

单 Q3 减亏 70%，持续完善 AI 产品布局

核心观点

2025 年前三季度，公司实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 8.50%；实现归母净利润-0.62 亿元，同比下降 1020.40%。单 Q3，公司实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 9.99%；实现归母净利润-878.32 万元，同比减亏 70.71%。随着公司积极拥抱 AIGC 技术升级大趋势，重视产品和技术创新，逐步实现 AI 商业化落地，公司经营表现有望重回增长区间，我们预计 2025-27 年公司营业收入 16.3、18.8、21.9 亿元，同比+13.5%、+15.1%、+16.7%；归母净利润 0.03、0.77、1.70 亿元，同比扭亏、+2520.0%、+120.4%。11 月 28 日股价对应 PS 为 8.95 x、7.77x、6.66x。

事件

2025 年前三季度，公司实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 8.50%；实现归母净利润-0.62 亿元，同比下降 1020.40%；实现扣非归母净利润-0.82 亿元，同比下降 321.02%。2025 年第三季度，公司实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 9.99%；实现归母净利润-878.32 万元，同比减亏 70.71%；实现扣非归母净利润-0.17 亿元，同比减亏 50.79%。

简评

营收稳健增长，毛利率受费用影响承压。2025 年前三季度，公司实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 8.50%；实现归母净利润-0.62 亿元，同比下降 1020.40%。单 Q3，公司实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 9.99%；实现归母净利润-878.32 万元，同比减亏 70.71%。2025 年前三季度，公司毛利率 91.77%，同比下滑 1.95pp，主因 AI 服务器费用及平台手续费上涨影像下成本增长 42.24%；销售/管理/研发/财务费用率分别为 58.26%/13.34%/27.81%/-0.38%，同比分别变动 2.54/1.97/-1.26/0.53pct。

万兴科技(300624.SZ)

维持

买入

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

SFC 编号:BWB917

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

马晓婷

maxiaoting@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070013

发布日期：2025 年 12 月 01 日

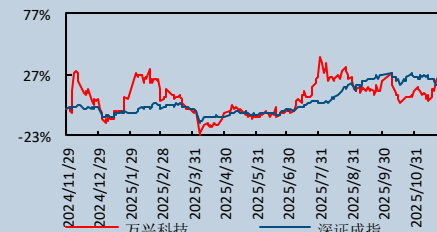
当前股价：75.61 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.75/12.47	-8.75/-11.07	19.20/1.71
12 月最高/最低价(元)		89.60/49.13
总股本(万股)		19,333.63
流通 A 股(万股)		17,123.32
总市值(亿元)		146.18
流通市值(亿元)		129.47
近 3 月日均成交量(万)		1263.23
主要股东		
吴太兵		15.24%

股价表现



AI产品矩阵持续丰富，商业化落地进程加速。 公司推出多款 AI 原生应用并深度赋能存量产品，推动业务增长。AI 创新产品方面，一体化多模态产品天幕 AI/ToMoviee AI 推出文生视频、视频续写等 20 余项原子能力，联合深圳广电等多方落地实践；AI 智能体新品万兴超媒 Agent/ReelBot 实现脚本生成至配音配乐的一站式自动化视频创作，大幅降低门槛；AI 人像产品 SelfyzAI 快速迭代热点玩法，带动应用口碑有效提升。存量产品移动化方面，万兴喵影/Filmora 移动端亮相 2025 谷歌开发者大会，凭借“AI 一键成片”获 Google Play 全球首屏推荐，前三季度收入同比增长超 100%；万兴脑图/EdrawMind 及万兴 PDF/PDFelement 移动端分别升级 AI 智能解析与 AI 知识理解功能，推动产品向多模态知识管理演进。

坚持双轮驱动，自研基座与外部生态协同发展。 公司深化大模型技术布局，兼顾核心技术自研与外部优质模型接入，满足多元化用户需求。自研大模型方面，持续推进融合华为盘古基座的万兴天幕音视频多媒体大模型升级，跻身文生视频 VBench-2.0 榜单全球 Top3，并在摄像机运动及运动合理性指标斩获全球第一，有效支撑特效模型批量生产。外部模型接入与应用方面，持续开放拥抱优质第三方大模型，完成谷歌 Veo3、阿里通义万相 Wan2.5、可灵 2.5Turbo 等外部能力接入。得益于模型能力提升及应用场景拓展，2025 年前三季度公司 AI 服务器调用量超 8 亿次，用户 AI 使用渗透率进一步提升。随着 Google Nano banana Pro 等前沿模型爆火出圈，预计公司能够继续将其接入平台，为广泛客户群体提供最佳产品服务。

投资建议：随着公司积极拥抱 AIGC 技术升级大趋势，重视产品和技术创新，逐步实现 AI 商业化落地，公司经营表现有望重回增长区间。我们预计 2025-27 年公司营业收入 16.3、18.8、21.9 亿元，同比+13.5%、+15.1%、+16.7%；归母净利润 0.03、0.77、1.70 亿元，同比扭亏、+2520.0%、+120.4%。11 月 28 日股价对应 PS 为 8.95x、7.77x、6.66x。

表 1: 公司重要财务指标预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,480.94	1,439.74	1,633.76	1,880.62	2,194.68
YoY(%)	25.49	-2.78	13.48	15.11	16.70
净利润(百万元)	86.21	-163.46	2.94	76.93	169.59
YoY(%)	113.20	-289.61	101.80	2,520.01	120.44
毛利率(%)	94.77	93.22	92.51	92.65	93.02
净利率(%)	5.82	-11.35	0.18	4.09	7.73
ROE(%)	6.50	-14.49	0.26	6.40	12.45
EPS(摊薄/元)	0.45	-0.85	0.02	0.40	0.88
P/E(倍)	169.57	-89.43	4,978.37	190.01	86.20
P/B(倍)	9.87	10.15	8.95	7.77	6.66

资料来源: iFind, 中信建投

风险分析

（1）市场竞争风险：随着 AI 产业持续火热，市场新入企业增加，公司将面临更加激烈的竞争压力。如果公司不能在产品能力、技术水平、市场拓展等方面持续保持自身优势，公司的盈利能力和市场份额将会受到较大影响；（2）技术研发风险：公司基于对市场发展的理解和未来技术趋势的预判，开展数字创意领域相关 AIGC 图像/音频/视频算法模型、3D 数字虚拟人等新兴技术的探索、研发与应用。如果公司在技术发展方向把握和新产品开发上失误，可能导致公司竞争力下降，经营业绩下降；（3）汇率波动风险：公司软件产品与服务主要以境外销售为主，以美元、欧元、日元等多币种进行结算。近年来，国际政治经济形势快速演变、全球主要货币相互间的汇率变动频繁且波动大，不确定性因素增加。人民币汇率存在随国内外政治、经济、金融环境的变化而不断波动的风险。可能对公司经营业绩产生不利影响。

分析师介绍

应璘

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5 年计算机行业研究经验。2021 年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

马晓婷

上海财经大学学士，上海社会科学院硕士，主要研究广告营销、AI 应用、芒果超媒，及部分 IP 谷子相关标的。

研究助理

李楚涵

lichuhan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk