

冉冉升起的消费软件龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 万兴科技自成立以来一直从事消费类软件产品的研发和销售, 现已成为了国内消费软件领域的领军企业。公司 2018 年开始进军国内市场, 凭借品牌优势 (Alexa 综合排名全球 610 名), 以及积累的十余年营销和研发经验, 有望掘金国内市场。同时, 公司旗下全球风靡的视频编辑软件喵影工厂于 2019 年 10 月上线后下载量快速增长, 且采取 SAAS 收费模式, 将充分受益于国内短视频领域的高景气度。
- **消费软件空间巨大, 国内有望成为下一个蓝海市场。** 消费类软件需要依托智能硬件载体才能应用, 根据 IDC 的数据, 2020 年将会有 23 亿台左右的智能终端。如果有 10 亿台左右的终端安装消费类软件, 每台贡献 100 元价值, 整体的空间在千亿元级别。目前消费类软件厂商的销售收入主要来源于欧美日等发达地区, 随着国家对于知识产权的重视以及消费者知识产权意识的逐步建立, 国内消费软件市场有望成为下一个蓝海市场。
- **受益短视频兴起, Filmora 开启 SAAS 成长之路。** 短视频行业从 2016 年在国内开始井喷, 根据前瞻产业研究院的数据, 2017 年到 2018 年的市场规模的增速为 191%、745%, 短视频行业的用户数量也分别增长 168%、58%, 在 2019 年上半年已经达到 8.6 亿人。短视频行业也催生了视频内容编辑软件的需求, 作为一款风靡全球的视频编辑软件, Filmora 更名为喵影工厂于 19 年 10 月登陆国内, 采取 SAAS 收费模式, 4 个月累计下载量超过 800 万次, 成长可期。
- **品牌效应显著, 有望掘金国内市场。** 公司在海外市场运营多年, 凭借品牌、营销和研发等优势 (品牌方面: Alexa 全球综合排名位列 610 名; 营销方面: 与谷歌、bing、Yahoo 等搜索引擎公司合作多年; 研发方面: 践行快速迭代研发模式且研发核心成员稳定), 有望掘金广阔的国内市场。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.11 元、1.72 元、2.24 元, 2019-2021 归母净利润保持 30.3% 的复合增长率。鉴于公司为国内消费软件领域龙头, 且旗下多媒体产品开启 SAAS 收费模式, 现金流状况优异, 故公司理应享受一定的估值溢价, 同时参考公司历史估值和同行业公司估值, 我们认为公司处于低估状态, 首次覆盖给予“持有”评级, 建议重点关注。
- **风险提示:** 国内市场开拓不畅; 国际市场竞争激烈; 汇兑风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	546.25	695.97	908.65	1195.52
增长率	16.91%	27.41%	30.56%	31.57%
归属母公司净利润 (百万元)	82.67	90.09	140.28	182.66
增长率	20.51%	8.98%	55.72%	30.21%
每股收益 EPS (元)	1.02	1.11	1.72	2.24
净资产收益率 ROE	12.13%	13.65%	17.93%	19.49%
PE	92.4	84.9	54.8	42.1
PB	12.13	10.87	9.27	7.82

数据来源: Wind, 西南证券

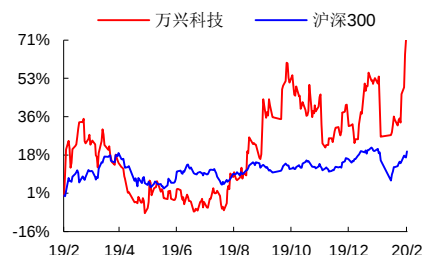
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 朱松
 执业证号: S1250519080007
 电话: 021-58352031
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
 执业证号: S1250519080008
 电话: 0755-23616646
 邮箱: lzht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通 A 股(亿股)	0.50
52 周内股价区间(元)	46.22-94.29
总市值(亿元)	76.78
总资产(亿元)	8.58
每股净资产(元)	8.83

相关研究

目 录

1 公司概况：国内消费软件龙头	1
2 行业分析：消费软件空间巨大，国内有望成为下一个蓝海市场	2
2.1 消费类软件市场空间足够大	2
2.2 行业需要紧抓客户需求，盈利模式决定现金流优异	2
2.3 国内市场有望成为消费类软件的下一个蓝海市场	5
3 公司分析：受益短视频兴起，有望掘金国内市场	7
3.1 内外并举，公司产品布局全面	7
3.2 受益短视频兴起，Filmora 开启 SAAS 成长之路	8
3.3 品牌效应显著，有望掘金国内市场	10
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司营收 (百万元) 结构分析 (2018)	1
图 2: 公司毛利 (百万元) 结构分析 (2018)	1
图 3: 公司近年以来营收及增速情况	1
图 4: 公司近年以来净利润及增速情况	1
图 5: 微软生产力及业务流程营收情况	2
图 6: Adobe 历年营收情况	2
图 7: 消费类软件的产业链示意图	3
图 8: 消费类软件的购买流程示意图	3
图 9: 消费类软件的快速迭代研发流程	4
图 10: 消费类软件的销售模式分类	4
图 11: 消费类软件的销售模式决定了现金流状况优异	5
图 12: 万兴科技海内外销售收入占比 (2018)	5
图 13: 福昕软件海内外销售收入占比 (2018)	5
图 14: 2010 年-2018 年全国知识产权综合发展指数	6
图 15: 2010 年到 2018 年知识产权保护发展指数变化图	6
图 16: 公司产品阵列一览	7
图 17: 短视频行业市场规模 (亿元)	8
图 18: 短视频行业用户规模及增速	8
图 19: 喵影工厂安装页面一览	9
图 20: 喵影工厂国内安卓市场的每天下载量 (七麦数据)	9
图 21: 喵影工厂国内安卓市场的累计下载量 (酷传网)	9
图 22: 国内公司在 Alexa 的排名情况	10
图 23: 万兴科技官网在 Alexa 的排名情况	10
图 24: 公司与谷歌、bing、Yahoo 等合作经验丰富	11

表 目 录

表 1: 全球智能终端市场主要产品出货量和未来预测	2
表 2: 国内知识产权重要政策及会议 (不完全统计)	6
表 3: 亿图股东的业绩承诺	7
表 4: 视频编辑软件市场规模测算	8
表 5: 喵影工厂的 SAAS 收费标准及服务内容	10
表 6: 公司核心员工较为稳定	11
表 7: 分业务收入及毛利率	12
表 8: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：国内消费软件龙头

