

消费类软件第一股，“5G+视频”核心标的

——万兴科技（300624）深度报告

分析师：徐中华

SAC NO: S1150518070003

2020年05月27日

投资要点：

证券分析师

徐中华

010-68104898

xuzh@bhqz.com

助理分析师

张源

SAC No: S1150118080012

zhangyuan3337@bhqz.com

评级：

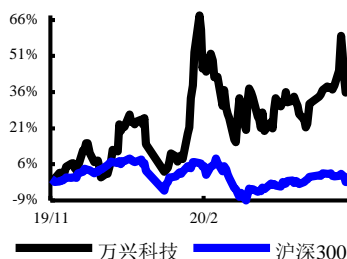
买入

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：53.55

最近半年股价相对走势



● A股市场消费类软件第一股，产品在海外享有较高美誉度

消费类软件指的是围绕个人、家庭消费者应用而设计的与生活、娱乐、工作等相关的软件产品。公司目前的产品主要包括数字创意、办公效率、数据管理三大类，可广泛应用于PC及移动终端。目前，公司的收入主要来自海外。截止2019年年报，公司的海外收入占比高达90.39%。但自从公司2017年启动回归中国的战略之后，来自中国的收入占比持续提升。公司的明星产品Filmora（中国版本叫“万兴喵影”）和PDFelement均在国际上享有较高美誉度，拥有数亿用户。

● 5G将引爆视频产业，Filmora实现SaaS化转型

短视频行业从2016年开始崭露头角，随后实现了爆发式增长。根据艾瑞咨询的统计，2018年我国短视频行业的市场规模为467.1亿元，同比增长744.7%，估计2019年将达到1006.5亿元。随着5G网络的完善，以及5G手机的出货放量，凭借5G大带宽、高速率、高稳定性的优秀性能，将极大促进视频产业的发展，相应地，视频编辑软件市场也将因此充分受益。公司视频编辑软件核心产品Filmora已于2018年实现SaaS化转型，目前，Filmora旗下的产品同时提供了SaaS和License的收费模式，供用户选择。

● 差异化竞争+高性价比，PDFelement有望踏国产信创浪潮

走差异化路线，凭借强大的OCR-光学图文识别功能，PDFelement先后被海外最著名的B2B软件评测平台G2Crowd评为“文档创建软件的市场领导者”，斩获Vector网站第29届“人气软件大赏”电子文档处理类软件中唯一一项大奖——最佳产品奖。此外，公司的PDF产品相比海内外竞品具有更高的性价比。我们认为，在国产办公软件信创浪潮的带动下，公司的PDFelement有望获得一席之地。

● 投资建议

基于核心假设，我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为1.51亿元、2.11亿元、2.89亿元，当前股价对应估值分别为46.24倍、33.01倍、24.11倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

“5G+视频”进展不及预期、国产办公软件推进不及预期、深圳亿图商誉减值风险。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	546	703	943	1,271	1,701
(+/-)%	16.9%	28.8%	34.1%	34.7%	33.8%
经营利润（EBIT）	58	62	89	124	190
(+/-)%	-14.1%	6.3%	44.7%	39.0%	53.4%
归母净利润	83	86	151	211	289
(+/-)%	20.5%	4.3%	74.6%	40.1%	36.9%
每股收益（元）	1.02	1.06	1.16	1.62	2.22

