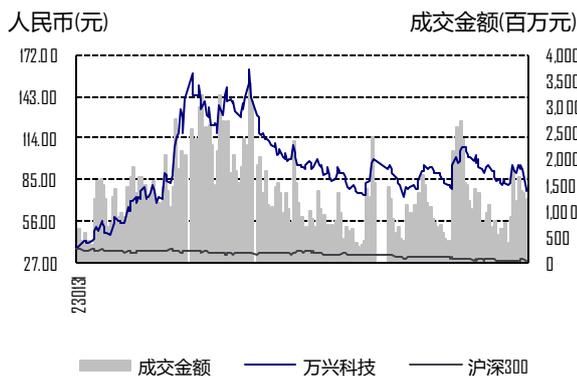
分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：77.18 元

相关报告：

1. 《万兴科技公司深度研究：三次 AI 逻辑拐点验证，志在“中国 Ado...”，2023.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	12/21	12/22	12/23E	12/24E	12/25E
营业收入(百万元)	1,029	1,180	1,487	1,869	2,263
营业收入增长率	5.39%	14.67%	26.04%	25.62%	21.11%
归母净利润(百万元)	28	41	88	140	229
归母净利润增长率	-	48.16%	113.24%	59.55%	62.99%
摊薄每股收益(元)	0.214	0.318	0.639	1.019	1.661
每股经营性现金流净额	1.09	0.83	1.13	1.68	2.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.17%	4.67%	9.63%	14.07%	20.16%
P/E	257.20	92.45	120.81	75.72	46.46
P/B	8.14	4.32	11.64	10.66	9.37

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	976	1,029	1,180	1,487	1,869	2,263
增长率		5.4%	14.7%	26.0%	25.6%	21.1%
主营业务成本	-50	-46	-53	-53	-68	-84
%销售收入	5.1%	4.5%	4.5%	3.6%	3.7%	3.7%
毛利	926	983	1,127	1,435	1,800	2,179
%销售收入	94.9%	95.5%	95.5%	96.4%	96.3%	96.3%
营业税金及附加	-5	-3	-2	-4	-5	-6
%销售收入	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-441	-482	-580	-744	-931	-1,086
%销售收入	45.1%	46.9%	49.2%	50.0%	49.8%	48.0%
管理费用	-142	-146	-139	-164	-206	-249
%销售收入	14.5%	14.2%	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	-219	-328	-348	-411	-486	-566
%销售收入	22.4%	31.9%	29.5%	27.6%	26.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	119	23	57	113	174	273
%销售收入	12.2%	2.2%	4.9%	7.6%	9.3%	12.1%
财务费用	0	-10	-19	-22	-28	-34
%销售收入	0.0%	1.0%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
资产减值损失	1	1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	-1	5	19	0	0	0
投资收益	17	12	4	2	2	2
%税前利润	12.1%	25.7%	5.9%	2.2%	1.4%	0.8%
营业利润	143	48	73	93	148	241
营业利润率	14.7%	4.7%	6.2%	6.2%	7.9%	10.6%
营业外收支	-3	0	-1	0	0	0
税前利润	140	48	72	93	148	241
利润率	14.3%	4.7%	6.1%	6.2%	7.9%	10.6%
所得税	-6	1	-8	-5	-7	-12
所得税率	4.3%	-2.3%	10.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	134	49	64	88	140	229
少数股东损益	9	21	23	0	0	0
归属于母公司的净利润	125	28	41	88	140	229
净利率	12.8%	2.7%	3.5%	5.9%	7.5%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	134	49	64	88	140	229
少数股东损益	9	21	23	0	0	0
非现金支出	15	36	42	29	30	32
非经营收益	-13	-15	4	19	16	15
营运资金变动	60	72	-4	11	33	33
经营活动现金净流	195	142	107	147	219	308
资本开支	-119	-117	-81	-21	-30	-30
投资	-35	24	-69	0	0	0
其他	24	12	16	2	2	2
投资活动现金净流	-130	-81	-134	-19	-28	-28
股权募资	0	1	2	-23	0	0
债权募资	0	375	0	-56	0	0
其他	-44	-104	-76	-53	-74	-109
筹资活动现金净流	-44	271	-74	-132	-74	-109
现金净流量	21	331	-105	-4	117	172

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	122	460	345	338	445	615
应收款项	38	46	54	65	82	99
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	388	219	249	251	257	262
流动资产	548	725	648	654	784	976
%总资产	51.5%	47.1%	42.3%	43.0%	47.5%	53.0%
长期投资	111	121	163	163	163	163
固定资产	144	143	318	322	325	326
%总资产	13.5%	9.3%	20.7%	21.2%	19.7%	17.7%
无形资产	158	361	365	362	360	358
非流动资产	516	816	884	866	866	864
%总资产	48.5%	52.9%	57.7%	57.0%	52.5%	47.0%
资产总计	1,064	1,541	1,532	1,521	1,650	1,841
短期借款	0	14	9	8	0	0
应付款项	49	42	55	75	93	110
其他流动负债	122	130	137	141	178	217
流动负债	170	185	201	224	271	327
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	476	448	384	382	380
负债	236	661	649	608	653	707
普通股股东权益	852	880	884	913	997	1,135
其中：股本	130	130	130	130	130	130
未分配利润	377	398	437	490	574	711
少数股东权益	-24	0	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	1,064	1,541	1,532	1,521	1,650	1,841

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.964	0.214	0.318	0.639	1.019	1.661
每股净资产	6.560	6.769	6.803	6.632	7.243	8.240
每股经营现金净流	1.503	1.093	0.827	1.134	1.685	2.374
每股股利	3.071	0.972	0.568	0.271	0.432	0.704
回报率						
净资产收益率	14.69%	3.17%	4.67%	9.63%	14.07%	20.16%
总资产收益率	11.77%	1.81%	2.69%	5.78%	8.51%	12.43%
投入资本收益率	13.78%	1.88%	4.03%	8.30%	12.06%	17.20%
增长率						
主营业务收入增长率	38.81%	5.39%	14.67%	26.04%	25.62%	21.11%
EBIT 增长率	93.60%	-80.73%	149.34%	97.19%	53.90%	56.96%
净利润增长率	45.19%	-77.77%	48.16%	113.24%	59.55%	62.99%
总资产增长率	17.88%	44.76%	-0.56%	-0.75%	8.47%	11.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	10.4	12.4	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	32.5	1.4	/	1.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	23.6	28.4	41.7	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	53.8	50.8	98.3	79.1	63.5	52.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.13%	-33.06%	-19.98%	-18.68%	-28.62%	-40.15%
EBIT 利息保障倍数	499.9	2.3	3.0	5.1	6.2	8.0
资产负债率	22.18%	42.93%	42.37%	39.99%	39.57%	38.39%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	12	26
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.67	1.29	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-30	买入	79.36	79.36~111.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究