

# 多因素致业绩承压，订阅收入占比提升

## ——万兴科技(300624.SZ)2021 年年度报告点评

### 事件：

公司于 2022 年 4 月 22 日收盘后发布《2021 年年度报告》、《2022 年一季度报告》。

### 点评：

#### ● 深耕视频创意软件主赛道，全面推进各项业务 SaaS 化转型升级

2021 年，公司实现营业收入 10.29 亿元，同比增长 5.39%，剔除人民币汇率持续升值的影响后同比增长 11.40%。其中，订阅收入占总收入的比重近 60%，续费收入已占总收入的 24.3%，SaaS 转型初见成效。因订阅用户购买年（季、月）费的价格低于软件许可价格，对公司营业收入增速带来不利影响。分产品看：视频创意类收入为 5.83 亿元，绘图创意类收入为 1.03 亿元，文档创意类收入为 1.02 亿元，实用工具类收入为 2.38 亿元。分地区看：中国市场收入占比约 12%，韩国、印度、巴西市场销售收入分别增长约 314%、169%、44%，海外单一市场对于公司收入的影响正不断降低。

#### ● 加强产品孵化及前沿技术探索，为公司长期发展打牢基础

2021 年，公司实现归母净利润 2784.55 万元，同比下降 77.77%，剔除人民币汇率持续升值的影响后，归母净利润可增加约 3200 万元。研发方面，公司研发费用为 3.28 亿元，同比增长 50.09%。公司成功孵化万兴录演、Anireel、PDF 阅读器、万兴易修等全新产品，丰富公司产品矩阵，同时完成了万兴喵影、万兴恢复专家、Dr.Fone、MobileTrans 等产品的大版本升级，进一步提升产品质量与服务，夯实公司综合竞争力。营销方面，公司销售费用为 4.82 亿元，同比增长 9.44%。公司持续加强全球化营销中台建设，新拓代理商数量同比增长 243%，全球政企销售收入同比增长 64%。

#### ● 22Q1 公司持续深化 SaaS 转型，订阅收入占比提升至 62.24%

2022 年第一季度，公司实现营业收入 2.63 亿元，同比增长 3.71%，订阅收入占比已达 62.24%。核心产品 Wondershare Filmora 发布 V11 全新版本，销售收入环比提升约 9.61%。公司归母净利润为亏损 355.74 万元，主要原因为：1) 公司持续进行新技术新产品研发，研发费用为 0.81 亿元，同比增长 26.87%；2) 因市场竞争加剧，流量成本提升，公司销售费用为 1.30 亿元，同比增长 21.94%；3) 计提员工年薪约 1700 万元，同比增长 87.22%；4) 上年公司发行可转债致使财务费用同比增加 435.96 万元。

#### ● 盈利预测与投资建议

公司是全球领先的新生代数字创意赋能者，发展空间广阔。预测公司 2022-2024 年的营业收入为 13.07、16.14、19.48 亿元，归母净利润为 1.23、1.83、2.41 亿元，EPS 为 0.95、1.41、1.86 元/股，对应 PE 为 32.02、21.61、16.36 倍。目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 38.8 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，给予公司 2022 年 45 倍的目标 PE，对应的目标价为 42.75 元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

海外业务发展不及预期，产品创新孵化及推广不及预期，鸿蒙生态推进不及预期，商誉减值。

# 买入|维持

当前价/目标价：30.41 元/42.75 元

目标期限：6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：75.14 / 30.41

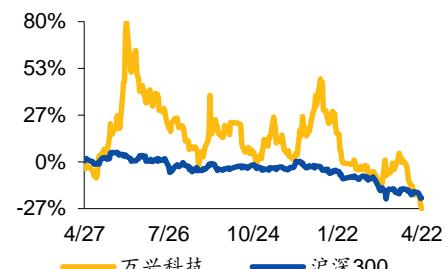
A 股流通股（百万股）：112.51

A 股总股本（百万股）：129.90

流通市值（百万元）：3421.38

总市值（百万元）：3950.20

### 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)2021 年半年度报告点评：订阅转型提速，数字创意竞争力提升》  
2021.09.06

《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 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

## 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	976.48	1029.16	1306.61	1613.64	1947.83
收入同比(%)	38.81	5.39	26.96	23.50	20.71
归母净利润(百万元)	125.24	27.85	123.36	182.76	241.48
归母净利润同比(%)	45.19	-77.77	343.03	48.14	32.13
ROE(%)	14.69	3.17	12.16	15.59	17.56
每股收益(元)(最新摊薄)	0.96	0.21	0.95	1.41	1.86
市盈率(P/E)	31.54	141.86	32.02	21.61	16.36

资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表						利润表											
会计年度	单位:百万元					单位:百万元											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E							
<b>流动资产</b>	547.99	725.20	880.90	1057.15	1285.65	<b>营业收入</b>	976.48	1029.16	1306.61	1613.64	1947.83						
现金	121.74	459.86	585.46	735.82	940.46	营业成本	50.28	46.48	59.52	73.52	88.67						
应收账款	23.71	34.92	43.35	52.41	62.10	营业税金及附加	5.50	2.74	7.19	8.71	10.32						
其他应收款	14.46	11.26	13.46	16.14	18.89	营业费用	440.82	482.41	580.53	703.39	838.74						
预付账款	14.79	13.00	15.62	18.80	21.52	管理费用	142.06	146.45	177.31	213.97	254.78						
存货	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	218.61	328.11	367.48	433.63	511.69						
其他流动资产	372.94	206.16	223.02	233.99	242.67	财务费用	0.24	10.18	0.52	0.38	0.20						
<b>非流动资产</b>	516.42	815.69	819.22	834.18	849.53	资产减值损失	-3.03	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期投资	47.99	70.61	78.89	83.86	89.37	公允价值变动收益	-0.95	4.55	0.32	0.27	0.25						
固定资产	143.87	143.23	142.27	141.57	141.08	投资净收益	16.90	12.33	14.96	14.41	14.25						
无形资产	2.06	37.44	38.33	39.39	40.61	<b>营业利润</b>	143.45	48.08	137.60	200.88	262.33						
其他非流动资产	322.50	564.42	559.73	569.36	578.48	营业外收入	0.13	0.60	0.35	0.40	0.42						
<b>资产总计</b>	1064.41	1540.89	1700.13	1891.34	2135.18	营业外支出	3.57	0.77	1.61	1.65	1.49						
<b>流动负债</b>	170.45	185.22	203.97	221.24	242.13	<b>利润总额</b>	140.00	47.92	136.34	199.63	261.26						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	5.97	-1.09	5.79	8.46	11.05						
应付账款	2.59	4.64	5.44	5.98	6.31	<b>净利润</b>	134.03	49.01	130.55	191.16	250.21						
其他流动负债	167.87	180.58	198.53	215.27	235.81	少数股东损益	8.79	21.16	7.19	8.40	8.73						
<b>非流动负债</b>	65.60	476.22	474.47	482.84	493.52	<b>归属母公司净利润</b>	125.24	27.85	123.36	182.76	241.48						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	159.54	80.84	152.86	216.52	278.32						
其他非流动负债	65.60	476.22	474.47	482.84	493.52	EPS (元)	0.96	0.21	0.95	1.41	1.86						
<b>负债合计</b>	236.05	661.44	678.44	704.08	735.64												
少数股东权益	-24.11	-0.27	6.92	15.32	24.05												
股本	129.95	129.96	129.90	129.90	129.90												
资本公积	317.82	296.23	296.29	296.29	296.29												
留存收益	416.29	442.38	565.75	722.91	926.47												
<b>归属母公司股东权益</b>	852.47	879.72	1014.77	1171.93	1375.49												
<b>负债和股东权益</b>	1064.41	1540.89	1700.13	1891.34	2135.18												
现金流量表						主要财务比率											
会计年度	单位:百万元					<b>成长能力</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
	2020	2021	2022E	2023E	2024E												
<b>经营活动现金流</b>	195.36	141.99	140.37	194.88	260.18	营业收入(%)	38.81	5.39	26.96	23.50	20.71						
净利润	134.03	49.01	130.55	191.16	250.21	营业利润(%)	70.39	-66.48	186.17	45.99	30.59						
折旧摊销	15.85	22.57	14.74	15.26	15.78	归属母公司净利润(%)	45.19	-77.77	343.03	48.14	32.13						
财务费用	0.24	10.18	0.52	0.38	0.20												
投资损失	-16.90	-12.33	-14.96	-14.41	-14.25												
营运资金变动	41.50	50.07	4.33	1.25	3.36												
其他经营现金流	20.63	22.49	5.19	1.24	4.87												
<b>投资活动现金流</b>	-130.41	-81.36	-26.06	-18.65	-17.66												
资本支出	119.38	117.17	10.21	11.27	12.36												
长期投资	12.76	-176.88	8.28	4.97	5.51												
其他投资现金流	1.72	-141.07	-7.56	-2.41	0.21												
<b>筹资活动现金流</b>	-43.81	271.40	11.29	-25.87	-37.88												
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	48.52	0.01	-0.06	0.00	0.00												
资本公积增加	-43.05	-21.59	0.06	0.00	0.00												
其他筹资现金流	-49.28	292.98	11.29	-25.87	-37.88												
<b>现金净增加额</b>	21.28	330.95	125.60	150.36	204.64												
主要财务比率						<b>盈利能力</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E						
会计年度	单位:百万元																
	2020	2021	2022E	2023E	2024E												
<b>经营活动现金流</b>	195.36	141.99	140.37	194.88	260.18	毛利率(%)	94.85	95.48	95.44	95.44	95.45						
净利润	134.03	49.01	130.55	191.16	250.21	净利率(%)	12.83	2.71	9.44	11.33	12.40						
折旧摊销	15.85	22.57	14.74	15.26	15.78	ROE(%)	14.69	3.17	12.16	15.59	17.56						
财务费用	0.24	10.18	0.52	0.38	0.20	ROIC(%)	87.15	17.82	40.18	58.85	77.46						
投资损失	-16.90	-12.33	-14.96	-14.41	-14.25	<b>偿债能力</b>											
营运资金变动	41.50	50.07	4.33	1.25	3.36	资产负债率(%)	22.18	42.93	39.91	37.23	34.45						
其他经营现金流	20.63	22.49	5.19	1.24	4.87	净负债比率(%)	0.00	2.07	2.04	1.99	1.93						
<b>投资活动现金流</b>	-130.41	-81.36	-26.06	-18.65	-17.66	流动比率	3.21	3.92	4.32	4.78	5.31						
资本支出	119.38	117.17	10.21	11.27	12.36	速动比率	3.20	3.92	4.32	4.78	5.31						
长期投资	12.76	-176.88	8.28	4.97	5.51	<b>营运能力</b>											
其他投资现金流	1.72	-141.07	-7.56	-2.41	0.21	总资产周转率	0.99	0.79	0.81	0.90	0.97						
<b>筹资活动现金流</b>	-43.81	271.40	11.29	-25.87	-37.88	应收账款周转率	42.41	35.09	33.36	33.68	34.00						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	15.49	12.86	11.81	12.88	14.43						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>											
普通股增加	48.52	0.01	-0.06	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.21	0.95	1.41	1.86						
资本公积增加	-43.05	-21.59	0.06	0.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.09	1.08	1.50	2.00						
其他筹资现金流	-49.28	292.98	11.29	-25.87	-37.88	每股净资产(最新摊薄)	6.56	6.77	7.81	9.02	10.59						
<b>现金净增加额</b>	21.28	330.95	125.60	150.36	204.64	<b>估值比率</b>											
						P/E	31.54	141.86	32.02	21.61	16.36						
						P/B	4.63	4.49	3.89	3.37	2.87						
						EV/EBITDA	21.21	41.86	22.13	15.63	12.16						

## 投资评级说明：

### (1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上
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
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上

### (2) 行业评级定义

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
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
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

## 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](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

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  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

### 上海

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：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188