



万兴科技 (300624): 丰富产品线，有望形成消费类工具软件平台优势

公司收入快速增长，业绩持续向好，营收结构稳定。公司 2019 年实现营收 7.03 亿元，同比增长 28.78%，归母净利润 8626.07 万元，同比增长 4.35%。净利润增速较低主要原因是：(1) 公司员工人数增加，薪酬支出有所上涨；(2) 2019 年摊销的股权激励费用大幅增加；(3) 研发费用大幅增加。2020 年 Q1 营业收入 1.97 亿元，同比增长 14.76%，归母净利润 0.33 亿元，同比增长 25.17%。

以“宽”取胜，三大业务齐头并进，国产消费类工具软件典型公司，战略投资墨刀进一步拓宽产品线。成立至今，万兴科技始终坚持长尾型战略，独树一帜，涉足多领域。公司深谙消费类软件开发周期短、见效快的特点，通过自研和并购两种渠道搭建产品矩阵，以“宽”取胜，现已形成数字化创意、数据管理，办公效率三大主营业务，均已实现盈利，并稳步增长。内部研发的 Filmora 和 PDFelement 成为公司的核心产品，外部并购的亿图图示旗下产品成为公司产品矩阵的有效补充。近日公司宣布以千万级投资金额对在线原型设计与协同平台墨刀进行战略投资，有助于公司进一步拓展数字创意软件产品矩阵，推进其“大平台、中产品、小团队”模式的深化发展，强化公司在行业中的领先优势。

回师中国+非英语市场拓展顺利，规模扩张呈现较强现金流优势。自 2018 年宣布回师中国以来，公司实现明星产品本土化，推出喵影工厂和万兴 PDF 专家等产品，紧跟国产替代政策，积极拓展政企市场，推出各软件 Business 版本。2019 年，公司境内收入同比增长 111.45%，营收占比达到 9.61%。另外，公司加大对非英语市场投入，成立独立运营部门，建立全球 7x24 服务，拓展非英语国家市场。随着国内知识产权保护日益加强，国产替代政策和软件正版化打开政企市场。国外，英语市场是公司传统优势，目前非英语市场拓展顺利。公司坚持 SaaS 模式开发和运营多品种消费软件，营收以现收为主，现金流充裕，后续有望形成规模扩张、品牌效应和充裕现金流的良性循环。此外，国内知识产权保护机制逐渐形成，软件正版化持续推进，为公司回归中国战略提供了良好保障。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.03、1.30 和 1.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.27、1.60 和 2.11 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 48、38 和 29 倍。给予“中性”评级。

风险提示：海外市场发展存在不确定性风险；国内市场开拓不及预期的风险；行业巨头布局工具软件生态建设，后续可能对公司细分领域工具软件形成较大市场冲击；公司商业模式存在现金流持续高增长不确定性风险。

财务指标预测

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 546.25 | 703.47 | 844.18 | 1,038.34 | 1,297.92 |
| 增长率 (%) | 16.91% | 28.78% | 20.00% | 23.00% | 25.00% |
| 净利润 (百万元) | 82.67 | 86.26 | 103.35 | 129.93 | 171.55 |
| 增长率 (%) | 30.55% | 11.63% | 28.90% | 25.72% | 32.03% |
| 净资产收益率 (%) | 13.07% | 11.79% | 12.30% | 13.86% | 16.09% |
| 每股收益(元) | 1.06 | 1.08 | 1.27 | 1.60 | 2.11 |
| PE | 57.45 | 56.39 | 47.98 | 38.17 | 28.91 |
| PB | 7.81 | 6.78 | 5.90 | 5.29 | 4.65 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020 年 06 月 04 日
中性/首次
万兴科技 公司报告

公司简介：

公司是国内 A 股上市的智慧科技企业，为人们的生活与工作提供消费级软件、硬件与物联网服务，致力于让简单创意的科技无处不在。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

| | |
|-----------------|--------------|
| 52 周股价区间 (元) | 64.57-29.0 |
| 总市值 (亿元) | 76.86 |
| 流通市值 (亿元) | 47.09 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 13,006/7,967 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 5.68 |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480519050004

研究助理：陈晓博

010-66555574 chenxb_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480119070046

公司收入高速增长

公司 19 财年实现营收 7.03 亿元, 同比增长 28.78%, 归母净利润 8626.07 万元, 同比增长 4.35%, 归母扣非净利润 6277.39 万元, 同比下降 3.02%。主要原因是 (1) 公司员工人数增加, 由 2018 年末的 578 人上升为 2019 年末的 745 人, 主要为技术人员增加, 薪酬支出有所上涨; (2) 2019 年摊销的股权激励费用为 1,919.79 万元, 较上年的 351.23 万元大幅增加, (3) 研发费用大幅增加。分季度看, 本财年 Q4 实现营收 1.88 亿元, 同比增长 15.54%, 归母净利润-443.42 万元, 同比下降 143.14%, 归母扣非净利润-906.07 万元, 同比下降 252.17%。主要原因是 Q4 的研发费用高达 6772.05 万元, 占 Q4 营收的 35.95%, 去年同期研发费用为 3589.16 万元, 同比上涨 88.68%。

图 1: 公司近年营业收入及增长率 (百万元)

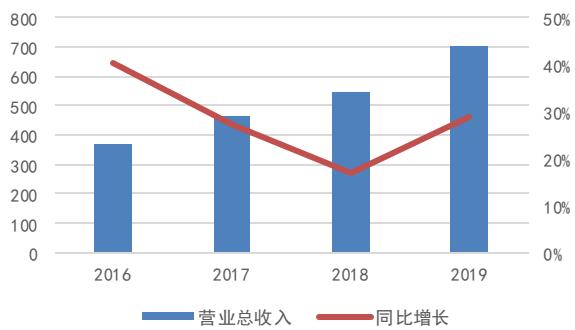
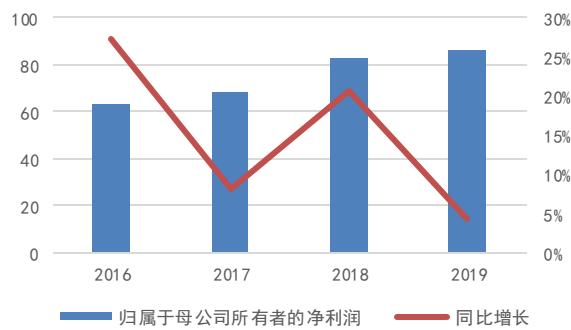


图 2: 公司近年归母净利润及增长率 (百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

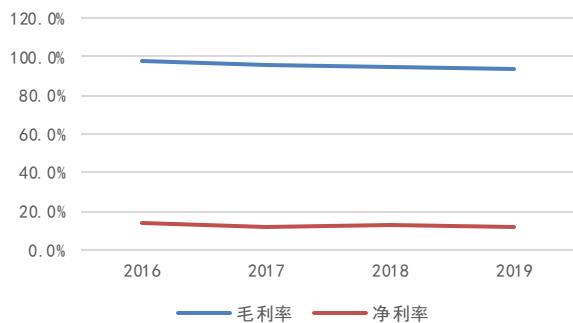
盈利和期间费用率基本稳定, 产品迭代周期短, 未来产品线有望扩张。

公司本财年毛利率为 93.88%, 同比下降 0.69pct, 净利率为 11.40%, 同比下降 1.75pct。报告期内, 期间费用占比 84.55%, 同比增加 1.40pct, 其中销售费用率为 47.93%, 同比下降 1.09pct, 管理费用率为 36.73%, 同比增加 2.44pct, 财务费用率为-0.11%, 同比增加 0.05pct, 研发费用率为 22.11%, 同比增加 4.26pct。管理费用增加主要系 2019 年摊销的股权激励费用较高, 根据公司股权激励计划, 2020 年的股权激励费用摊销额将大幅降低。2019 年, 公司增编研发人员至 301 人, 并加大研发投入, 2019 年研发费用为 1.56 亿元, 同比增长 59.56%, 占营业收入的比例为 22.11%。

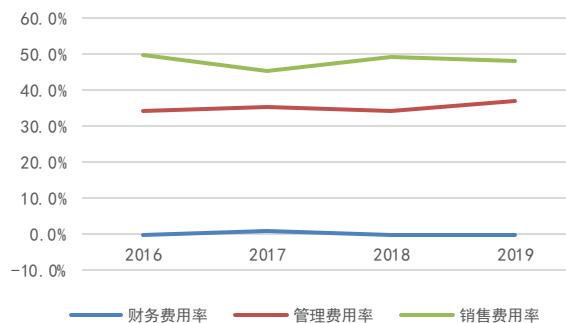
公司产品研发周期仅为 2-4 个月, 2019 年实现对旗下三大主营业务的主要产品线的更新:

- ✓ 数字创意类: Filmora 产品更新预渲染、动态分屏模板功能; 移动端发布发布 FilmoraGo V4.0 版本; Video Converter 打通 online 和 desktop, 优化交互逻辑;
- ✓ 数据管理类: Recoverit 新适配了数百个数据真实丢失场景, 促进购买转化率大幅提升, 销售收入同比实现快速增长。
- ✓ 办公效率类: 发布本土版本万兴 PDF 专家; 针对企业市场, 发布了 PE Server 3.0 版本; MindMaster 产品推出客户端、手机 app、和在线程序, 实现了基于云存储技术的多端协同。

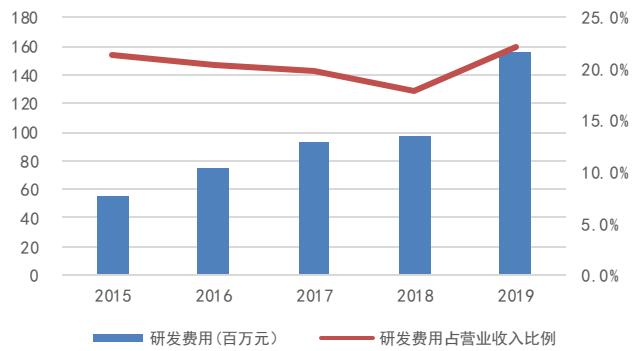
公司未来将主要围绕视频创意拓宽产品矩阵, 并加大国内和非英语语种国家的产品布局。目前公司 InflueNex 平台收录全球网红数破 200 万, 积累收录量, 打造数据池, 有望实现新的业务突破。

图 3: 公司近年期间毛利率及净利率情况


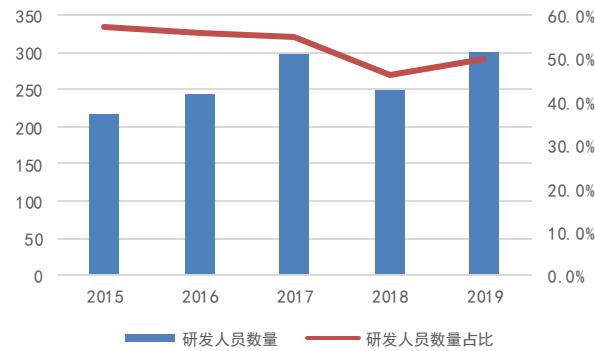
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4: 公司近年期间费用情况


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 5: 研发费用及占营业收入比例


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司研发人员数量及占比


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

回师中国+非英语市场拓展顺利, 规模扩张进一步彰显现金流优势。

本财年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.23 亿元, 同比增长 43.01%, 经营性现金流净额/营业收入为 17.52%, 同比增长 1.74%。应收账款周转率为 40.1528, 同比增长 15.31%, 存货周转率为 5.1524, 同比增长 21.12%, 总资产周转率为 0.8755, 同比下降 18.86%。

公司坚持 SaaS 模式, 营收以现收为主, 现金流充裕。自 2018 年宣布回师中国以来, 公司实现明星产品本土化, 推出喵影工厂和万兴 PDF 专家等产品, 紧跟国产替代政策, 积极拓展政企市场, 推出各软件 Business 版本。2019 年, 公司境内收入同比增长 111.45%, 营收占比达到 9.61%。另外, 公司加大对非英语市场投入, 成立独立运营部门, 建立全球 7×24 服务, 拓展非英语国家市场。随着国内知识产权保护日益加强, 国产替代政策和软件正版化打开政企市场。国外, 英语市场是公司传统优势, 目前非英语市场拓展顺利。公司致力于“大平台、小团队、中产品”, 坚持 SaaS 模式开发和运营多品种消费软件, 有望后续形成规模扩张、品牌效应和充裕现金流的良性循环。

图 7: 公司经营性现金净流量高于归母净利润

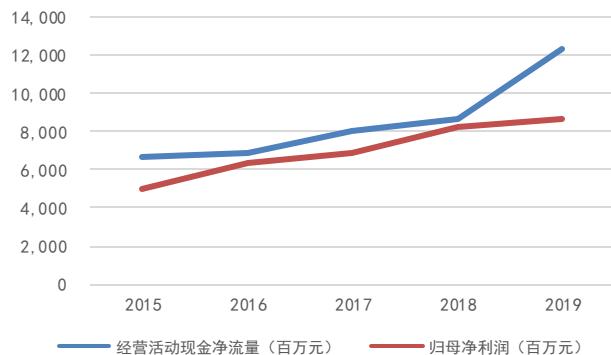
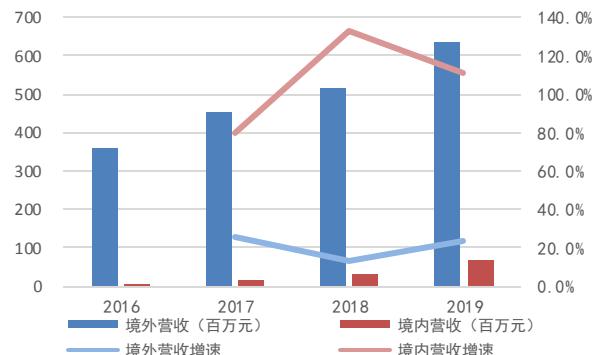


图 8: 公司境内外营收及增速情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

此前, 由于国内消费者的消费习惯, 以及国内知识产权保护发展较慢, 导致国内投资者付费意识较差, 国内消费类软件厂商主要在欧美日等发达地区。近年来, 国内知识产权保护发展较快, 更多相关政策文件的发布使得国内知识产权保护机制逐渐形成, 根据国家知识产权局知识产权发展研究中心发布的《2018 年中国知识产权发展状况评价报告》, 全国知识产权发展状况指数以 2010 年为基期年份, 设置 2010 年综合及创造、运用、保护、环境发展指数为 100, 2010 年以来, 全国知识产权综合发展指数稳步上升, 2018 年达到 257.4, 提升效果明显。这种良好的政策环境以及国内消费者付费意识的逐渐形成, 使得国内消费类软件的市场空间逐步打开, 为公司回师中国战略提供了有力保障。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.03、1.30 和 1.72 亿元, 对应 EPS 分别为 1.27、1.60 和 2.11 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 48、38 和 29 倍。给予“中性”评级。

风险提示: 海外市场发展存在不确定性风险; 国内市场开拓不及预期的风险; 行业巨头布局工具软件生态建设, 后续可能对公司细分领域工具软件形成较大市场冲击; 公司商业模式存在现金流持续高增长不确定性风险。

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产合计 | 427 | 556 | 727 | 992 | 1330 | 营业收入 | 546 | 703 | 844 | 1038 | 1298 |
| 货币资金 | 164 | 95 | 669 | 921 | 1240 | 营业成本 | 30 | 43 | 52 | 64 | 79 |
| 应收账款 | 19 | 16 | 19 | 23 | 29 | 营业税金及附加 | 4 | 3 | 6 | 7 | 9 |
| 其他应收款 | 5 | 7 | 9 | 11 | 14 | 营业费用 | 268 | 337 | 392 | 482 | 596 |
| 预付款项 | 10 | 11 | 11 | 11 | 12 | 管理费用 | 90 | 103 | 115 | 139 | 172 |
| 存货 | 8 | 9 | 10 | 12 | 15 | 财务费用 | -1 | -1 | -4 | -8 | -11 |
| 其他流动资产 | 221 | 3 | 8 | 13 | 21 | 研发费用 | 97 | 156 | 178 | 219 | 271 |
| 非流动资产合计 | 277 | 347 | 340 | 333 | 326 | 资产减值损失 | 0.75 | -0.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 142 | 142 | 130 | 119 | 108 | 投资净收益 | 11.74 | 18.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 11 | 3 | 3 | 2 | 2 | 加: 其他收益 | 9.54 | 9.57 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他非流动资产 | 41 | 2 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 80 | 84 | 115 | 144 | 191 |
| 资产总计 | 704 | 903 | 1066 | 1326 | 1657 | 营业外收入 | 0.07 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 112 | 126 | 257 | 419 | 621 | 营业外支出 | 0.57 | 0.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 79 | 84 | 115 | 144 | 191 |
| 应付账款 | 2 | 4 | 5 | 5 | 7 | 所得税 | 7 | 4 | 11 | 14 | 19 |
| 预收款项 | 4 | 8 | 138 | 299 | 500 | 净利润 | 72 | 80 | 103 | 130 | 172 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | -11 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 0 | 77 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 83 | 86 | 103 | 130 | 172 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 负债合计 | 112 | 203 | 258 | 419 | 622 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | -41 | -31 | -31 | -31 | -31 | 营业收入增长 | 16.91% | 28.78% | 20.00% | 23.00% | 25.00% |
| 实收资本(或股本) | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 | 营业利润增长 | 22.23% | 5.59% | 36.40% | 25.72% | 32.03% |
| 资本公积 | 335 | 361 | 361 | 361 | 361 | 归属于母公司净利润增长 | 20.51% | 4.35% | 19.81% | 25.72% | 32.03% |
| 未分配利润 | 219 | 284 | 346 | 424 | 527 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 633 | 731 | 840 | 937 | 1066 | 毛利率(%) | 94.57% | 93.88% | 93.88% | 93.88% | 93.88% |
| 负债和所有者权益 | 704 | 903 | 1066 | 1326 | 1657 | 净利率(%) | 13.15% | 11.40% | 12.24% | 12.51% | 13.22% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润(%) | 11.74% | 9.55% | 9.69% | 9.80% | 10.35% |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROE(%) | 13.07% | 11.79% | 12.30% | 13.86% | 16.09% |
| 经营活动现金流 | 86 | 123 | 233 | 283 | 358 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 72 | 80 | 103 | 130 | 172 | 资产负债率(%) | 16% | 22% | 24% | 32% | 38% |
| 折旧摊销 | 17.92 | 15.95 | 12.37 | 13.28 | 14.05 | 流动比率 | 3.82 | 4.41 | 2.82 | 2.37 | 2.14 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -4 | -8 | -11 | 速动比率 | 3.75 | 4.34 | 2.78 | 2.34 | 2.12 |
| 应收账款减少 | -6 | 2 | -3 | -4 | -5 | 营运能力 | | | | | |
| 预收款项增加 | 4 | 3 | 131 | 161 | 201 | 总资产周转率 | 1.08 | 0.88 | 0.86 | 0.87 | 0.87 |
| 投资活动现金流 | -322 | -180 | 409 | -7 | -7 | 应收账款周转率 | 35 | 40 | 47 | 49 | 50 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 206.31 | 241.14 | 200.11 | 207.82 | 213.61 |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 12 | 19 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 1.06 | 1.08 | 1.27 | 1.60 | 2.11 |
| 筹资活动现金流 | 316 | -13 | -67 | -25 | -32 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.98 | -0.85 | 7.06 | 3.09 | 3.92 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 7.80 | 8.98 | 10.32 | 11.51 | 13.09 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 57.45 | 56.39 | 47.98 | 38.17 | 28.91 |
| 资本公积增加 | 309 | 26 | 0 | 0 | 0 | P/B | 7.81 | 6.78 | 5.90 | 5.29 | 4.65 |
| 现金净增加额 | 80 | -69 | 575 | 251 | 319 | EV/EBITDA | 51.47 | 50.21 | 35.02 | 27.31 | 19.45 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师, 博士, 2015 年新财富第二名, 2018 年万得金牌分析师第一, 2019 年加盟东兴证券计算机团队, 组织团队专注研究: 云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域, 奉行产业研究创造价值理念。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事计算机行业研究。

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, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526