

万兴科技 (300624.SZ) 稀缺产品型公司，内生外延提高业务天花板

2021年01月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

应璘 (联系人)

chenbaojian@kysec.cn

yingying@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790120100007

日期	2021/1/13
当前股价(元)	53.09
一年最高最低(元)	109.86/48.80
总市值(亿元)	68.99
流通市值(亿元)	42.63
总股本(亿股)	1.30
流通股本(亿股)	0.80
近3个月换手率(%)	214.85

● A股稀有的产品型公司，内生外延齐发展

万兴科技作为国内领先的消费类软件提供商，三大产品线实现多领域布局，B、C端客户全面覆盖，业务发展稳定，深耕国外市场的同时，积极开拓国内市场。同时，注重细分领域的优质初创公司，通过参股、收购等方式实现外延扩张。随着5G、AI应用的加速落地，全民视频时代即将到来，创意产业有望迎来重大利好，公司创意软件作为公司营收增长的主要驱动力，市场前景可观。此外其余数字产品也稳健发展中，整体市场天花板持续提升，因此我们预计公司2020-2022年的归母净利润为1.45、1.85、2.32亿元，EPS为1.11、1.42、1.79元/股，当期股价对应的2020-2022年PE为47.7、37.3、29.7倍。相较行业内其他公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

● 抖音、快手等短视频全球浪潮，催生2C专业化产品需求

(1) 需求端: 短视频在全球范围内的崛起和抖音、快手等平台助推的网红效应，催生更多的UGC(用户生产内容)的产生。面对竞争的加剧和流量变现带来的利益刺激，用户对易学易用且可跨平台使用的专业化创意编辑产品需求将增长。

(2) 供给端: 国内创意编辑软件市场的供给格局为免费产品众多，但专业性产品选择有限的，且专业性的产品往往针对B端用户，价格高昂、功能繁琐。万兴旗下的万兴喵影主攻中间层市场，开发针对2C、小B端的专业性产品，产品同时具备专业性和易用性。

● 三条业务线多领域布局，海内外和BC端齐发力

万兴科技的三大产品业务板块分别是数字创意、办公效率和实用工具，实现了B、C端客户全面覆盖，拥有多年的海外经营经验，2017年实施“回师中国”战略后在国内市场持续发力。公司注重产品迭代和资源素材汇集，在研发方面的投入持续增加，力图保持行业领先地位，一方面随着网民付费习惯养成和国内软件产业环境改善，以万兴喵影为首的消费类软件产品销量有望进一步扩大；另一方面针对B端的PDF、协同类工具的发力，共同促进公司业绩提升。

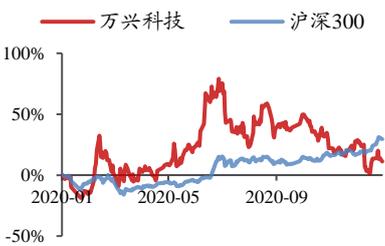
● 风险提示: 万兴喵影销售不及预期的风险、人才竞争加剧的风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	546	703	955	1,199	1,496
YOY(%)	16.9	28.8	35.7	25.6	24.8
归母净利润(百万元)	83	86	145	185	232
YOY(%)	20.5	4.3	67.8	27.9	25.4
毛利率(%)	94.6	93.9	93.8	93.9	93.8
净利率(%)	15.1	12.3	15.2	15.4	15.5
ROE(%)	12.1	11.4	15.3	17.4	18.8
EPS(摊薄/元)	0.64	0.66	1.11	1.42	1.79
P/E(倍)	83.5	80.0	47.7	37.3	29.7
P/B(倍)	10.9	9.4	8.1	6.9	5.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 业绩持续高增长，定增募资投研发	4
1.1、 公司 Q1-Q3 业绩增速亮眼，受益软件付费化和创业产业发展	4
1.2、 可转债计划募资 3.79 亿元，投入资源商城和 AI 数字研发中心建设	5
2、 抖音、快手刺激内容市场进一步发酵， 专业软件市场需求扩大	6
2.1、 网红效应、短视频风靡，推动编辑类软件需求加速释放	6
2.2、 编辑软件行业属于免费产品众多，但专业性产品选择有限	7
3、 A 股稀有产品型公司，海内外和 BC 端齐发力	8
3.1、 产品型公司，三条业务线布局覆盖海内外和 BC 端客群	8
3.2、 研发投入持续，注重产品迭代和资源素材汇集	10
3.3、 知产付费认知日益成熟，软件行业高景气持续	11
4、 盈利预测与投资建议	13
4.1、 核心假设	13
4.2、 盈利预测与投资建议	13
5、 风险提示	13
附： 财务预测摘要	14

图表目录

图 1: 2017-2020 前三季度公司营收持续快速增长	4
图 2: 2017-2020 前三季度归母净利润持续增长	4
图 3: 数字创意业务板块营业收入占比最大	4
图 4: 2020H1 数字创意业务板块营收增速最快	4
图 5: 2020Q1-Q3 万兴科技毛利率有所提高	5
图 6: 2020Q1-Q3 万兴科技净利率呈上升趋势	5
图 7: 2020Q1-Q3 期间费率保持稳定	5
图 8: 2018H1-2020H1 中国短视频用户规模持续增长	6
图 9: 2015 年至今，中国短视频营销市场规模快速增长	6
图 10: 2020 年 3 月抖音、快手月活规模远超同类 app	8
图 11: 近三个月剪映下载量排名稳居前三	8
图 12: 文档创建软件行业竞争格局中 PDFelement 处于领导地位	9
图 13: 万兴 PDF 专家的企业客户为国内外知名企业	9
图 14: 万兴科技官网全球排名处前 600	10
图 15: 2015-2019 年国内营业收入持续增长	10
图 16: 2015-2020Q3 万兴科技研发支出持续增加	10
图 17: 2016-2019 网络版权产业用户付费规模不断提高	11
图 18: 用户付费为 2019 年网络版权产业主要盈利来源	11
图 19: 2015-2019 年软件业务收入持续增长	11
图 20: 预计 2023E 中国基础办公软件市场规模将接近 150 亿	12
表 1: 可转债募资用于研发和资源商城建设	6
表 2: 预计我国数字创意软件潜在用户数量于 2024 年突破 3.3 亿人（单位：亿人）	7
表 3: 万兴喵影和会声会影主打中间层市场	7

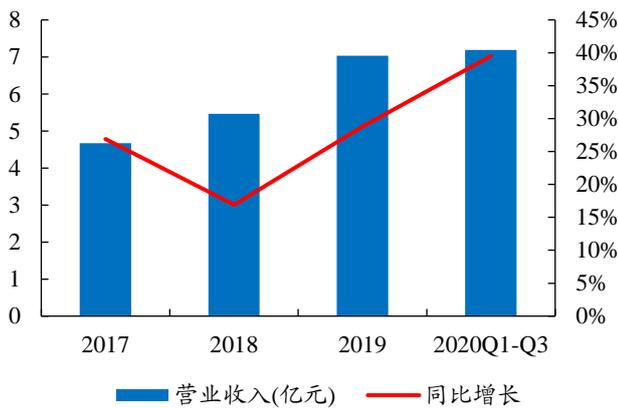
表 4: 万兴科技旗下产品矩阵丰富	8
表 5: 万兴喵影产品迭代速度快	10
表 6: 软件行业利好政策频繁出台	12
表 7: 万兴科技估值低于可比公司（数据来源于 2021 年 1 月 13 日）	13

1、业绩持续高增长，定增募资投研发

1.1、公司 Q1-Q3 业绩增速亮眼，受益软件付费化和创业产业发展

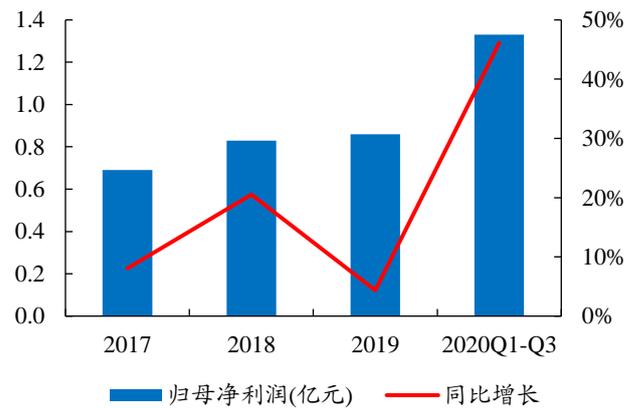
万兴科技的主营业务包括数字创意、办公效率和实用工具三大板块。2017 年到 2020 年前三季度，公司营业收入持续快速增长。受益于非英语市场渗透率提升、产品持续升级、软件 SaaS 化转型等，付费人群大幅增加，公司业绩持续增长，2020 年 Q1-Q3 公司实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 46.12%，超过 2019 年全年净利润，业绩亮眼。

图1：2017-2020 前三季度公司营收持续快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

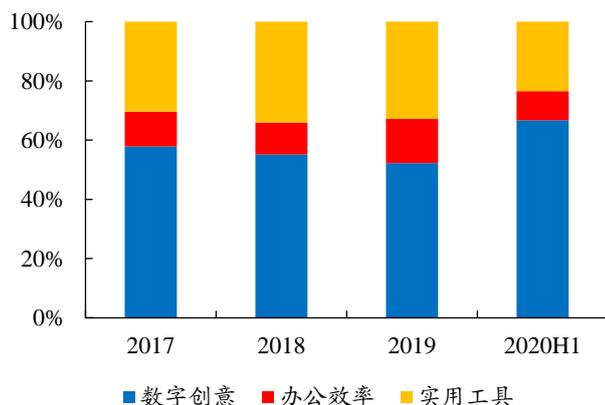
图2：2017-2020 前三季度归母净利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

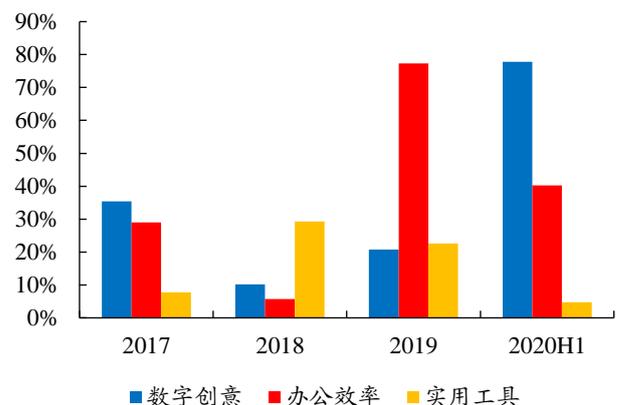
在公司的三大主营业务板块中，数字创意营收增速最快。2020H1，数字创意/办公效率/实用工具的营业收入分别为 3.13 亿元、0.46 亿元和 1.10 亿元，同比增长分别为 77.81%、40.25%和 4.70%。其中数字创意板块营收占比 67%，属占比最高，且增速最快的板块。

图3：数字创意业务板块营业收入占比最大



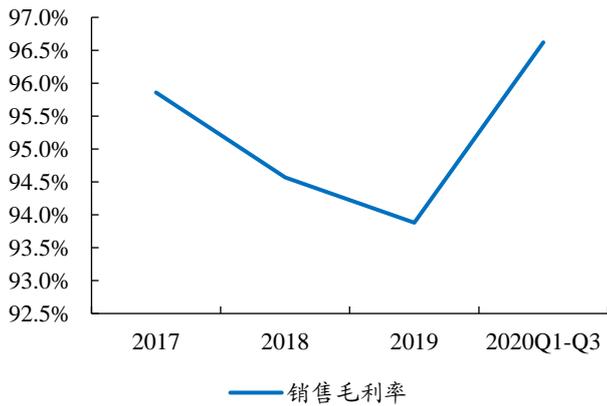
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020H1 数字创意业务板块营收增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率和净利率均有所提高，盈利能力增强。受益于营业成本管控能力的提升，2020 年前三季度的毛利率为 96.62%，较 2019 年同期提升 3.33pct，净利率为 19.57%，较 2019 年同期提升 2.69pct。

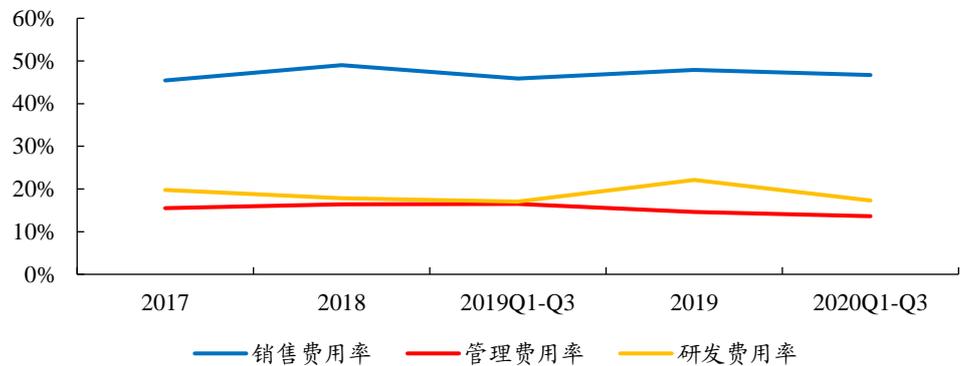
图5：2020Q1-Q3 万兴科技毛利率有所提高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020Q1-Q3 万兴科技净利率呈上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

人员扩招和市场拓展导致期间费用增长。具体看 2020Q1-Q3 公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 3.36 亿元、0.98 亿元、1.24 亿元，较 2019 年同期增长 41.95%、15.21%、41.30%，主要系增加广告投入、扩招行政管理人员和研发人员所致。2020 前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 46.70%、13.62%、17.27%，较 2019 年同期上升 0.81、-2.87、0.22pct。

图7：2020Q1-Q3 期间费率保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、可转债计划募资 3.79 亿元，投入资源商城和 AI 数字研发中心建设

公司发行可转债，募资加大对研发和资源商城投入。公司于 2020 年 10 月 21 日发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案(修订稿)》，拟募资不超过人民币 3.79 亿元，主要用于数字创意资源商城建设和 AI 数字创意研发中心建设项目。其中 52.6% 拟投入数字创意资源商城建设项目，29.9% 拟投入 AI 数字创意研发中心建设项目，17.5% 用于补充流动资金。

表1: 可转债募资用于研发和资源商城建设

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
数字创意资源商城建设项目	37279.75 万元	19929.83 万元
AI 数字创意研发中心建设项目	19616.47 万元	11330.02 万元
补充流动资金	6740.15 万元	6615.15 万元
合计	63636.37 万元	37875.00 万元

数据来源: Wind、开源证券研究所

建设数字创意资源商城, 丰富生态并增强企业竞争力。通过丰富资源商城素材, 与原有数字创意软件形成协同效应, 为客户提供更加丰富和优质的素材资源。一方面可借此增加原有客户的使用黏性, 另一方面可以满足更多类型客户群体的需求从而有助于扩大市场份额。此外, 用户付费意愿增强, 内容付费已逐渐成为行业的盈利增长点, 加大对资源商城建设的投入可进一步提升企业盈利能力。**加强 AI 数字创意研发, 为创意软件赋能。**AI 技术与创意软件相结合, 通过提高软件的功能性、创新性和便利性, 帮助用户实现智能化创作, 优化用户体验感, 保持产品的市场竞争力。

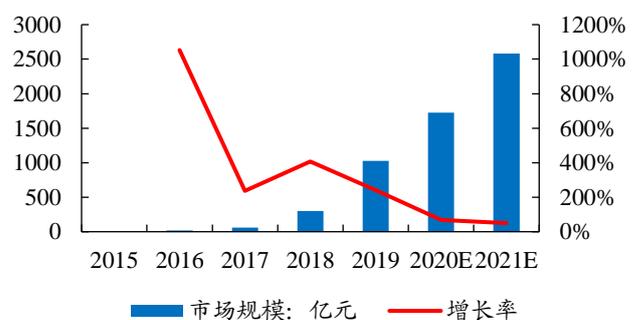
2、 抖音、快手刺激内容市场进一步发酵, 专业软件市场需求扩大

2.1、 网红效应、短视频风靡, 推动编辑类软件需求加速释放

网红 Vlog 和短视频流行和内容变现的刺激, 助推创意软件需求国内外激增。随着 4G/5G 网络的快速发展, 短视频作为一种信息量密集、适合碎片化时间观看的免费数字化内容在全球范围内快速崛起。根据 CNNIN 公布的数据显示, 截至 2020 年上半年, 我国短视频用户规模已达 8.18 亿人, 网民使用率达 87%, 产品渗透率高。短视频营销市场前景同样广阔, 根据艾瑞咨询数据, 2019 年短视频营销市场规模达 1025 亿元, 较 2018 年同比大增 239.8%, 预计 2021 年的市场规模将达到 2580 亿元。而短视频的另一分支 vlog, 凭借其良好的社交属性, 深受全球年轻人喜爱, 成为了国内外网红最热衷的内容表现形式之一。短视频风靡激发了普通网民的创作热情和商家内容营销的需求, **面对全民创意时代的到来, 创意编辑类产品作为短视频创作的主要工具, 需求将不断增加。**

图8: 2018H1-2020H1 中国短视频用户规模持续增长


数据来源: CNNIC、开源证券研究所

图9: 2015 年至今, 中国短视频营销市场规模快速增长


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

数字创意产品市场空间广阔，潜在用户有待进一步挖掘，预计 2024 年我国内容创作者人数达到 3.36 亿人。抖音、快手浪潮引领全民创意时代的到来，UGC（用户生成内容）或成为创意内容的主要来源，创意软件目标客户数量将不断扩大。根据抖音官方公开数据显示，抖音目前的日活用户为 6 亿，35% 的用户使用时间为 30 分钟以上，较长的使用时间更能催生用户的视频创作欲望，约有 35% 的用户为内容制作者。根据快手科技招股书显示，2020H1 快手平均月活用户为内容制作者的比例为 26%。综合来看，我们预计目前短视频用户中有 30% 为内容创作者。随着短视频的进一步渗透，用户规模和内容创作者的比例都有望继续扩大，数字创意产品潜在用户数量可观。

表2: 预计我国数字创意软件潜在用户数量于 2024 年突破 3.3 亿人（单位：亿人）

	2020H1	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
短视频用户	8.18	8.5	9.0	9.2	9.4	9.6
内容创作者比例	28%	30%	32%	33%	34%	35%
数字创意产品用户	2.29	2.55	2.88	3.04	3.20	3.36

数据来源：CNNIC、艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、编辑软件行业属于免费产品众多，但专业性产品选择有限

各类编辑软件种类繁多，市场定位各有侧重。各类内容编辑软件因其功能完善程度和操作简易度的不同，面向的受众有所不同，专业版和免费软件之间的差距过大。以 PR（Adobe Premiere）为代表的专业剪辑软件，尽管价格较高，但凭借其强大的操作功能，在专业市场的地位稳固。以剪映、快影为代表的视频剪辑软件多为免费，适合新手使用，上手门槛低，但提供的功能较少。万兴喵影和会声会影的定位较为类似，受众范围较广，既适合没有经验的新手使用，也能够满足专业用户和企业的大部分需求，部分高级功能需要充值会员才能使用，但费用远低于 PR，主打中间层市场。

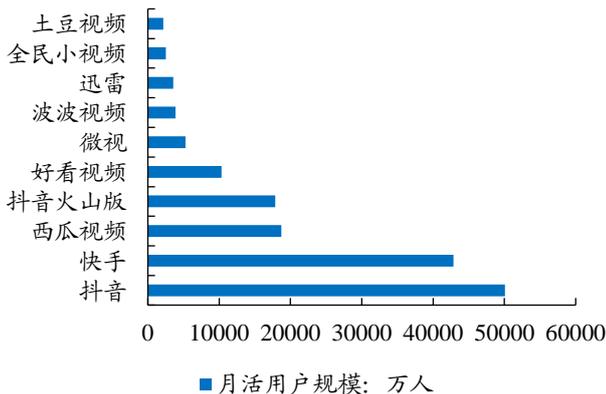
表3: 万兴喵影和会声会影主打中间层市场

名称	定位	收费	功能特点
万兴喵影 (Filmora)	小 B，专业用户、视频剪辑爱好者、新手	国外：39.99 美元/年 国内：高级会员 179 元/年 VIP 至尊会员 199/年	集视频剪辑、格式转换、屏幕录制等基础功能为一体的综合性视频编辑软件。上手门槛低，操作简易，功能及特效资源较为丰富，可满足普通视频剪辑爱好者的制作需求。
Adobe Premiere	企业，专业用户	20.99 美元/月	专业级的视频编辑软件，功能齐全，适合专业人士使用，可与 Adobe 其他软件系统使用；对新手而言入门难度大，学习成本高。
会声会影	专业人员，新手	499RMB	基础功能和喵影类似，提供完备的基础剪辑和录制功能。现成的模板比较少，主要依靠用户一步一步手动设置参数，对技术要求比较高，自主性和灵活性都比较大。
iMovie	普通个人用户	免费	非专业软件，具备基本剪辑功能，不追求专业但讲究有趣且制作简单。
爱剪辑	新手	免费，部分功能收费	入门级视频编辑软件，便于新手使用，但功能较少。
剪映、快影	新手	免费	依托抖音、快手平台，适合非专业用户，具备基础剪辑功能，操作简单。

资料来源：各软件官网、开源证券研究所

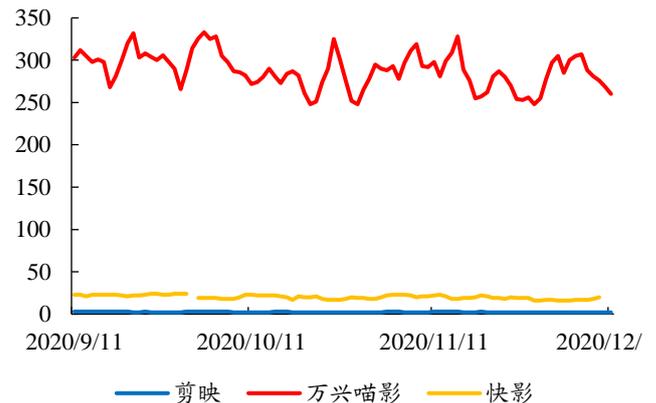
依托平台，UGC 业余级视频编辑软件竞争激烈。抖音和快手是目前短视频行业的两大头部应用，月活规模远超其他，为打造平台 KOL（关键意见领袖）生态，分别推出了各自的官方剪辑软件剪映和快影。对这两个主流短视频平台的大部分非专业用户而言，使用平台旗下的免费软件进行 UGC 生产或成首选。据 iPhone 端的 app store 数据显示，近三个月，剪映在摄影与录像类排名稳居前三（另外两个 app 为抖音和快手），快影保持在 20 名左右，相较之下，万兴喵影等第三方视频编辑软件由于缺乏用户流量优势，排名仅在 250-350 范围内波动。

图10: 2020年3月抖音、快手月活规模远超同类 app



数据来源: 比达 (BigData-Research)、开源证券研究所

图11: 近三个月剪映下载量排名稳居前三



数据来源: 七麦数据、开源证券研究所

全民创意时代，面向大众的专业级视频剪辑软件市场空间值得期待。尽管 UGC 的生产者多为非专业用户，但随着短视频市场的不断发展，用户对于内容的质量要求会不断提高，从而带动剪辑软件功能的升级。目前市面上大部分免费的业余级编辑软件可使用功能过少，无法满足用户对剪辑效果的需求；而大型的专业级视频编辑软件使用繁琐且价格高，缺乏实用性，不适合大众使用。因此，以万兴喵影为代表的更具灵活性的专业级视频编辑软件，可以满足广大视频剪辑爱好者的需求，市场空间可观。

3、A 股稀有产品型公司，海内外和 BC 端齐发力

3.1、产品型公司，三条业务线布局覆盖海内外和 BC 端客群

A 股稀缺消费型软件公司，三条业务线多领域布局。万兴科技是一家消费软件公司，其三大业务板块分别为数字创意、办公效率和实用工具。公司在产品线上采取“宽战略”，致力于打造产品矩阵，不断拓展产品数量，形成现有业务和新业务的协同效应。重点深耕创意软件市场，积极布局周边相关软件与服务。2019 年收购亿图，在办公绘图类细分市场扎根更深，相关产品线实现跨越式发展。

表4: 万兴科技旗下产品矩阵丰富

业务板块	产品	功能
数字创意	万兴喵影 (filmora)	视频编辑
	亿图 (edraw、mindmaster)	办公创意绘图

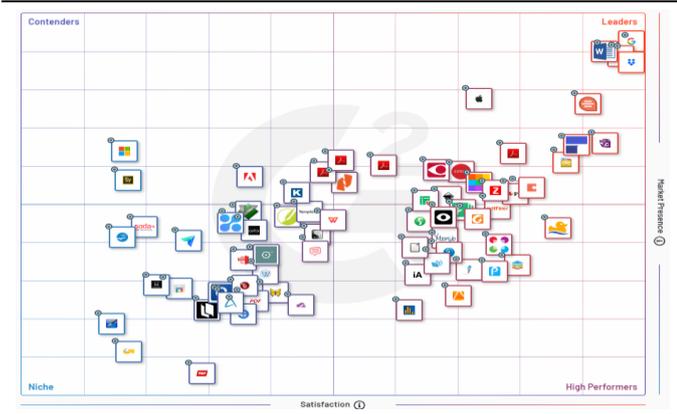
	万兴优转	音视频格式转换
	Filmstock	创意资源云平台
	Fotophire	图片处理
办公效率	万兴 PDF 专家 (PDFelement)	提供 PDF 文档的阅读、编辑、格式转换等功能
实用工具	万兴恢复专家 (Dr.Fone)	数据恢复

资料来源：万兴科技官网、开源证券研究所

B、C 端客户群体全面覆盖。在 C 端方面,主要产品为创意软件万兴喵影(filmora),采用网红推广路线,瞄准消费类软件中间层市场。B 端方面,主要产品为办公效率类软件万兴 PDF 专家(PDFelement),产品针对企业用户具有独特优势,能够提供便捷的授权管理平台。据 G2 Crowd 网页显示,PDFelement 在其收录的的 215 款文档创建软件中排名第七,市场表现和客户满意度方面均获得了较高评价,处于行业领导地位。根据万兴科技官网显示,万兴 PDF 专家服务的企业客户主要有国家电投、中国联通、Intertek(天祥)等国内外大型企业。公司 B、C 端客户全面覆盖,整体业务结构发展更加稳健。

图12: 文档创建软件行业竞争格局中 PDFelement 处于领导地位

图13: 万兴 PDF 专家的企业客户为国内外知名企业



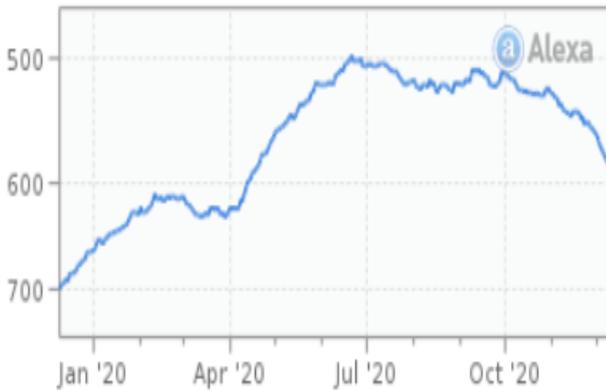
资料来源：G2 Crowd



资料来源：万兴科技官网

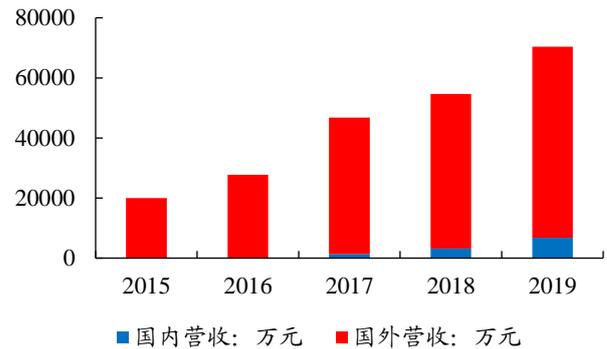
多年深耕海外市场,回归国内持续发力。万兴科技创业初期瞄准海外市场,经过十多年的发展,已将业务拓展至全球 200 多个国家和地区,在温哥华、东京等地均建有运营中心。据万兴科技 2020 年半年报披露,2020H1 其主要电子商务网站半年度累计访问量达 3.3 亿次,半年度产品累计下载量达 7,059 万次。Alexa 数据显示,截止 2020 年 12 月,该网站的三个月平均全球排名为 584 位,超过了一些大型企业,如头条(第 688 位)、小米(第 795 位)等。2017 年,万兴科技“班师回国”,并全面推进市场本土化策略。海外的常年深耕使得本土化运营更具经验,在强化搜索引擎优化营销和广告的同时,结合国内消费者付费意愿和承受能力,探索网络红人推广等新的营销手段来精准挖掘目标用户。目前国外营收占比仍处于绝对优势地位,2019 年国内市场营收占比仅为 9.6%,有待进一步开拓。

图14: 万兴科技官网全球排名处前 600



资料来源: Alexa

图15: 2015-2019 年国内营业收入持续增长

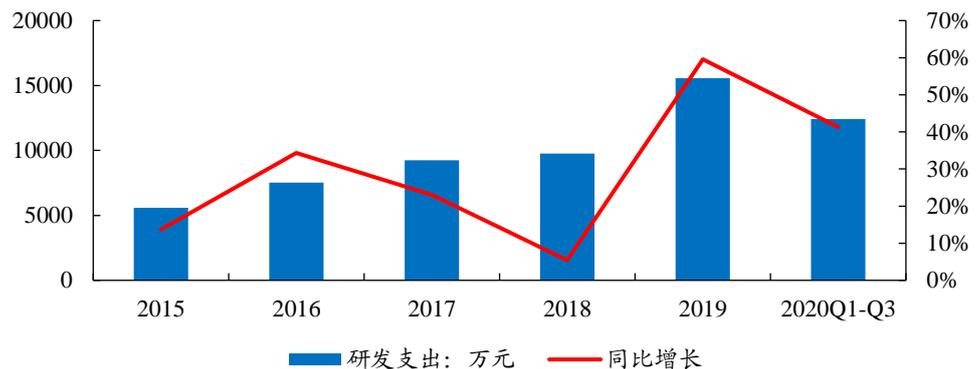


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、研发投入持续，注重产品迭代和资源素材汇集

研发投入持续增加。2019 年研发支出为 1.56 亿元，较 2018 年有大幅上涨，2020 年前三季度的研发支出费用为 1.24 亿元，较 2019 年同期增长 41.3%。持续的研发投入为公司在产品和技术的领先优势提供了保障。

图16: 2015-2020Q3 万兴科技研发支出持续增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

内部迭代与外部收购相结合，及时响应客户需求。万兴科技具有完善的产品迭代机制，可以根据用户需求分析，结合行业情况，快速完成新产品新功能规划，使得产品迭代更新时间保持在 2-4 个月以内。以万兴喵影为例，2020 年全年共更新版本 6 次，平均两个月实现一次产品迭代。同时，公司通过投资墨刀等外部优质项目，实现外部收购与内部迭代相结合，加快新产品研发进度。

表5: 万兴喵影产品迭代速度快

更新时间	版本
2020.05.18	万兴喵影 v2.8.2.58
2020.07.15	万兴喵影 v2.8.3.60
2020.09.25	万兴喵影 v5.0.0
2020.11.12	万兴喵影 v5.0.1
2020.11.24	万兴喵影 v5.0.2
2020.12.15	万兴喵影 v5.5.0

资料来源: 豌豆荚、开源证券研究所

与视觉中国、Pond5 达成合作，持续丰富资源素材储备。Pond5 超过 1400 万的多媒体素材资源已接入 Filmstock 平台，视觉中国的相关优质正素材也将接入万兴喵影。万兴科技有意将 Filmstock 打造成素材界的“淘宝商城”，为视频编辑软件客户提供图片、音乐、文字、特效等多种资源，有助于提高客户的体验感和对品牌的使用黏性，强化万兴喵影在素材方面的领先优势。

3.3、知产付费认知日益成熟，软件行业高景气持续

年轻网民付费意愿增强，知产付费趋势明显。据中国网络版权产业发展报告（2019）显示，2019 年网络版权产业的用户付费规模达到 4444 亿元，较 2018 年增长 20.56%。用户付费成为 2019 年网络版权产业的主要盈利来源，占当年总收入的 46.40%。随着版权意识不断提高，网民付费习惯初步形成。此外，支付宝、微信等在线支付工具的发展使得支付方式更加便利，对网民的付费意愿也有着推动作用。C 端用户付费意识的觉醒，有利于公司扩大正版软件销售量。

图17: 2016-2019 网络版权产业用户付费规模不断提高

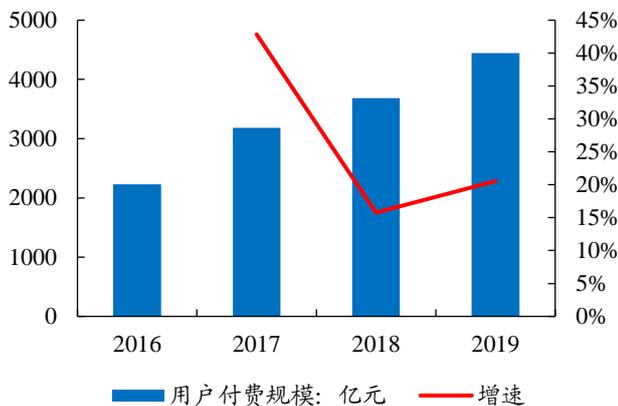
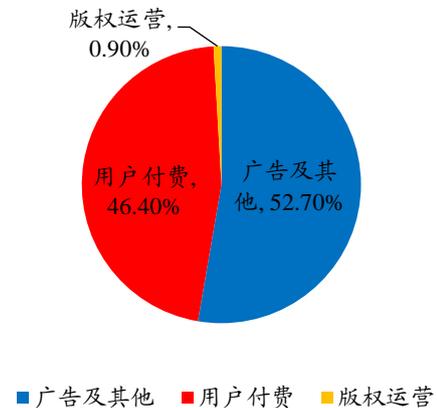


图18: 用户付费为 2019 年网络版权产业主要盈利来源

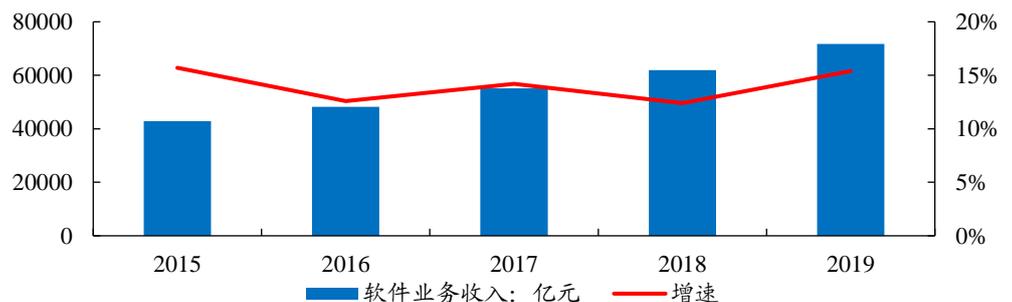


数据来源: 中国网络版权产业发展报告(2019)、开源证券研究所

数据来源: 中国网络版权产业发展报告(2019)、开源证券研究所

软件行业营收持续增长，产业利好政策频出。2015-2019 年，我国软件业务收入持续稳定增长，年均增速保持在 10% 以上，2019 年的营收为 71768 亿元，较 2018 年同比增长 15.4%。总体而言，软件行业发展态势稳定向好。另一方面，十三五期间软件产业利好政策密集出台，从融资环境、法律制度、税收制度、人才培养等方面为软件行业营造良好的市场环境。

图19: 2015-2019 年软件业务收入持续增长



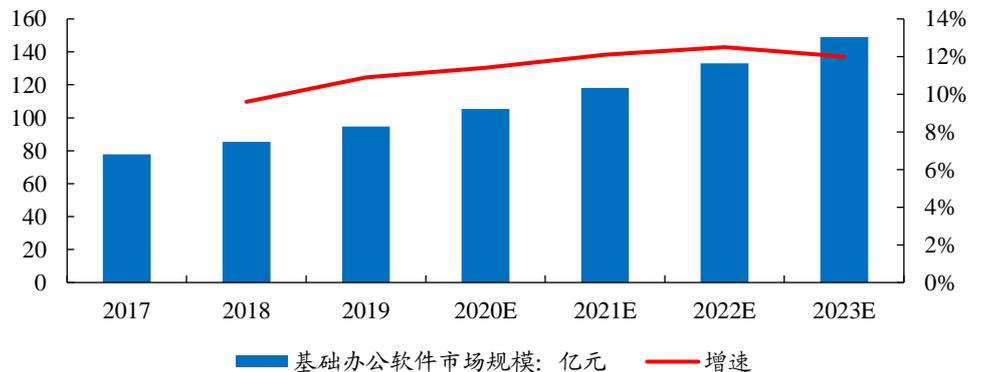
数据来源: 《2019 年软件和信息技术服务业统计公报》、开源证券研究院

表6: 软件行业利好政策频繁出台

时间	名称	颁布单位	主要内容
2016.10	软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）	工业和信息化部	紧密结合“十三五”规划纲要对“中国制造2025”、“互联网+”、“一带一路”等国家重大战略的部署要求，强化软件和信息技术服务业对国家战略实施的服务支撑和对国家信息安全的保障作用。
2016.12	“十三五”国家信息化规划	国务院	提高基础软件和重点应用软件自主研发水平。推进云操作系统、智能终端操作系统、嵌入式操作系统及相关领域的应用软件研发。推动民族语言语音、视频技术和软件研发。
2016.11	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	国务院	面向重点行业需求建立安全可靠的基础软件产品体系，加快发展面向大数据应用的数据库系统和面向行业应用需求的中间件，支持发展面向网络协同优化的办公软件等通用软件。
2019.5	关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告	财政部	依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在2018年12月31日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。
2020.7	新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策	国务院	进一步简化了集成电路设计和软件企业进口设备和元器件等通关手续，同时对软件企业出口业务的金融支持范围和力度明显增强。

资料来源：政府官网、开源证券研究所

国内环境利好国产B端软件的发展，工具类软件市场前景广阔。受外部环境影响，国内市场格局趋向于拥有自主知识产权的国产软件。根据前瞻产业研究院数据，2018年中国办公软件市场规模为85.3亿元，较2017年同比增长9.7%，预计未来几年复合增长率为11.8%，到2023年市场规模将达到149亿元。目前国内办公软件市场主要被海外巨头Microsoft和Adobe垄断，随着国产产品竞争力的提升和市场氛围利好，国产软件市占率有望持续提升。万兴科技的B端产品以效率办公软件为主，适配各类主流国产软硬件，有利于把握国产软件替代的黄金发展期，获得更多的机遇。

图20: 预计2023E中国基础办公软件市场规模将接近150亿


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 随着 5G、AI 应用加速落地，数字创意市场将进入新的发展阶段，形成创意主体大众化的格局，面向 C 端，以万兴喵影为主要产品的数字创意软件有望从中受益。因此我们预计 2020-2022 年的多媒体类收入增速为 49%、32%、30%；办公效率类收入增速为 40%、32%、31%，其余业务保持稳健增长。

核心假设 2: 公司营业费用管控能力提升，高毛利率的消费类软件为公司营收的主要来源，我们预计毛利率水平将维持当前的较高水平。

核心假设 3: 公司规模效应初显，预计期间费用率将小幅下降。

4.2、盈利预测与投资建议

万兴科技作为国内领先的消费类软件提供商，三大产品线多领域布局，B、C 端客户全面覆盖，业务发展稳定，深耕国外市场的同时，积极开拓国内市场。随着 5G、AI 应用的加速落地，全民视频时代即将到来，创意产业有望迎来重大利好，公司创意软件作为公司营收增长的主要驱动力，市场前景可观。此外其余数字产品也稳健发展中，整体市场天花板持续提升，因此我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.45、1.85、2.32 亿元，EPS 为 1.11、1.42、1.79 元/股，当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 47.7、37.3、29.7 倍。相较行业内其他公司估值较低，**首次覆盖给予“买入”评级。**

表7: 万兴科技估值低于可比公司（数据来源于 2021 年 1 月 13 日）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688111.SH	金山办公	1816.39	8.63	12.25	16.65	210.47	148.28	109.09
688095.SH	福昕软件	103.28	1.33	2.03	2.84	77.65	50.88	36.37
	平均值					144.06	99.58	72.73
300624.SZ	万兴科技	68.99	1.45	1.85	2.32	47.7	37.3	29.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（福昕软件来源为 Wind 一致预期）

5、风险提示

(1) 万兴喵影在全球市场销售不及预期的风险。 视频编辑软件竞品种类众多，市场竞争激烈，依托平台的剪辑软件抢占了大量市场份额，如果万兴喵影不能迅速提升知名度打开国内市场和其他非英语国家市场，可能会影响万兴科技相关业务的营收增速。

(2) 人才竞争加剧的风险。 软件产品的研发迭代需要大量研发人员，人才竞争加剧可能使得公司吸纳人才的成本上升或面临人才短缺的问题。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	427	556	612	677	831
现金	164	95	121	187	304
应收票据及应收账款	19	17	31	29	46
其他应收款	6	7	11	12	16
预付账款	10	11	17	18	25
存货	8	9	14	14	21
其他流动资产	221	418	418	418	418
1 非流动资产	277	347	423	481	543
长期投资	49	49	49	50	50
固定资产	142	142	218	278	344
无形资产	11	3	2	1	-3
其他非流动资产	75	154	153	153	152
资产总计	704	903	1034	1158	1374
流动负债	112	126	164	168	217
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2	4	4	6	7
其他流动负债	110	122	160	163	210
非流动负债	0	77	77	77	77
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	77	77	77	77
负债合计	112	203	241	245	293
少数股东权益	-41	-31	-54	-80	-110
股本	81	81	130	130	130
资本公积	335	361	312	312	312
留存收益	253	319	407	525	671
归属母公司股东权益	633	731	848	994	1190
负债和股东权益	704	903	1034	1158	1374

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	86	123	119	156	213
净利润	72	80	122	159	203
折旧摊销	18	16	12	17	21
财务费用	-1	-1	2	2	2
投资损失	-12	-19	-25	-25	-25
营运资金变动	5	23	9	4	12
其他经营现金流	4	24	-0	-0	-0
投资活动现金流	-322	-180	-62	-50	-57
资本支出	13	16	75	58	61
长期投资	-324	-133	-0	-0	-0
其他投资现金流	-633	-296	13	8	4
筹资活动现金流	316	-13	-30	-41	-38
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	21	0	49	0	0
资本公积增加	309	26	-49	0	0
其他筹资现金流	-14	-39	-30	-41	-38
现金净增加额	80	-69	27	65	118

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	546	703	955	1199	1496
营业成本	30	43	59	74	92
营业税金及附加	4	3	4	6	8
营业费用	268	337	449	557	692
管理费用	90	103	143	176	217
研发费用	97	156	200	246	299
财务费用	-1	-1	2	2	2
资产减值损失	1	-1	0	0	0
其他收益	10	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	12	19	25	25	25
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	80	84	133	174	221
营业外收入	0	0	2	1	1
营业外支出	1	0	1	2	1
利润总额	79	84	133	174	221
所得税	7	4	11	14	18
净利润	72	80	122	159	203
少数股东损益	-11	-6	-23	-26	-29
归属母公司净利润	83	86	145	185	232
EBITDA	92	97	142	185	232
EPS(元)	0.64	0.66	1.11	1.42	1.79

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.9	28.8	35.7	25.6	24.8
营业利润(%)	22.2	5.6	57.6	30.9	27.0
归属于母公司净利润(%)	20.5	4.3	67.8	27.9	25.4
获利能力					
毛利率(%)	94.6	93.9	93.8	93.9	93.8
净利率(%)	15.1	12.3	15.2	15.4	15.5
ROE(%)	12.1	11.4	15.3	17.4	18.8
ROIC(%)	10.6	9.6	12.9	14.4	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	22.4	23.3	21.2	21.4
净负债比率(%)	-27.6	-2.6	-5.6	-12.0	-21.1
流动比率	3.8	4.4	3.7	4.0	3.8
速动比率	1.7	4.2	3.5	3.8	3.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	34.8	39.9	39.9	39.9	39.9
应付账款周转率	11.2	14.8	14.8	14.8	14.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.66	1.11	1.42	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.95	0.92	1.20	1.64
每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.63	6.52	7.65	9.16
估值比率					
P/E	83.5	80.0	47.7	37.3	29.7
P/B	10.9	9.4	8.1	6.9	5.8
EV/EBITDA	72.8	66.4	45.1	34.2	26.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn