

## 订阅转型提速，数字创意竞争力提升

买入|维持

### ——万兴科技(300624)2021年半年度报告点评

#### 事件：

公司于2021年8月26日晚发布《2021年半年度报告》。

#### 点评：

#### ● 公司订阅制转型快速推进，订阅占比大幅提升至近60%

上半年，公司实现营业收入5.03亿元，同比增长5.94%，剔除美元折算汇率下降对收入的影响-8.65%后，同比增长14.01%。上半年，公司继续推进订阅制转型，订阅用户数同比增长36%，订阅收入占比达59.63%，较去年年末增长29.63%。6月，公司主要产品MAU为7740万，同比大幅提升。上半年，公司实现归母净利润为4727.73万元，同比下降47.09%，主要原因是：1)公司进一步加大研发投入，研发费用达1.42亿元，同比增长96.54%；2)公司加大高层次人才引进力度，整体人员数量及薪酬同比增长。

#### ● 国产化与正版化孕育庞大市场，高基数下国内业务实现快速增长

分地区来看，1)境内：境内收入6019.64万元，同比增长32.14%，占比达12.02%。公司与华为鸿蒙深度合作，随着国产化和正版化的推进，产品在国内市场的渗透率有望持续提升。2)境外：境外收入4.43亿元，同比增长3.16%。其中，部分地区快速增长，如韩国市场营收同比增长1300%。分业务来看，公司对产品重新分类，将亿图、墨刀等产品划归绘图创意类，使产品线功能及特性更加清晰。1)视频创意类：实现收入2.74亿元，同比下降2.64%；2)绘图创意类：实现收入5074.63万元，同比增长60.33%；3)文档创意类：实现收入5234.26万元，同比增长13.76%；4)实用工具类：实现收入1.23亿元，同比增长11.84%。

#### ● 公司持续投入研发，视频技术引擎性能大幅提升，素材资源增长超3倍

公司以产品立业，持续投入研发创新，提升市场竞争力。2018-2021H1，公司研发费用率分别为17.85%、22.11%、22.39%、28.22%。上半年，公司对现有产品进行了大版本升级，优化底层算法；新一代视频技术引擎WES3.0大幅提升编辑性能，视频导出速度提升超120%，渲染性能提升160%。公司目前已拥有包括图片、视频、音频、特效在内的1500万素材资源，整体数量同比增长超3倍，资源收入同比增长约83%。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是全球领先的新生代数字创意赋能者，发展空间广阔。上半年，由于海外疫情反复、人民币汇率升值以及大规模扩招等因素，公司收入与利润受到一定影响。出于谨慎性原则，我们下调公司2021-2023年的营业收入至11.66(12.47)、14.66(15.71)、18.25(19.61)亿元，下调归母净利润至1.38(1.68)、1.77(2.17)、2.21(2.74)亿元，EPS为1.06、1.36、1.70元/股，对应PE为42.54、33.22、26.55倍。目前计算机(申万)指数的PE TTM为53.6倍，考虑到数字创意赛道处于高速发展期、公司在产品和营销方面的竞争优势、鸿蒙生态有望加速推进公司移动端产品的发展等因素，维持公司2021年55倍的目标PE，目标价为58.30元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

海外业务发展不及预期，付费率提升不及预期，鸿蒙生态推进不及预期，商誉减值。

当前价/目标价：45.22元/58.30元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：76.53 / 37.92

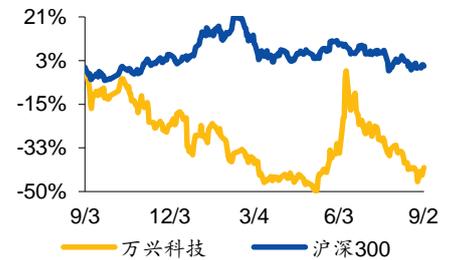
A股流通股(百万股)：110.67

A股总股本(百万股)：129.95

流通市值(百万元)：5004.64

总市值(百万元)：5876.21

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-万兴科技(300624.SZ)首次覆盖报告：数字创意赋能者，云化释放新动能》2021.07.11