万兴科技自成立以来一直从事消费类软件产品的研发、销售及提供相应的技术支持服务，秉承“让简单创意的科技无处不在”的愿景为全球消费者提供包括数字化创意类、数据管理类、办公效率类等消费类软件，目前已经成长为全球领先的 APP 应用软件提供商。

公司主营业务结构：公司收入主要来自多媒体软件（主要包括 Video Converter、Filmora、DVD Creator 等产品），占比 53%；跨端数据管理软件（主要包括 Dr.Fone、Data Recovery、TunesGo）占营收比例 33%；数字文档软件（主要包括 PDFelement）占营收比例 10%。由于公司的产品均为纯软件产品，毛利率均很高，所以毛利结构与营收结构类似，多媒体软件、数据管理软件、数字文档软件分别占比 54%、34%、11%。

图 1：公司营收（百万元）结构分析（2018）

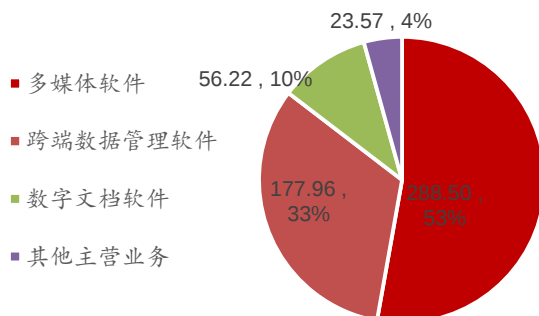
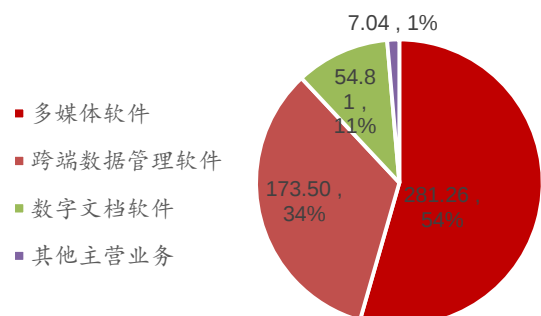


图 2：公司毛利（百万元）结构分析（2018）

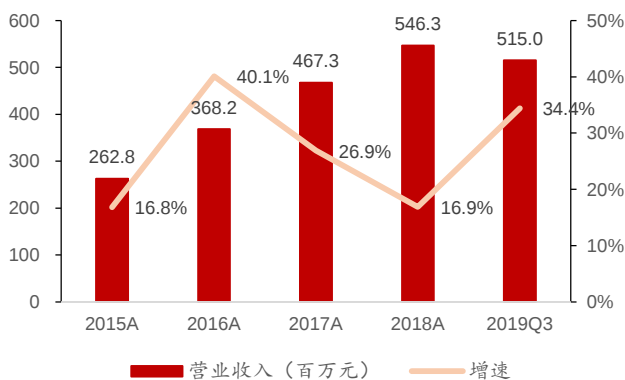


数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

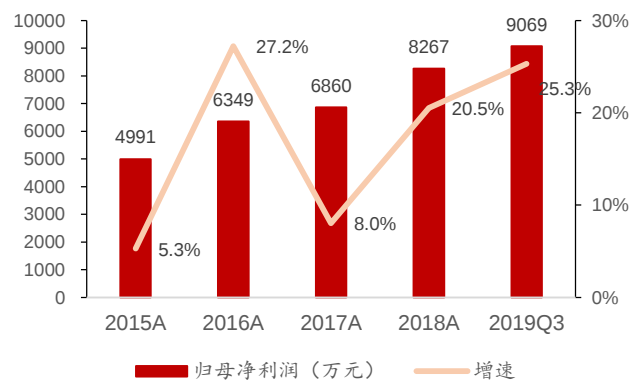
公司业绩状况：公司营业收入和净利润一直保持稳健的增长速度，营收从 2015 年的 2.6 亿元以复合增速 27.6% 增长到 2018 年的 5.5 亿元，2019Q3 营收加速实现 34.4% 的同比增长；净利润从 2015 年的 0.5 亿元以复合增速 18% 增长到 2018 年的 0.8 亿元，2019Q3 利润加速实现 25.3% 的同比增长。公司的利润增速跟不上营收增速，主要是公司的营销和研发投入较大，未来随着规模优势的逐步体现，利润增速会逐步跟上甚至超过营收增速。

图 3：公司近年以来营收及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司近年以来净利润及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：消费软件空间巨大，国内有望成为下一个蓝海市场

2.1 消费类软件市场空间足够大

消费类软件有很多细分领域（比如多媒体类软件、办公类软件、数据管理软件等），但是都需要依托智能硬件载体才能应用，所以智能硬件载体的数量就决定了消费类软件的空间。根据 IDC 的数据，2020 年将会有 23 亿台左右的智能终端（包括个人电脑、智能手机、平板电脑等），面对数量庞大的终端，消费类软件的空间非常广阔，如果有 10 亿台左右的终端安装消费类软件，每台贡献 100 元价值，整体的空间也在千亿级别。

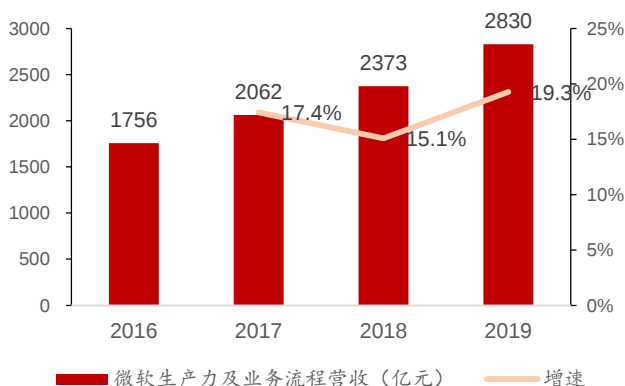
表 1：全球智能终端市场主要产品出货量和未来预测

产品分类	2016 年度	2020 年度
个人电脑	2.58 亿台	2.5 亿台
智能手机	14.5 亿台	18.4 亿台
平板电脑	1.74 亿台	2.15 亿台
合计	18.82 亿台	23.05 亿台

数据来源：招股说明书，IDC，西南证券整理

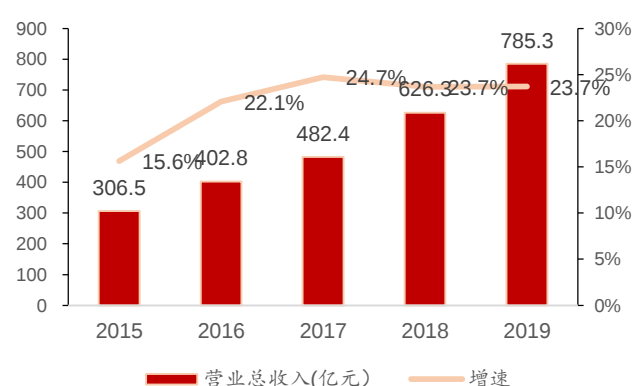
同时，我们从行业巨头的收入体量也可以看出其市场体量足够大：比如微软的办公类软件收入（以公司公布的生产力及业务流程营收作为测算依据）在 2019 财年收入 2830 亿元，同比增长 19.3%；Adobe 在 2019 年收入为 785.3 亿元，同比增长 23.7%。微软和 Adobe 等巨头的收入大多来自 C 端消费者，两者营收合计就接近有 3600 亿元，说明全球 C 端消费者消费类软件的市场规模足够大，也为后来者提供了足够的成长空间。

图 5：微软生产力及业务流程营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：Adobe 历年营收情况



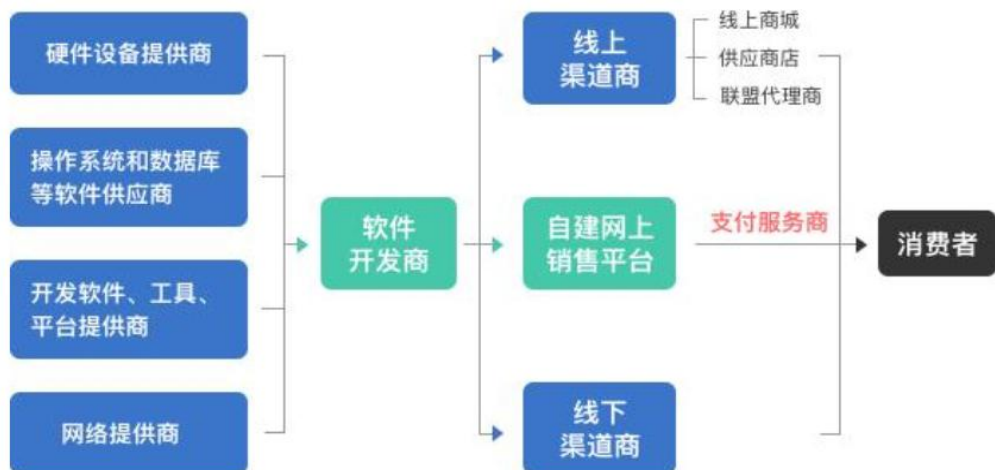
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 行业需要紧抓客户需求，盈利模式决定现金流优异

消费类软件行业位于微笑曲线两端。从消费类软件的产业链来看，上游主要包括硬件设备提供商、操作系统和数据软件提供商、开发软件/工具/平台提供商、网络提供商等，这些上游厂商对于消费类软件开发商来说，由于竞争充分所以不具有溢价能力。下游就是消费者，

只是需要通过线上渠道商、网上销售平台、线下渠道商等渠道将产品送达消费者。因为消费类软件几乎不需要生产环节，所以是典型位于微笑曲线两端的行业，这就对行业中企业的产品研发能力以及对消费者需求洞察和营销能力提出较高的要求。

图 7：消费类软件的产业链示意图

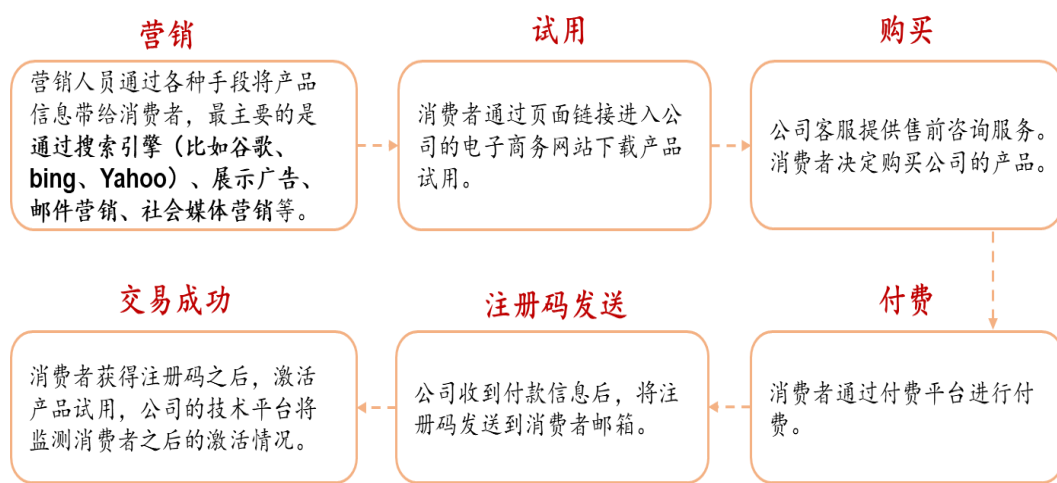


数据来源：万兴科技招股说明书，西南证券整理

消费类软件的盈利模式决定了营销和研发的重要性。从销售过程来看，由于面对的大多是 C 端消费者，所以很多企业通过搜索引擎、展示广告、邮件/社交媒体等方式进行营销，试图通过精准营销和增加曝光率的方式来引流，进而引导消费者采购产品。我们通过研究整个购买流程，发现营销环节很重要，如何提高营销费用的回报率，即在花费同等营销费用的基础上最大限度引流进而转化为购买用户，是业内企业的核心竞争力之一。

