

计算机

2026年05月15日

万兴科技 (300624)

——业绩短期承压，AI 原生商业化加速

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据:	2026年05月14日
收盘价(元)	65.00
一年内最高/最低(元)	122.80/57.58
市净率	12.9
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11,130
上证指数/深证成指	4,177.92/15,745.74
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2026年03月31日
每股净资产(元)	5.05
资产负债率%	37.42
总股本/流通A股(百万)	193/171
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com

研究支持

陈晴华 A0230525100001
chenqh@swsresearch.com

联系人

陈晴华 A0230525100001
chenqh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **公司发布 25 年报和 26Q1 季报。**25 年实现收入 15.3 亿 (+6.5%)，实现归母净利润-0.9 亿 (去年同期-1.6 亿)，实现扣非归母净利润-1.4 亿 (去年同期-1.6 亿)，收入符合预期，利润端减亏符合预期。26Q1 实现收入 3.7 亿 (-2.9%)，实现归母净利润-0.5 亿 (去年同期-0.3 亿)，实现扣非归母净利润-0.5 亿 (去年同期-0.4 亿)，略低于预期，此前预期收入增长 0%-5%，利润端减亏。
- **整体业绩较稳健，26Q1 略低预期主要由于公司主动精简产品线。**25 年来看公司收入主要由视频创意类和实用工具类带动，分别同比增长 6.3%和 29.5%，视频创意类主要受益于 AI 视频生成、多端移动化升级及短剧/漫剧等新内容形态下的需求扩张，实用工具类主要受益于矩阵化布局多元优势，移动端细分领域工具用户需求提升。文档创意类和绘图创意类略拖累，分别下降 6.4%和 24.2%。
- **成本费用端 AI 战略投入特征显著，利润端短期承压。**公司 25 年销售/管理/研发费用率分别为 57.1%/14.6%/28.2%，同比分别为-1.9/3.2/-2.5pct，26Q1 销售/管理/研发费用率分别为 54.4%/13.2%/32.1%，同比分别为-8.4/1.1/4.3pct，销售费用率稳步下降，研发端维持较高投入。25 年毛利率为 90.8%，同比-2.4pct，26Q1 毛利率 87.7%，同比-4.6pct，主要由于 AI 服务器成本增加等。
- **AI 原生应用高速增长。**25 年以 AI 人像生成工具 SelfyzAI、云端 AI 创意工具集 Media.io 为代表的 AI 原生应用收入突破 1.3 亿，同比+90%以上，付费用户数同比+100%以上。旗舰产品 Filmora 的 AI 积分收入占比达约 6%，UniConverter 的 AI 积分收入占比约 10%。
- **推出 AI 漫剧万兴剧厂，Token 消耗商业模式验证。**26Q1 报告期内公司推出 AI 漫剧创作平台万兴剧厂，聚焦 2D 竞品漫剧和 AI 仿真真人剧等，与 Filmora 打通实现从内容生成到剪辑的链路闭环。3 月发布后 1 个月内周度 AI 积分消耗量复合增速达 63%，订单复购率持续上行。
- **维持“增持”评级。**考虑到公司精简产品线和 AI 趋势下的投入加大，下调 26 年收入和归母净利润预测为 17.6、0.6 亿，原预测为 20.2、1.2 亿。新增 27、28 年收入预测为 19.7、21.4 亿，新增 27、28 年归母净利润预测为 1.0、1.1 亿。关键假设变动：视频创意类、绘图创意类、文档创意类、实用工具类 26 年增速分别为 20%、-5%、-5%、10%。由于费用刚性，即使费用假设无大变化，利润端大幅下调。对标行业，给予 26 年 12 倍 PS，对应目标市值 211 亿，考虑到公司短期内业务调整对业绩产生影响不明确，因此仍维持“增持”评级。
- **风险提示：**汇率波动影响，国内外消费级软件疲软，AI 产品研发推广不及预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,533	369	1,758	1,969	2,138
同比增长率(%)	6.5	-2.9	14.7	12.0	8.6
归母净利润(百万元)	-91	-48	60	100	114
同比增长率(%)	-	-	-	65.3	14.5
每股收益(元/股)	-0.47	-0.25	0.31	0.52	0.59
毛利率(%)	90.8	87.7	91.6	91.5	91.5
ROE(%)	-	-	5.6	8.4	8.6
市盈率	-	-	208	126	110

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

选取 A 股金山办公、合合信息、虹软科技、鼎捷数智作为可比估值标的，上述公司均为软件公司，其中：金山办公、合合信息、鼎捷数智均为订阅型软件公司，在产品形态上可比，虹软科技为多模态赛道软件公司，在赛道层面与公司可比。

综上，行业平均 26 年 PS 为 12 倍，考虑到公司订阅化程度较高，且万兴剧厂已开始实现 Token 消耗商业模式，在行业中较为领先，因此我们认为应对标行业平均估值，给予 26 年 12 倍 PS，对应目标市值 211 亿。由于公司产品线较多，短期内仍在进行一定调整，对业绩产生影响不明确，因此保守考虑，仍维持“增持”评级。

表 1: 万兴科技可比公司估值表 (对应 2026 年 5 月 14 日收盘价, 单位: 百万元人民币)

证券代码	证券简称	总市值 (单位: 亿元)	收入 (百万元)				PS		
			2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688111.SH	金山办公	1,185	5,928.7	7,033.3	8,336.4	9,741.6	17	14	12
688615.SH	合合信息	273	1,809.6	2,285.2	2,850.5	3,588.0	12	10	8
688088.SH	虹软科技	170	923.0	1,112.7	1,351.1	1,644.7	15	13	10
300378.SZ	鼎捷数智	106	2,433.1	2,670.4	2,936.8	3,223.8	4	4	3
平均							12	10	8
300624.SZ	万兴科技	126	1,532.8	1,757.6	1,968.8	2,138.2	7	6	6

资料来源: wind, 申万宏源研究

*可比公司收入预测来自 wind 一致预期, 万兴科技收入预测来自本文最新预测。

风险提示: 汇率波动影响, 国内外消费级软件疲软, AI 产品研发推广不及预期。

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,440	1,533	1,758	1,969	2,138
其中：营业收入	1,440	1,533	1,758	1,969	2,138
减：营业成本	98	141	148	167	182
减：税金及附加	6	5	6	6	7
主营业务利润	1,336	1,387	1,604	1,796	1,949
减：销售费用	849	875	846	911	941
减：管理费用	164	224	256	284	313
减：研发费用	442	432	484	563	655
减：财务费用	-21	4	-7	-9	-12
经营性利润	-98	-148	25	47	52
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	0	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-59	0	0	0	0
加：投资收益及其他	5	60	66	74	83
营业利润	-153	-88	91	121	135
加：营业外净收入	-1	-2	0	0	0
利润总额	-154	-90	91	121	135
减：所得税	3	3	1	1	1
净利润	-157	-93	90	120	134
少数股东损益	6	-2	30	20	20
归属于母公司所有者的净利润	-163	-91	60	100	114

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。