



# 万兴科技 (300624.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 标准化产品规模效应显现，利润率持续上升

### 业绩简评

- 收入&利润端-23年符合预期，24年Q1收入受基数、未做提价等因素影响略承压，但利润受规模效应影响依然保持高增。2024年4月26日，公司发布23年报及24年一季报。1) 收入端：23FY实现营业收入14.81亿元，yoy+25.49%；23Q4实现3.85亿元，yoy+12.73%。24Q1实现3.58亿元，yoy+0.90%。2) 利润端：23FY实现归母净利0.86亿元，yoy+113.20%；23Q4实现0.21亿元，yoy+25.24%。24Q1实现0.26亿元，yoy+22.99%。利润率：23FY综合毛利率为94.77%，yoy-0.74pct，归母净利率为5.82%，yoy+2.39pcts。24Q1综合毛利率为94.50%，yoy-1.21pcts，归母净利率为7.17%，yoy+1.29pcts。
- 结构端-23年AI赋能视频、文档、绘图创意产品快速增长，海外地区贡献收入最大份额。分产品：视频创意类实现收入9.61亿元，占比64.87%；毛利率94.64%，订阅续约率提升5pcts。文档创意类实现收入1.30亿元，占比8.79%，毛利率93.82%，万兴PDF/PDF element付费用户同比+20%。绘图创意类实现收入1.29亿元，占比8.71%，毛利率94.31%，月活同比+30%。实用工具类实现收入2.56亿元，占比17.28%，毛利率96.33%。分地区：境外实现收入13.50亿元，占比91.19%，毛利率94.88%。境内（含港澳台地区）实现收入1.30亿元，占比8.81%，毛利率93.60%。
- 费用端-销售费用率逐年下降，预计与订阅占比提升，核心产品续约率持续提升有关。23FY研发费用率27.18%，yoy-2.29pcts；销售费用率48.81%（22年49.15%），yoy-0.34pct；管理费用率11.16%，yoy-0.63pct。公司23半年报订阅收入占比提升至72%、23半年报订阅续费率增长至65%。

### 盈利预测、估值和评级

- 我们调整公司2024~2026年营业收入分别为17.86/21.60/26.58亿元，归母净利润分别为1.07/1.51/2.27亿元，EPS分别为0.78/1.09/1.65元。公司股票现价对应PE估值为99.5/70.5/46.8倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 客群拓展节奏不及预期；行业竞争加剧；汇率波动的风险。

### 计算机组

分析师：陈奕骄 (执业 S1130523020001)

chenyijiao@gjzq.com.cn

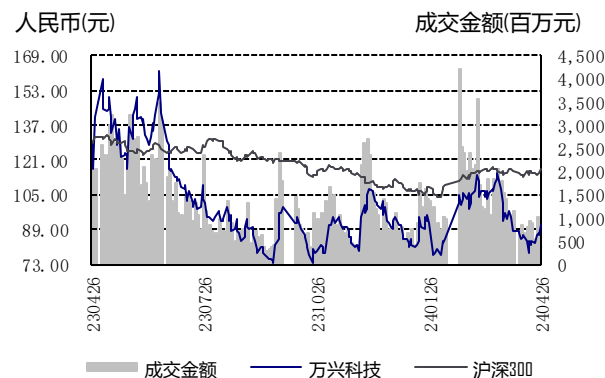
分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：91.01 元

### 相关报告：

- 《万兴科技公司点评：业绩符合预期，AIGC 价值持续兑现》，2024.1.31
- 《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	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	1,180	1,481	1,786	2,160	2,658
营业收入增长率	14.67%	25.49%	20.57%	20.97%	23.07%
归母净利润(百万元)	41	86	107	151	227
归母净利润增长率	48.16%	108.96%	23.88%	41.11%	50.85%
摊薄每股收益(元)	0.318	0.626	0.776	1.094	1.651
每股经营性现金流净额	0.83	1.70	1.08	1.53	2.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.67%	6.50%	7.69%	10.18%	14.07%
P/E	92.45	151.11	99.52	70.52	46.75
P/B	4.32	9.83	7.65	7.18	6.58

来源：公司年报、国金证券研究所



结构端-23 年 AI 赋能视频、文档、绘图创意产品快速增长，海外地区贡献收入最大份额。

分产品：

- 视频创意类实现收入 9.61 亿元，yoy+28.91%，占比 64.87%；毛利率 94.64%，yoy-0.85pct，订阅续约率提升 5pcts。
- 文档创意类实现收入 1.30 亿元，yoy+30.92%；占比 8.79%，毛利率 93.82%，yoy-1.04pcts，万兴 PDF/PDFelement 付费用户同比+20%。
- 绘图创意类实现收入 1.29 亿元，yoy+30.52%，占比 8.71%，毛利率 94.31%，yoy+0.16pct，月活同比+30%。
- 实用工具类实现收入 2.56 亿元，yoy+10.07%；占比 17.28%，毛利率 96.33%，yoy-0.49pct。其他实现收入 0.05 亿元，yoy+25.64%，占比 0.35%，毛利率 76.35%，yoy+6.08pcts。

分地区：

- 境外实现收入 13.50 亿元，yoy+28.10%，占比 91.19%，毛利率 94.88%，yoy-0.70pct。
- 境内(含港澳台地区)实现收入 1.30 亿元，yoy+3.60%，占比 8.81%，毛利率 93.60%，yoy-1.29pcts。

图表1：公司 2023 年 AI 生态全景图



来源：公司财报，国金证券研究所

业务端-天幕大模型已运用于多个产品，生态合作持续推进，B 段业务快速进展。天幕大模型于 24 年 1 月发布 目前算法能力已运用在喵影/PDF/亿图/播爆等产品。生态合作广泛与微软、Open AI、华为、阿里、科大讯飞、湘江实验室等展开合作。B 端客户持续拓展政企营收增长 36%，拥有移动、联通、中兴通讯、一汽、中海油等客户。