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	703.47	976.48	1166.23	1465.59	1825.46
收入同比(%)	28.78	38.81	19.43	25.67	24.55
归母净利润(百万元)	86.26	125.24	138.12	176.87	221.29
归母净利润同比(%)	4.35	45.19	10.29	28.05	25.12
ROE(%)	11.79	14.69	14.32	15.89	17.06
每股收益(元)	0.66	0.96	1.06	1.36	1.70
市盈率(P/E)	68.12	46.92	42.54	33.22	26.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：万兴科技过去 3 年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	555.82	547.99	681.93	872.67	1099.23	
现金	94.70	121.74	247.88	422.17	628.90	
应收账款	16.48	23.71	28.22	36.35	45.82	
其他应收款	7.38	14.46	17.14	21.40	26.10	
预付账款	10.78	14.79	14.58	18.13	22.48	
存货	8.59	0.36	1.09	1.34	1.66	
其他流动资产	417.89	372.94	373.02	373.29	374.27	
<b>非流动资产</b>	347.14	516.42	549.03	552.17	556.54	
长期投资	49.16	47.99	48.89	49.86	50.37	
固定资产	141.53	143.87	144.38	145.25	146.45	
无形资产	2.66	2.06	2.95	4.01	5.23	
其他非流动资产	153.78	322.50	352.81	353.05	354.49	
<b>资产总计</b>	902.96	1064.41	1230.96	1424.84	1655.76	
<b>流动负债</b>	125.96	170.45	222.99	264.20	306.30	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	3.91	2.59	3.09	3.95	5.01	
其他流动负债	122.06	167.87	219.90	260.25	301.29	
<b>非流动负债</b>	76.63	65.60	64.12	64.39	63.80	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	76.63	65.60	64.12	64.39	63.80	
<b>负债合计</b>	202.60	236.05	287.11	328.59	370.10	
少数股东权益	-31.01	-24.11	-20.76	-16.58	-11.76	
股本	81.43	129.95	129.95	129.95	129.95	
资本公积	360.87	317.82	317.82	317.82	317.82	
留存收益	319.43	416.29	528.42	676.63	861.22	
<b>归属母公司股东权益</b>	731.37	852.47	964.61	1112.83	1297.43	
<b>负债和股东权益</b>	902.96	1064.41	1230.96	1424.84	1655.76	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	123.24	195.36	174.18	192.03	227.43	
净利润	80.18	134.03	141.47	181.05	226.11	
折旧摊销	15.95	15.85	13.28	13.68	14.08	
财务费用	-0.76	0.24	-5.54	-10.05	-15.77	
投资损失	-18.98	-16.90	-16.73	-17.16	-16.97	
营运资金变动	23.23	41.50	38.95	18.51	13.00	
其他经营现金流	23.62	20.63	2.75	6.00	6.98	
<b>投资活动现金流</b>	-179.58	-130.41	-27.60	0.85	0.22	
资本支出	16.15	119.38	10.21	11.27	12.36	
长期投资	132.50	12.76	0.90	0.97	0.51	
其他投资现金流	-30.93	1.72	-16.49	13.09	13.09	
<b>筹资活动现金流</b>	-12.91	-43.81	-20.44	-18.60	-20.92	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.29	48.52	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	26.29	-43.05	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-39.48	-49.28	-20.44	-18.60	-20.92	
<b>现金净增加额</b>	-68.93	21.28	126.14	174.29	206.73	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	703.47	976.48	1166.23	1465.59	1825.46	
营业成本	43.08	50.28	60.14	76.91	97.86	
营业税金及附加	3.25	5.50	6.41	7.91	9.67	
营业费用	337.17	440.82	518.16	638.85	780.57	
管理费用	102.83	142.06	146.60	182.61	225.99	
研发费用	155.57	218.61	316.98	405.74	517.32	
财务费用	-0.76	0.24	-5.54	-10.05	-15.77	
资产减值损失	-0.95	-3.03	-2.87	-2.61	-2.39	
公允价值变动收益	0.52	-0.95	0.32	0.27	0.25	
投资净收益	18.98	16.90	16.73	17.16	16.97	
<b>营业利润</b>	84.19	143.45	149.61	191.17	238.34	
营业外收入	0.06	0.13	0.09	0.10	0.10	
营业外支出	0.21	3.57	1.95	2.20	2.35	
<b>利润总额</b>	84.03	140.00	147.75	189.06	236.09	
所得税	3.86	5.97	6.28	8.02	9.99	
<b>净利润</b>	80.18	134.03	141.47	181.05	226.11	
少数股东损益	-6.09	8.79	3.35	4.18	4.82	
<b>归属母公司净利润</b>	86.26	125.24	138.12	176.87	221.29	
EBITDA	99.38	159.54	157.34	194.80	236.66	
EPS (元)	1.06	0.96	1.06	1.36	1.70	

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>成长能力</b>						
营业收入(%)	28.78	38.81	19.43	25.67	24.55	
营业利润(%)	5.59	70.39	4.30	27.77	24.68	
归属母公司净利润(%)	4.35	45.19	10.29	28.05	25.12	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	93.88	94.85	94.84	94.75	94.64	
净利率(%)	12.26	12.83	11.84	12.07	12.12	
ROE(%)	11.79	14.69	14.32	15.89	17.06	
ROIC(%)	71.06	87.15	92.67	132.09	177.44	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	22.44	22.18	23.32	23.06	22.35	
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
流动比率	4.41	3.21	3.06	3.30	3.59	
速动比率	4.33	3.20	3.05	3.29	3.58	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	0.88	0.99	1.02	1.10	1.19	
应收账款周转率	34.40	42.41	44.91	45.40	44.43	
应付账款周转率	14.77	15.49	21.18	21.86	21.85	
<b>每股指标 (元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.96	1.06	1.36	1.70	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.50	1.34	1.48	1.75	
每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.56	7.42	8.56	9.98	
<b>估值比率</b>						
P/E	68.12	46.92	42.54	33.22	26.55	
P/B	8.03	6.89	6.09	5.28	4.53	
EV/EBITDA	51.87	32.31	32.76	26.46	21.78	

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188