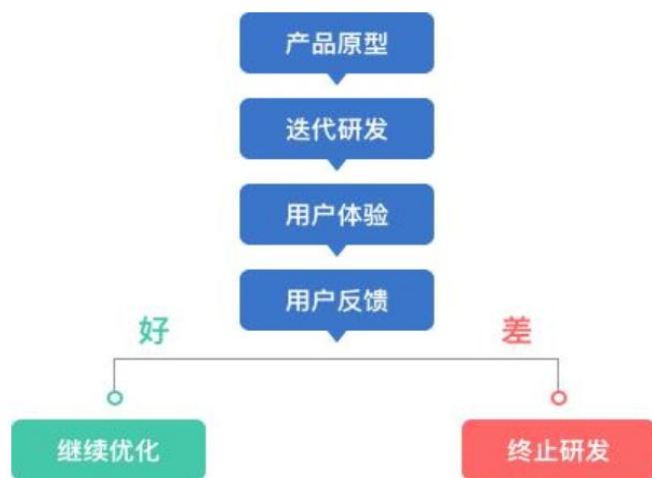
同样的，软件的研发也同样重要，由于面对的客户主要是 C 端用户，所以企业快速捕捉 C 端消费者需求变化同时跟上时代的热点的能力亦是业内企业的核心竞争力之一。消费软件类的企业一般都会采取快速迭代的开发方式，用 C 端消费者反馈回来的意见结合营销团队的意见来决定软件产品下一步是继续研发还是终止研发，以求达到研发投入回报率最大。

图 8：消费类软件的购买流程示意图



数据来源：万兴科技招股说明书，福昕软件招股说明书，西南证券整理

图 9：消费类软件的快速迭代研发流程



数据来源：万兴科技招股说明书，西南证券整理

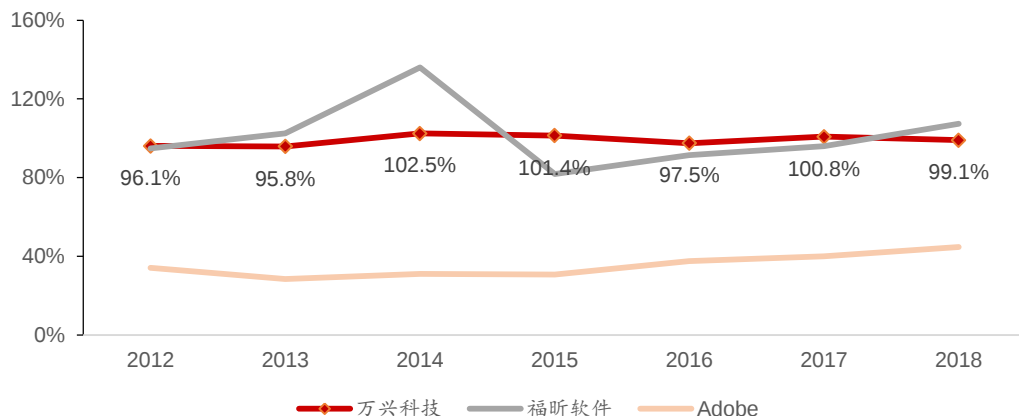
行业的销售模式决定了企业优质的现金流。目前行业内的销售方式主要分为直接销售、经销销售以及分销模式。不管是哪种销售模式，公司几乎在面向消费者售出软件产品的同时就可以收回资金，所以这种销售模式决定了企业的现金回流速度快，应收账款的数量很小。我们以业内主要的企业万兴科技、Adobe、福昕软件为例，现金流状况均较好，其中万兴科技和福昕软件的指标采取“销售收回的现金/营业收入”，两家公司的这个比例都接近 100%，Adobe 采用的指标为“经营活动现金净额/营业收入”，这个比例高达 40%左右。

图 10：消费类软件的销售模式分类

直销模式	➢ 指终端客户通过登录发行人的自有电子商务网站购买软件，由发行人直接将产品销售给终端客户，通过第三方支付平台向终端客户收取软件销售款； ➢ 企业销售代表直接联系客户进行销售； ➢ 通过电话销售平台进行电话销售；
经销模式	是指最终客户购买发行人软件，选择 DR、Avangate 等第三方电子商务平台为付款渠道时，由发行人将软件销售给 DR、Avangate，DR、Avangate 同步销售给最终客户。
分销模式	指发行人将其开发完成的 Mac（或 iOS）软件产品通过互联网发送至分销商（Apple）指定的 App Store，Apple 平台为发行人软件销售业务提供整体推广、用户引流以及支付服务，最终客户在 App Store 上搜索到发行人的软件产品，直接付费下载，无需产品注册码即可使用。

数据来源：万兴科技招股说明书，西南证券整理

图 11: 消费类软件的销售模式决定了现金流状况优异

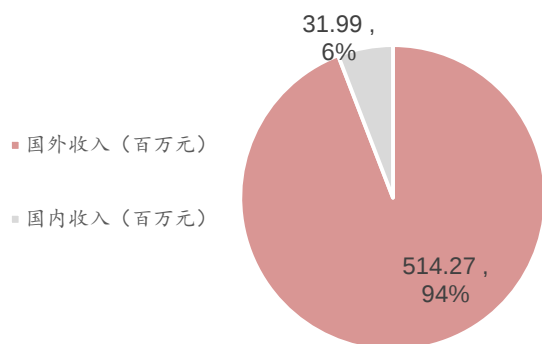


数据来源: wind, 西南证券整理

2.3 国内市场有望成为消费类软件的下一个蓝海市场

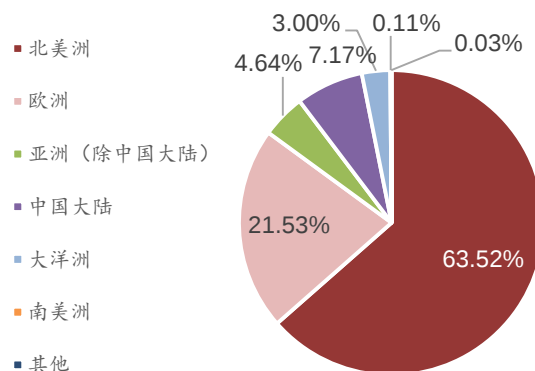
目前消费类软件厂商的销售收入主要来源于欧美日等发达地区, 这些地域的知识产权保护机制较为完善, 同时当地消费者的付费意识较高。比如万兴科技的海外销售收入占 2018 年总体收入的 94%, 中国大陆只占 6%; 福昕软件在 2018 年的海外销售收入占 2018 年 93%, 中国大陆只占 7% 左右。

图 12: 万兴科技海内外销售收入占比 (2018)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 福昕软件海内外销售收入占比 (2018)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

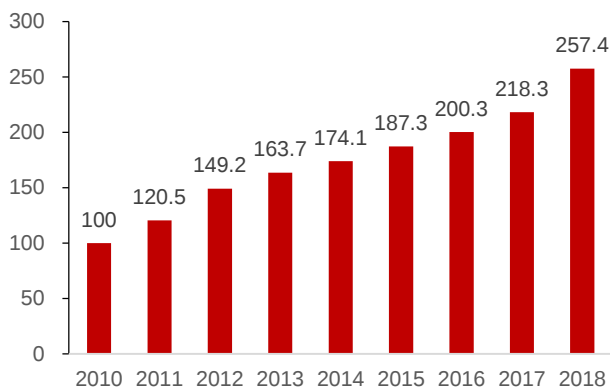
由于消费者消费习惯的原因, 我国的知识产权保护发展相对较慢, 随着国家对于知识产权的重视及相关政策文件的发布, 消费者的知识产权意识正逐步建立, 国家知识产权保护机制正逐步形成。根据国家知识产权局知识产权发展研究中心于 2019 年 6 月发布的《2018 年中国知识产权发展状况评价报告》, 2010 年以来, 我国知识产权综合发展指数稳步上升, 2018 年达到 257.4 (以 2010 年为基础), 提升效果明显; 同时, 知识产权保护指数自 2012 年进入相对稳定期, 2012 至 2016 年指数在 210 上下浮动, 2017 年略有提升, 2018 年提升效果显著, 达到 274.3。

表 2：国内知识产权重要政策及会议（不完全统计）

时间	政策及会议
2010 年	国务院办公厅关于进一步做好政府机关使用正版软件工作的通知
2013 年	《政府机关使用正版软件管理办法》
2016 年	推进使用正版软件工作部际联席会议第五次全体会议在京召开
2016 年	《2016 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》
2017 年	《2017 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》
2018 年	《2018 年深入实施国家知识产权战略 加快建设知识产权强国推进计划》
2019 年	《2019 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》

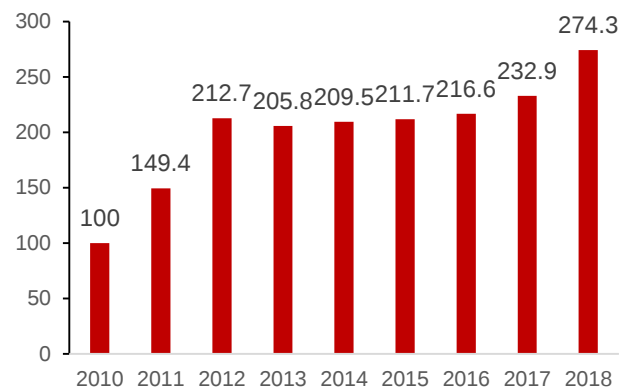
数据来源：互联网，西南证券整理

图 14：2010 年-2018 年全国知识产权综合发展指数



数据来源：国家知识产权局知识产权发展研究中心，西南证券整理

图 15：2010 年到 2018 年知识产权保护发展指数变化图



数据来源：国家知识产权局知识产权发展研究中心，西南证券整理

基于在知识产权方面的良好政策环境以及国内消费者的产权付费意识正逐步形成，国内消费类软件的广阔市场正逐步打开，消费类软件公司正逐步国内市场纳入全球化战略的一部分：比如万兴科技 2018 年宣布进军国内市场，旗下 PDFelement、Filmora 等拳头产品先后宣布重返国内市场。

3 公司分析：受益短视频兴起，有望掘金国内市场

3.1 内外并举，公司产品布局全面

公司在成立之初主要提供 win 桌面多媒体软件,经过十余年的发展,已经实现了跨终端、多平台、多领域的软件提供商。在领域方面,公司产品端主要涉及数字创意类(喵影工厂、万兴优转、DVD Creator 为拳头产品)、办公效率类(PDF 编辑器、edraw 为拳头产品)、数据管理类(dr.fone、TunesGo、recoverit 为拳头产品)。同时公司的所有产品均能够在多平台应用(Mac、Windows、IOS、Android 等平台)和跨终端应用(PC、笔记本、iPAD、手机等终端)。

图 16：公司产品阵列一览



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在不断打磨自身产品的时候,还兼顾内外并举的方式扩充自身产品矩阵,在 2019 年控股了亿图软件,以 12750 万元现金收购易图投资持有的亿图软件 51% 股权。亿图旗下的绘图软件可以有效补充公司产品阵列,同时公司可以赋能亿图提高其营销效率,利用自身完善的营销网络帮助其打开海外市场。同时亿图股东做出业绩承诺,亿图在 2019 年-2021 年扣非后净利润不低于 1800、2100、2400 万元。

表 3：亿图股东的业绩承诺

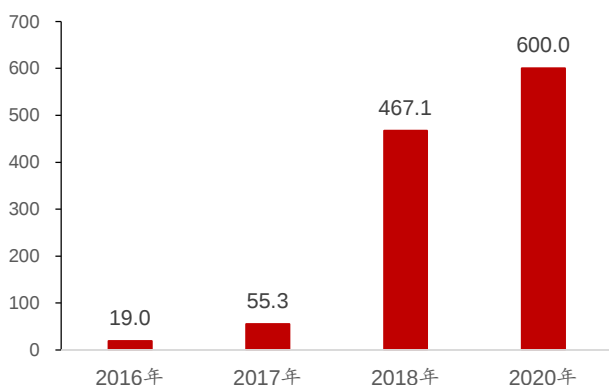
时间	2019 年	2020 年	2021 年
承诺扣非后净利润 (万元)	1800	2100	2400

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 受益短视频兴起，Filmora 开启 SAAS 成长之路

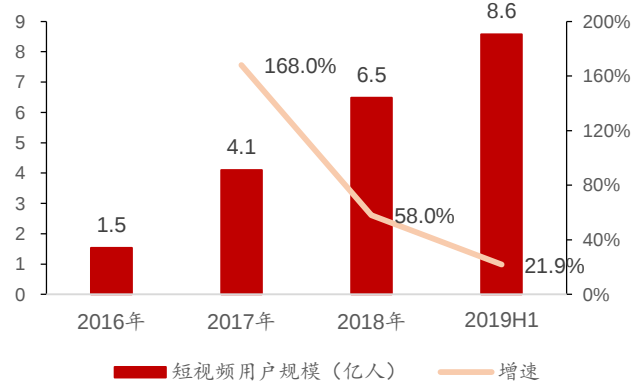
短视频行业从 2016 年在国内开始井喷，根据前瞻产业研究院的统计分析数据，2016 年-2018 年市场高速扩容，2017 年到 2018 年的市场规模的增速为 191%、745%，呈现爆发式增长态势。与此对应的是短视频行业的用户数量也快速增长，2017 年-2018 年增速分别为 168%、58%，在 2019 年上半年已经达到 8.6 亿人。未来随着 5G 逐步建设完善带来视频体验越来越好（比如会催生超清和 VR 的视频形态）以及短视频的逐步社交化，都将会进一步推动整个行业进一步发展。

图 17：短视频行业市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 18：短视频行业用户规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

短视频行业的爆发催生了视频编辑软件的需求，目前视频编辑软件的主要用户为个人、网红、Vlogger 等群体。根据 CNNIC 数据，截至 2019 年 6 月，我国网民规模为 8.54 亿；我国手机网民规模达 8.47 亿，手机上网已成为最常用的上网渠道之一。短视频主要通过 PC 端和手机端编辑、移动端传播并呈现出社交化趋势，目前国内的传播渠道集中在抖音、快手、微博、直播平台等。根据抖音、微博、快手等近期公布的日活跃用户，抖音日活超 4 亿，快手日活跃超 2 亿，微博日活超 2 亿，庞大的用户群为视频编辑软件提供广阔的成长空间。

表 4：视频编辑软件市场规模测算

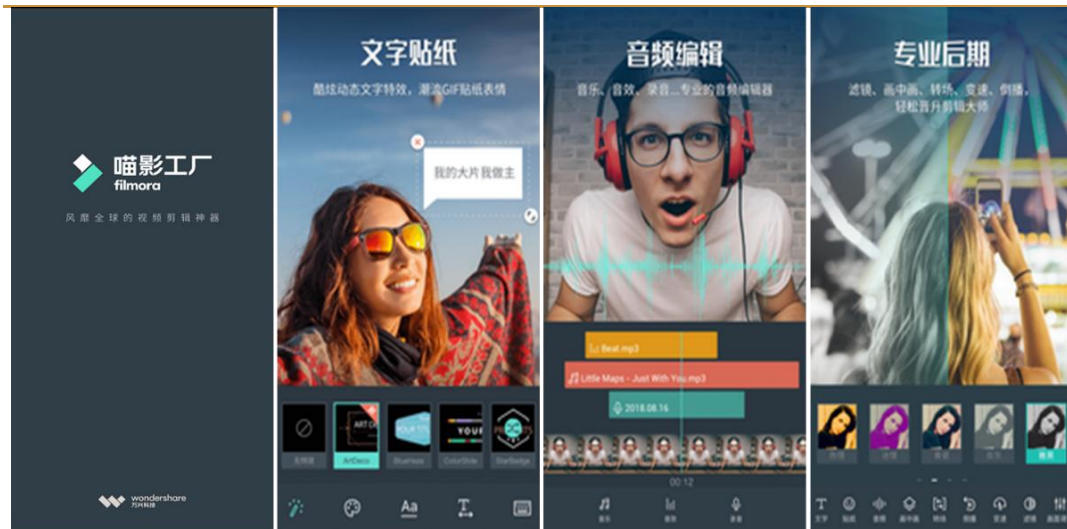
市场规模 (亿元)		假设使用视频编辑软件的人数 (亿人)					
		0.5	1	2	4	6	8
假设每个消费者花费在视频编辑软件商的金额 (元/人)	20	10	20	40	80	120	160
	50	25	50	100	200	300	400
	80	40	80	160	320	480	640
	100	50	100	200	400	600	800
	150	75	150	300	600	900	1200
	200	100	200	400	800	1200	1600

数据来源：西南证券

Filmora 是一款风靡全球的视频编辑神器。公司旗下产品 Filmora（中国市场名称为喵影工厂）在短视频快速发展之初就已经推出，不到三年时间里 Filmora 已经在全球范围内拥有超过 1 亿用户，每年新增付费用户多达百万，已经成为全球主流视频编辑软件之一。2017 年 Filmora 的中文版万兴神剪手正式发布，2019 年 4 月，万兴神剪手瞄准 Vlog 年轻化市场，

正式更名为喵影工厂。喵影工厂在全能视频编辑方面（视频比例调节、视频剪辑、修改、画面调节等）、海量视频资源方面（提供字幕、贴纸、音频、转场、滤镜等）、导出与分享方面（支持各种格式、一键分享）和视频封面方面（独创的视频封面、支持选帧/拍摄/边框等）等给消费者提供了众多的功能选项。

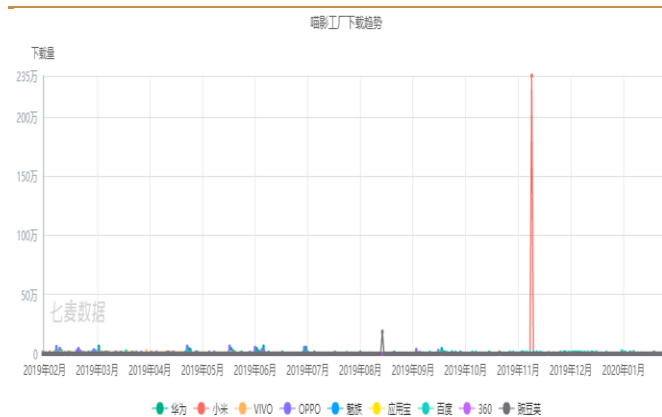
图 19：喵影工厂安装页面一览



数据来源：酷传网，西南证券整理

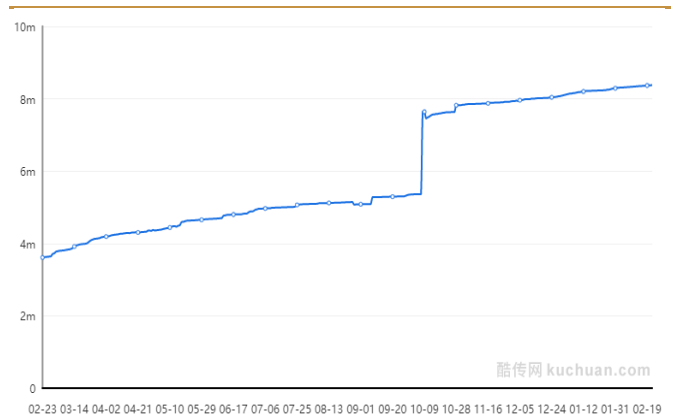
喵影工厂在安卓应用市场 2019 年 10 月上线，新版的 Filmora 凭借年轻的风格，多元化的功能以及海量的题材资源而获得了消费者的青睐。根据七麦数据的统计，喵影工厂安卓版本目前累计下载次数为 968.5 万次，近 30 日平均每天下载量为 5384 次；根据酷传网的统计，喵影工厂安卓版本目前累计下载 837.4 万次。从七麦数据和酷传网的统计可以看出，在喵影工厂上线后的 1 个月内迎来了快速的下载量，这也为后续的付费用户转化奠定了基础。

图 20：喵影工厂国内安卓市场的每天下载量（七麦数据）



数据来源：七麦数据，西南证券整理

图 21：喵影工厂国内安卓市场的累计下载量（酷传网）



数据来源：酷传网，西南证券整理

目前喵影工厂的收费模式为 SAAS 模式，即通过每个月、每个季度或者每年进行订阅付费，根据为消费者提供的增值服务内容不同而分了高级会员、VIP 至尊会员以及企业会员等三种层级。公司有望通过优质的产品提高客户粘性从而使公司获得更加稳定的现金流。

表 5: 喵影工厂的 SAAS 收费标准及服务内容

会员类型	喵影工厂 SAAS 模式收费标准及享受服务内容		
高级会员	连续包年		包年
	89 元/12 个月		99 元/12 个月
	包含服务：1) 产品所有高级功能；2) 永久升级、更新；3) 输出视频不含品牌水印；4) 技术支持服务。		
VIP 至尊会员	连续包年	连续包季	连续包月
	179 元/12 个月	51.99/3 个月	17.99 元/1 个月
	包含服务：1) 高级会员所有权益；2) 海量主题特效资源；3) 持续更新的片头模板		
企业会员	包季		包年
	399 元/3 个月		999 元/12 个月
	包含服务：1) VIP 至尊会员所有权益；2) 多人登录使用；3) 商用授权承诺。		

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.3 品牌效应显著, 有望掘金国内市场

公司品牌优势显著, Alexa 排名靠前。公司在海外市场经营多年, 已经具备了一定的品牌优势, 根据 Alexa 的官网统计, 公司官网 (www.wondershare.com) 在全球综合排名中位列 610 名, 从近一年的综合排名来看, 公司基本都在 900 名之前, 相比其他的互联网公司具有占优的品牌优势。

图 22: 国内公司在 Alexa 的排名情况

公司	官网	全球排名	访客排名
淘宝网	www.taobao.com	9	9
优酷网	www.youku.com	521	621
小米	www.mi.com	602	694
万兴科技	www.wondershare.com	610	540
携程	www.ctrip.com	1937	2322
福昕软件	www.foxitsoftware.com	6686	5787
暴风影音	www.baofeng.com	16662	17351
金山	www.kingsoft.com	87003	87772

数据来源: Alexa, 西南证券整理

图 23: 万兴科技官网在 Alexa 的排名情况



数据来源: Alexa, 西南证券整理

公司于 2018 年看到中国国内市场的潜力而重返国内市场, 旗下 PDFelement、Filmora 等拳头产品先后宣布重返国内。我们认为公司在海外积累下来的营销能力以及研发能力将助力公司掘金国内市场。

在营销方面, 由于公司的产品大多在线销售, 所以需要通过搜索引擎、社交媒体等进行引流。公司利用引擎进行搜索进行引流运用的较多 (主要利用谷歌、Yahoo、Bing 等网站), 且和谷歌、Yahoo、Bing 等合作经验丰富, 对如何将广告宣传费用回报率最大化有深入研究, 利用搜索引擎为产品引流的营销宣传能力有望在国内得以应用, 助力开拓国内市场。

图 24：公司与谷歌、bing、Yahoo 等合作经验丰富



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

在研发方面，公司一直保持快速迭代的研发模式，同时研发核心成员较为稳定。连同公司实控人在内的几名核心技术人平均入职时间都在 8 年以上。在此基础上，公司在 2018 年对较为关键的技术人员和业务人员（122 人）实施了 143 万股的股票期权激励。公司的研发团队经过十余年的历练已经具有较强的竞争力，有望助力公司拓展国内市场。

表 6：公司核心员工较为稳定

姓名	入职时间	在公司工作年限
吴太兵	2003 年 10 月 8 日	14 年
朱伟	2008 年 5 月 4 日	9 年
陈江江	2003 年 10 月 8 日	14 年
凌曙光	2005 年 4 月 12 日	12 年
刘秋伟	2008 年 3 月 4 日	9 年
朱常涛	2009 年 2 月 3 日	8 年
许伟航	2006 年 3 月 7 日	11 年

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：多媒体软件主要包括 Filmora（国内版本为喵影工厂）、万兴优转、DVD Creator 等拳头产品。根据七麦数据和酷传网的统计，喵影工厂自 2019 年 10 月上线 4 个月下载量分别达到 968.5 万、837.4 万次，受益于国内短视频行业的高景气度，预计喵影工厂将带动多媒体业务快速增长；

假设 2：跨端数据管理软件从历史的情况来看一直处于稳健增长的状态；

假设 3：数据文档软件由于 2019 年 5 月并表了亿图软件（2018 年全年、2019Q1 分别实现约 2263 万元、640 万元营收），预计亿图的并表收入在 2019 年和 2020 年将会促使该业务快速增长。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
多媒体软件	收入	288.50	369.28	480.06	638.49
	增速	10.2%	28%	30%	33%
	毛利率	97.5%	98.0%	98.0%	98.0%
跨端数据管理软件	收入	177.96	227.79	296.13	390.89
	增速	29.3%	28%	30%	32%
	毛利率	97.5%	98.0%	98.0%	98.0%
数字文档软件	收入	56.22	75.90	102.46	131.15
	增速	5.8%	35%	35%	28%
	毛利率	97.5%	98.0%	98.5%	99.0%
其他	收入	23.57	25	30	35
	增速	103.5%			
	毛利率	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	546.25	695.97	908.65	1,195.52
	增速	16.9%	27.4%	30.6%	31.6%
	毛利率	94.6%	95.8%	95.8%	96.1%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股中科达 (300496)、四维图新 (002405)、泛微网络 (603039)、用友网络 (600588)、广联达 (002410) 作为可比估值标的，上述公司和万兴科技在主营业务以及所处行业方面有一定的相似性，行业 2019-2021 年平均估值分别为 112.7、86.3、64.4 倍。

万兴科技 2019-2021 年业绩增速预期较高 (CAGR30.3%)，目前股价对应于 2020 年 PE 仅为 54.8 倍，处于被低估状态。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300496	中科创达	73.70	0.41	0.59	0.81	1.09	179.76	124.26	91.20	67.88
002405	四维图新	18.18	0.37	0.19	0.25	0.33	49.14	95.53	72.95	55.06
603039	泛微网络	91.48	1.12	0.99	1.26	1.60	81.68	92.85	72.58	57.17
002410	广联达	42.91	0.39	0.33	0.47	0.70	110.03	128.55	91.30	61.43
600588	用友网络	45.01	0.32	0.37	0.43	0.56	140.66	122.41	103.52	80.45
平均值							112.25	112.72	86.31	64.40

数据来源：Wind，西南证券整理

投资建议：预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.11 元、1.72 元、2.24 元，2019-2021 归母净利润保持 30.3% 的复合增长率。鉴于公司为国内消费软件领域龙头，且旗下多媒体产品开启 SAAS 收费模式，现金流状况优异，故公司理应享受一定的估值溢价，同时参考公司历史估值 (55 倍到 72 倍之间) 和同行业公司估值 (2020 年平均 PE 为 86 倍)，我们认为公司处于被低估状态，首次覆盖给予“持有”评级，建议重点关注。

5 风险提示

国内市场开拓不畅；国际市场竞争激烈；汇兑风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	546.25	695.97	908.65	1195.52	净利润	71.82	91.00	141.70	184.50
营业成本	29.64	29.56	38.06	46.40	折旧与摊销	17.92	10.92	10.92	10.92
营业税金及附加	3.60	4.29	5.86	7.62	财务费用	-0.87	0.22	0.29	0.38
销售费用	267.79	354.94	438.88	579.83	资产减值损失	0.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	89.80	236.63	299.85	388.54	经营营运资本变动	-173.02	-51.15	-66.18	-92.70
财务费用	-0.87	0.22	0.29	0.38	其他	169.57	-20.44	-19.06	-20.38
资产减值损失	0.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	86.18	30.55	67.67	82.72
投资收益	11.74	20.00	20.00	20.00	资本支出	4.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-327.20	-180.00	-180.00	-180.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-322.20	-180.00	-180.00	-180.00
营业利润	79.73	100.33	155.71	202.75	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.49	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.24	100.33	155.71	202.75	股权融资	329.68	0.00	0.00	0.00
所得税	7.42	9.33	14.01	18.25	支付股利	-16.00	-16.53	-18.02	-28.06
净利润	71.82	91.00	141.70	184.50	其他	1.91	1099.78	999.71	899.62
少数股东损益	-10.85	0.91	1.42	1.85	筹资活动现金流净额	315.59	1083.25	981.70	871.57
归属母公司股东净利润	82.67	90.09	140.28	182.66	现金流量净额	79.81	933.79	869.37	774.29
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	163.63	1097.42	1966.79	2741.08	成长能力				
应收和预付款项	32.77	41.97	54.02	69.50	销售收入增长率	16.91%	27.41%	30.56%	31.57%
存货	8.13	8.60	10.41	13.53	营业利润增长率	22.23%	25.83%	55.20%	30.21%
其他流动资产	222.23	283.14	369.66	486.37	净利润增长率	30.55%	26.70%	55.72%	30.21%
长期股权投资	49.02	49.02	49.02	49.02	EBITDA 增长率	16.51%	15.17%	49.75%	28.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	142.09	134.15	126.20	118.26	毛利率	94.57%	95.75%	95.81%	96.12%
无形资产和开发支出	11.34	8.93	6.52	4.11	三费率	65.30%	85.03%	81.33%	81.03%
其他非流动资产	74.78	274.21	473.64	673.07	净利率	13.15%	13.07%	15.59%	15.43%
资产总计	703.98	1897.42	3056.26	4154.93	ROE	12.13%	13.65%	17.93%	19.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.20%	4.80%	4.64%	4.44%
应付和预收款项	59.74	78.85	99.13	126.76	ROIC	25.65%	-58.10%	-12.44%	-9.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.72%	16.02%	18.37%	17.90%
其他负债	52.21	1152.07	2166.94	3081.53	营运能力				
负债合计	111.94	1230.92	2266.08	3208.30	总资产周转率	1.08	0.54	0.37	0.33
股本	81.14	81.14	81.14	81.14	固定资产周转率	3.77	5.04	6.98	9.78
资本公积	334.58	334.58	334.58	334.58	应收账款周转率	34.82	33.73	34.96	35.01
留存收益	253.46	327.01	449.28	603.88	存货周转率	3.64	3.06	3.45	3.37
归属母公司股东权益	632.63	706.19	828.45	983.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.05%	—	—	—
少数股东权益	-40.59	-39.68	-38.27	-36.42	资本结构				
股东权益合计	592.04	666.50	790.19	946.63	资产负债率	15.90%	64.87%	74.15%	77.22%
负债和股东权益合计	703.98	1897.42	3056.26	4154.93	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.82	10.96	14.49	15.92
					速动比率	3.75	10.90	14.42	15.86
					股利支付率	19.35%	18.35%	12.84%	15.36%
					每股指标				
					每股收益	1.02	1.11	1.72	2.24
					每股净资产	7.77	8.67	10.17	12.07
					每股经营现金	1.06	0.38	0.83	1.02
					每股股利	0.20	0.20	0.22	0.34
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	96.79	111.47	166.92	214.05					
PE	92.4	84.9	54.8	42.1					
PB	12.13	10.87	9.27	7.82					
PS	14.05	11.03	8.45	6.42					
EV/EBITDA	65.16	46.41	24.58	14.62					
股息率	0.24%	0.25%	0.27%	0.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn