

万兴科技 (300624.SZ)

消费软件领军迎内生外延双提速拐点

消费软件领军迎内生提速拐点。公司品牌升级“生活化科技创想者”，专注于生活与工作应用场景提供数字化创意、数据管理和办公效率等三类消费软件，其中数字化创意为核心板块。公司主网站最新全球 Alexa 排名 866，相比 IPO 前的 1,350 名持续提升，2018 年主要电子商务网站累计访问量超过 4 亿人次，产品年度累计下载量达到 8,636 万次。2019 年半年报靓丽，开启增长提速，考虑股权激励费用后的实际净利润增长超过 35%；公司实控人地位稳固，小非减持压力正边际递减。

短视频风口正劲，视频剪辑拳头产品 Filmora 差异化定位网红和小 B 企业。短视频行业月活跃用户持续高速增长，以抖音、YouTube 为主的短视频 App 带动了整个行业的快速发展，各类网红、博主、企业对视频剪辑软件及其素材的需求呈现快速增长。公司的视频剪辑软件 Filmora 深受用户喜爱，ARPU 自 2014 年起持续提升，并以网红、小 B 企业等为目标用户，推出资源商城 Filmstocks 增加用户二次消费提升 ARPU，与 Adobe 等行业对手展开差异化竞争。

跨端数据管理打通多类终端，覆盖数据全生命周期应用场景。公司在跨端数据管理主要推出了三款产品：Dr.Fone、Recoverit 和 TunesGo，分别专注于手机数据修复、电脑数据恢复和手机与电脑间的数据管理。随着存量智能手机的快速增加以及即将到来的 5G 换机潮，跨端数据管理工具依然存在较大的发展空间。

高性价比竞争策略切入 PDF 软件市场，收购亿图软件迈出外延扩张第一步。全球 PDF 软件市场目前 Adobe 一家独大，公司目前通过差异化的产品功能设计和高性价比竞争策略切入这一市场，取得了良好的开局。此外，2019 年 5 月通过收购亿图软件进一步拓展产品线，丰富个人办公软件品类，迈出了外延式扩张的第一步。

首次覆盖给予“买入”评级，2021 年目标市值约 96 亿元。我们预测公司 2019-2021 年分别实现营业收入 6.9 亿元、9.2 亿元和 12.0 亿元，实现归母净利润 1.01 亿元、1.51 亿元和 2.06 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.85 元和 2.53 元，公司当前股价对应的 PE 分别为 48X、32X 和 23X。由于公司目前的产品均推行订阅收费模式，因此 PS 估值方法更为合适，公司当前股价对应 PS 为 6.9X、5.2X 和 4.0X。我们保守给予 8 倍 PS，对应 2021 年市值 96 亿元，给予“买入”评级。

风险提示：短视频、Vlog 潮流降温风险；研发投入不及预期的风险；产品推广依赖 Google 的风险；海外市场拓展风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	467	546	693	920	1,198
增长率 yoy (%)	26.9	16.9	26.9	32.8	30.2
归母净利润 (百万元)	69	83	101	151	206
增长率 yoy (%)	8.1	20.5	21.6	49.8	36.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.84	1.02	1.23	1.85	2.53
净资产收益率 (%)	22.6	12.1	13.8	19.4	22.0
P/E (倍)	69.5	57.7	47.5	31.7	23.1
P/B (倍)	17.5	7.5	6.7	5.7	4.7

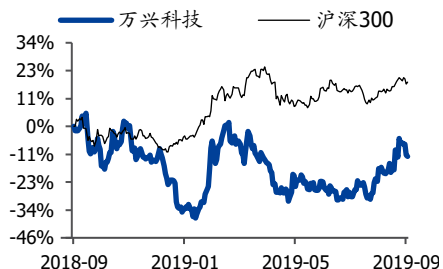
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	
最新收盘价	58.57
总市值(百万元)	4,769.21
总股本(百万股)	81.43
其中自由流通股(%)	60.67
30 日日均成交量(百万股)	1.78

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiayi@gszq.com

分析师 杨烨

执业证书编号：S0680519060002

邮箱：yangye@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	124	427	473	513	646
现金	84	164	201	231	343
应收账款	13	19	21	27	36
其他应收款	11	0	14	5	19
预付账款	7	10	11	16	19
存货	6	8	0	6	2
其他流动资产	4	227	227	227	227
非流动资产	185	277	325	406	495
长期投资	0	49	68	103	130
固定资产投资	147	142	174	225	286
无形资产	14	11	8	4	4
其他非流动资产	23	75	75	75	74
资产总计	308	704	799	919	1,141
流动负债	64	112	114	109	117
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3	2	1	1	2
其他流动负债	61	110	113	108	115
非流动负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	65	112	115	109	117
少数股东权益	-30	-41	-50	-47	-36
股本	60	81	81	81	81
资本公积	26	335	335	335	335
留存收益	187	253	318	430	594
归属母公司股东收益	273	633	734	856	1,060
负债和股东权益	308	704	799	919	1,141
	124	427	473	513	646
现金流量表 (百万元)	84	164	201	231	343
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	80	86	99	134	216
净利润	55	72	91	154	217
折旧摊销	15	18	13	16	14
财务费用	2	-1	-0	0	0
投资损失	-0	-12	-18	-16	-21
营运资金变动	10	5	-7	-14	-14
其他经营现金流	-3	4	20	-6	20
投资活动现金流	-19	-322	-43	-81	-82
资本支出	19	13	29	46	62
长期投资	0	-324	-19	-31	-27
其他投资现金流	0	-633	-34	-65	-47
筹资活动现金流	-44	316	-20	-24	-23
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	21	0	0	0
本公积增加	-0	309	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-14	-20	-24	-23
现金净增加额	15	80	37	30	112

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	467	546	693	920	1,198
营业成本	19	30	17	14	18
营业税金及附加	3	4	5	6	8
营业费用	212	268	343	439	556
管理费用	165	187	247	307	395
财务费用	2	-1	-0	0	0
资产减值损失	1	1	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	12	18	16	21
营业利润	65	80	100	169	240
营业外收入	0	0	3	2	1
营业外支出	4	1	2	2	2
利润总额	61	79	101	170	239
所得税	6	7	9	16	22
净利润	55	72	91	154	217
少数股东收益	-14	-11	-9	3	11
归属母公司净利润	69	83	101	151	206
EBITDA	74	92	108	179	245
EPS (元)	0.84	1.02	1.23	1.85	2.53
主要财务比率					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	26.9	16.9	26.9	32.8	30.2
营业利润 (%)	27.9	22.2	25.0	69.4	42.2
归属母公司净利润 (%)	8.1	20.5	21.6	49.8	36.9
获利能力					
毛利率 (%)	95.9	94.6	97.6	98.5	98.5
净利率 (%)	14.7	15.1	14.5	16.4	17.2
ROE (%)	22.6	12.1	13.8	19.4	22.0
ROIC	19.3	10.6	12.1	17.6	20.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.1	15.9	14.4	11.9	10.2
净负债比率 (%)	-34.5	-27.6	-30.3	-29.1	-34.8
流动比率	1.9	3.8	4.1	4.7	5.5
速动比率	1.8	3.8	4.1	4.6	5.5
营运能力					
总资产周转率	1.59	1.08	0.92	1.07	1.16
应收账款周转率	34.4	34.8	35.0	38.0	38.0
应付账款周转率	6.8	11.2	11.2	11.2	11.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.02	1.23	1.85	2.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.77	0.71	1.23	1.66	2.67
每股净资产 (最新摊薄)	3.35	7.77	8.76	10.32	12.57
估值比率					
P/E	69.5	57.7	47.5	31.7	23.1
P/B	17.5	7.5	6.7	5.7	4.7
EV/EBITDA	62.9	49.5	41.7	25.1	17.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、	稀缺的消费软件领军	5
1.1	生活化科技创想者	5
1.2	网站流量增长, Alexa 排名提升明显	7
1.3	2019 年半年报开启增长提速	7
1.4	实控人地位稳固, 小非减持压力边际递减	8
二、	短视频风口正劲, Filmora 差异化定位网红和小 B 企业	9
2.1	短视频风口正劲, Filmora 深受用户喜爱	9
2.2	Filmora 差异化定位网红和小 B 企业	15
三、	跨端数据管理打通多类终端, 覆盖数据全生命周期应用场景	17
3.1	Dr.Fone 主打手机数据修复、存储和擦除	18
3.2	Recoverit 专注电脑数据恢复	19
3.3	TunesGo 聚焦手机与电脑间数据管理	20
四、	差异化切入 PDF 软件市场, 收购亿图软件迈出外延扩张第一步	20
4.1	高性价比竞争策略切入 PDF 软件市场	20
4.2	收购亿图软件拓展产品线, 外延式扩张迈出第一步	23
五、	盈利预测和投资建议	25
	风险提示	26

图表目录

图表 1:	公司进入第四个发展阶段	5
图表 2:	公司主要软件产品清单	6
图表 3:	公司各板块收入数据 (单位: 万元, 2014-2019H1)	6
图表 4:	公司各板块收入占比数据 (2014-2019H1)	6
图表 5:	公司主网站近 90 日 Alexa 排名数据 (截至 2019.9.7)	7
图表 6:	用户访问公司网站之前刚刚所访问的网站分布 (截至 2019.9.7)	7
图表 7:	公司收入数据 (2014-2019H1)	8
图表 8:	公司归母净利润数据 (2014-2019H1)	8
图表 9:	公司主要股东信息	8
图表 10:	公司数字创意类软件板块收入数据 (单位: 万元, 2014-2019H1)	9
图表 11:	短视频继续保持月活跃用户增长高增速 (单位: 亿)	9
图表 12:	Vlog 成为短视频行业新风口	10
图表 13:	Filmora 产品收入数据	10
图表 14:	Filmora 提供强大的视频剪辑功能	11
图表 15:	Filmora 产品发展历程	11
图表 16:	Filmora9 个人版的收费模式	12
图表 17:	Filmora9 商业版的收费模式	12
图表 18:	Filmora Pro 的收费模式	12
图表 19:	FilmoraScrn 的收费模式	13
图表 20:	Filmstocks 提供四大类资源	13
图表 21:	Filmstocks 的收费模式	14
图表 22:	喵影工厂的功能和会员收费模式	14
图表 23:	Filmora 和主要竞品的对比	15
图表 24:	CyberLink 推出 Director Suite 365 打包订阅计划	16
图表 25:	VideoStudio 2019 的新产品功能	16

图表 26: Adobe 的视频音频产品清单.....	17
图表 27: 数据管理类软件收入数据 (单位: 万元, 2014-2019H1).....	17
图表 28: Dr.Fone 和 Recoverit 位于公司主页核心位置.....	18
图表 29: Dr.Fone 的核心功能和定价.....	18
图表 30: Dr.Fone 产品优势.....	19
图表 31: Recoverit 的功能和定价.....	19
图表 32: TunesGo 的功能模块.....	20
图表 33: TunesGo 产品定价.....	20
图表 34: 全球主要 PDF 厂商的收入对比 (单位: 百万美元, 2018 年度).....	21
图表 35: Adobe Document Cloud 定价体系.....	22
图表 36: PDFElement 功能丰富.....	22
图表 37: PDFElement 功能清单.....	23
图表 38: 亿图软件主要软件产品.....	23
图表 39: 亿图软件对赌业绩.....	24
图表 40: 亿图软件绘图领域列表.....	24
图表 41: 亿图图示的绘图模板展示.....	24
图表 42: 思维导图 (MindMaster) 的主界面.....	25
图表 43: 公司收入预测 (2019-2021 年, 单位: 亿元).....	25
图表 44: 其他关键盈利预测假设 (2019-2021 年).....	26

一、 稀缺的消费软件领军

1.1 生活化科技创想者

品牌升级“生活化科技创想者”。万兴科技创立于2003年，于2018年1月18日登陆深圳证券交易所创业板，并在2019年3月进行了品牌定位的全新升级，定位于“生活化科技创想者”，专注为生活与工作应用场景提供消费级软件。

图表 1: 公司进入第四个发展阶段



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

覆盖数字化创意、数据管理和办公效率三类消费软件。公司的主要软件产品分为三个板块，分别是数字化创意类软件、数据管理类软件和办公效率类软件。数字化创意类软件主要覆盖视频编辑与图片编辑，数据管理类软件主要覆盖数据恢复与移动设备管理，而办公效率类软件主要包括 PDF 编辑和转换、在线电子签名和办公绘图。

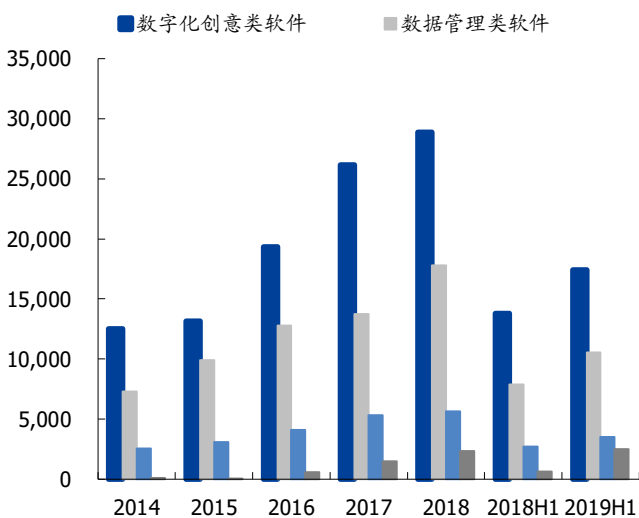
图表 2: 公司主要软件产品清单

大类产品	细分类别	产品名称	功能备注
数字化创意类	视频编辑	Filmora/Filmora Pro	视频剪辑
		Video Converter	视频转换
		DVD Creator	DVD 刻录
		喵影工厂 (Filmora 中国版)	视频剪辑
		Filmora scrn	视频录制
	图片编辑	Fotophire	图片编辑
	其他	Video 资源商城	视频素材商城
数据管理类	数据恢复	Recoverit/万兴恢复专家	电脑端数据恢复
		Dr.Fone	移动数据解决方案工具
	移动设备管理	TunesGo	移动设备管理
办公效率类	PDF	PDFElement	PDF 编辑
		PDF Converter	PDF 转换
		HiPDF	在线 PDF 工具
	办公绘图	Edraw Max	综合绘图软件
		MindMaster	思维导图
		菲果设计	在线平面设计
	其他	SignX	在线电子签名

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

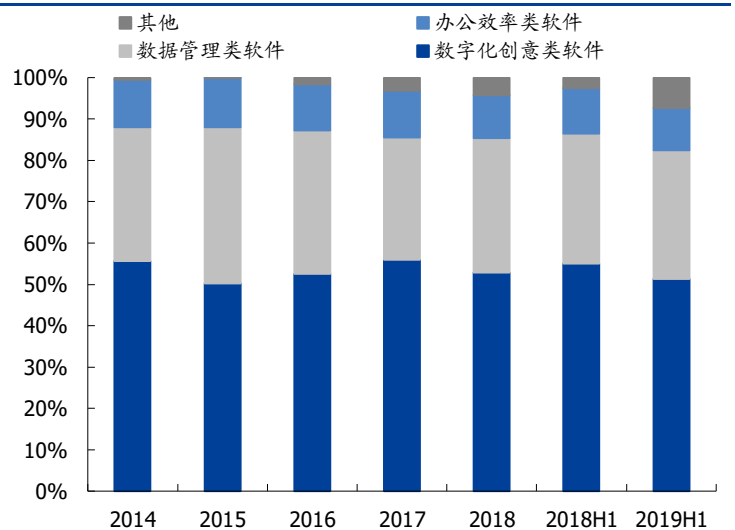
三大业务板块齐增长, 数字化创意软件为业务核心。数字化创意软件的收入占比近年来一直保持在 50% 以上的水平, 为公司最重要的业务板块, 数据管理类软件 and 办公效率类软件的收入增速相对平稳, 占营业收入的比例也基本分别稳定在 30% 和 10% 的水平, 其他业务主要受到斑点猫的智能家居硬件收入的增长而占比提升。

图表 3: 公司各板块收入数据 (单位: 万元, 2014-2019H1)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司各板块收入占比数据 (2014-2019H1)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 网站流量增长，Alexa 排名提升明显

公司主网站 **Alexa** 排名提升明显。根据专门发布网站世界排名的 Alexa (Amazon 旗下公司) 依据用户连接数和页面浏览数三个月累积的几何平均数计算结果: 截至 2019 年 9 月 7 日, 公司主网站 wondershare.com 的全球排名为 866 名, 比公司招股说明书里披露的截至 2017 年 6 月底的数据 1,350 名大幅提升, 此外, 根据 Alexa 的数据, 公司主网站的 PV 值约为 380 万, UV 值约为 250 万。2018 年主要电子商务网站累计访问量超过 4 亿人次, 产品年度累计下载量达到 8,636 万次, 公司最近两年的业务增长和 Alexa 网站排名的提升保持同步, 步入快速发展阶段。

Google 搜索排名算法调整对公司网站排名和收入形成短期负面影响, 我们预计半年内将会恢复。根据 Alexa 在 2019 年 9 月 7 日的数据, 过去 60 天访问公司网站的人有 46.1% 之前刚刚访问了 google, 8.46% 访问了 youtube.com, 0.96% 访问了 filmstocks.com, 0.9% 访问了 yahoo.com, 0.89% 访问了 wondershare.net。从上面这个数据可以看到, 公司对 Google 搜索引擎的导流具有较强的依赖 (2007 年公司开始和 Google 合作), Google 搜索算法的调整对公司的主要网站流量在短期会产生一定的负面影响 (2019 年第二季度收入环比 2019 年第一季度出现了 2.68% 的小幅下滑)。目前公司正在针对 SEO 进行优化, 期间公司海外收入将会短期承压, 我们预计半年内会逐步恢复。

图表 5: 公司主网站近 90 日 Alexa 排名数据 (截至 2019.9.7)



资料来源: Alexa, 国盛证券研究所

图表 6: 用户访问公司网站之前刚刚所访问的网站分布 (截至 2019.9.7)

网站名	占比
google.com	46.1%
youtube.com	8.46%
filmstocks.com	0.96%
yahoo.com	0.9%
wondershare.net	0.89%

资料来源: Alexa, 国盛证券研究所

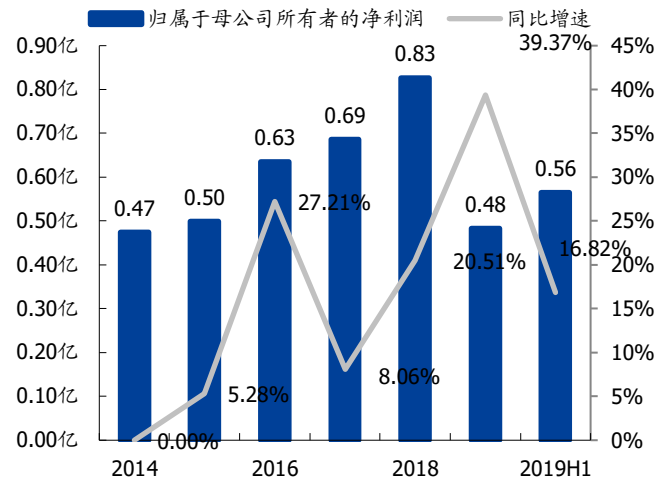
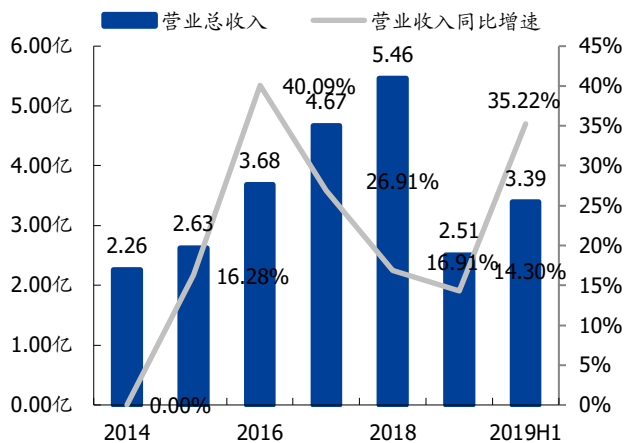
1.3 2019 年半年报开启增长提速

2019 年半年报开启增长提速, 股权激励费用拉低表观利润增速。2019 年半年报收入为 3.39 亿元, 同比增长 35.2%, 归母净利润约 0.56 亿元, 同比增长 16.82%, 公司 2019 年中报产生了约 989 万元的限制性股票期权的摊销(全年预计为约 1,900 万元), 而 2018

年同期没有这一费用，加回这一费用并考虑所得税影响后，公司2019年上半年的归母净利润增速实际达到了约35.8%。2019年半年报的扣非净利润也有同比14.3%的增速。

图表7: 公司收入数据 (2014-2019H1)

图表8: 公司归母净利润数据 (2014-2019H1)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 实控人地位稳固，小非减持压力边际递减

实控人地位稳固。公司实际控制人为董事长吴太兵，为软件开发技术出身，目前直接持股19.21%，亿兴投资、家兴投资系吴太兵的一致行动人，也是公司的员工持股平台，吴太兵分别持股52.24%和53.2%，吴太兵拥有公司37.71%股份的控制权和28.94%的收益权，控制权稳定。北京和谐成长投资中心（有限合伙）的主要出资人为全国社会保障基金理事会（33.29%）、中国科学院控股有限公司（19.42%）和北京国有资本经营管理中心（9.71%），浙江华睿盛银创业投资有限公司的主要股东为浙江海越股份有限公司（22%）、杭州嘉银投资有限公司（20%）和杭州文广投资控股有限公司（15%）等。宗佩民为华睿投资的主要负责人。傅宇权为2010年10月引进的核心人才，曾为公司董事，于2014年6月离职。张愚为公司2011年收购的珠海斑点猫的创始人，于2012年5月离职。

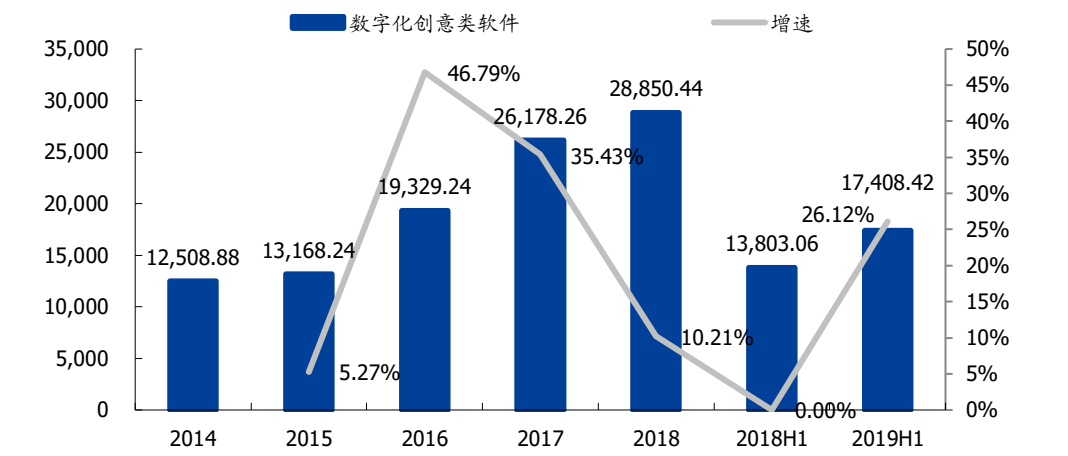
图表9: 公司主要股东信息

股东名称	持股比例	备注	主要出资人	出资比例
吴太兵	19.21%	公司实控人、创始人（实际受益28.94%）	-	-
亿兴投资	15.26%	员工持股平台，吴太兵持股52.24%	-	-
家兴投资	3.17%	员工持股平台，吴太兵持股53.2%	-	-
北京和谐成长投资中心（有限合伙）	6.55%	创投基金，成立于2010年8月，是IDG团队在国内发起的人民币基金	全国社会保障基金理事会 中国科学院控股有限公司 北京国有资本经营管理中心	33.29% 19.42% 9.71%
浙江华睿盛银创业投资有限公司	9.97%	创投基金	浙江海越股份有限公司 杭州嘉银投资有限公司 杭州文广投资控股有限公司	22% 20% 15%
宗佩民	1.05%	华睿投资的负责人	-	-
傅宇权	0.63%	2010年10月引进的核心人才，曾为公司董事，于2014年6月离职	-	-
张愚	8.7%	公司2011年收购的珠海斑点猫的创始人，于2012年5月离职	-	-

资料来源: 企查查, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

二、短视频风口正劲，Filmora 差异化定位网红和小 B 企业

图表 10: 公司数字创意类软件板块收入数据 (单位: 万元, 2014-2019H1)



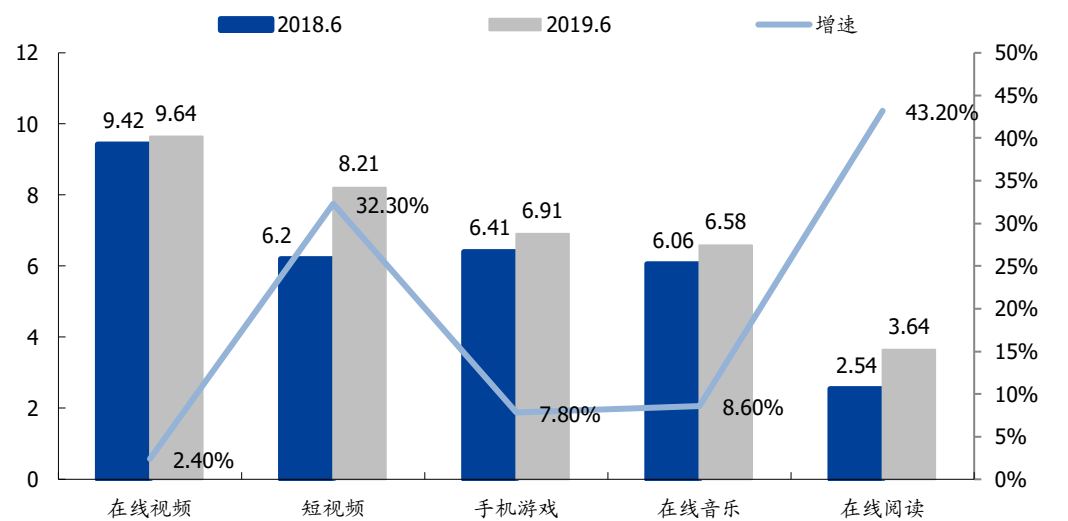
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

公司数字创意类软件板块有多款畅销产品, 其中以视频剪辑软件 Filmora 为主打拳头产品, 整个板块在过去几年均表现出稳健的增速, 并在 2018 年向订阅模式转型。

2.1 短视频风口正劲, Filmora 深受用户喜爱

短视频行业月活跃用户持续高速增长, 以抖音、YouTube 为主的短视频 App 带动了整个行业的快速发展, 各类网红、博主、企业对视频剪辑软件及其素材的需求呈现快速增长。根据 QuestMobile 的《短视频 2019 半年报告》, 2019 年 6 月短视频行业的月活跃用户数达到了 8.21 亿, 同比增长高达 32.3%, 成为泛娱乐典型行业中在用户基数较大的情况下依然保持同比高速增长的细分领域。无论是微博发布 Vlog 博主召集令还是 2019 年 4 月抖音放开 15 秒时长限制, 提出“Vlog 十亿流量扶持计划”, 都在大力争夺短视频流量入口。而 2019 年“口红一哥”李佳琦的走红也凸显了短视频营销的价值。

图表 11: 短视频继续保持月活跃用户增长高增速 (单位: 亿)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 12: Vlog 成为短视频行业新风口



