

万兴科技（300624）

业绩短期承压，AI 应用商业化潜力可期

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 12 日

收盘价(元):

63.72

公司基本数据

总股本(百万股)	193.34
总市值(百万)	12,319.39
流通股本(百万股)	171.23
流通市值(百万)	10,910.98
12 月最高/最低价(元)	91.60/37.92
资产负债率(%)	26.80
每股净资产(元)	5.67
市盈率(TTM)	-
市净率(PB)	11.23
净资产收益率(%)	-

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

业绩维持高增，AIGC 产品加速落地 —2023-11-12

◆ 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 14.40 亿元，同比-2.78%；归母净利润-1.63 亿元，同比转负；扣非后归母净利润-1.61 亿元，同比转负。毛利率 93.22%，同比-1.55pct；净利率-10.93%，同比转负。

单季度来看，24Q4 公司实现营收 3.87 亿元，同比转正（+0.43%）；归母净利润-1.58 亿元，同比转负；毛利率 91.84%，同比-1.73pct，环比-1.79pct；净利率-39.59%。

◆ 因市场竞争加剧、流量成本上升及商誉减值，2024 年业绩承压。

➢ 业绩方面，公司收入和利润出现下降，主要受市场竞争加剧、流量成本上升导致销售费用增长（8.49 亿元/同比+17.42%），以及 AI 投入加大带来的研发费用（4.42 亿元/同比+9.90%）和服务器成本（同比+65.01%）增加，同时对子公司杭州格像计提商誉减值 5906 万元所致。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营收 3.58/3.47/3.48/3.87 亿元，同比+0.90%/-4.43%/-7.93%/+0.43%；归母净利润分别为 0.26/-0.01/-0.30/-1.58 亿元，同比+22.99%/-105.07%/-240.52%/-847.28%，第四季度亏损扩大，主要与全年费用集中确认及商誉减值计提有关。分业务看，视频创意类业务全年实现营收 9.61 亿元/同比+0.06%；实用工具类业务/绘图创意类业务/文档创意类业务分别实现营收 2.34/1.21/1.17 亿元，同比-8.70%/-5.88%/-10.13%。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，24 年公司整体毛利率为 93.22%/同比-1.55pct，主要由于视频创意类业务（92.54%/同比-2.10pct）、实用工具类业务（94.83%/同比-1.50pct）毛利率下降所致。②费率方面，24 年公司销售费用率为 58.95%/同比+10.14pct，研发费用率为 30.73%/同比+3.55pct，管理费用率为 11.40%/同比+0.24pct，财务费用率为-1.43%/同比-1.64pct。③净利率方面，24 年公司净利率为-10.93%/同比-18.24pct。

◆ 25Q1 营收同比上升，盈利能力短期承压。25Q1 实现营收 3.80 亿元/

股市有风险 入市需谨慎

同比+6.06%，归母净利润同比-227.93%至-0.33 亿元，毛利率 92.26%，同比-2.24pct，环比+0.42pct，整体费用率 101.94%/同比+14.99pct，其中销售费用因市场竞争加剧、流量成本上升及新产品新渠道投放增加同比增长 39.79%；毛利率同比下降环比小幅上升，净利率同比-16.67pct 至-8.98%。