图表2: 公司天幕音视频多媒体大模型架构



来源: 公司财报, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,029</b>	<b>1,180</b>	<b>1,481</b>	<b>1,786</b>	<b>2,160</b>	<b>2,658</b>	货币资金	460	345	511	591	732	930
增长率	14.7%	25.5%	20.6%	21.0%	23.1%		应收款项	46	54	57	73	89	109
<b>主营业务成本</b>	<b>-46</b>	<b>-53</b>	<b>-77</b>	<b>-94</b>	<b>-114</b>	<b>-142</b>	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	4.5%	4.5%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	其他流动资产	219	249	213	232	238	246
毛利	983	1,127	1,403	1,692	2,046	2,517	流动资产	725	648	782	897	1,059	1,286
%销售收入	95.5%	95.5%	94.8%	94.7%	94.7%	94.7%	%总资产	47.1%	42.3%	46.6%	51.9%	56.6%	61.9%
营业税金及附加	-3	-2	-4	-4	-5	-7	长期投资	121	163	144	144	144	144
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	143	318	315	293	271	249
营业费用	-482	-580	-723	-830	-987	-1,196	%总资产	9.3%	20.7%	18.8%	17.0%	14.5%	12.0%
%销售收入	46.9%	49.2%	48.8%	46.5%	45.7%	45.0%	无形资产	361	365	373	377	381	385
管理费用	-146	-139	-165	-196	-238	-292	非流动资产	816	884	897	830	811	792
%销售收入	14.2%	11.8%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	52.9%	57.7%	53.4%	48.1%	43.4%	38.1%
研发费用	-328	-348	-403	-523	-626	-744	<b>资产总计</b>	<b>1,541</b>	<b>1,532</b>	<b>1,679</b>	<b>1,726</b>	<b>1,870</b>	<b>2,078</b>
%销售收入	31.9%	29.5%	27.2%	29.3%	29.0%	28.0%	短期借款	14	9	12	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	23	57	109	137	189	277	应付款项	42	55	58	77	93	112
%销售收入	2.2%	4.9%	7.4%	7.7%	8.8%	10.4%	其他流动负债	130	137	174	186	226	278
财务费用	-10	-19	-3	-27	-32	-40	流动负债	185	201	244	264	318	390
%销售收入	1.0%	1.6%	0.2%	1.5%	1.5%	1.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	1	-3	0	0	0	0	其他长期负债	476	448	41	5	4	3
公允价值变动收益	5	19	-9	0	0	0	负债	<b>661</b>	<b>649</b>	<b>285</b>	<b>268</b>	<b>322</b>	<b>393</b>
投资收益	12	4	-9	2	2	2	<b>普通股股东权益</b>	<b>880</b>	<b>884</b>	<b>1,325</b>	<b>1,389</b>	<b>1,480</b>	<b>1,616</b>
%税前利润	25.7%	5.9%	n.a	1.8%	1.3%	0.8%	其中：股本	130	130	138	138	138	138
营业利润	48	73	107	112	159	239	未分配利润	398	437	456	520	611	747
营业利润率	4.7%	6.2%	7.2%	6.3%	7.3%	9.0%	少数股东权益	0	-1	69	69	69	69
营业外收支	0	-1	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,541</b>	<b>1,532</b>	<b>1,679</b>	<b>1,726</b>	<b>1,870</b>	<b>2,078</b>
税前利润	48	72	106	112	159	239	<b>比率分析</b>						
利润率	4.7%	6.1%	7.2%	6.3%	7.3%	9.0%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	1	-8	2	-6	-8	-12	<b>每股指标</b>						
所得税率	-2.3%	10.5%	-1.8%	5.0%	5.0%	5.0%	每股收益	0.214	0.318	0.626	0.776	1.094	1.651
净利润	49	64	108	107	151	227	每股净资产	6.769	6.803	9.625	10.090	10.747	11.737
少数股东损益	21	23	22	0	0	0	每股经营现金净流	1.093	0.827	1.696	1.080	1.529	2.162
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>28</b>	<b>41</b>	<b>86</b>	<b>107</b>	<b>151</b>	<b>227</b>	每股股利	0.972	0.568	1.578	0.310	0.438	0.660
净利率	2.7%	3.5%	5.8%	6.0%	7.0%	8.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	3.17%	4.67%	6.50%	7.69%	10.18%	14.07%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.81%	2.69%	5.14%	6.19%	8.06%	10.94%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	1.88%	4.03%	7.86%	8.94%	11.60%	15.63%
净利润	49	64	108	107	151	227	<b>增长率</b>						
少数股东损益	21	23	22	0	0	0	主营业务收入增长率	5.39%	14.67%	25.49%	20.57%	20.97%	23.07%
非现金支出	36	42	46	28	29	29	EBIT 增长率	-80.73%	149.34%	90.39%	25.85%	37.77%	46.63%
非经营收益	-15	4	23	17	-2	-2	净利润增长率	-77.77%	48.16%	108.96%	23.88%	41.11%	50.85%
营运资金变动	72	-4	57	-3	33	43	总资产增长率	44.76%	-0.56%	9.56%	2.84%	8.34%	11.11%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>142</b>	<b>107</b>	<b>234</b>	<b>149</b>	<b>211</b>	<b>298</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-117	-81	-44	16	-10	-10	应收账款周转天数	10.4	12.4	11.7	13.0	13.0	13.0
投资	24	-69	-16	0	0	0	存货周转天数	1.4	#DIV/0!	/	1.0	1.0	1.0
其他	12	16	8	2	2	2	应付账款周转天数	28.4	41.7	45.5	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-81</b>	<b>-134</b>	<b>-52</b>	<b>18</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	固定资产周转天数	50.8	98.3	77.7	59.9	45.8	34.2
股权募资	1	2	21	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	375	0	-3	-42	0	0	净负债/股东权益	-33.06%	-19.98%	-48.98%	-53.14%	-59.14%	-66.10%
其他	-104	-76	-33	-43	-61	-91	EBIT 利息保障倍数	2.3	3.0	35.3	5.1	5.8	7.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>271</b>	<b>-74</b>	<b>-15</b>	<b>-85</b>	<b>-61</b>	<b>-91</b>	资产负债率	42.93%	42.37%	16.97%	15.55%	17.22%	18.93%
<b>现金净流量</b>	<b>331</b>	<b>-105</b>	<b>165</b>	<b>81</b>	<b>142</b>	<b>199</b>							

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	1	3	8	18	34
增持	0	0	1	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.11	1.33	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
2	2024-01-31	买入	77.18	N/A

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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