

中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 宋子豪

证券执业证书号: S0640118010014

电话: 010-59562515

邮箱: songzh@avicsec.com

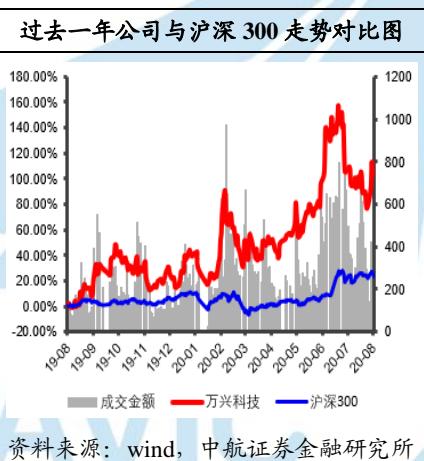
万兴科技 (300624) 2020半年报点评: 创意小软件，消费大市场

行业分类: 计算机 2020年8月22日

公司投资评级	买入
当前股价 (2020.8.20)	70.02
目标价格	87.55

基础数据 (2020.8.20)

上证指数	3363.90
总股本 (亿股)	1.30
流通 A 股 (亿股)	0.80
资产负债率 (2020H1)	18.26%
ROE (2020H1, 摊薄)	11.21%
PE (TTM)	76.4
PB (LF)	11.43



- **事件:** 公司 8 月 18 日公告, 2020 年上半年实现营收 4.75 亿元 (+39.96%); 实现归母净利润 0.89 亿元 (+58.31%); 实现扣非归母净利润 0.83 亿元 (+91.40%); 销售毛利率达到 96.91% (+3.93pcts)。同时公司公布了发行可转债预案, 拟募集资金不超过 3.8 亿元用于“数字创意资源商城建设项目”、“AI 数字创意研发中心建设项目”以及补充流动资金。
- **投资要点:**
 - **Video First 时代来临, 数字创意软件迎来市场发展红利:** 近年来, 短视频的社交、娱乐功能得到市场广泛认同, 人们观看短视频的频率提升、时长增加, 视频类相关应用场景供需旺盛。公司主营的数字创意软件包含视频编辑类、音视频转换类、图形绘制类及视频资源商城, 视频编辑、音视频转换、视频资源是视频产业链中重要的生产力工具, 充分享受到了短视频市场快速发展带来的红利。报告期内公司产品持续更新换代, 营收和利润快速增长。从公司上半年收入结构来看, (1) **数字创意软件实现营收 (3.13 亿元, +77.81%)**, 营收占比 (66.02%, +14.69pcts), 毛利率 (97.91%, +0.51pcts)。作为公司收入占比最大的业务板块, 公司持续提升服务与产品质量, 实现内容下载、使用数量的快速增长。上半年相继发布了 FilmoraV9.5 版本、面向 5G 时代的首款平板端视频创意 App 万兴喵影、全新升级改版的亿图图示 V10.0, 相关软件质量、效率、用户体验提升明显, 带动公司主要电子商务网站半年度累计访问量达 3.3 亿次、同比增长 65%, 产品累计下载量达 7,059 万次。(2) **办公效率软件实现营收 (4601 万元, +40.25%)**, 营收占比 (9.69%, -0.61pcts), 毛利率 (96.76%, -0.64pcts)。报告期内针对企业市场发布了 PE Server3.0 浮动 license 版本, 大幅提升客户使用体验。(3) **实用工具软件实现营收 (1.1 亿元, +4.70%)**, 营收占比 (23.22%, -7.82pcts)。Recoverit 持续聚焦产品质量提升及产品创新, 报告期内发布 9.0 大升级版本, 大幅提升产品性能及稳定性, 促进购买转化率和销售收入同比实现快速增长。
 - **财务指标优秀, 毛利率创近四年同期新高:** 公司在保持营收及盈利快速增长的同时, 各项财务指标表现突出。其中, 销售毛利率达到 96.91% (+3.93pcts), 创近 4 年同期新高; 实现经营性现金流量净额 (0.88 亿元, +99.52%); 有息负债继续为 0; 期末存货占营收的比例仅为 1.78%, 销售获现比率高达 98.13%, 经营质量极高。归母净利润增速高于营收增速 18.35pcts, 源于其经营总

股市有风险 入市须谨慎
中航证券金融研究所发布证券研究报告
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航