23H1 盈利能力提升，AIGC 赋能产品升级 — 2023-09-15
23H1 业绩高增，引领“创作者经济” —2023-07-14

- ◆ **AI 战略持续深化，天幕大模型+生态协同初见成效。**公司坚定“All in AI”，打造“天幕”多媒体大模型，覆盖视频、图像、音频、文本四大方向，已应用于 Filmora、PDFelement 等核心产品。2024 年 AI 原生应用收入约 6,700 万元，同比翻番，AI 功能调用量超 5 亿次，AIGC 新品中，万兴播爆/Virbo 收入同比增长约 2 倍，SelfyzAI 收入同比增长约 4 倍。同时，公司积极接入 OpenAI、百度、Kimi 等大模型能力，并与 NVIDIA、华为等软硬件平台展开深度合作，产品已完成鸿蒙原生应用布局。
- ◆ **视频业务稳健增长，多产品矩阵构建初具雏形。**视频创意业务收入达 9.61 亿元/同比增长 0.06%，占比近七成，维持稳定。核心产品 Filmora 发布 V14 版本，新增多机位编辑、文生音效等 AI 功能。移动端表现突出，月活同比+90%，多次登上 Google Play 榜单，CapCut 美区停运事件亦带动 Filmora 在海外市场用户增长。除视频外，亿图脑图、万兴 PDF、HiPDF 等产品也推进 AI 功能升级，构建产品协同矩阵。公司通过会员订阅、AI 加量包等方式拓展付费路径，AI 商业化能力逐步释放。
- ◆ **投资建议：**公司坚定推进 AI 战略，围绕“天幕”大模型打造多元创意工具矩阵，核心产品竞争力稳固，海外业务持续拓展。短期费用承压影响利润表现，但中长期看 AI 商业化前景广阔。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.56/0.96/1.53 亿元，EPS 分别为 0.29/0.50/0.79 元，应目前 PE 分别为 220/128/80，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**AI 商业化进展不及预期风险、核心产品市场竞争加剧风险、海外业务环境与汇率波动风险、商誉减值与资产减值风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1480.94	1439.74	1625.29	1897.72	2254.49
增长率 (%)	25.49%	-2.78%	12.89%	16.76%	18.80%
归属母公司股东净利润	86.21	-163.46	56.04	95.95	153.46
增长率 (%)	113.20%	-289.61%	134.28%	71.22%	59.93%
每股收益 EPS(元)	0.45	-0.85	0.29	0.50	0.79
PE	142.91	-75.37	219.84	128.39	80.28

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	345.35	511.49	431.12	569.46	769.45	1023.13	营业收入	1180.12	1480.94	1439.74	1625.29	1897.72	2254.49
应收票据及账款	45.11	49.64	64.56	63.16	73.75	87.61	营业成本	53.43	77.47	97.67	101.82	118.27	131.04
预付账款	17.38	19.97	25.96	25.05	29.25	34.75	税金及附加	2.45	3.90	5.59	4.65	5.43	6.46
其他应收款	8.45	7.81	5.60	8.84	10.32	12.26	销售费用	580.05	722.79	848.69	845.15	948.86	1082.15
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	139.14	165.25	164.20	182.03	208.75	247.99
其他流动资产	232.09	192.62	109.57	116.18	118.78	122.20	研发费用	347.80	402.50	442.37	455.08	531.36	631.26
流动资产总计	648.38	781.53	636.81	782.69	1001.56	1279.96	财务费用	19.16	3.09	-20.63	0.11	-1.64	-3.43
长期股权投资	55.80	41.21	26.70	31.70	36.70	41.70	资产减值损失	-2.72	0.00	-59.26	-3.25	-3.80	-4.51
固定资产	336.98	331.41	324.42	276.44	227.93	178.90	信用减值损失	-0.03	-0.03	-0.07	-0.05	-0.06	-0.07
在建工程	0.00	0.00	20.25	16.88	13.50	10.13	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	42.85	51.28	117.06	97.55	78.04	58.53	投资收益	4.25	-8.66	5.17	16.86	16.86	16.86
长期待摊费用	5.96	5.02	8.16	4.08	0.00	0.00	公允价值变动损益	19.42	-8.74	-15.58	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	442.28	468.32	383.08	375.78	369.63	363.49	资产处置收益	0.45	0.55	0.61	0.54	0.54	0.54
非流动资产合计	883.87	897.24	879.68	802.43	725.81	652.74	其他收益	13.54	17.55	14.44	15.18	15.18	15.18
资产总计	1532.25	1678.77	1516.49	1585.12	1727.37	1932.70	营业利润	73.02	106.60	-152.84	70.70	120.39	192.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.22	0.82	1.88	0.98	0.98	0.98
应付票据及账款	7.57	11.76	14.13	14.87	17.27	19.14	营业外支出	1.44	1.04	3.22	1.90	1.90	1.90
其他流动负债	193.18	232.10	288.81	317.22	368.41	412.80	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	200.75	243.86	302.94	332.09	385.68	431.94	利润总额	71.80	106.38	-154.17	69.77	119.47	191.07
长期借款	384.13	5.26	51.37	25.92	3.39	-15.35	所得税	7.51	-1.90	3.25	1.53	2.62	4.18
其他非流动负债	64.35	35.73	12.77	12.77	12.77	12.77	净利润	64.29	108.29	-157.42	68.25	116.85	186.89
非流动负债合计	448.48	40.99	64.14	38.69	16.17	-2.58	少数股东损益	23.86	22.08	6.04	12.21	20.90	33.43
负债合计	649.23	284.85	367.08	370.78	401.85	429.36	归属母公司股东净:	40.43	86.21	-163.46	56.04	95.95	153.46
股本	129.90	137.70	193.34	193.34	193.34	193.34	EBITDA	119.39	143.85	-122.49	150.98	199.46	265.71
资本公积	251.40	685.56	617.47	617.47	617.47	617.47	NOPLAT	64.74	119.84	-162.18	63.85	110.74	179.03
留存收益	439.14	502.09	316.89	369.62	459.90	604.29	EPS(元)	0.21	0.45	-0.85	0.29	0.50	0.79
归属母公司权益	820.44	1325.36	1127.70	1180.43	1270.71	1415.09	主要财务比率						
少数股东权益	62.58	68.56	21.70	33.91	54.81	88.24	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	883.02	1393.92	1149.40	1214.34	1325.52	1503.34	成长能力						
负债和股东权益合计	1532.25	1678.77	1516.49	1585.12	1727.37	1932.70	营收增长率	14.67%	25.49%	-2.78%	12.89%	16.76%	18.80%
现金流量表							营业利润增长率	51.87%	45.99%	-243.37%	146.26%	70.29%	59.47%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	56.55%	20.35%	-259.68%	139.98%	68.60%	59.24%
税后经营利润	64.29	108.29	-157.42	32.40	81.01	151.04	EBITDA增长率	47.99%	20.48%	-185.15%	223.26%	32.11%	33.22%
折旧与摊销	28.43	34.38	52.31	81.09	81.62	78.07	归母净利润增长率	45.21%	113.20%	-289.61%	134.28%	71.22%	59.93%
财务费用	19.16	3.09	-20.63	0.11	-1.64	-3.43	经营现金流增长率	-25.13%	131.16%	-91.35%	684.16%	39.40%	24.54%
投资损失	-4.25	8.66	-5.17	-16.86	-16.86	-16.86	盈利能力						
营运资金变动	4.25	44.92	71.34	21.61	34.71	21.54	毛利率	95.47%	94.77%	93.22%	93.73%	93.77%	94.19%
其他经营现金流	-15.79	22.79	78.77	32.26	31.11	31.11	净利率	5.45%	7.31%	-10.93%	4.20%	6.16%	8.29%
经营性现金净流量	96.09	222.12	19.21	150.62	209.96	261.48	营业利润率	6.19%	7.20%	-10.62%	4.35%	6.34%	8.52%
资本支出	128.21	74.29	203.67	0.00	0.00	-0.00	ROE	4.93%	6.50%	-14.49%	4.75%	7.55%	10.84%
长期投资	-68.70	-15.56	-52.13	0.00	0.00	0.00	ROA	2.64%	5.14%	-10.78%	3.54%	5.55%	7.94%
其他投资现金流	62.53	37.94	148.71	16.59	16.59	16.59	ROIC	7.64%	12.42%	-15.16%	6.02%	10.88%	18.11%
投资性现金净流量	-134.38	-51.92	-107.09	16.59	16.59	16.59	估值倍数						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	304.68	142.91	-75.37	219.84	128.39	80.28
长期借款	18.95	-378.87	46.11	-25.45	-22.52	-18.75	P/S	10.44	8.32	8.56	7.58	6.49	5.46
普通股增加	-0.06	7.80	55.63	0.00	0.00	0.00	P/B	15.45	9.30	10.92	10.44	9.69	8.71
资本公积增加	-44.83	434.16	-68.09	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.12%	0.00%	0.03%	0.05%	0.07%
其他筹资现金流	-47.94	-78.00	-49.60	-3.43	-4.04	-5.64	EV/EBIT	43.51	116.66	-69.46	173.95	102.15	63.44
筹资性现金净流量	-73.88	-14.90	-15.95	-28.88	-26.56	-24.39	EV/EBITDA	33.15	88.78	-99.13	80.52	60.35	44.80
现金流量净额	-116.10	153.96	-93.63	138.34	199.99	253.68	EV/NOPLAT	61.14	106.57	-74.87	190.41	108.69	66.50

数据来源: 同花顺iFind

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637