资料来源: 酷鹅用户研究院, 国盛证券研究所

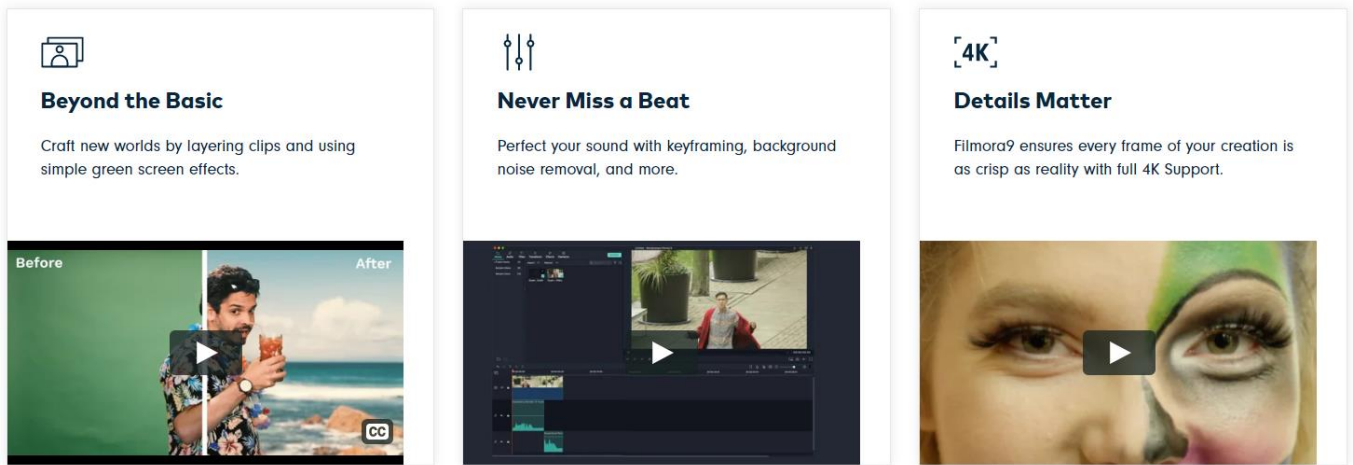
Filmora 是公司的拳头产品系列, 深受欧美、日本用户喜爱。公司的视频剪辑软件 Filmora 是一款为创作者提供视频编辑、特效、转场、分享、屏幕录制、慢动作和回放等功能的桌面软件, 支持多种视频格式, 辅助修复摄像头鱼眼和画面抖动, “界面设计精美, 便捷好用”。Filmora 的主界面由墨绿、深海军蓝构成, 各功能区层次分明, 整体感觉舒朗、简洁。为了满足不同用户的使用习惯, Filmora 还提供一种以间宝石绿和米色构成的浅色界面, 非常时尚。为了弥补小白用户在技能上的“短板”, Filmora 提供了海量模板和素材供用户直接“套用”, 包括上千种好莱坞大片特效和片头、300+种字幕、400+种叠加特效等素材都能够随时被用户调用, 推出短短 3 年就得到了欧美、日本等发达国家和地区千万海外用户的追捧。目前官方最新的版本为 Filmora9 个人版和商业版, 同时面对专业用户推出了 Filmora Pro 专业版, 在音频处理上提供更大的强大的功能, 例如无限轨道、新增音频调节器、预设功能、淡入淡出可调整性增强等。此外, 公司还推出了屏幕录制产品 FilmoraScr, 支持多设备录制、高达 15-120FPS 支撑高速游戏录制、录制可编辑, 并提供大量后期编辑工具。

图表 13: Filmora 产品收入数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年
Filmora 销售数量 (万套)	9.16	18.88	32.17	21.94
Filmora 销售单价 (元)	172.23	184.59	269.39	312.56
Filmora 产品收入 (万元)	1,577.63	3,485.06	8,666.28	6,857.57
数字创意类软件总收入 (万元)	12,508.81	13,168.10	19,328.79	12,165.93
Filmora 产品收入占数字创意类软件收入比重	12.61%	26.47%	44.84%	56.37%

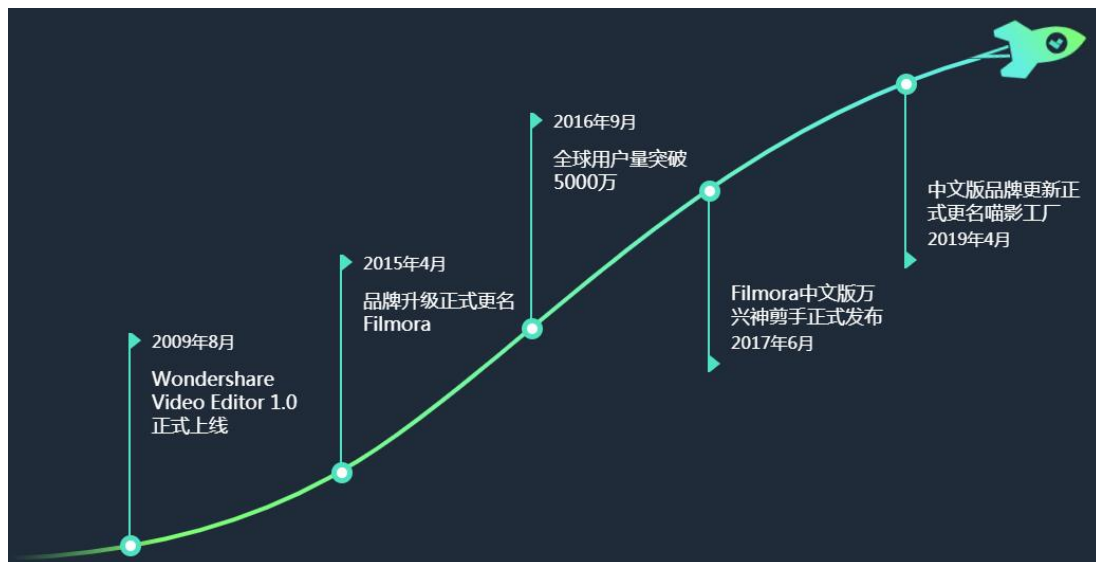
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 14: Filmora 提供强大的视频剪辑功能



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 15: Filmora 产品发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 16: Filmora9 个人版的收费模式

	1 年版	LIFETIME	UNLIMITED
全部特性	√	√	√
免费更新	√	√	√
无水印	√	√	√
免费技术支持	√	√	√
从资源库获得无限制的下載	×	×	√
每月新特效更新	×	×	√
价格	39.99 美元/年	一次性支付, 原价 69.99 美元, 目前折扣价 59.99 美元, 赠送 30 天标准版资源库免费下载权限	原价 159.87 美元/年, 目前折扣价 99.87 美元/年, 按年计费

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 17: Filmora9 商业版的收费模式

	基础商业计划	标准商业计划	高级商业计划
所有 Filmora9 的剪辑特性	√	√	√
免费更新	√	√	√
免费技术支持	√	√	√
允许公司商业使用	√	√	√
Filmstocks 资源库的等级	免费版	标准版	高级版
作品无须标注“使用 filmora9 制作”	√	√	√
多用户控制	√	√	√
多用户折扣	√	√	√
1 对 1 销售支持	×	√	√
灵活的付款方式	×	√	√
收费模式 (按年收费)	12.99 美元/月/用户	24.99 美元/月/用户	57.99 美元/月/用户

 资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所
 注: 用户超过 5 人可以单独议价

图表 18: Filmora Pro 的收费模式

	免费版	LIFETIME	1 年版
全部特性	√	√	√
免费升级	√	√	√
无水印	×	√	√
免费技术支持	×	√	√
收费模式	免费	一次性支付, 原价 199.99 美元, 目前折扣价 149.99 美元	原价 119.99 美元/年, 目前折扣价 89.99 美元/年, 按年计费

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

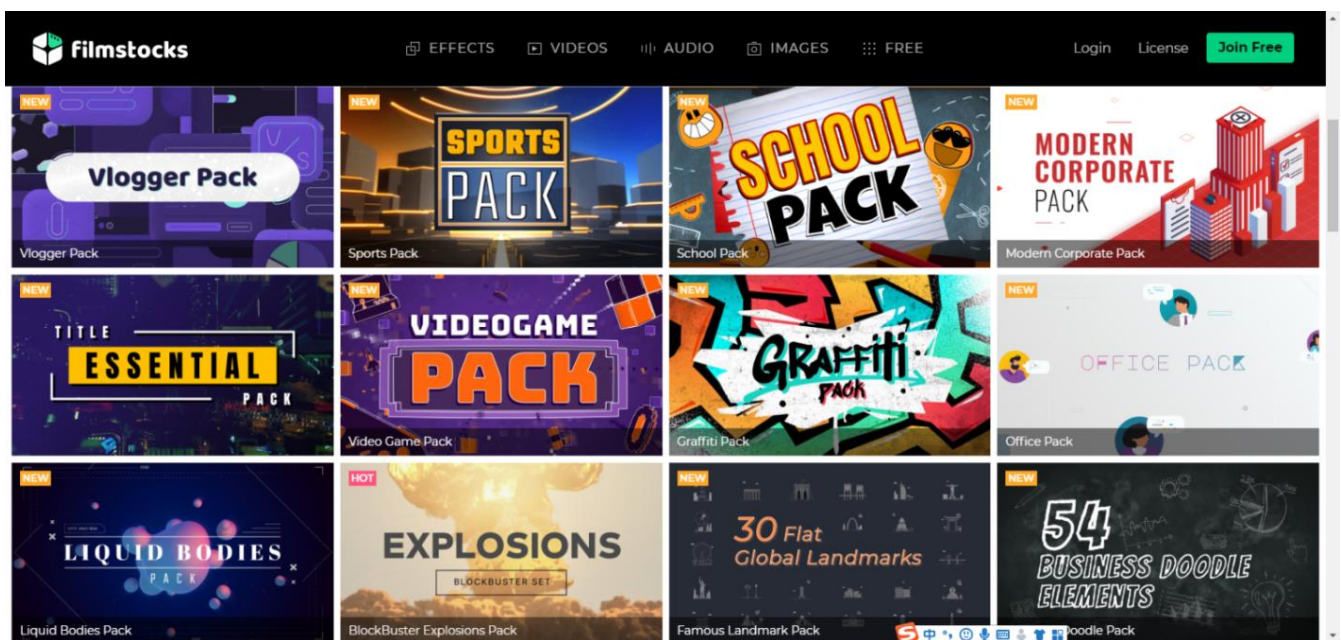
图表 19: FilmoraScrn 的收费模式

	1 年版	LIFETIME
全部特性	✓	✓
免费升级	✓	✓
无水印	✓	✓
免费技术支持	✓	✓
收费模式	原价 29.99 美元/年/PC, 目前折扣价 19.99 美元/年/PC	一次性支付, 原价 39.99 美元/ PC, 目前折扣价 29.99 美元/PC

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

视频制作资源网站 **Filmstocks** 提升用户 **ARPU**。2019 年上半年公司上线全新的视频制作资源网站 **Filmstocks.com**, 增加了海量视频素材、音乐、特效等资源, 在完成基本资源会员制售卖的基础上, 实现在产品的内嵌, 提升 **Filmora** 用户 **ARPU** 值。**Filmstocks** 提供独特的原创视频特效资源, 资源库保持持续的增长更新, 并且在使用 **Filmstocks** 里的资源无需备注资源、特效出处。**Filmstocks** 里的资源主要分为特效、视频、音频和图片四类资源, 部分资源免费提供。根据公司招股说明书披露的数据, 2014 年至 2017 年上半年, **Filmora** 产品无论是销量还是产品单价都出现了明显的增长, **Filmora** 产品总收入占数字创意类软件收入的比例从 2014 年的 12.61% 大幅提升至 2017 年上半年的 56.37%, 我们预计未来随着 **Filmora** 产品竞争力的不断增强、短视频&Vlog 潮流对公司产品需求的迅速增长, 这一比例还将继续上行。

图表 20: Filmstocks 提供四大类资源



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 21: Filmstocks 的收费模式

	免费版	标准版	高级版
免费下载带👁️的资源	√	√	√
免费下载带👁️的资源	×	√	√
每月下载 20 个带👁️的资源	×	×	√
作品无须标注资源来源	√	√	√
免费技术支持	×	√	√
资源内容更新频率	每月	每周	每日
收费模式	免费	9.99 美元/月, 29.97 美元/季度, 95.88 美元/年	49.99 美元/月, 149.97 美元/季度, 479.90 美元/年

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

Filmora 回师中国, 更名“喵影工厂”, 踩准短视频风口。活跃在抖音、快手、B 站、微博上的内容创作者大部分都是非专业用户, 他们更希望有一款兼具实用性、易用性和时尚特效的产品, 更方便地进行创作, 而万兴科技旗下的“喵影工厂”就是一款专门针对个人与家庭用户的视频剪辑工具。2017 年 6 月, 公司在中国市场推出 Filmora (万兴神剪手), 开始试水回师中国, 并开始从 license 向 SaaS 订阅转型。2019 年 4 月, 万兴神剪手瞄准 Vlog 年轻化市场, 踩准移动互联网流量新风口, 正式更名“喵影工厂”, 同时推出桌面版和移动版, 并全面升级会员体系, 通过发起“100 个城市故事 Vlog 挑战赛”传播公司产品口碑和影响力。截至 2019 年 5 月, 据天极网网络频道报导, 该活动在微博上的话题阅读量已经突破 2,400 多万, 抖音话题播放量已经超过 2,332 万, 成为一项“现象级”原创 Vlog 大赛。

图表 22: 喵影工厂的功能和会员收费模式

	高级会员	VIP 至尊会员	企业会员
产品所有高级功能	√	√	√
永久更新升级	√	√	√
无水印	√	√	√
免费技术支持	√	√	√
海量主题特效资源	×	√	√
持续更新的片头模板	×	√	√
GIF 动图输出	×	√	√
超清录屏, 不限时长	×	√	√
多人登录使用 (最多同时 5 人)	×	×	√
商业授权承诺	×	×	√
独家素材版权保障	×	×	√
批量采购超低折扣	×	×	√
采购文书支持	×	×	√
绿色客服通道	×	×	√
收费模式	8.25 元/月 (折扣前是 9.9 元/月), 99 元/年	19.99 元/月, 56.99 元/3 个月, 199 元/年	999 元/年

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

注: 喵影工厂部分内置素材和少量资源商城特效不得作为商业用途

2.2 Filmora 差异化定位网红和小 B 企业

图表 23: Filmora 和主要竞品的对比

Product	Adobe Premiere Pro CC	CyberLink PowerDirector	Corel VideoStudio Ultimate	Pinnacle Studio Ultimate	Magix Movie Edit Pro Premium	Adobe Premiere Elements	Wonder share Filmora	Apple Final Cut Pro X	Nero Video	Apple iMovie
Lowest Price	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT	SEE IT		SEE IT	
Editors' Rating	●●●●● EDITORS' CHOICE	●●●●● EDITORS' CHOICE	●●●●● EDITORS' CHOICE	●●●●○	●●●●○	●●●●○	●●●○○	●●●●● EDITORS' CHOICE	●●●●○	●●●●● EDITORS' CHOICE
Best For	Professionals	Enthusiasts	Enthusiasts	Prosumers	Enthusiasts	Enthusiasts	Consumers	Professionals, Prosumers	Enthusiasts	Consumers
Number of Video Tracks	Unlimited	100	50	Unlimited	200	Unlimited	11	Unlimited	Unlimited	2
Motion Tracking	—	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	—	—
Multicam Editing	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	✓	—	—
3D Editing	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	—	—	—
Supports 360° VR Content	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	✓	—	—
Keyword Tag Media	—	—	—	✓	—	✓	—	✓	—	✓
Supports 4K XAVC-S Format	✓	✓	✓	✓	✓	✓	—	✓	—	✓
Exports to H.265 (HEVC)	✓	✓	✓	✓	✓	—	—	✓	—	—

资料来源: PCMag, 国盛证券研究所

Filmora 定位消费者软件。根据 TopTenREVIEWS 的最新统计显示, 转换软件评测中排名第六, Filmora 在 2017 年度最佳视频编辑软件评测中排名第八。而根据 PCMag 的测评报告, Filmora 与几个竞品也有一定的定位差异, 更多聚焦于 C 端消费者、网红和小 B 客户, 未来在一些高阶功能上 Filmora 还有提升空间, 此外 Filmora 内置了很多素材和模板, 方便消费者一键直接套用。

CyberLink 以 Adobe 为榜样, 推出 Director Suite 365 打包订阅计划。CyberLink (5203.TW) 成立于 1996 年, 是世界上领先的多媒体软件和 AI 人脸识别科技公司, 面向消费软件、商业软件和教育软件市场, 产品主要包括数字内容制造、多媒体录音、视频会议、直播、移动 App 和 AI 人脸识别。在视频剪辑、音频领域的软件产品主要是 PowerDirector 365, 支持视频拼贴、多摄像头剪辑、逐帧动作跟踪、加速预览、颜色修复等高级功能, 并提供一系列个性化的设计工具, 如 Title Designer、PIP Designer、Masks Designer 等等。此外 PowerDirector 365 还能对 360° VR 摄像头拍摄的视频进行剪辑加工, 收费标准为 48.99 美元/年 (折扣前价格为 69.99 美元/年) 或者是 19.99 美元/月。CyberLink 还参考 Adobe 的发展模式, 推出了 Director Suite 365 计划, 包含视频剪辑软件 PowerDirector 17、图片编辑软件 PhotoDirector 10、音频编辑软件 AudioDirector 9 和 ColorDirector 7, 收费标准为 89.99 美元/年 (折扣前价格为 129.99 美元/年) 或者是 29.99 美元/月。2019 年上半年, CyberLink 实现营业收入约 1.54 亿元 (6.76 亿新台币),

但是同比出现了 15.5% 的下滑。

图表 24: CyberLink 推出 Director Suite 365 打包订阅计划

Video, Photo & Audio Editing Software for Creative Professionals

Director Suite 365 is the definitive professional editing software package blending precision editing tools for video, audio, and photo with access to a wealth of unique creative content. Supporting round-trip-editing, the four applications in the Director Suite work seamlessly with each other, providing a smooth and highly efficient post production environment.



PowerDirector 17
Push the limits of creative possibilities.



PhotoDirector 10
Photo editing, adjustment and management.



AudioDirector 9
Precision Audio Editing Controls.



ColorDirector 7
Precise Color Grading. Professional Results.

资料来源: CyberLink 官网, 国盛证券研究所

Corel 通过收购 InterVideo 进入多媒体市场。美国多媒体领导厂商 Corel 于 2006 年 8 月宣布以 1.96 亿美元收购多媒体软件公司 InterVideo, 从而将 Corel 自身的触角延伸至多媒体市场, 旗下产品包括 InterVideo 的 WinDVD 和 InterVideo 旗下友立 (Ulead, 2005 年 3 月被 InterVideo 收购) 的会声会影 (VideoStudio) 等。

VideoStudio 目前主要提供 VideoStudio Pro 2019 和 VideoStudio Ultimate 2019 两个版本, 但是仅提供 license 收费模式, 不提供 SaaS 订阅模式, 定价分别为 63.99 美元和 79.99 美元 (均为 20% 折扣后价格)。Ultimate 版本在 Pro 版本上再新增了多个功能, 例如颜色分级、动态分屏视频、高级插件、3D 标题编辑器、视频稳定工具等。而 WinDVD 则是一款蓝光 DVD 播放软件, 支持 4K 等多种高清视频文件播放、流畅高帧率回放、颜色修复和光线控制、2D/3D 转换, 售价 54.99 美元 (原价 79.99 美元)。

图表 25: VideoStudio 2019 的新产品功能

VideoStudio Pro 2019

Whether you're just getting started, or already love making movies, VideoStudio Pro is the fun and easy video editing software you're looking for.

- > **NEW** Morph and Seamless transitions
- > **NEW** Webcam and screen recorder
- > **NEW** Color controls
- > **NEW** 360° Tiny Planet and Rabbit Hole effects
- > **NEW** Improvements to popular editing tools
- > **ENHANCED** Title editor and custom motions

VideoStudio Ultimate 2019

Play with more fun effects, customizable controls, and premium effects that add incredible value to this video editing suite.

Includes everything in Pro, PLUS:

- > **NEW** Color Grading
- > **NEW** Dynamic Split Screen videos
- > **NEW** Premium plugins
- > **ENHANCED** Custom video and text masks
- > **ENHANCED** 3D Title Editor
- > **ENHANCED** Video stabilization tools
- > Additional formats and support

资料来源: VideoStudio 官网, 国盛证券研究所

Adobe Premiere 功能强大, 与多款产品无缝链接, 推出 Rush 迎合短视频行业需求。 Adobe Premiere 是业界一款功能强大的视频编辑处理软件, 并加入了 Adobe Creative Cloud 计划, 能够与 Adobe 旗下的其他产品 (如 Adobe Audition、Adobe After Effect、Adobe Media Encoder、Adobe Stock 等) 高效集成、无缝链接。最新的 Premiere 还增加了多个强大功能, 如精准边界的色阶调整、实时动态画面物体识别、VR180 支持等, 单独售价为 20.99 美元/月, Adobe Creative Cloud 计划的收费为 52.99 美元/月。随着短视频行业的兴起, 2018 年 10 月, Adobe 正式推出了一款针对大量短视频创作者的 APP--Premiere Rush CC, 其专为在线视频创作者设计, 旨在简化 Adobe 专业软件 (如

Premiere Pro, After Effects 和 Audition, 尤其 Premiere Pro 功能复杂, 学习、使用成本较高)的视频编辑、动态图形和音频混合功能, 也将其包含在了部分 Adobe Creative Cloud 计划中, Premiere Rush 的单独售价是 9.99 美元/月。Adobe 于 2019 年 5 年推出了 Android 版本的 Rush, 增加了西班牙语和韩语版本, 在 Stock 资源市场里增加了经过专业设计的动作图像模板, 便于消费者制作更为强大的短视频, 2019 年 8 月增加了视频的播放速度控制。

图表 26: Adobe 的视频音频产品清单

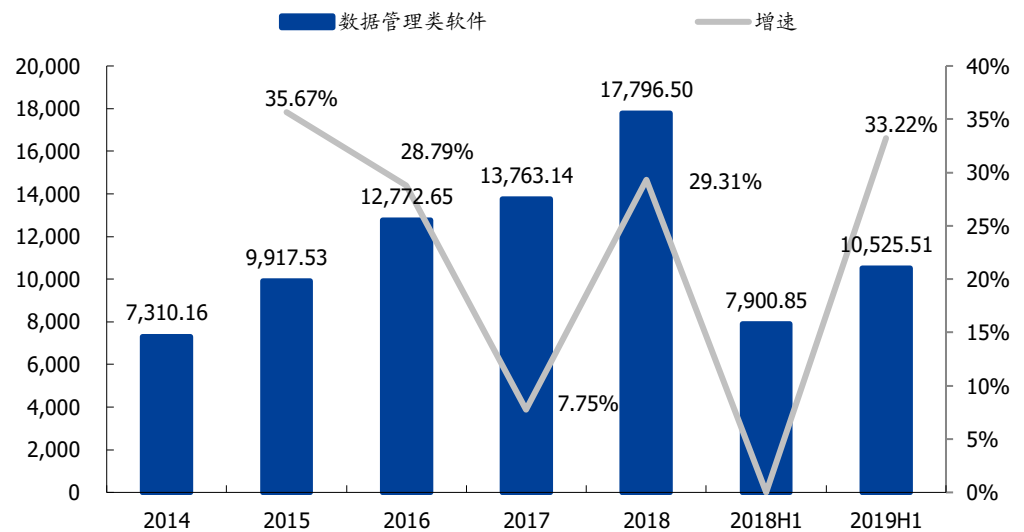


资料来源: Adobe 官网, 国盛证券研究所

三、跨端数据管理打通多类终端, 覆盖数据全生命周期应用场景

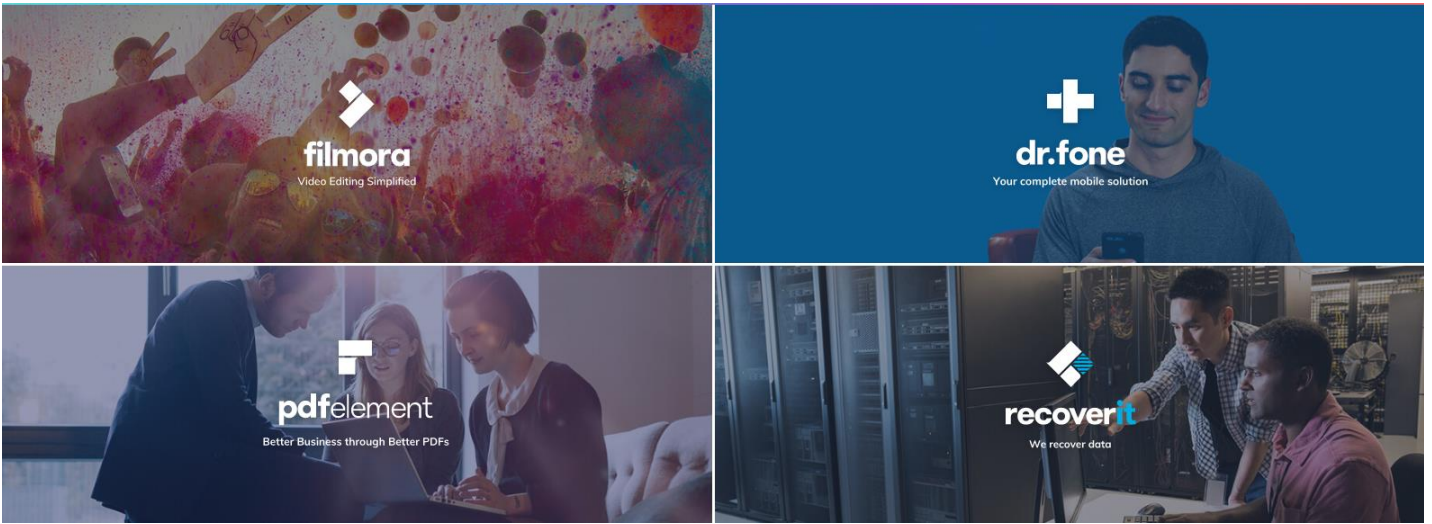
公司在跨端数据管理方面的拳头产品是移动端数据解决方案软件 Dr.Fone、电脑端数据恢复软件 Receverit (原名 Data Recovery, 目前中国市场产品名为万兴恢复专家) 和移动设备管理软件 TunesGo, 三者合计收入占数据管理板块的比例从 2014 年的 73.23% 提升至 2017 年上半年的 81.57%, 并且 Dr.Fone 和 Receverit 也位于公司官网头版的四个主推软件中的两席, 足见他们对公司发展的重要性。

图表 27: 数据管理类软件收入数据 (单位: 万元, 2014-2019H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: Dr.Fone 和 Recoverit 位于公司主页核心位置



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.1 Dr.Fone 主打手机数据修复、存储和擦除

Dr.Fone 主打手机数据修复、存储和擦除。Dr.Fone 于 2012 年 7 月上线, 系市场上首款应用于苹果 iOS 及 Android 手机系统的手机数据恢复类软件, 解决用户数据丢失、损坏、误删除后的恢复需求。根据 TopTenREVIEWS 的数据, Dr.Fone 在 2017 年最佳手机数据恢复软件评测中排名第三, 市场竞争力强劲。

图表 29: Dr.Fone 的核心功能和定价

功能列表	iOS 工具	定价 (美元/年)	Android 工具	定价 (美元/年)
数据恢复	iPhone/iPad 数据恢复	59.95	Android 数据恢复	39.95
数据转移	iPhone 数据转移	39.95	Android 数据转移	29.95
数据复制 (手机间)	手机数据复制 (支持不同系统)	29.95	手机数据复制 (支持不同系统)	29.95
备份和保存	iPhone 数据保存	19.95	Android 数据保存	19.95
社交 App 保存和转移	WhatsApp	19.95	WhatsApp	19.95
数据修复	iOS 系统数据修复	59.95	Android 系统数据修复	39.95
解锁	iPhone 解锁	59.95	Android 解锁	39.95
iTunes 修复	iTunes 修复工具	19.95		
数据清除	iPhone 数据清除	19.95	Android 数据清除	14.95
功能打包	-	99.95	-	79.95
iOS 和 Android 全部打包价格 (美元/年)		139.95		

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 30: Dr.Fone 产品优势



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 Recoverit 专注电脑数据恢复

桌面版数据恢复软件 **Recoverit** 功能强大全面。Recoverit 是一款电脑数据恢复软件, 能恢复各种被删除、丢失的电脑数据, 支持文件恢复、回收站文件恢复、支持各类文件类型(文档、图片、视频、音频、邮件和压缩文件等等)、格式化分区文件恢复以及多种硬件设备文件恢复(如 HDD、SSD 等), 兼容 Windows 和 Mac 系统, 成功恢复率超过 96% (官方数据)。

图表 31: Recoverit 的功能和定价

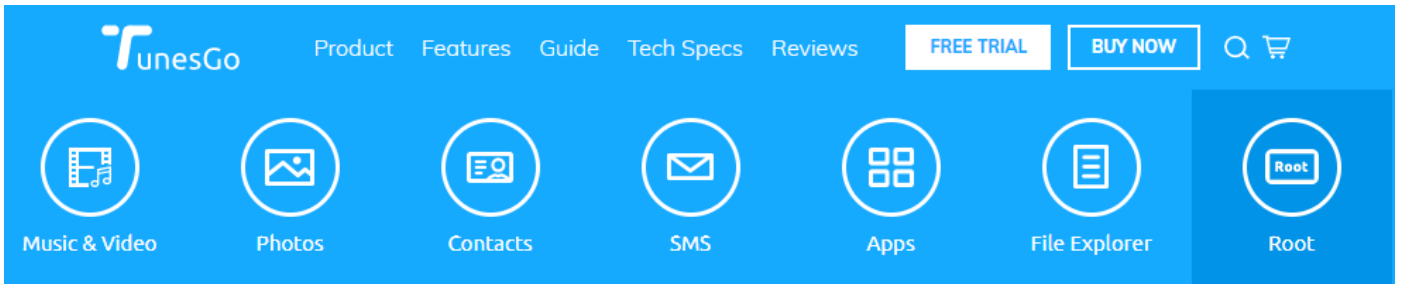
功能	Windows			Mac	
	Pro 版	Ultimate 版	Professional 版	Ultimate 版	Technician 版
分区丢失恢复	√	√	-	-	-
原文件恢复	√	√	-	-	-
深度扫描	√	√	√	√	√
无法 boot 情况下仍然支持恢复	×	√	-	-	-
免费技术支持	√	√	-	-	-
最大支持电脑数	-	-	1	1	500
恢复所有类型文件	-	-	√	√	√
支持各类存储介质恢复	-	-	√	√	√
创建 WINPE bootable 介质	-	-	×	√	√
操作系统崩溃后仍支持恢复	-	-	×	√	√
蓝/黑屏后仍支持恢复	-	-	×	√	√
支持 Unbootable 硬盘或系统恢复	-	-	×	√	√
专业技术支持	-	-	×	×	√
年费 (美元/PC)	49.95	59.95	79.94	99.94	399.94
一次性 License (美元)	59.95	69.95	89.94	139.94	-
月费 (美元/PC)	35.95	55.95	75.94	95.94	-