资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传 真: 010-59562637

成本增速低于营收增速 14.29 个 pct, 成本控制能力优异。公司上半年发生财务费用 (85.20 万元, +303.23%), 主要系汇兑损益变动所致。

- 加强团队建设与研发投入, 内生与外延并购扩大产品矩阵:** 公司积极打造年轻富有活力的团队, 报告期员工较 2019 年底的 745 人增长 47%; 其中, 研发人员增速超 60%。报告期内研发投入 0.72 亿元, 同比增长 22.66%, 全部做了费用化处理。公司的产品迭代更新保持在 2-4 个月以内, 通过产品快速迭代提升产品质量、优化用户体验, 增强产品竞争力。此外, 公司一直比较重视投资并购工作, 2019 年成功收购深耕绘图软件的公司亿图软件, 进一步加强办公软件领域的渗透; 2020 年 5 月战略投资了在线原型设计与协作平台墨刀。目前墨刀平台新注册用户已经突破 180 万, 服务企业用户群超过 1.5 万家, 为国内用户数最多的在线原型设计与协作平台。此次公司拟发行可转换公司债券募集资金不超过 3.8 亿元, 主要用于数字创意资源商城建设项目及 AI 数字创意研发中心建设项目, 将与公司原有数字创意软件形成协同效应。内生与外延并驾齐驱, 将助力公司进一步扩大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, 提升用户粘性, 从而增强公司盈利水平。
- 不断深化组织变革, 持续完善激励机制:** 公司通过建立“前台创新驱动、中台统筹赋能、后台优化协同”的组织发展模式, 持续完善以员工任职资格为基础的多元化价值分配体系, 采取薪酬、绩效资金、专项激励等中短期激励与员工股权激励等长期激励相结合的方式激励核心骨干人员, 充分调动员工工作积极性。目前, 已推出“股票期权激励计划”、“限制性股票激励计划”、“骨干配车计划”、“普惠安居计划”等。8 月 5 日公司发布了《2020 年万兴科技股票期权激励计划(草案)》, 拟以 67.01 元/份的价格向 183 名核心职员授予 390.00 万份股票期权, 占本激励计划草案公告时公司股本总额 13,005.52 万股的 3.00%; 其中首次授予 325.30 万份, 业绩考核目标为以 2019 年为基数, 2020 年-2022 年的营业收入增长率分别不低于 20%、40% 和 60%, 或净利润增长率不低于 15%、30% 和 45%。
- 投资建议:** 我们认为 Video First 时代来临, 公司主营的视频编辑、音视频转换、视频资源等是视频产业链中重要的生产力工具, 可以享受到短视频市场快速发展带来的红利。公司 90% 以上的营收来自于海外市场, 随着国内软件正版化、用户付费模式的持续推广, 上半年国内市场收入同比增长 254%; 未来其国内市场营收快速增长确定性较强, 区域营收结构可能更加均衡。预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 1.34 亿元、1.55 亿元、2.05 亿元, 对应 EPS 分别为 1.03 元、1.19 元、1.57 元, 当前股价对应 PE 分别为 67.98 倍、58.84 倍和 44.60 倍, 参考同行业上市公司, 给予公司 2020 年 85 倍 PE 估值, 对应股价 87.55 元, 给予“买入”评级。
风险提示: 短视频工具类软件产品快速迭代; 全球贸易保护加剧; 网络设施服务突发事件; 商誉减值风险; 汇率波动风险等。

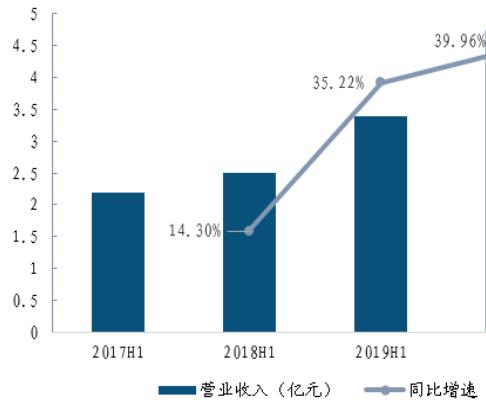
- 盈利预测:**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	703.47	981.70	1256.57	1608.41
增长率 (%)	28.78%	39.55%	28.00%	28.00%
归属母公司股东净利润	86.26	134.46	155.13	204.67
增长率 (%)	4.35%	55.88%	15.37%	31.93%
每股收益 (EPS)	1.06	1.03	1.19	1.57

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

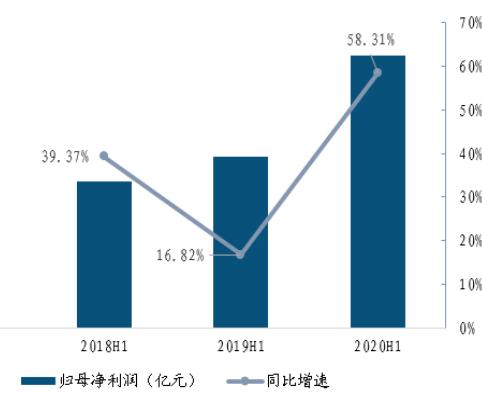
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司 2017H1-2020H1 营业收入及增速情况 (亿元, %)



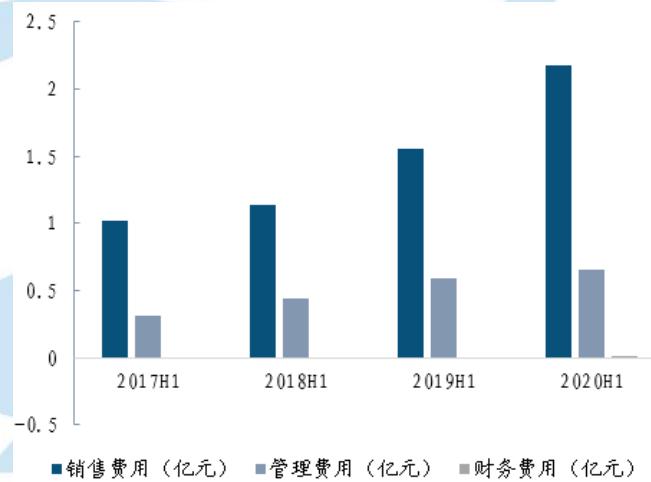
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司 2017H1-2020H1 归母净利润及增速情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

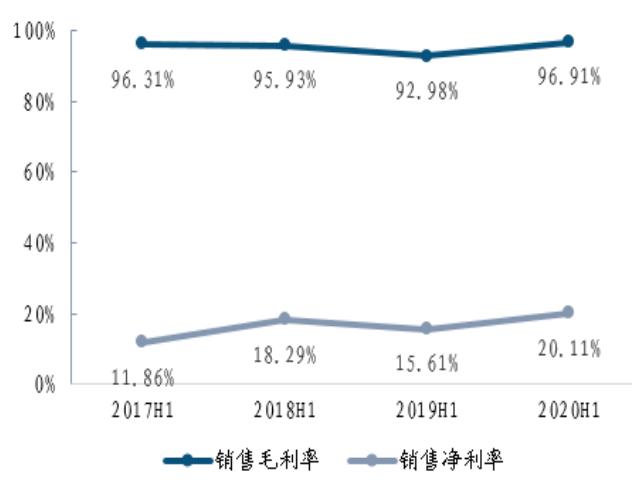
图 3: 公司 2017H1-2020H1 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

注: 管理费用均剔除研发费用

图 4: 公司 2017H1-2020H1 毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表：万兴科技盈利预测（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	703.47	981.70	1256.57	1608.41	货币资金	94.70	212.46	301.63	443.41
营业成本	43.08	30.24	38.33	49.06	应收和预付款项	34.84	46.26	58.44	73.83
营业税金及附加	3.25	5.50	6.42	8.62	存货	8.59	5.46	7.43	10.05
销售费用	337.17	465.96	604.90	769.53	其他流动资产	417.69	419.05	420.40	422.12
管理费用	258.39	348.60	453.87	576.05	长期股权投资	49.16	49.31	49.46	49.61
财务费用	-0.76	0.34	0.46	0.57	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.95	-0.90	-0.90	-0.90	固定资产和在建工程	141.53	153.87	202.84	249.03
投资收益	18.98	15.15	15.15	15.15	无形资产和开发支出	114.27	114.50	114.63	114.66
公允价值变动损益	0.52	0.26	0.39	0.32	其他非流动资产	42.18	44.00	45.22	45.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	902.96	1044.92	1200.05	1408.55
营业利润	84.19	147.37	169.03	220.95	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.16	-0.15	-0.15	-0.15	应付和预收款项	72.39	63.15	80.09	102.64
利润总额	84.03	147.22	168.88	220.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.86	6.76	7.75	10.13	其他负债	130.20	114.23	124.29	137.64
净利润	80.18	140.46	161.13	210.67	负债合计	202.60	177.39	204.38	240.28
少数股东损益	-6.09	6.00	6.00	6.00	股本	81.43	130.06	130.06	130.06
归属母公司股东净利润	86.26	134.46	155.13	204.67	资本公积	360.87	360.87	360.87	360.87
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	319.43	432.73	554.86	721.47
经营活动现金流量净额	123.24	107.33	178.43	238.30	归属母公司股东权益	731.37	892.54	1014.68	1181.28
投资活动现金流量净额	-179.58	-15.94	-55.81	-57.88	少数股东权益	-31.01	-25.01	-19.01	-13.01
筹资活动现金流量净额	-12.91	26.37	-33.45	-38.64	股东权益合计	700.36	867.54	995.67	1168.27
现金流量净额	-68.93	117.76	89.17	141.78	负债和股东权益合计	902.96	1044.92	1200.05	1408.55

数据来源：wind，中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。