

看好公司高研发投入后的 2020 年业务扩张

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年全年实现营业收入 7 亿元, 同比增长 28.8%; 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 4.4%; 实现扣非后归母净利润为 0.6 亿元, 同比下降 3%。
- **业绩符合预期, 公司各项业务稳步推进。** 公司营收端总体来说发展较为稳定, 多媒体软件、数据管理软件、数字文档软件分别同比增长 21%、23%、77%, 其中数字文档业务增长较快主要系亿图软件并表影响。从利润端来看, 公司在毛利率微降 0.7 个百分点的情况下, 利润增速跟不上营收增速主要系管理费用增加较多 (一方面公司招了较多的研发人员, 另一方面是公司 2019 年摊销了 2000 多万元的股权激励费用) 以及研发费用增长较快 (同比增长约 60%)。
- **研发高投入, 快速迭代适应客户需求。** 截止到 2019 年底, 公司产品研发人员有 348 名, 占公司总人数的比例 46.7%, 相比 2018 年增加 82 名。同时, 公司为了迎合 C 端客户的快速需求变化而建立了研发产品的快速迭代发布机制, 产品开发周期缩短到 2-4 个月, 在 2019 年内对多款产品进行了功能的更新和完善: 1) 加大了 Filmora 产品的预渲染、动态分屏等功能, 完善 Filmora Go 的专业编辑功能; 2) 优化 Video Converter 的交互逻辑; 3) 针对 PDFelement 开发压缩、OCR、性能提升等关键技术; 4) MindMaster 实现了基于云存储的多端协同; 5) 亿图图示软件进一步丰富功能和符号资源, 推出了在线版本。
- **加速回师中国, 国内业务拓展顺利。** 公司从 2019 年开始明确了回师中国的战略, 组建专门团队负责国内市场与政企运营, 未来公司的图示软件以及 PDF 产品有望在国产化市场中实现较快增长。在营销方面, 公司拓展与淘宝店铺、分销商、电商网站等渠道的合作, 基于企业用户在功能、授权、管理等方面的需求推出各类软件的商业化版本, 快速打开国内市场, 在营收上实现 111.4% 的增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.63 元、2.2 元、2.89 元, 未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率。鉴于公司为国内消费软件领域龙头, 且旗下多媒体产品开启 SAAS 收费模式, 公司整体的现金流状况优异, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 国内市场开拓不畅; 国际市场竞争激烈; 汇兑风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	703.47	871.69	1097.16	1387.46
增长率	28.78%	23.91%	25.87%	26.46%
归属母公司净利润 (百万元)	86.26	132.69	178.77	234.80
增长率	4.35%	53.83%	34.72%	31.35%
每股收益 EPS (元)	1.06	1.63	2.20	2.89
净资产收益率 ROE	11.45%	16.42%	18.61%	20.24%
PE	77	50	37	28
PB	9.06	7.83	6.64	5.53

数据来源: Wind, 西南证券

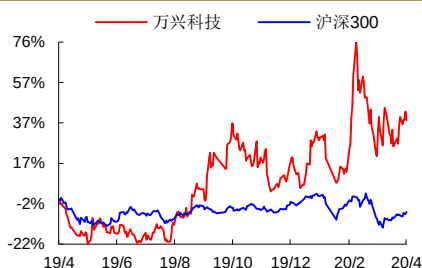
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 朱松
 执业证号: S1250519080007
 电话: 021-58352031
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
 执业证号: S1250519080008
 电话: 0755-23616646
 邮箱: lzht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通 A 股(亿股)	0.50
52 周内股价区间(元)	46.22-103.72
总市值(亿元)	66.25
总资产(亿元)	9.21
每股净资产(元)	9.43

相关研究

1. 万兴科技 (300624): 冉冉升起的消费软件龙头 (2020-02-24)

关键假设：

假设 1：多媒体软件主要包括 Filmora（国内版本为喵影工厂）、万兴优转、DVD Creator 等拳头产品。根据七麦数据和酷传网的统计，喵影工厂自 2019 年 10 月上线 4 个月下载量分别达到 968.5 万、837.4 万次，受益于国内短视频行业的高景气度，预计喵影工厂将带动多媒体业务快速增长，自从 2019 年公司开始开拓国内市场，其国内业务增速达 111.4%；

假设 2：跨端数据管理软件从历史的情况来看一直处于稳健增长的状态；

假设 3：数据文档软件由于 2019 年 5 月并表了亿图软件（2018 年全年、2019 年全年分别实现 2263、3219 万元营收），预计亿图的并表收入在 2020 年将会促使该业务快速增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2020E
多媒体软件	收入	348.31	428.42	535.53	674.76
	增速	21%	23%	25%	26%
	毛利率	97.7%	98.0%	98.0%	98.0%
跨端数据管理软件	收入	218.14	272.68	346.30	443.26
	增速	23%	25%	27%	28%
	毛利率	97.7%	98.0%	98.0%	98.0%
数字文档软件	收入	99.70	135.59	180.34	234.44
	增速	77%	36%	33%	30%
	毛利率	97.7%	98.5%	98.0%	98.0%
其他	收入	37.32	35	35	35
	毛利率	25.9%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	703.47	871.69	1,097.16	1,387.46
	增速	28.8%	23.9%	25.9%	26.5%
	毛利率	93.9%	95.3%	95.8%	96.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	703.47	871.69	1097.16	1387.46	净利润	80.18	134.03	180.57	237.18
营业成本	43.08	40.56	45.74	51.55	折旧与摊销	15.95	7.21	7.21	7.21
营业税金及附加	3.25	4.95	6.01	7.49	财务费用	-0.76	0.33	0.42	0.53
销售费用	337.17	414.05	518.96	653.49	资产减值损失	-0.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.83	296.37	362.06	450.93	经营营运资本变动	231.94	-3.12	8.83	11.52
财务费用	-0.76	0.33	0.42	0.53	其他	-203.12	-19.61	-18.95	-21.11
资产减值损失	-0.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	123.24	118.84	178.08	235.33
投资收益	18.98	20.00	20.00	20.00	资本支出	-112.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.52	0.26	0.30	0.32	其他	-66.91	-179.74	-179.70	-179.68
其他经营损益	0.00	10.00	12.00	14.00	投资活动现金流净额	-179.58	-179.74	-179.70	-179.68
营业利润	84.19	145.69	196.28	257.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.16	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	84.03	145.69	196.28	257.80	股权融资	26.58	0.00	0.00	0.00
所得税	3.86	11.66	15.70	20.62	支付股利	0.00	-17.25	-26.54	-35.75
净利润	80.18	134.03	180.57	237.18	其他	-39.48	1098.92	999.58	899.47
少数股东损益	-6.09	1.34	1.81	2.37	筹资活动现金流净额	-12.91	1081.67	973.05	863.72
归属母公司股东净利润	86.26	132.69	178.77	234.80	现金流量净额	-68.93	1020.77	971.43	919.37
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	94.70	1115.47	2086.90	3006.26	成长能力				
应收和预付款项	34.84	45.87	54.39	66.90	销售收入增长率	28.78%	23.91%	25.87%	26.46%
存货	8.59	7.44	7.12	9.07	营业利润增长率	5.59%	73.05%	34.72%	31.35%
其他流动资产	417.69	418.52	419.62	421.04	净利润增长率	11.63%	67.18%	34.72%	31.35%
长期股权投资	49.16	49.16	49.16	49.16	EBITDA 增长率	2.68%	54.19%	33.07%	30.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	141.53	135.16	128.79	122.42	毛利率	93.88%	95.35%	95.83%	96.28%
无形资产和开发支出	114.27	114.01	113.76	113.51	三费率	62.44%	81.54%	80.34%	79.64%
其他非流动资产	42.18	241.59	441.00	640.41	净利率	11.40%	15.38%	16.46%	17.09%
资产总计	902.96	2127.21	3300.74	4428.76	ROE	11.45%	16.42%	18.61%	20.24%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.88%	6.30%	5.47%	5.36%
应付和预收款项	72.39	83.75	96.79	116.18	ROIC	29.41%	-36.57%	-12.85%	-10.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.13%	17.58%	18.58%	19.14%
其他负债	130.20	1227.07	2233.52	3140.74	营运能力				
负债合计	202.60	1310.82	2330.31	3256.91	总资产周转率	0.88	0.58	0.40	0.36
股本	81.43	81.43	81.43	81.43	固定资产周转率	4.96	6.30	8.31	11.05
资本公积	360.87	360.87	360.87	360.87	应收账款周转率	40.15	42.99	40.64	41.39
留存收益	319.43	434.87	587.10	786.15	存货周转率	4.72	4.86	5.32	5.31
归属母公司股东权益	731.37	846.06	998.29	1197.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.68%	—	—	—
少数股东权益	-31.01	-29.67	-27.86	-25.49	资本结构				
股东权益合计	700.36	816.39	970.43	1171.85	资产负债率	22.44%	61.62%	70.60%	73.54%
负债和股东权益合计	902.96	2127.21	3300.74	4428.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.41	11.83	16.71	19.43
					速动比率	4.34	11.77	16.66	19.38
					股利支付率	0.00%	13.00%	14.85%	15.23%
					每股指标				
					每股收益	1.06	1.63	2.20	2.89
					每股净资产	9.00	10.41	12.28	14.73
					每股经营现金	1.52	1.46	2.19	2.90
					每股股利	0.00	0.21	0.33	0.44
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	99.38	153.23	203.90	265.54					
PE	76.80	49.92	37.06	28.21					
PB	9.06	7.83	6.64	5.53					
PS	9.42	7.60	6.04	4.77					
EV/EBITDA	61.29	31.78	18.14	9.71					
股息率	0.00%	0.26%	0.40%	0.54%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn