

消费升级拉动业务增长，产品 SaaS 化和智能家居业务打开新成长空间

首次覆盖报告

◆ A 股消费类软件稀缺标的，产品 SaaS 化将带来新亮点

公司从桌面多媒体软件提供商发展成为物联网产品与服务提供商，产品包括多媒体类、跨端数据管理类和数字文档类消费软件。公司是 A 股消费类软件稀缺标的，技术和研发能力突出。万兴科技通过搜索引擎付费广告、搜索引擎优化等营销方式提供产品和服务。公司的 C 端消费类软件业务可类比海外 Adobe，产品 SaaS 化将带来新亮点。

◆ 终端智能化成大势所趋，消费升级带动业务增长

终端智能化拉动用户对多媒体内容创作、分享、播放的需求，用户对消费类软件的需求也随之提升。随着用户对软件性能需求的提升，公司迎来消费升级发展机遇，产品有望实现量价齐升。目前公司主要营销网站访问量目前已跻身世界前列，将积极推动产品由海外向国内渗透。

◆ 智能家居蓝海市场开启，IPO 募投项目达产将进一步打开成长空间

国内智能家居目前处于蓝海市场，公司抓住软硬件结合的机遇，积极布局物联网家居安全行业。通过积极推行团队精英化战略，推进斑马猫智能家居业务快速发展。本次 IPO 募集资金总额 3.44 亿元，主要进行万兴通用消费类软件产品研发及技术改造、数据运营中心建设和补充营运资金。公司的研发能力和自主创新能力将大幅提高，市占率有望进一步提升。

◆ 投资建议

公司是 A 股消费类软件稀缺标的，消费升级带动公司产品量价齐升。产品 SaaS 化和智能家居业务将给公司带来新亮点。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.86、1.14 和 1.47 元。首次覆盖，予以“推荐”评级。

◆ 催化剂：SaaS 转型进程加快，智能家居业务放量

◆ **风险提示：**业务进展不达预期、业绩不达预期、技术更新和产品迭代风险、汇兑损失风险

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	263	368	469	618	802
增长率(%)	16.3	40.1	27.3	31.8	29.8
净利润(百万元)	49.9	63	69	91	117
增长率(%)	5.3	27.2	8.0	32.6	29.0
毛利率(%)	98.0	97.5	97.1	96.8	96.8
净利率(%)	19.0	17.2	14.6	14.7	14.6
ROE(%)	24.5	22.1	20.6	11.7	13.6
EPS(摊薄/元)	0.62	0.79	0.86	1.14	1.47
P/E(倍)	71.29	56.0	51.9	39.1	30.3
P/B(倍)	17.72	14.8	11.7	5.0	4.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

田杰华 (执业证书编号：S0280517050001)
tianjehua@xsdzq.cn

联系人

谌普江
chenpujiang@xsdzq.cn

胡文超

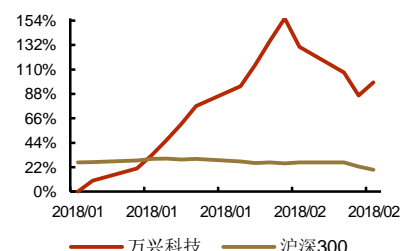
huwenchao@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.02.07

收盘价(元)：47.3
总股本(亿股)：0.8
总市值(亿元)：37.84
近 3 月换手率：219.46%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	187.93	185.89	165.45
绝对	185.8	185.8	185.8

相关研报

投资要件

关键假设

1. 搜索引擎优化、搜索引擎付费广告等网络营销模式能够保持较好的营销效果，持续为公司提供用户增长动力；
2. 受益于消费升级，公司产品的价格和销量持续提升，消费类软件产品的市场份额不断提升；
3. 新技术带来的变革对公司产品的冲击影响程度有限。

我们区别于市场的观点

1. 一些人认为未来手机增速放缓，智能终端应用软件会随之放缓。我们认为受益于消费升级，用户对于多媒体的娱乐化需求提升，消费类软件下游的需求仍能保持快速增长；
2. 一些人认为公司产品 SaaS 化将面临着很大的挑战，但我们认为公司具备持续创新能力和用户黏性，产品 SaaS 化有望给公司带来业绩弹性；
3. 一些人认为智能家居和公司的消费类软件协同性不佳，但是我们认为软件是用户与智能家居产品交互的基础，也是公司的优势所在。公司能够利用消费类软件方面的技术积累更好地开拓智能家居市场。

股价上涨的催化因素

1. SaaS 转型进程加快；
2. 智能家居业务放量。

估值和目标价格

预计公司2017-2019 年EPS 分别为0.86、1.14 和1.47 元。首次覆盖，予以“推荐”评级。

投资风险

业务进展不达预期、业绩不达预期、技术更新和产品迭代风险、汇兑损失风险

目 录

1、 A 股消费类软件稀缺标的，产品 SaaS 化带来新亮点.....	4
1.1、 从桌面多媒体软件提供商到物联网产品与服务提供商，公司产品更加多元化.....	4
1.2、 公司是 A 股消费类软件稀缺标的，成功利用 Google 等渠道进行网络营销.....	8
1.3、 公司的 C 端消费类软件业务可类比海外 Adobe，有望实现产品 SaaS 化.....	10
2、 终端智能化成大势所趋，消费升级带动业务增长.....	12
2.1、 终端智能化成大势所趋，市场需求持续提升.....	12
2.2、 受益于消费升级，消费类软件产品量价齐升.....	13
2.3、 公司主网站跻身世界前列，产品由海外向国内渗透.....	15
3、 智能家居蓝海市场开启，IPO 募投项目达产将进一步打开成长空间.....	16
3.1、 智能家居蓝海市场开启，软硬件结合成为产业发展方向	16
3.2、 公司推行团队精英化战略，搭建首家企业自建物联网测试实验室.....	17
3.3、 IPO 募投建设项目，公司业务拓展加速.....	18
4、 盈利预测与估值.....	19
附：财务预测摘要.....	20
图表目录.....	21

1、A 股消费类软件稀缺标的，产品 SaaS 化带来新亮点

1.1、从桌面多媒体软件提供商到物联网产品与服务提供商,公司产品更加多元化

加多元化

公司是一家主要从事消费类软件研发、销售及提供相应技术支持服务的国家级高新技术企业。从成立到 2006 年，公司开发了第一款将数码照片简单编辑并刻录成 DVD 软件——数码故事，之后开发的多款多媒体软件获得了市场的认可；2007-2009 年，公司抓住苹果公司 Mac 机市场份额大幅提升的机遇，为消费者提供可应用于 Windows 和 macOS 两个平台的消费类软件产品。

随着移动智能终端的发展，公司从 2010 年起开始探索、开发移动智能终端设备类的应用软件。公司推出了跨端数据管理系列软件，可以通过桌面电脑操作对 iOS 和 Android 等移动智能终端实现数据管理、迁移、恢复、擦除等；2016 年至今，公司积极研发基于社交化分享的多媒体编辑、创作软件，并密切关注人工智能与物联网技术与市场的发展，采取软硬结合的方式探索物联网家居安全发展机会。

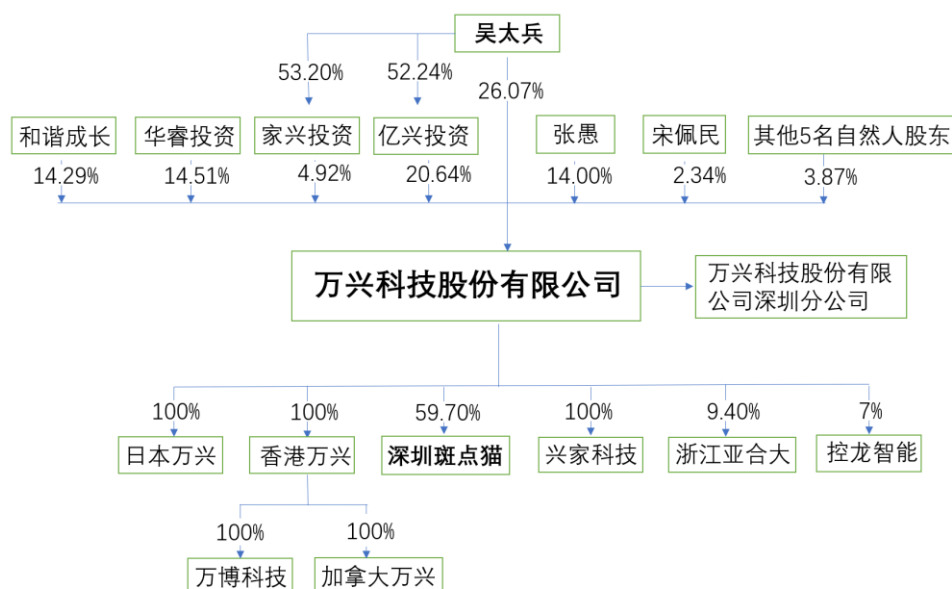
图表1： 公司发展历程



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司股权比例较为集中。公司实际控制人为吴太兵，吴太兵通过家兴投资、亿兴投资，累计持有公司股权比例(IPO 前)为 39.47%。本次发行前，华睿投资、和谐成长分别持有公司 14.51%和 14.29%的股权。

图表2： 公司股权结构(IPO 前)



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司的产品以消费类软件为主，主要围绕个人、家庭消费者应用而设计，包括多媒体类、跨端数据管理类和数字文档类三大类。公司产品可广泛应用于个人电脑、平板电脑、智能手机等不同应用终端，适用 Windows、macOS、iOS、Android 等主要操作系统。

图表3： 公司主要产品介绍

主营业务	细分市场	代表产品	应用终端
消费类软件	多媒体	媒体编辑  媒体管理 	  
	跨端数据管理	数据恢复  跨端传输  数据擦除 	 
	数字文档	文档编辑  文档转换 	

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

多媒体产品主要是协助用户通过智能手机、平板电脑等移动智能设备生成照片、视频，对基于多种来源的照片、视频等元素进行编辑、制作，并进行传播和分享。公司多媒体类软件产品主要包括：视频编辑软件（Filmora）、万能影音转换软件（Video Converter）、DVD 刻录软件（DVD Creator）、视频编辑移动应用软件（FilmoraGo）等。Filmora 是公司 2016 年、2017 年上半年销售额第一的产品，该款产品成功与 YouTube 视频红人进行深度合作，2016 年相关的广告在 YouTube 上播放次数突破 1,000 万次，2017 年 1-6 月已突破 3,600 万次，公司网站的访客数及 Filmora 销量大幅增长。

图表4： 公司多媒体产品介绍

产品	功能	用户群体
 Filmora	为家庭用户提供动画特效、精美图片的个性化视频编辑、分享工具软件	有拍摄照片和视频习惯，并乐于编辑制作短片并分享的非专业用户
 Video Converter	以音视频格式转换为核心，兼具 DVD 刻录、网络视频缓存、视频剪辑等功能	需要将音视频转换到移动设备、游戏主机、Apple TV 机顶盒等用户
 DVD Creator	为音视频爱好者提供的易用型影音刻录工具，支持将音视频、动画整合并制作成各种格式的 DVD	有视频刻录需求的非专业音频爱好者
 FilmoraGo	随时随地提供视频、照片自由组合、个性主题及背景音乐编辑和分享、特效制作等多种功能，并通过互联网分享	有拍摄照片及视频习惯，并有编辑、制作个性化短片的智能终端用户

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司跨端数据管理类软件产品主要包括：数据恢复软件（Data Recovery）、移动端数据恢复、备份、传输软件（Dr.Fone）、一键转机软件（MobileTrans）、移动设备管理软件（TunesGo）等。

图表5： 公司跨端数据管理类软件产品介绍

产品	功能	用户群体
 Data Recovery	为用户找回因人为误操作、系统崩溃等原因删除、丢失的照片和文档等数据	意外丢失数据的个人电脑或者相机等移动设备用户
 Dr.Fone	恢复移动设备中的照片、联系人、短信和文档等数据	ios 或者 Andriod 移动设备数据丢失或者设备损坏的用户
 MobileTrans	将旧手机个人数据安全、完整地转移到新手机	更换移动智能设备用户
 TunesGo	运行在桌面端支持 ios 设备数据管理的软件，特色在于备份、恢复和管理 iTunes 数据库	iphone、ipad 等移动智能设备用户

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司的数字文档类软件产品主要为用户打造高兼容性文档处理工具，协助用户简单快速地创建、编辑、转换、阅读多种格式的数字文档。公司数字文档类软件产品主要包括：PDF 编辑器（PDFelement）、PDF 转换工具（PDF Converter）等。

根据 TopTenREVIEWS21 的最新统计显示，Video Converter 在 2017 年度最佳音视频转换器评测中排名第一，Dr.Fone 在 2017 年最佳手机数据恢复软件评测中排名第三，DVD Creator 在 2017 年度最佳 DVD 转换器评测中排名第三。而 PDFelement 在 2017 年度最佳 PDF 转换软件评测中排名第六，Filmora 在 2017 年度最佳视频编辑软件评测中排名第八。

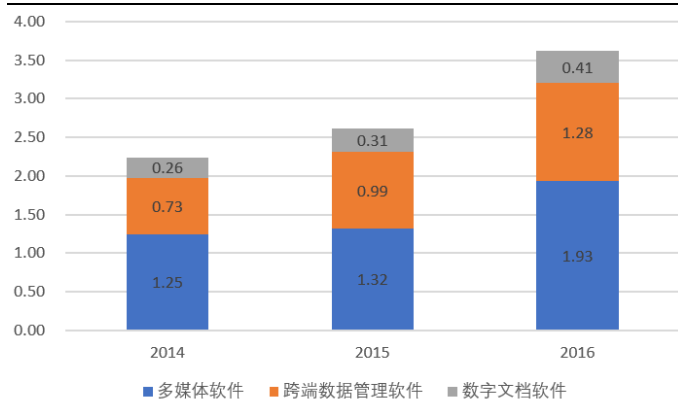
图表6： PDFelement 产品介绍



资料来源：苹果官网，新时代证券研究所

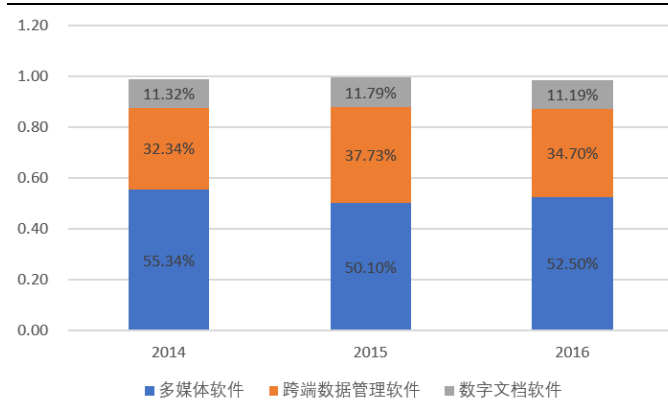
近年来，公司的业务结构稳定，各项业务快速增长。公司 2016 年多媒体、跨端数据管理软件和数字文档软件的收入分别为 1.93 亿、1.28 亿和 0.41 亿元，同比增长 46.2%、29.3%和 32.3%。多媒体、跨端数据管理软件和数字文档软件的收入占总收入的比例分别为 52.50%、34.70%和 11.19%。

图表7： 公司主营业务收入(亿元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图表8： 公司主营业务收入占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、公司是 A 股消费类软件稀缺标的，成功利用 Google 等渠道进行

网络营销

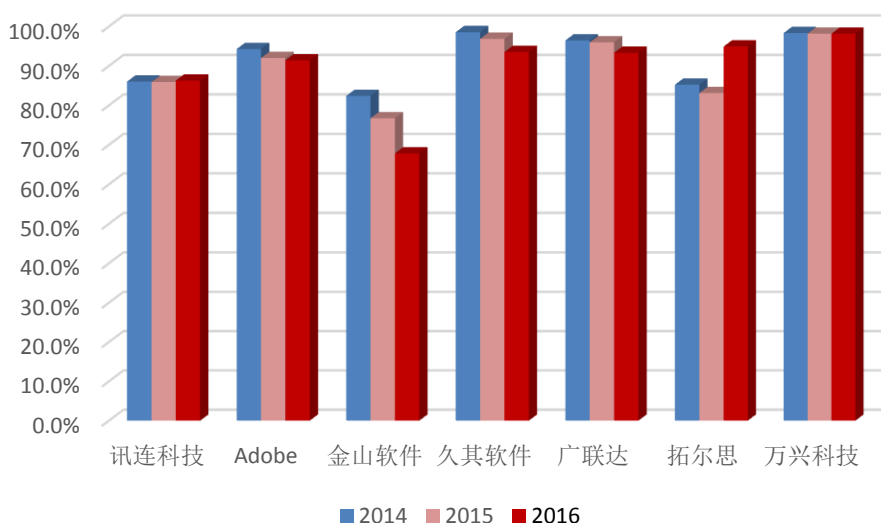
公司是 A 股消费类软件稀缺标的，技术和研发优势突出。目前的主要客户群体位于欧美、日本等发达地区，主要竞争对手来自于欧美、日本等发达地区的软件公司。与海外公司相比，除了人力成本优势之外，技术团队实力较强。技术研发人员占公司员工总数 55%以上，持续为消费类软件提供相应技术服务。截至目前，公司拥有 72 项计算机软件著作权和 108 项专利，在知识产权方面为公司的发展提供了强有力的保障。公司的研发费用占营业收入比重均在 20%左右，核心竞争力得到不断地巩固。

图表9： 公司研发投入

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015
研发收入	4,123.55	7,513.76	5,591.82
营业收入	21,941.97	36,817.71	26,282.38
研发按费用占营业收入比例	18.79%	20.41%	21.28

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

与同行相比，万兴科技产品的毛利率较高。公司主要以终端 2C 业务为主，软件产品数量类别多，单价低，依托第三方平台面向全球市场，公司产品具备竞争力优势。另一方面，由于终端用户无需通过光盘等存储介质及实体店渠道获取软件产品，无需专业技术人员提供现场安装指导，公司的销售成本较低。

图表10： 公司毛利率和同行比较

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

除了产品技术研发之外，营销渠道也是业务增长的主要驱动力之一。公司产品以自建的电子商务平台为核心，通过综合利用搜索引擎优化、搜索引擎付费广告等网络营销模式，向全球消费者提供消费类软件产品和服务。

公司通过 Google 等搜索引擎以竞价排名的方式投放关键词广告，如果用户搜索点击该关键词相关付费广告，公司将根据出价情况和点击次数向 Google 等搜索引擎服务商支付广告费用；另外公司根据搜索引擎的搜索排名进行页面优化，让更多用户发现并访问网站，从而扩大流量来源，这种方式无需向 Google 等搜索引擎服务商支付费用。

图表11： 公司线上营销的主要方式

分类	推广方式	主要供应商名称
搜索引擎	1.搜索引擎付费广告：一种通过在 Google 等搜索引擎投放关键字广告的付费网络推广方式。广告可以选择包括文字、图片及视频广告在内的多种形式，基于每次有效点击付费。	Google Bing Yahoo
	2.搜索引擎优化：一种利用搜索引擎的搜索规则提高网站在有关搜索引擎内排名得到方式，无需就搜索排名向 Google 等搜索引擎支付费用。	

分类	推广方式	主要供应商名称
第三方软件推广平台	通过其线上推广渠道向最终客户展示发行人的软件产品，并将潜在客户通过点击链接引流至发行人自营平台完成产品购买。	Commission Junction Linkconnector Linkshare Shareasale
其他营销推广方式	1. 社交媒体营销：发行人在社交媒体网络上发布内容（图文、视频等），或者利用社交媒体互联网上的意见领袖、网络红人以及消费者发表的产品评论、博客、论坛、社交网络里的个人档案以及用户创作的视频文件等做营销推广的营销方式。 2. 下载站点营销：发行人与国际上较大型的下载网站合作，在其网站内投放广告，利用其网站的流量，达到向目标用户推广公司产品之目的。 3. 邮件营销：发行人通过电子邮件的方式向目标用户传递信息的一种网络营销手段。	-

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

万兴科技通过搜索引擎付费广告、搜索引擎优化等营销方式进行网站运营推广，持续提升网站流量，为未来业务的持续增长奠定基础。公司于 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年 1-6 月逐年加大在 Google、Bing、Yahoo 等国外主要搜索引擎商付费广告的投入力度，广告宣传费分别为 7,421.98 万元、9,675.34 万元、13,849.67 万元、7,732.21 万元，网络营销方式的丰富提高了公司产品知名度。2017 年 11 月 29 日，万兴科技主网站 wondershare.com 凭借着全球 SEO 年度流量 123% 的增长率荣获“第 7 届中国 SEO 排行榜”第一名。

1.3、公司的 C 端消费类软件业务可类比海外 Adobe，有望实现产品 SaaS 化

目前消费类软件产业的盈利模式主要有 License 模式、SaaS 模式和 Advertising 模式。License 模式是目前主流的盈利模式。用户“完全拥有”软件产品，购买方式简单，比较适合普通软件消费者；广告模式是向用户免费提供软件产品服务，带来流量的增加，进而获得广告收入等；SaaS 模式下，用户根据自己的需要，到服务器上租用不同的功能模块，价格相对便宜。近年来微软、Adobe 等厂商已向市场推出 SaaS 服务。

从客户角度来看，SaaS 模式对于小微企业、中大型企业，都有可能带来超越传统软件服务模式的价值。对于 SaaS 服务厂商而言，由于客户首次使用成本的降低，可以开拓之前无力承担巨额费用的长尾客户。收费模式从过去的一次性收费变为订阅模式，客户的现金流状况将得到明显的改善，客户可以根据自己的实际需求（功能、时间等）来决定如何采购 SaaS 服务。

图表12：消费类软件的盈利模式对比

分类	盈利模式	特点
License（注册码）模式	厂商向用户出售安装“许可证”，授权用户安装和拥有软件	License 比较适合普通软件消费者。
Advertising（广告）模式	通过向用户免费提供软件产品服务，带来流量的增加，进而获得广告收入	大量的植入性广告会影响用户体

		验
SaaS（软件即服务）模式	根据使用量、使用范围、使用时间向软件公司支付费用	价格便宜

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司的 C 端消费类软件业务可以与海外 Adobe 进行类比。比较公司和 Adobe 公司的产品，我们可以发现两者的产品都是面向 C 端用户。Adobe 主要是面向大企业和高端用户，而万兴科技的产品用户主要是非专业消费者。两家公司的收入结构都是以消费类软件为主，例如视频编辑软件、影音转换软件和 PDF 编辑器产品，并且产品都是以在线销售的模式进行，值得指出的是 Adobe 推出了 Creative Cloud 云服务产品。

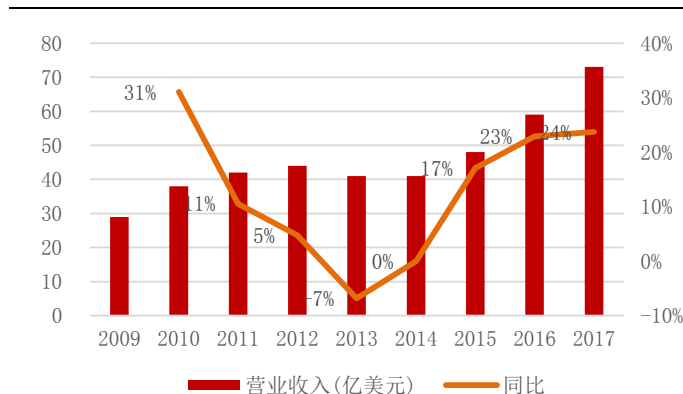
图表13： 公司与 Adobe 比较

		Adobe	万兴科技
产品	视频编辑软件	Premiere	Filmora/FilmoraGo
	影音转换软件	Media Encoder	Video Converter
	PDF 编辑器	PDF Acrobat	PDFelement
毛利率(2017H1)		90.97%	97.50%
面向群体		大企业和高端用户	非专业消费者
是否在线销售		是	是
云服务产品		Creative Cloud	/

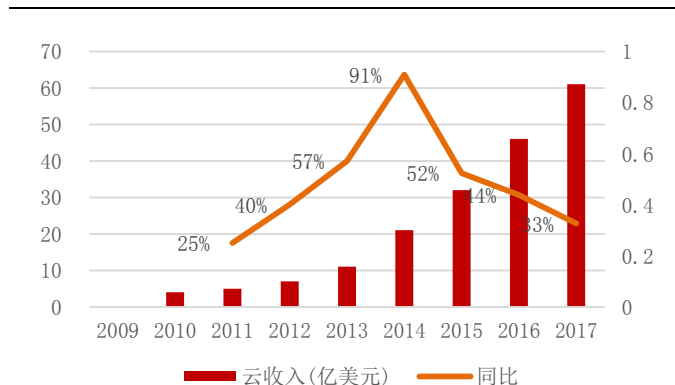
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

Adobe 成为软件模式向 SaaS 模式转型经典案例之一。Adobe 最开始做 Postscript 平台软件起步，随着业务不断发展，产品侧重于文档和图形应用软件，推出消费类软件 Illustrator, Photoshop, Acrobat 等。在扩充产品线过程中，2002 年公司推出 Creative Suite 套装软件。但 2013 年公司战略性停止了 Creative Suite 套装软件的销售，产品开始全面实现 SaaS 化。随着 Adobe 的软件业务开始转型云服务，公司的业务收入呈现高速增长。Adobe 产品 SaaS 化之后业绩增长迅猛，2013 年以来公司的主营业务收入迎来拐点。通过推出 Creative Cloud，Adobe 实现产品 SaaS 化，进一步地打开了成长空间。

图表14： Adobe 主营业务收入(亿美元)



图表15： Adobe 云业务收入占比(亿美元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为万兴科技已在消费类软件市场积累了丰富的经验，产品定位准确，有望类比海外 Adobe 实现部分产品 SaaS 化。从 Adobe 公司从软件模式向 SaaS 转变带来业绩快速增长，给我们带来的启示是：①软件公司需要在某个行业具有垄断地位；②下游规模大，用户黏性好；③软件公司具备持续的创新力。万兴科技目前产品种类众多，在某些细分领域具有一定的技术沉淀。公司通过提升 SaaS 销售模式的销售总量，从而降低公司消费类软件产品的使用门槛，吸引更多的用户体验并长期使用公司产品，扩大市场占有率，促进公司销售收入持续增长。

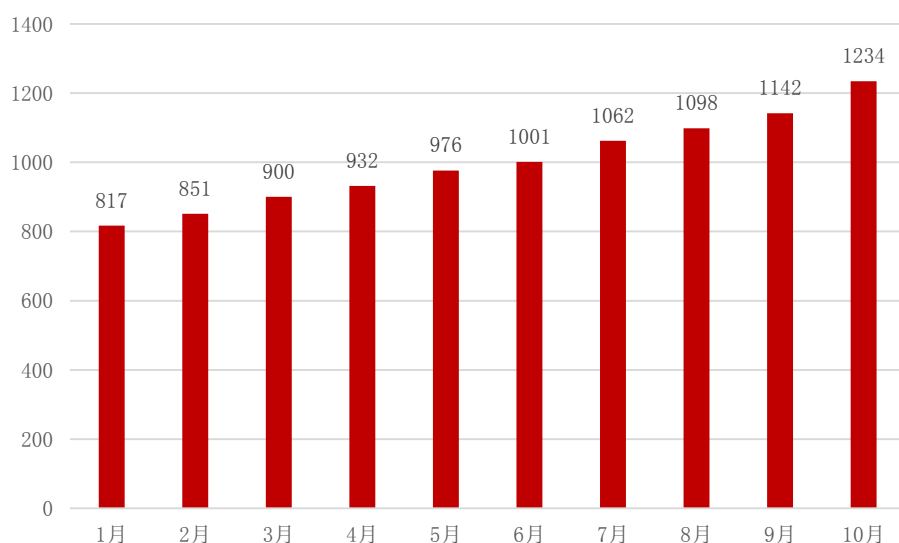
2、终端智能化成大势所趋，消费升级带动业务增长

2.1、终端智能化成大势所趋，市场需求持续提升

智能终端市场的快速发展带动消费类软件需求，智能手机更换频繁。近年，智能硬件产品蓬勃发展，市场保有量迅速增长，IDC 的市场调查数据显示 2016 年全球个人电脑出货量达 2.582 亿台，智能手机出货量超过 14.5 亿台，平板电脑出货量达 1.748 亿台；预计 2020 年个人电脑出货量将达 2.5 亿台，智能手机达 18.4 亿台，平板电脑达 2.15 亿台。移动智能设备尤其是智能手机更新换代频繁，欧美等主要发达国家的消费者基本上 1-2 年就会更换一部手机。

全球移动 App 应用市场销售收入保持快速增长。根据市场研究公司 App Annie 数据显示，全球移动 App 应用市场的规模 2015 年约 700 亿美元，2016 年度全球应用市场下载量超过 900 亿次，比 2015 年增长 15%，销售收入近 890 亿美元，同比增长 27%。全球消费者移动 App 运用使用时长近 9,000 亿小时，同比增长 20%。预测 2020 年全球移动 App 应用市场销售收入将达 1,890 亿美元，五年内将以 22% 的年复合增长率保持快速增长。

图表16： 全球主流应用商店移动应用累计数量(万)



资料来源：CNMISC，新时代证券研究所

终端智能化带动用户对多媒体软件提出了更多的要求。随着数码相机、以及自带摄像头的移动智能设备等数码影像设备的快速普及，多媒体内容的生成、创作人群范围迅速扩大，多媒体内容呈几何级数快速增长。多媒体内容源的多样化直接导致多媒体格式的多样化，形成大量多媒体格式转换与兼容的需求。根据 comScore 公司的报告，在 2016 年 6 月，约有 1.78 亿美国互联网用户观看网络视频，平均每个用户观看视频的时长为 16.8 小时。到 2018 年，美国将有 2.125 亿数字视频用户，占据美国人口总数的一半。

消费类软件必将成为新一轮竞争优势切入口。消费类软件可应用于个人电脑、平板电脑、移动智能手机等各类终端，应用范围广、市场需求量大。虽然单个产品定价不高，但由于市场需求量大，总销售金额与利润非常可观。万兴科技的产品更加满足用户个性需求，在如何更少的占用系统资源、使操作简便、人机界面亲和等方面具有巨大优势。

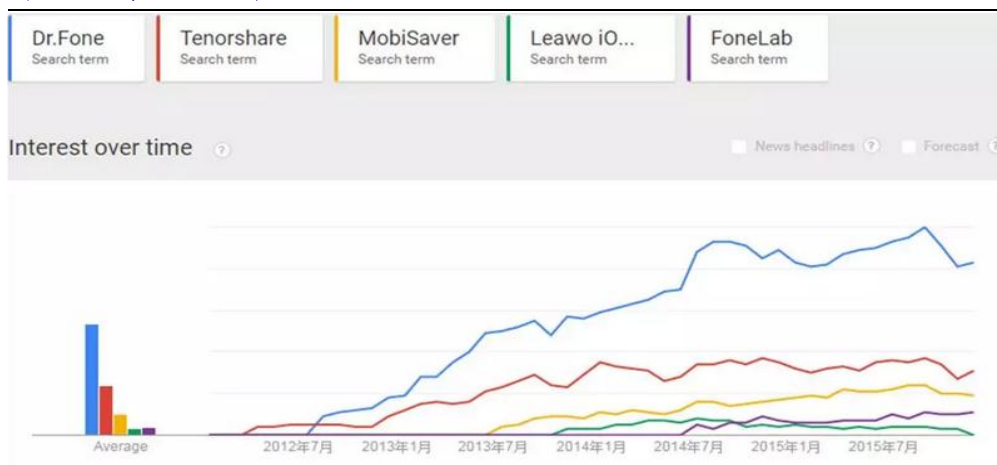
2.2、受益于消费升级，消费类软件产品量价齐升

从公司产品的销量和单价来看，消费类的三大主力产品整体呈现出“量价齐升”的趋势，主要是由于消费升级提高了对消费软件性能和需求的提升。

Filmora 定位于入门级视频编辑软件，主要面向家庭用户、自媒体作者和视频爱好者，用户量达 5000 多万，跻身消费级编辑软件前十。Filmora 的价格由 2014 年的 172.23 元上涨到 2017H1 的 312.56 元，涨幅 81%，产品销量也呈现快速增长。

Dr.Fone 数据恢复功能软件在细分领域市占率第一。Dr.Fone 先后推出了数据传输、备份、擦除等功能，占该细分领域 50% 以上的市场份额。Dr.Fone 价格由 2014 年的 304.82 元上涨到 2017H1 的 346.88 元，涨幅 13.8%，数据恢复产品处于快速成长期。

图表17： 产品流量排名



资料来源：万兴科技微信公众号，新时代证券研究所

PDFelement 永久授权提供一体化解决方案，有超过 50 万家企业用户。目前 PDFelement 产品已经具备 Adobe Acrobat 85% 以上的功能，但是价格只有 Adobe

Acrobat 的 1/10 左右。PDFelement 价格由 2014 年的 307.92 元上涨到 2017H1 的 383.41 元，涨幅 24.5%，产品销量增幅明显。

图表18： 公司消费类软件产品量价齐升

产品	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
一、多媒体类								
Video Converter	8.64	238.03	19.34	311.53	20.75	245.18	19.81	269.14
DVD Creator	3.36	259.84	8.06	230.60	7.85	191.79	6.40	204.19
Filmora	21.94	312.56	32.17	269.39	18.88	184.59	9.16	172.23
Fantashow	1.56	294.99	3.77	274.85	3.84	207.97	3.42	232.94
DRM Converter	0.21	204.81	0.64	164.17	0.98	173.66	1.60	187.41
AllMyMusic	1.97	212.86	4.18	154.28	2.98	119.49	2.85	131.12
其它	3.24	209.54	8.32	119.34	11.99	147.24	31.67	88.96
多媒体类小计	40.92	297.31	76.48	252.73	67.27	195.75	74.93	166.94
二、跨端数据管理类								
Dr.Fone	8.22	346.88	14.96	355.04	12.95	323.84	9.94	304.82
Data Recovery	4.49	355.84	9.01	336.97	8.81	253.69	5.53	274.97
System Maintenance Suite	0.23	168.30	0.53	307.62	0.56	293.30	0.93	282.25
TunesGo	3.89	299.06	8.39	264.28	6.95	194.09	4.62	173.69
MobileTrans	3.26	220.98	7.86	161.33	8.35	169.00	7.33	151.68
MobileGo	1.24	176.88	3.04	153.74	2.10	155.26	2.61	158.04
其它	1.57	184.32	2.72	114.32	1.85	128.86	1.43	119.18
跨端数据管理类小计	22.90	300.45	46.51	274.65	41.57	238.57	32.39	225.69
三、数字文档类								
PDFelement	5.89	383.41	10.02	370.88	8.18	284.88	4.76	307.92
PDF Converter	1.43	138.71	1.95	207.61	2.76	219.14	3.73	224.97
其它	-	-	-	-	0.70	232.06	1.44	176.49
数字文档类小计	7.32	335.61	11.97	344.28	11.64	266.12	9.93	257.70
合 计	71.14	302.26	134.96	268.41	120.48	217.33	117.25	190.86

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

公司月访问用户获取成本呈逐步下降的趋势主要原因系搜索引擎优化带来的访问量占总的访问量比例不断提升，从 2014 年的 39.85% 提升至 2017 年上半年的 51.38%。相对于搜索引擎付费广告，搜索引擎优化的引流成本很低，带动公司整体访问用户获取成本降低。

图表19： 月访问用户获取成本呈逐步下降趋势



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

2.3、公司主网站跻身世界前列，产品由海外向国内渗透

受益于公司精准的网络营销策略以及对 Google 等主流搜索引擎的广告投入逐步加大，公司主要营销网站的访问量持续增长。经过 10 余年的发展，公司已在全球 200 多个国家和地区拓展了百万级别的付费用户。2016 年，公司主要电子商务平台的年度访问量达到 26,413.04 万人次，年度产品累计下载量达到 6,271.87 万次；2017 年 1-6 月，公司主要电子商务平台的累计访问量达到 17,312.93 万人次，产品累计下载量达到 4,180.48 万次。数量庞大的网站访问量和用户群体是公司目前各项业务扩张的基础，有助于公司了解用户需求，不断提升产品质量和技术水平。

图表20： 公司主网站 wondershare.com 的 Alexa 排名走势



资料来源：Alexa.cn，新时代证券研究所

公司搜索词库量丰富，庞大付费客户量带动新业务扩张。受益于公司精准的网络营销策略、专业网络营销团队的策划分析以及对 Google 等主流搜索引擎的广告投入逐步加大，公司主要营销网站的访问量持续增长。经过多年运营，公司关键词

词库数量已接近 250 万个，培育了数百万的付费用户群体。数量庞大的网站访问量和用户群体是公司目前各项业务扩张的基础，公司不断提升产品质量和技术水平。

公司目前主要客户集中于欧、美、日等发达国家，国内消费类软件产品付费占比较小。消费类软件在全球拥有各种智能设备的大众用户中存在广泛的需求，由于欧、美、日等发达国家版权保护严格、法律机制相对更健全和完善，个人消费能力强，消费者大多习惯付费购买所需的软件产品，因此，消费类软件产品直接付费市场主要集中在欧、美、日等发达国家。国内及其他发展中国家个人消费者尚未形成购买软件的习惯，直接为消费类软件产品付费的占比较小。

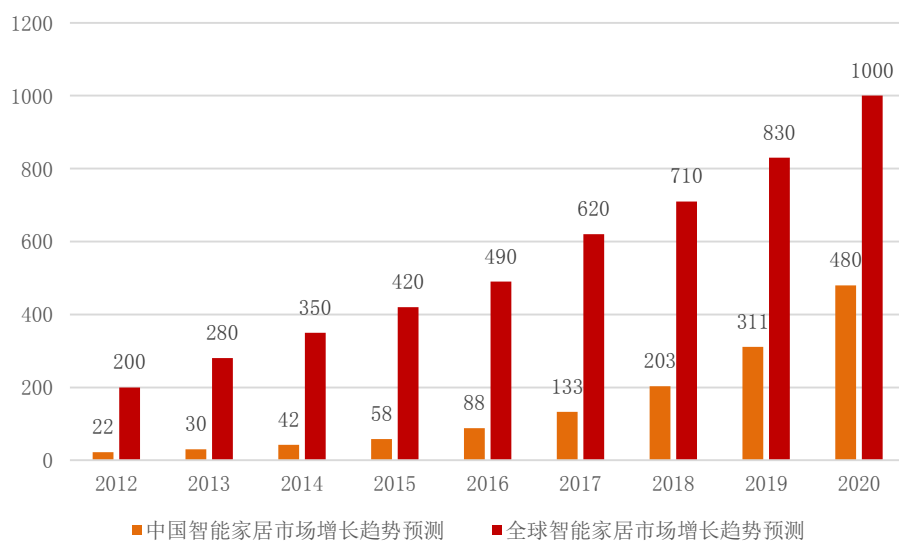
公司产品由海外向国内渗透，积极完善销售渠道。公司积极推行“深入建设发达国家市场，全面推进新兴市场”的全球化营销策略，把国内市场最为新兴市场之一重点发展，不断推出富有竞争力的创新型产品，未来将逐步整合全网营销渠道，最大化各营销渠道的收益，将对公司的业绩产生重大推动作用。

3、智能家居蓝海市场开启，IPO 募投项目达产将进一步打开成长空间

3.1、智能家居蓝海市场开启，软硬件结合成为产业发展方向

国内智能家居成为蓝海市场，公司加大研发投入抢占市场份额。国际管理咨询公司科尔尼此前发布报告预计，到 2020 年，全球智能家居的整体规模将由 2016 年的 100 多亿美元增长至 500 亿美元，并有望在 2030 年激增至 4000 亿美元。到 2030 年，亚洲市场销售额将超过 1150 亿美元，占据全球市场 25% 以上的份额，中国或将在 2020 年前就成为亚洲最大的智能家居市场。

图表21： 智能家居增长趋势预测(亿美元)



资料来源：千家网，Juniper，新时代证券研究所

随着智能终端的兴起，需要连接的智能硬件也越来越多，未来需要构建完善的

智能硬件的生态链，软硬件结合的方式是产业发展方向。iOS 和 Android 创新加上 APP 改变了手机生态链，接下来更多的硬件产品，例如家居产品，汽车需要进行创新。通过软硬件进行最佳结合，产品的品牌优势和成本优势得以体现。

图表22： 软硬件结合成为产业发展方向

公司	产品	结合方式
谷歌	Google Home 智能音箱和 Pixelbook 笔记本	通过硬件
苹果	Homepod	语音交互
Evernote	Cote&Ciel 书包、Abrarus 名片夹、Adonit 电子笔、ScanSnap 扫描仪	在设备上使用，可以连接蓝牙，与软件进行互动
华为	智能云硬件平台 Atlas	硬件上云
小米	网络监控头、智能血压计	智能硬件生态链

资料来源：新时代证券研究所整理

乘着软硬件结合的机遇，公司积极布局物联网家居安全行业。作为消费类软件延展与升级的智能家居，最核心的本质是软件和系统。公司利用自身软件优势，打造智能家居行业领跑者。公司旗下物联网家居安全品牌——斑点猫凭借万兴近十年海外信息安全技术优势，于 2012 年转战国内，开启“软硬结合”战略，2017 年与中央电台签署战略战略合作协议，在“人工智能，万物互联”大时代背景下，斑点猫成为万兴科技软硬结合的重要战略布局，开始步入发展的新起点。

3.2、公司推行团队精英化战略，搭建首家企业自建物联网测试实验室

公司逐渐加大了对智能家居业务研发的资金支持，力求在智能家居市场中抢占先机。公司设立子公司深圳斑点猫从事智能家居业务，2014 年至 2017 年上半年，万兴科技智能家居业务研发及营销投入分别为达 765.60 万元、1051.22 万元、3129.36 万元和 1648.20 万元，持续的投入为公司带来了较丰富的技术及产品储备。但由于公司目前智能家居业务的产品尚处于研发试验阶段，但未来随着软硬件结合进一步渗透，子公司深圳斑点猫有望给公司带来新的业绩弹性。

图表23： 公司智能家居业务发展历程

发展历程

Brand Milestone



资料来源：深圳斑点猫官网，新时代证券研究所

公司的团队精英化战略将推进斑点猫智能家居业务快速发展。公司拥有 325 人专门从事相应产品的研发工作，占公司员工总数的 56.82%，2017 年公司员工人数增加较多的主要原因是公司为促进消费类软件业务及子公司深圳斑点猫智能家居业务快速发展，积极推行团队精英化战略，大力引进高端人才。公司采取软硬结合的方式，以智能家居为载体，进入国内市场，为国内家庭用户提供集物流网家居安全、生活、娱乐及后续增值服务的解决方案。

斑点猫物联网测试实验室，行业首家企业自建，定位高品质产品。斑点猫物联网测试实验室于 2016 年 12 月建成，是物联网行业内首家企业自建实验室。实验室基本覆盖智能家居产品的测试项目，包括射频性能、环境可靠性、机械结构、光学性能、电学性能五大类。斑点猫物联网家居安全系列产品需要通过 45 项常规参数测试，8 项安规测试，9 项气候环境适应性测试和 4 项老化测试才会放心地交给用户。通过智能家居实验室专业数据检测及使用场景模拟测试，大大缩短了产品从研发到生产上市检验反馈的过程，每项测试流程严格可控，确保产品品质无忧。

3.3、IPO 募投建设项目，公司业务拓展加速

公司本次公开发行新股募集资金总额 34,378.32 万元，主要投资项目为万兴通用消费类软件产品研发及技术改造项目、数据运营中心建设项目，以及补充营运资金。

在多媒体软件方面，公司结合移动化、云网融合趋势开发新产品，为用户打造家庭多媒体娱乐中心；公司将跨端数据管理软件进行全方位、多层次升级和创新，拓展更多的应用场景；在数字文档软件方面，将进一步扩大兼容性，打造高兼容性跨平台数字文档一体化处理平台。高效节能的云数据中心有关的技术和产品可以有效支持企业搭建自己的云计算数据中心，可以促进企业加快大数据的应用。

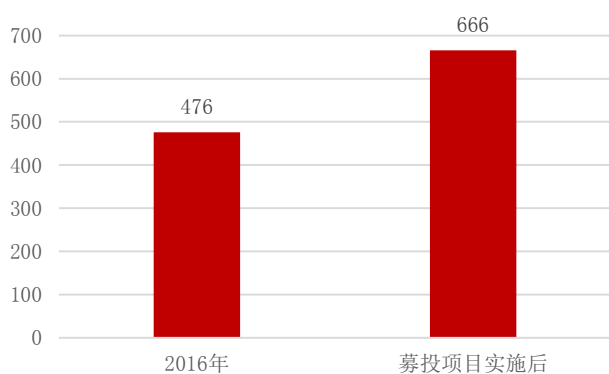
图表24： 公司 IPO 募投项目

序号	投资项目	总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	投入期	项目备案
1	万兴通用消费类软件产品研发及技术改造项目	24,894.32	24,094.32	36 个月	深南山发改备案[2017]0024 号
2	数据运营中心建设项目	4,484.00	2,984.00	24 个月	[2017 年度]柳管经备 3 号
3	补充营运资金	5,000.00	1,884.04	-	-
	合计	34,378.32	28,962.36	-	-

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

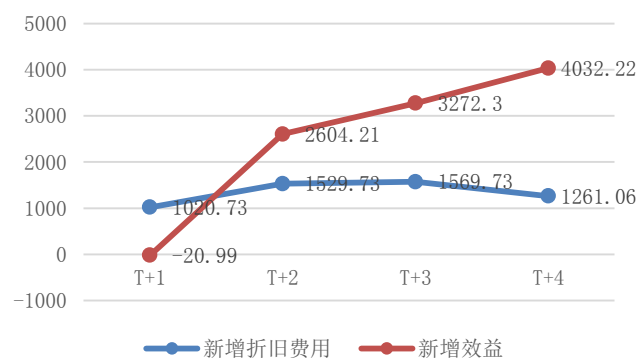
本次募投项目实施后，公司的研发能力和自主创新能力将大幅提高，产品类型和功能将更加丰富，信息软硬件系统基础架构更加完善。根据公司招股说明书披露的信息，项目实施后，公司人数增长 40%。本次募投项目达产将对公司的业绩带来弹性，公司的市场占有率有望进一步提升。

图表25： 募投项目实施后公司人数变动



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图表26： 募投项目实施后新增效益和新增折旧费用



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

4、盈利预测与估值

公司是 A 股消费类软件稀缺标的，消费升级带动公司产品量价齐升。产品 SaaS 化和智能家居业务将给公司带来新亮点。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.86、1.14 和 1.47 元。首次覆盖，予以“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	82	97	168	520	561	营业收入	263	368	469	618	802
现金	62	69	119	485	506	营业成本	5	9	14	20	26
应收账款	7	14	29	19	33	营业税金及附加	0	1	0	1	1
其他应收款	6	4	17	6	19	营业费用	123	182	226	299	389
预付账款	2	7	1	8	2	管理费用	84	126	160	213	279
存货	0	1	1	2	1	财务费用	-1	-2	-2	-8	-13
其他流动资产	5	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	150	182	171	216	258	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	10	5	7	8	投资净收益	0	0	-10	-6	-5
固定资产	144	145	140	182	222	营业利润	51	51	60	87	115
无形资产	4	19	18	18	17	营业外收入	4	7	4	2	0
其他非流动资产	2	8	9	10	10	营业外支出	1	0	0	0	1
资产总计	233	278	339	736	818	利润总额	53	57	64	88	115
流动负债	32	53	60	66	75	所得税	5	8	7	10	14
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	49	50	57	78	101
应付账款	0	2	6	4	7	少数股东损益	-1	-14	-11	-13	-16
其他流动负债	32	51	54	62	68	归属母公司净利润	50	63	69	91	117
非流动负债	2	1	2	2	2	EBITDA	59	66	71	91	115
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.79	0.86	1.14	1.47
其他非流动负债	2	1	2	2	2						
负债合计	34	54	61	68	77	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-2	-16	-28	-40	-56	成长能力					
股本	60	60	80	100	100	营业收入(%)	16.3	40.1	27.3	31.8	29.8
资本公积	26	26	26	337	337	营业利润(%)	9.1	0.9	18.0	44.1	33.0
留存收益	115	154	190	239	303	归属于母公司净利润(%)	5.3	27.2	8.0	32.6	29.0
归属母公司股东权益	201	240	305	709	798	获利能力					
负债和股东权益	233	278	339	736	818	毛利率(%)	98.0	97.5	97.1	96.8	96.8
						净利率(%)	19.0	17.2	14.6	14.7	14.6
						ROE(%)	24.5	22.1	20.6	11.7	13.6
						ROIC(%)	23.1	19.8	17.8	9.9	11.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.7	19.5	18.1	9.2	9.4
						净负债比率(%)	-31.1	(30.9)	(43.0)	(72.6)	-68.2
						流动比率	2.6	1.8	2.8	7.9	7.5
						速动比率	2.6	1.8	2.8	7.9	7.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.1	1.0
						应收账款周转率	29.9	33.9	21.6	26.0	31.1
						应付账款周转率	5.0	7.2	3.3	3.9	4.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.62	0.79	0.86	1.14	1.47
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.89	0.77	1.35	1.21
						每股净资产(最新摊薄)	2.51	3.00	3.81	8.86	9.97
						估值比率					
						P/E	71.29	56.04	51.88	39.13	30.32
						P/B	17.72	14.81	11.67	5.02	4.46
						EV/EBITDA	58.80	53.0	47.9	33.3	26.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构(IPO 前)	4
图表 3: 公司主要产品介绍	5
图表 4: 公司多媒体产品介绍	6
图表 5: 公司跨端数据管理类软件产品介绍	6
图表 6: PDFelement 产品介绍	7
图表 7: 公司主营业务收入(亿元)	8
图表 8: 公司主营业务收入占比	8
图表 9: 公司研发投入	9
图表 10: 公司毛利率和同行比较	9
图表 11: 公司线上营销的主要方式	9
图表 12: 消费类软件的盈利模式对比	10
图表 13: 公司与 Adobe 比较	11
图表 14: Adobe 主营业务收入(亿美元)	11
图表 15: Adobe 云业务收入占比(亿美元)	11
图表 16: 全球主流应用商店移动应用累计数量(万)	12
图表 17: 产品流量排名	13
图表 18: 公司消费类软件产品量价齐升	14
图表 19: 月访问用户获取成本呈逐步下降趋势	14
图表 20: 公司主网站 wondershare.com 的 Alexa 排名走势	15
图表 21: 智能家居增长趋势预测(亿美金)	16
图表 22: 软硬件结合成为产业发展方向	17
图表 23: 公司智能家居业务发展历程	17
图表 24: 公司 IPO 募投项目	19
图表 25: 募投项目实施后公司人数变动	19
图表 26: 募投项目实施后新增效益和新增折旧费用	19

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士，现任新时代证券计算机行业首席分析师。曾先后任职于交通银行股份有限公司总行软件开发中心3年、中国银河证券股份有限公司投资研究总部2年。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>