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.3 TunesGo 聚焦手机与电脑间数据管理

移动设备管理软件 TunesGo 聚焦手机与电脑之间的数据管理。TunesGo 支持 iOS 以及 Android 手机上的联系人、照片、音乐、短信等数据的保存和转移，无需安装 iTunes 即可获得相应的功能权限兼容 iOS 12 和 Android 8.0。支持 iTunes、电脑与手机、iPad、iPod 之间以及手机与手机之间的数据传输，并能像文件树状图一样管理手机上的数据和应用，此外还支持批量安装和删除 App。

图表 32: TunesGo 的功能模块



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 33: TunesGo 产品定价

	套装	iOS 版	Android 版
年费 (美元/年/PC)	49.95	39.95	29.95
个人 License (美元/PC)	59.95	49.95	39.95
家庭 License (美元, 2-5 个 PC)	159.95	134.95	107.89

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

四、差异化切入 PDF 软件市场，收购亿图软件迈出外延扩张第一步

公司在办公效率软件领域主打 PDF 编辑器 PDFElement、转换工具 PDFConverter 和在线 PDF 工具 HiPDF 以及公司于 2019 年 5 月 28 日收购的亿图软件旗下的亿图图示 Edraw Max 和思维导图 MindMaster。

4.1 高性价比竞争策略切入 PDF 软件市场

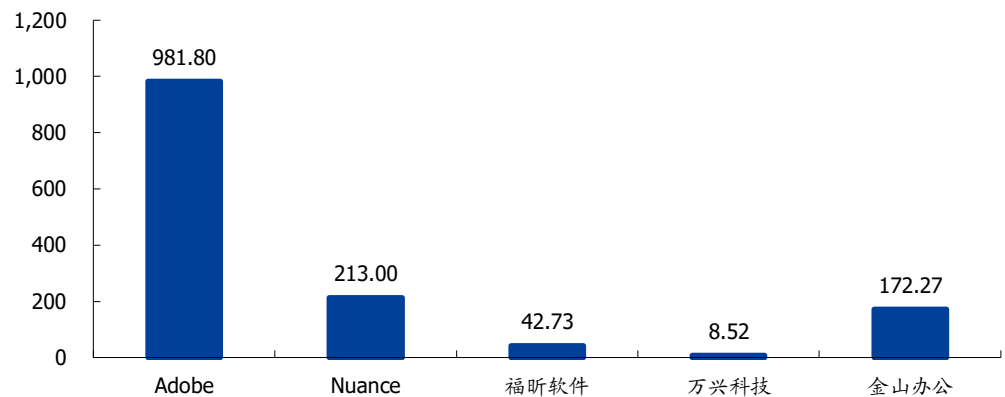
主流数字文档之间兼容性不够、操作终端多样化发展，市场存差异化机遇。

- ✓ **主流数字文档不兼容。**数字文档软件与人们的办公、交流密切相关，市场需求旺盛，但主要文档巨头企业如微软公司、Adobe 公司等均有各自的数字文档标准，标准之间互不兼容，而保持和维护该标准属于企业的技术和战略核心。
- ✓ **操作终端多样化发展。**随着人们办公、交流的电子化发展，用户需要频繁接收并处理各种类型的文档，操作设备也从电脑向多种智能终端发展，缺乏对文档的统一处理是当前用户使用数字文档软件所面临的困扰。
- ✓ **文档再编辑需求旺盛。**随着流转的 PDF 文档越来越多，人们对 PDF 文档的再编辑需求也随之增加，包括格式转换、再编辑、分发、加解密、批注、填表单、电子签名、

- 水印等。
- ✓ **高性价比竞争策略。**公司的 PDF 系列软件具有明显的性价比优势，在功能上能最大程度满足 SMB 及个人对文档编辑的需求。

PDF 软件市场 Adobe 一家独大。目前全球主要的 PDF 竞争厂商包括 Adobe、Nuance（微妙通讯）、Nitro、金山办公、福昕软件和万兴科技，其中 Adobe 在 2018 年财报的 Document Cloud 收入达到了 9.82 亿美元，增速超过 17%，Nuance 的 Imaging 业务板块包括 PDF 业务和 OCR（Optical Character Recognition，光学字符识别）业务，2018 年年报显示该板块收入达到 2.13 亿美元，福昕软件 2018 年年报总收入约 2.82 亿元（收入集中于北美洲，占比约 63%，中国大陆仅 2,015 万元），金山办公在 2018 年年报的办公软件及服务以及其他板块的收入为 11.37 亿元（含 WPS 的多款办公软件），而万兴科技 2018 年的办公软件整体收入约 5,622 万元，目前整个 PDF 市场依然呈现出 Adobe 寡头垄断的状态。

图表 34: 全球主要 PDF 厂商的收入对比 (单位: 百万美元, 2018 年度)



资料来源: 公司年报, Wind, 国盛证券研究所
注: 金山办公为整个办公软件及服务以及其他收入

Adobe 将 PDF 推向云端，Document Cloud 解决跨端文件管理和文件签名管理痛点。 Adobe 受益于 Creative Cloud 产品的大获成功，2015 年 4 月，Adobe 的云服务 Adobe Document Cloud（简称 DC）上线，标志着 Adobe 的拳头 PDF 产品也开始向云端转型。DC 核心部分是 Adobe Acrobat DC，这是一套全面的 PDF 解决方案，为桌面、网页和移动终端联合打造，力争实现跨越所有平台的统一体验。Acrobat DC 上还包括了基于 Adobe EchoSign 的免费电子签名工具、智能图像处理 and OCR 技术，使得用户可以随时随地在各类设备上对文件、合同进行签名和存档。从下表的 DC 产品定价体系可以发现，DC 通过差异化增值服务满足不同层次用户的需求，甚至为对某些单项功能有需求的用户提供了 PDF Pack 增值服务。

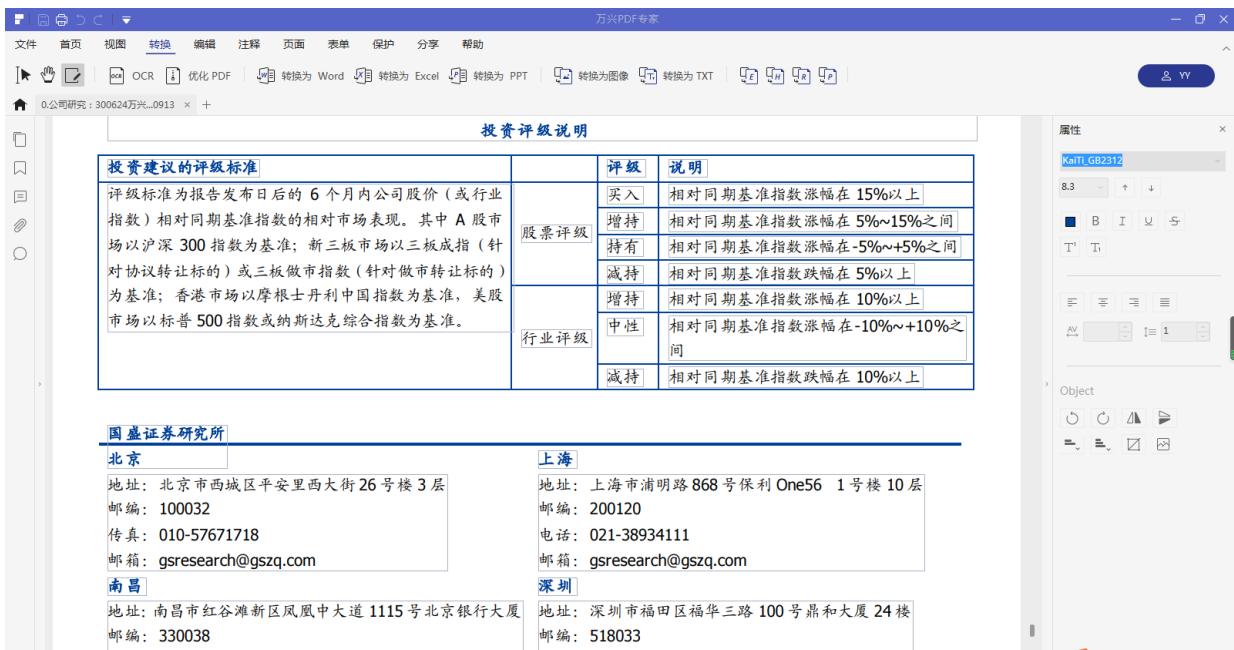
图表 35: Adobe Document Cloud 定价体系

产品名称	版本	定价	备注
Acrobat	标准版	12.99 美元/月, 239 美元/license	只支持 Windows
	专业版	14.99 美元/月, 359 美元/license	支持 Windows 和 Mac
Adobe Sign	个人版	9.99 美元/月	提供基本签名功能
	团队版	24.99 美元/月	支持组内分享文档模板, 提供组内管理员权限管理
	商业版	39.99 美元/月	显示签名者图像等
	企业版	另议	使用预构建的集成来快速部署企业应用程序, 如 Salesforce、Workday 和 Microsoft SharePoint、Dynamics、Teams、Flow
PDF Pack	Adobe Export PDF	1.99 美元/月	PDF 文件转换导出为 Word、Excel 文件
	Adobe PDF Pack	5.99 美元/月	文件转换、合并以及发送功能

资料来源: Adobe 官网, 国盛证券研究所

福昕软件和金山软件是国内 PDF 市场的重要参与者。福昕软件作为国内少数几家知名的 PDF 软件厂商, 直接用户已超过 5.6 亿, 企业客户数达 10 万以上, 目前推出的会员为 79 元/月, 年费为 238 元, 仅支持编辑功能版本的特权包为 198 元/年, 阅读版本基本为免费提供。金山办公也推出了金山 PDF, 提供注释、转换、编辑、签名等功能, 功能收费打包在 WPS 会员里, 会员售价为 89 元/年。根金山软件 (3888.HK) 的 2018 年年报数据, 整个 WPS 安卓版月活用户已突破 1 亿, 微信小程序用户超过 8,000 万。

图表 36: PDFElement 功能丰富



资料来源: PDFElement 软件, 国盛证券研究所

图表 37: PDFElement 功能清单

功能	基础版	Pro 版
OCR	×	√
将扫描纸张转为可编辑的 PDF 文档	×	√
压缩和优化文档	×	√
创建和编辑表格字段	×	√
从 PDF 表格提取数据	×	√
增加 Bates 数	×	√
修改敏感信息	×	√
批处理文档	×	√
以 PDF 归档文档	×	√
数字签名	×	√
创建 PDF 文档	√	√
PDF 转 Word、Excel、PPT	√	√
编辑 PDF 里的文字和图片	√	√
文档批注	√	√
PDF 表格填充	√	√
安全加密	√	√
收费模式	99 美元/年 (折前 129 美元/年) 129 美元/license (折前 159 美元/年)	69 美元/年 79 美元/license

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4.2 收购亿图软件拓展产品线, 外延式扩张迈出第一步

收购亿图软件拓展产品线, 外延式扩张迈出第一步。2019 年 5 月 28 日公告, 以现金 12,750 万元收购深圳市亿图软件有限公司 51% 股权, 2019-2021 年业绩对赌分别为 1,800 万元、2,100 万元和 2,400 万元。亿图软件立足于绘图软件领域, 自主研发和销售亿图图示 (EdrawMax)、思维导图 (MindMaster) 等软件, 为终端用户提供了一系列的高效易用的流程管理、组织架构、平面设计和信息数据绘制软件, 亿图软件通过近几年的发展, 已在国内外市场中形成一定的知名度。

图表 38: 亿图软件主要软件产品

产品名称	简介
亿图图示	集 200 多种绘图于一身的综合图形图表设计软件
MindMaster	多功能、高颜值、易使用的专业思维导图软件
OrgCharting	企业级组织架构管理软件, 轻松实现层级架构可视化
菲果设计	专注于回执高水平的信息图、传单、海报、卡片和杂志等
Edraw Project	使用甘特图来进行项目规划、资源和预算管理
EdrawMath	同时支持 MML 和 LaTeX 在线公式编辑器

资料来源: 亿图官网, 国盛证券研究所

图表 39: 亿图软件对赌业绩

	2019年	2020年	2021年
扣非后对赌业绩(万元)	1,800	2,100	2,400

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

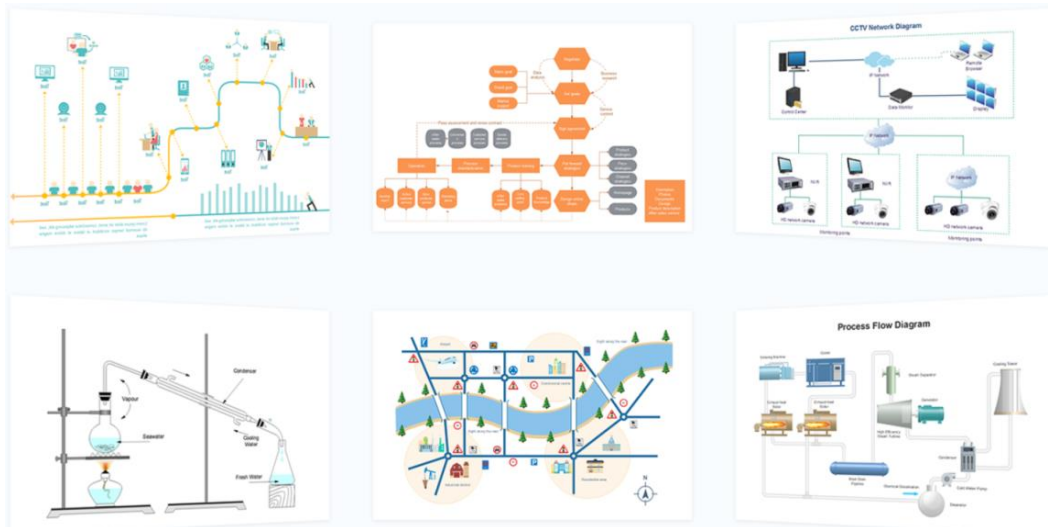
图表 40: 亿图软件绘图领域列表

领域	图形类型	领域	图形类型
办公效率	思维导图	平面设计	信息图
	流程图		建筑平面设计图
	组织结构图	线框图	
	商务报表	广告设计	
工业设计	电路图	工程管理	甘特图
	管道仪器图	教育	科学绘图
	网络拓扑图	其他	软件开发绘图

资料来源: 亿图软件官网, 国盛证券研究所

亿图图示 (EdrawMax) 操作简单, 具有国产替代的卡位优势。亿图图示主打绘图软件, 提供 260 多种绘图类型, 3,000 多模板, 26,000 个免费绘图符号, 通过拖拽式操作, 让用户可以轻松绘制各类图形表格, 同时还支持 Visio 格式的导入导出, 在绘图软件的国产替代上有良好的卡位优势。

图表 41: 亿图图示的绘图模板展示



资料来源: 亿图官网, 国盛证券研究所

思维导图 (MindMaster) 广泛应用于问题解决、时间管理、业务战略和项目管理。思维导图帮助客户有序构建知识和想法, 化繁为简, 将纷繁复杂的知识和想法以有序化结构化的方式组织、管理和呈现。支持 PC、Mac、Linux、Android、iPhone、iPad 和 Web, 同时支持导出 Office、PDF、有道云笔记、印象笔记等常用办公文档和各种图片格式, 也可一键分享至微信等社交平台, 底层阿里云云端同步。此外, 思维导图还建立了导图社区, 进行知识分享和传播, 同时也带动用户对知识的付费。目前也得到了中科院、中国人寿等大型客户的认可。

图表 42: 思维导图 (MindMaster) 的主界面



资料来源: 国盛证券研究所

五、 盈利预测和投资建议

我们对公司 2019-2021 年的业绩进行了拆分预测, 假设条件和分拆预测结果如下:

图表 43: 公司收入预测 (2019-2021 年, 单位: 亿元)

板块	2018A	2019E	2020E	2021E
数字化创意软件	2.89	3.52	4.65	6.04
YOY	10.21%	22.00%	32.00%	30.00%
数据管理类软件	1.78	2.35	3.17	4.19
YOY	29.31%	32.00%	35.00%	32.00%
办公效率类软件	0.56	0.69	0.86	1.07
YOY	5.76%	22.00%	25.00%	25.00%
其他	0.24	0.38	0.53	0.69
YOY	60.53%	60.00%	40.00%	30.00%
合计	5.46	6.93	9.20	11.98

资料来源: 国盛证券研究所

其他关键盈利预测假设:

由于 Google 于 2019 年 6 月调整了搜索排名算法, 使得公司短期出现了网站排名的下滑, 我们预计 2019 年公司为了应对这一影响会适度增加销售费用投入, 而 2018 年限制性股票激励计划将于 2019 年开始进行股权激励的摊销, 我们预计 2019 年可能达到 2,000 万元, 之后至 2021 年逐年明显递减, 此外由于珠海斑点猫 (目前持股 59.7%, 需合并报表) 已出现多年亏损, 对公司的业绩存在拖累, 且 IoT 领域与公司的原有业务板块的协同效应不明显, 我们预计未来公司将逐步减少在 IoT 领域的投入。综合上述假设, 我们做出对管理与研发费用率、销售费用率的预测假设如下表。

图表 44: 其他关键盈利预测假设 (2019-2021 年)

板块	2018A	2019E	2020E	2021E
管理与研发费率	34.28%	35.65%	33.34%	33.00%
销售费用率	49.02%	49.43%	47.73%	47.08%

资料来源: 国盛证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，2021 年目标市值约 96 亿元。我们预测公司 2019-2021 年分别实现营业收入 6.9 亿元、9.2 亿元和 12.0 亿元，实现归母净利润 1.01 亿元、1.51 亿元和 2.06 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.85 元和 2.53 元，公司当前股价对应的 PE 分别为 48X、32X 和 23X。由于公司目前的产品均推行订阅收费模式，因此 PS 估值方法更为合适，公司当前股价对应 PS 为 6.9X、5.2X 和 4.0X。我们保守给予 8 倍 PS，对应 2021 年市值 96 亿元，给予“买入”评级

风险提示

短视频、Vlog 潮流降温风险: 短视频、Vlog 等细分娱乐行业为近年来兴起，存在潮流降温、行业发展不及预期的风险。

研发投入不及预期的风险: 公司所处的消费软件市场变化较快，如果公司不能及时跟上市场潮流，捕捉消费者的喜好和偏好，则可能产生研发投入不及预期的风险。

产品推广依赖 Google 的风险: 公司通过 Google 搜索引擎优化和付费广告营销带来的流量比重较高，对其存在较高的依赖，虽然目前依赖程度在逐步下降，但是未来依然存在 Google 搜索关键字算法再次调整并对公司产生负面影响的可能。

海外市场拓展风险: 公司的收入绝大多数来自海外，如果公司在海外市场拓展过程中对当地消费者的文化、消费习惯等理解出现偏差，产品未能被当地消费者广泛接受，可能会对公司的业务发展产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com