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	164	95	273	450	684	营业收入	546	703	943	1,271	1,701
应收票据及应收账款	19	17	26	35	47	营业成本	30	43	63	88	118
预付账款	10	11	16	22	29	营业税金及附加	4	3	5	6	9
其他应收款	6	7	10	14	19	销售费用	268	337	427	592	794
存货	8	9	15	19	27	管理费用	90	103	134	178	233
其他流动资产	221	3	3	3	3	研发费用	97	156	225	283	357
流动资产合计	427	556	783	1,021	1,327	财务费用	-1	-1	0	0	0
长期股权投资	49	49	49	69	119	资产减值损失	-1	-1	0	0	0
固定资产合计	142	142	153	145	139	信用减值损失	0	-6	0	0	0
无形资产	11	3	3	3	3	其他收益	10	10	13	17	23
商誉	0	112	112	112	112	投资收益	12	19	24	28	34
长期待摊费用	6	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	1	25	39	40
其他非流动资产	66	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	704	903	1,141	1,392	1,741	营业利润	80	84	150	208	287
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2	4	5	7	10	利润总额	79	84	150	208	287
预收账款	4	8	9	13	17	所得税费用	7	4	10	12	18
应付职工薪酬	38	51	63	79	106	净利润	72	80	140	196	269
应交税费	15	10	20	23	33	归属于母公司所有者的净利润	83	86	151	211	289
其他流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-11	-6	-11	-15	-20
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.02	1.06	1.16	1.62	2.22
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	112	203	252	307	388	营收增长率	16.9%	28.8%	34.1%	34.7%	33.8%
股东权益	592	700	889	1,085	1,354	EBIT 增长率	-14.1%	6.3%	44.7%	39.0%	53.4%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润增长率	20.5%	4.3%	74.6%	40.1%	36.9%
净利润	72	80	140	196	269	销售毛利率	94.6%	93.9%	93.3%	93.1%	93.1%
折旧与摊销	18	16	12	12	13	销售净利率	13.1%	11.4%	14.8%	15.4%	15.8%
经营活动现金流净额	86	123	130	173	257	ROE	13.1%	11.8%	16.2%	18.5%	20.2%
投资活动现金流净额	-322	-180	1	3	-22	ROIC	8.9%	8.4%	9.3%	10.8%	13.1%
筹资活动现金流净额	316	-13	49	0	0	资产负债率	15.9%	22.4%	22.1%	22.1%	22.3%
现金净变动	80	-69	179	176	234	PE	85.05	95.14	46.24	33.01	24.11
期初现金余额	84	164	95	273	450	P/B	11.11	11.22	7.48	6.10	4.87
期末现金余额	164	95	273	450	684	EV/EBITDA	55.68	65.05	66.20	47.85	31.01

目 录

1.A 股市场消费类软件第一股.....	7
1.1 A 股稀缺、全球领先的消费类软件厂商	7
1.2 业绩稳健增长，国内业务占比飞速上升.....	9
1.3 股权结构集中	10
2.数据驱动研发及运营，“内生+外延”共促成长.....	11
2.1 数据驱动研发及运营.....	11
2.2“内生+外延”共促成长.....	12
3.5G 将引爆视频产业，Filmora 实现 SaaS 化转型	14
3.1 乘 5G 东风，视频编辑产业将迎来海量需求.....	14
3.1.1 回顾历史，通讯技术升级带来内容传播相关产业爆发.....	14
3.1.2 5G 将催化视频产业爆发式增长.....	18
3.2 开拓中国市场，实现 Filmora 的 SaaS 化转型.....	20
4. 走 PDF 差异化竞争路线，踏信创浪潮	23
4.1 差异化竞争，PDF 新秀异军突起	23
4.2 C+B+G 端齐发力，将受益于办公软件信创浪潮.....	24
5. 投资建议	26
5.1 核心假设	26
5.2 盈利预测与投资建议.....	27

图 目 录

图 1: 公司产品类别及其核心产品	7
图 2: Filmora 和 PDFelement 在国际上享有较高美誉度	8
图 3: 公司发展的四个阶段	8
图 4: 公司 2015-2020Q1 营业总收入及其增速	9
图 5: 公司 2015-2020Q1 归母净利润及其增速	9
图 6: 公司 2015-2019 年营业收入结构（分业务条线）	10
图 7: 公司 2016-2019 营业收入结构（分地区）	10
图 8: 公司 2015-2019 净利率与毛利率情况	10
图 9: 公司 2015-2019 期间费用率情况	10
图 10: 截至 2020Q1 公司股权结构	11
图 11: 公司信息收集与产品研发流程	12
图 12: wondershare.com 的 Alexa 排名走势	12
图 13: wondershare.com 的搜索流量占比	12
图 14: 公司产品拓展历程	13
图 15: 亿图软件产品矩阵	13
图 16: 全球各国 5G 产业计划	14
图 17: 1G-5G 给通信领域带来的改变	15
图 18: 拍照及图片处理软件代表	15
图 19: 较火爆的拍照及图片处理软件推出时间	15
图 20: 截止到 2019 年 10 月，全网拍照及图片处理软件的月活跃用户数及渗透率 top10	16
图 21: 截止到 2019 年 10 月，全网综合视频平台的月活跃用户数及渗透率 top10	16
图 22: 截止到 2019 年 10 月，全网短视频综合平台的月活跃用户数及渗透率 top10	16
图 23: 2016-2021 年中国短视频行业市场规模及预测	17
图 24: 视频编辑软件竞品比较	17
图 25: 2017 VS 2022 移动视频流量占比	18
图 26: Youtube 的部分亮点	19
图 27: 2019Q4 vs 2018Q4 B 站平均每天上传的 PUG 视频数量	19
图 28: 2019 年 B 站的 PUG 视频浏览量占比	19
图 29: 目前公司视频业务条线主要产品	20
图 30: 万兴喵影操作界面	20
图 31: 万兴喵影安卓客户端下载渠道分布情况	21
图 32: 万兴喵影的百度搜索指数	22
图 33: 万兴 PDF 专家下载界面介绍	23
图 34: 万兴 PDF 的 OCR 功能	24
图 35: Adobe DC 业务收入及增速	25
图 36: 全球智能手机出货量情况	26

表 目 录

表 1: 1G-5G 速率、带宽、频谱效率比较.....	14
表 2: 不同清晰度视频对网络带宽的要求	18
表 3: 公司 Filmora（中国版：万兴喵影）产品的收费标准.....	22
表 4: PDF 软件竞品对比	24
表 5: 全球个人计算设备出货量情况（百万台）	25

1.A 股市场消费类软件第一股

1.1 A 股稀缺、全球领先的消费类软件厂商

公司是 A 股稀缺、全球领先的消费类软件厂商。消费类软件指的是围绕个人、家庭消费者应用而设计的与生活、娱乐、工作等相关的软件产品。公司目前的产品主要包括数字创意、办公效率、数据管理三大类，可广泛应用于 PC 及移动终端。

图 1：公司产品类别及其核心产品



资料来源：公司官网、渤海证券

公司的明星产品 Filmora（中国版本叫“万兴喵影”）和 PDFelement 均在国际上享有较高美誉度。在全球领先的商业软件评测机构 G2 发布的 2020 冬季研报中，公司的 Filmora9 获评视频编辑领域领导者，FilmoraPro 获评视频编辑领域杰出表现者，两款产品均获得了 4.5 星（满分 5 星）。一同上榜的还有苹果公司的 iMovie、Final Cut Pro，Adobe 公司的 Premiere Pro、Adobe Spark 等。此外，PDFelement 入选全球领先的商业软件评测机构 Capterra 发布的 Top20 Contract Management Software，并与 Adobe Sign，Docusign 等一同跻身前五名。此前，PDFelement 曾获得 G2 Crowd 文档创建类软件前三名。

图 2: Filmora 和 PDFelement 在国际上享有较高美誉度

Filmora斩获G2 2020冬季报告视频编辑领域双料大奖

PDFelement荣获Capterra Top20 Contract Management Software

资料来源：渤海证券

经历成长四阶段，不断拓展产品矩阵和业务领域。公司成立于 2003 年，并于 2018 年登陆创业板。早在公司成立之前，公司董事长吴太兵先生开发了一款名为“Photo To VCD”的产品并通过互联网渠道进行销售。该产品在未进行市场推广的情况下，取得了较好的市场反响。2003 年公司成立之后，继续提升技术和产品能力，拓展产品矩阵。由于在公司成立之际，国内用户对消费类软件并没有付费习惯，多以使用盗版软件为主，而海外用户有较好的付费习惯。因此，公司在成立之初就确定了出海战略。从公司成立至今，大致可以分为四个阶段。

图 3: 公司发展的四个阶段



资料来源：公司公告、渤海证券

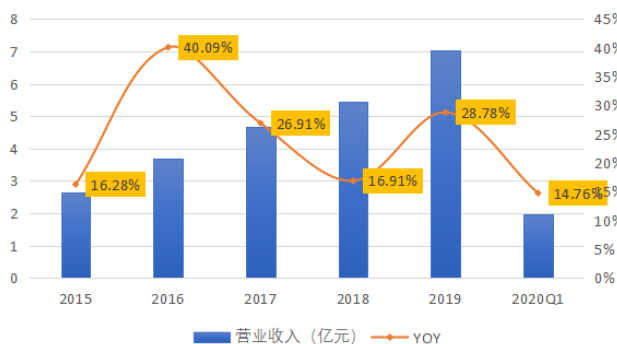
第一阶段（成立-2006 年）：Win 桌面多媒体提供商。这一阶段公司开发的多媒体产品主要运用于 Windows 桌面端，2005 年公司的产品已成功进入北美、欧洲、日本及香港市场。第二阶段（2007-2009 年）：多领域、跨平台软件提供商。公司在该阶段开始将业务领域延伸至数字文档软件、系统工具软件、数据管理工具软件等领域。同时，公司快速将产品向 Mac OS 平台拓展。第三阶段（2010-2015 年）：跨终端、多平台、多领域软件提供商。这一阶段，移动智能终端兴起，公司敏锐把握机遇，开发移动智能终端相关应用软件。此外，公司还推出了跨端数据管理系列软件，帮助用户通过电脑桌面操作的方式来管理 iOS 和 Android 等移

动智能终端的数据。第四阶段（2016 年至今）：聚焦数字创意，实现 SaaS 化转型。公司对主业进行了战略聚焦，并在 2018 年实现了视频编辑核心产品 Filmora 的 SaaS 化转型。

1.2 业绩稳健增长，国内业务占比飞速上升

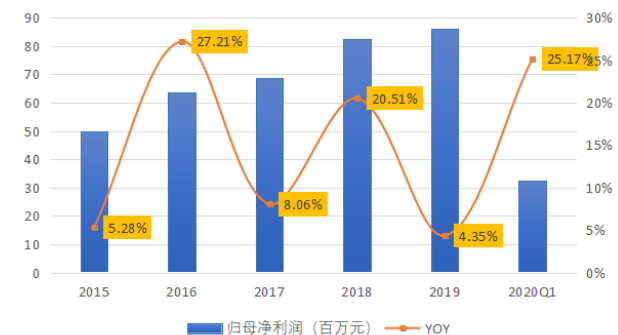
公司自 2018 年上市以来，营业收入和归母净利润一直保持稳健增长。2019 年，公司实现营业收入 7.03 亿元，同比增长 28.78%；实现归母净利润 8626 万元，同比增长 4.35%。2019 年，公司股权激励的摊销费用为 1919.79 万元，若剔除股权激励的影响，公司 2019 年的归母净利润同比增长 22.37%。2020Q1，公司业绩受疫情影响较小，仍旧保持了稳健增长。且 2020Q1 公司逆势扩大人员招聘，彰显未来成长信心。

图 4：公司 2015-2020Q1 营业总收入及其增速



资料来源：Wind、渤海证券

图 5：公司 2015-2020Q1 归母净利润及其增速

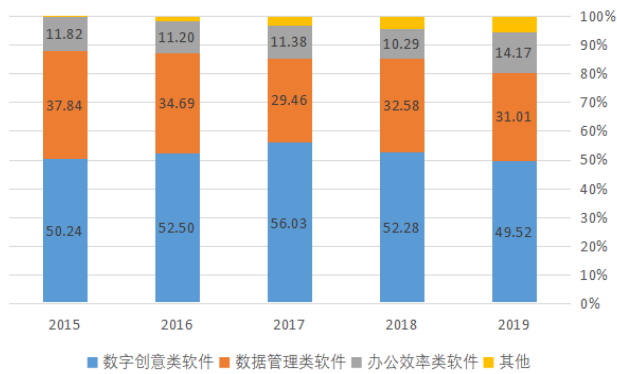


资料来源：Wind、渤海证券

从公司各业务条线的营收占比来看，公司的营收以数字创意类软件和数据管理类软件为主，而办公效率软件方面，由于公司 2019 年收购了亿图软件，使得办公效率类软件营收占比明显提升。截止到 2019 年末，公司的数字创意类软件、数据管理类软件、办公效率类软件营收占比分别为 49.52%、31.01%、14.17%。

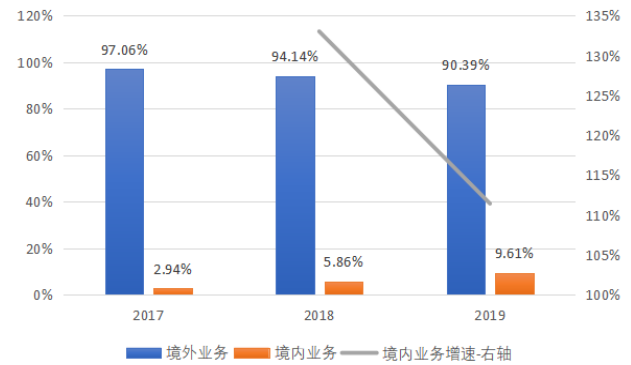
海外业务营收占比高，国内业务占比飞速上升。公司主要营业收入来自海外，约占 90% 左右；自 2017 年公司启动回师中国战略后，国内业务收入比例增长迅速，已从 2017 的 2.94% 增长至 2019 年的 9.61%。

图 6: 公司 2015-2019 年营业收入结构 (分业务条线)



资料来源: Wind、渤海证券

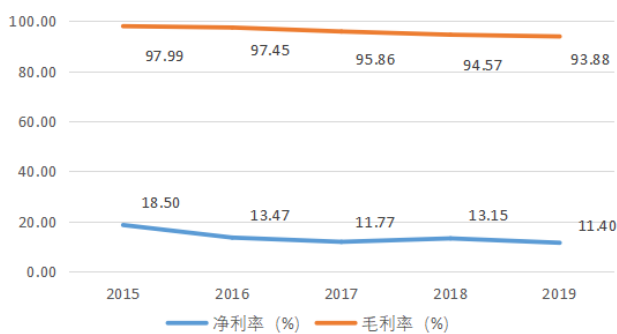
图 7: 公司 2016-2019 营业收入结构 (分地区)



资料来源: Wind、渤海证券

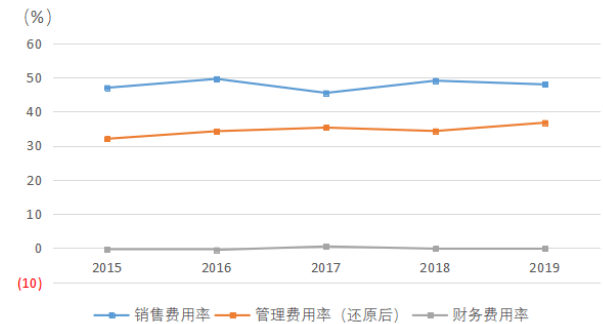
2014-2019 年,公司的毛利率水平有所下降,主要是因为公司的智能家居业务(以硬件为主)逐渐放量,拉低了毛利水平,而公司的消费类软件业务一直保持着高毛利水平(2019 年为 97.68%)。公司期间费用率总体较为平稳,2019 年公司的管理费用率(还原后)较 2018 年有所上升,主要是因为 2019 年公司的“研发费用/营业总收入”同比增加 4.26pct,达到了 22.11%。

图 8: 公司 2015-2019 净利率与毛利率情况



资料来源: Wind、渤海证券

图 9: 公司 2015-2019 期间费用率情况

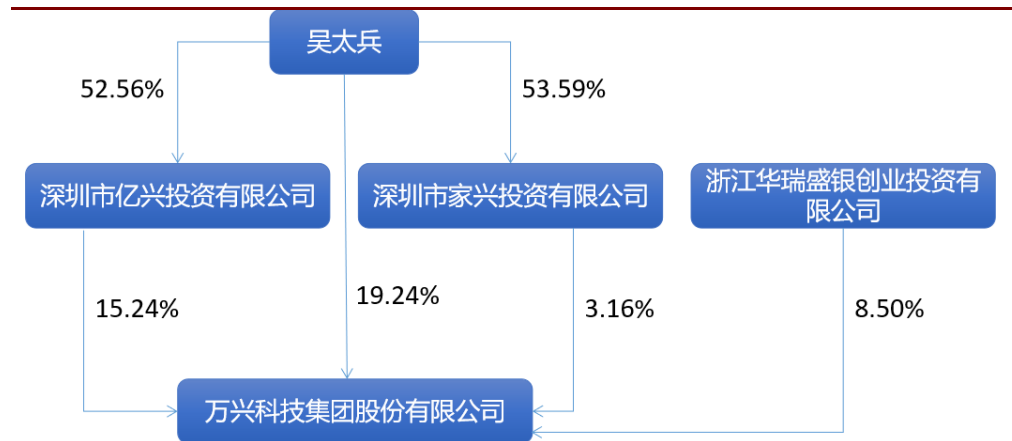


资料来源: Wind、渤海证券

1.3 股权结构集中

公司董事长兼总经理吴太兵直接持有公司 19.24%的股份,通过亿兴投资和家兴投资间接持有公司 9.70%的股份,因此其共持有公司 28.94%的股份。股权结构较为集中。

图 10: 截至 2020Q1 公司股权结构



资料来源：公司公告、渤海证券

2.数据驱动研发及运营，“内生+外延”共促成长

2.1 数据驱动研发及运营

公司产品研发采取快速迭代发布机制，研发周期一般为 2-6 个月。如此高效的研发得益于公司在研发前期对市场需求的敏锐洞察，而最终还是归功于数据驱动：

（1）设立情报收集平台，由主要目标市场的子公司负责进行市场调研和相关需求搜集；（2）公司的电商平台实时记录消费者行为轨迹，由数据中心来进行追踪。目前，公司已建立庞大的消费者行为信息数据库，它是指导公司做需求分析的指南。

此外，在销售、运营方面，公司与国际主要搜索引擎商 Google、Bing、Yahoo 合作时间较长，熟悉其对关键词搜索结果的排序技术；公司的网络营销团队通过专业的分析工具对用户的访问流量、流量来源、功能偏好、常用的搜索关键字等方面的数据进行深入分析，从而使得公司可以精准投放广告。此外，公司还根据用户的使用行为数据进行产品的优化升级。

图 11: 公司信息收集与产品研发流程



资料来源：公司招股说明书

根据 Alexa 的数据，2019 年公司主要电商网站位列全球排名 662 位（2018 年为 807 位），公司主要电商网站累计访问量超过 5 亿人次，产品年度累计下载量达到 9455 万次。体现了公司的产品、运营等得到了更多用户的认可。截止 2020 年 5 月 27 日，公司的全球排名已上升至 525 位，彰显公司实力。

图 12: wondershare.com 的 Alexa 排名走势



资料来源：Alexa、渤海证券

图 13: wondershare.com 的搜索流量占比

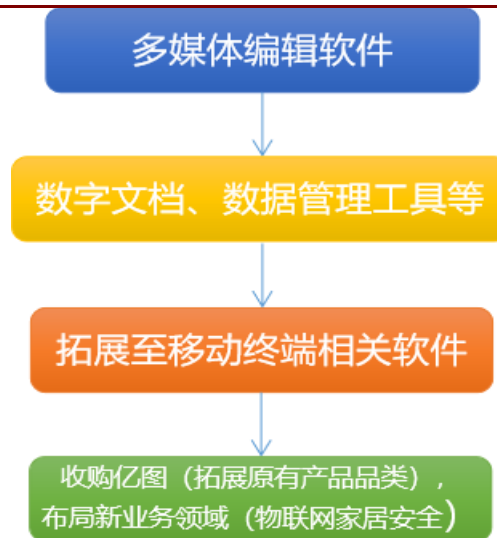


资料来源：Alexa、渤海证券

2.2 “内生+外延”共促成长

纵观公司的业务条线及产品品类拓展历程，可以总结为“多媒体编辑软件——数字文档软件、数据管理工具等——拓展至移动终端相关软件——外延收购拓展原有产品品类（收购亿图软件）；布局新业务领域（物联网家居安全）”。

图 14: 公司产品拓展历程



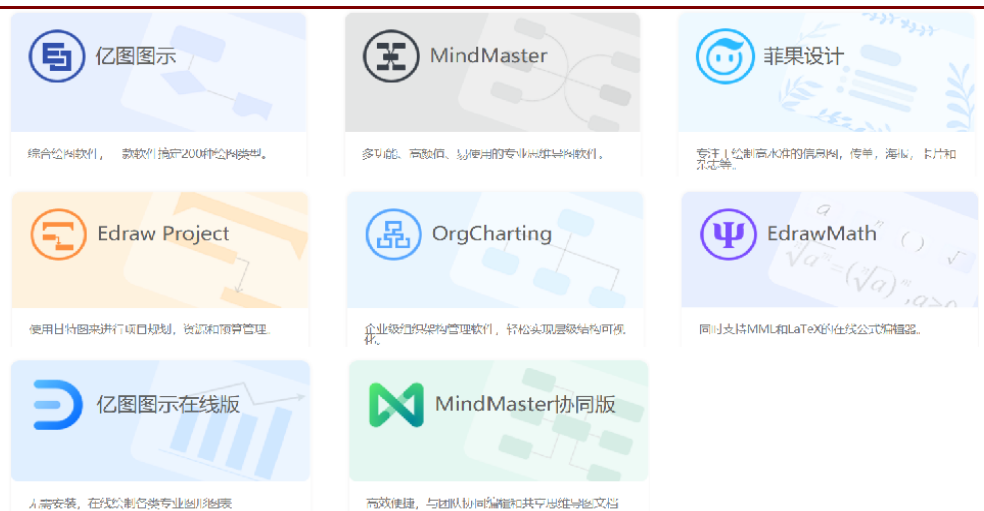
资料来源: 渤海证券

公司不仅在产品条线和品类上有扩充, 在产品本土化方面也下足了工夫。比如, 公司的视频编辑软件 Filmora 以及 PDF 软件 PDFelement 特意针对中国用户推出了相关版本, 以适应中国用户的使用习惯。

2019 年, 公司以 1.275 亿元现金收购了亿图软件 51% 的股权。亿图软件是一家专业的绘图创意类软件厂商, 主要产品包括综合办公绘图软件 Edraw Max、思维导图软件 Edraw Project 等, 能帮助用户轻松绘制 260 余种图形。

亿图的业绩对赌承诺为 2019-2021 年扣非净利润分别不低于 1800 万元、2100 万元、2400 万元。2019 年亿图软件实现扣非净利润 1915.29 万元, 达到业绩承诺。

图 15: 亿图软件产品矩阵



资料来源: 亿图软件官网

我们认为，公司对亿图的收购，扩充了其“办公效率”产品条线的品类，使其可以为客户提供更全面的办公软件产品，增强客户粘性。

3.5G 将引爆视频产业，Filmora 实现 SaaS 化转型

3.1 乘 5G 东风，视频编辑产业将迎来海量需求

2018 年 6 月，3GPP 定下第一个国际 5G 标准；2019 年 6 月，中国向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，标志着我国正式进入 5G 商用元年。5G 具有高速率、大连接、低延时、高可靠等特点，将成为新一代信息技术基础设施。全球其他国家也在加码布局。

表 1：1G-5G 速率、带宽、频谱效率比较

系统	1G	2G	3G	4G	5G
速率	2.4kbps	64kbps	2Mbps	100Mbps	10Gbps
带宽	模拟通信	200kHz	1.6MHz	20MHz	100MHz
频谱效率		0.32	1.25	5	100

资料来源：公开资料整理，渤海证券

图 16：全球各国 5G 产业计划

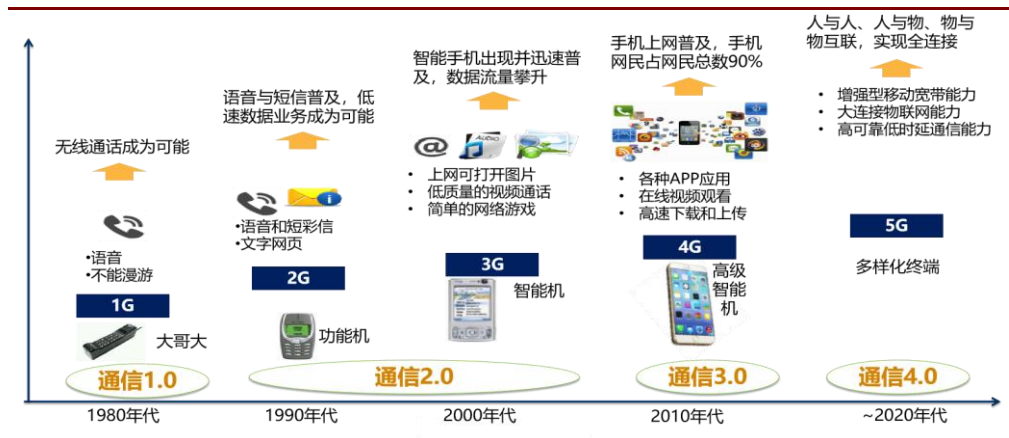


资料来源：前瞻产业研究院

3.1.1 回顾历史，通讯技术升级带来内容传播相关产业爆发

回顾 1G-4G 时代，我们可以清晰地看到，每一代通信技术的出现，都将信息的传播方式、信息量的维度向前进一步拓展，逐步逼近“身临其境”的效果。

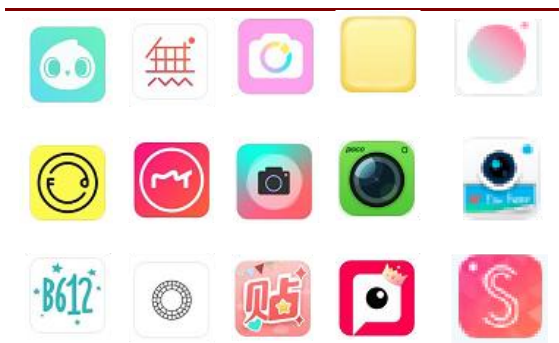
图 17: 1G-5G 给通信领域带来的改变



资料来源：公开资料整理、渤海证券

3G 时代，社交网络上开始流行分享图片，从而催生了移动端拍照、图片处理以及图片社交行业，于是大量的相关软件开始流行起来，如美图秀秀、黄油相机、Faceu、天天 P 图、B612 咔叽、Foodie 等。

图 18: 拍照及图片处理软件代表



资料来源：公开资料整理、渤海证券

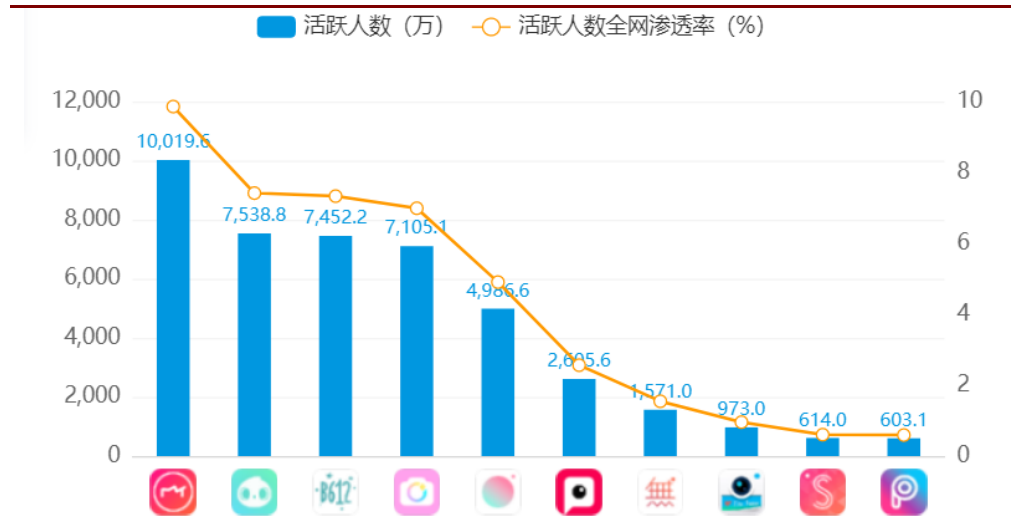
图 19: 较火爆的拍照及图片处理软件推出时间



资料来源：公开资料整理、渤海证券

根据易观千帆的统计，截止到 2019 年 10 月，在拍照及图片处理软件中，全网月活跃用户人数最多的美图秀秀，达到了 1 亿；其次是 Faceu，达到了 7538.8 万；排名第十的是 PicsArt，月活跃用户数为 603.1 万。在这些拍照及图片处理软件中，除了美图，其余绝大部分都是在 3G 甚至 4G 网络普及之后才推出的。我们认为，正是因为通信技术的升级，使得图片传播方式得以流行，当图片在网络中逐渐变得泛滥之后，用户追求更美、更新奇、更与众不同的心理需求愈加强烈，自然就促成了个性化拍照及图片处理软件市场的繁荣。

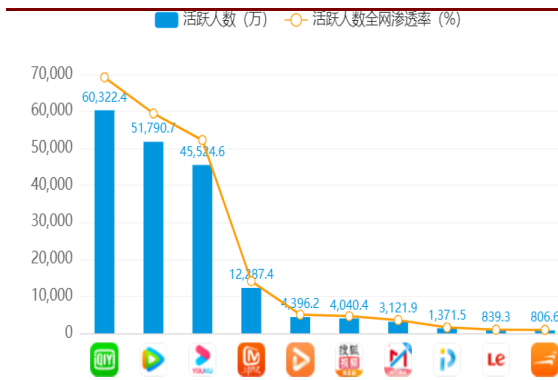
图 20: 截止到 2019 年 10 月, 全网拍照及图片处理软件的月活跃用户数及渗透率 top10



资料来源: 易观千帆, 渤海证券

4G 时代, 网络带宽进一步增加, 速率达到了 100Mbps, 是 3G 的 50 倍, 造就了视频行业的繁荣。综合视频平台诸如爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV 等, 垂直视频有 bilibili、韩剧 TV 等; 短视频领域更是诞生了现象级应用——抖音和快手, 根据易观千帆的统计, 截止到 2019 年 10 月, 抖音的月活高达 5.28 亿, 快手高达 4.2 亿。

图 21: 截止到 2019 年 10 月, 全网综合视频平台的月活跃用户数及渗透率 top10



资料来源: 易观千帆, 渤海证券

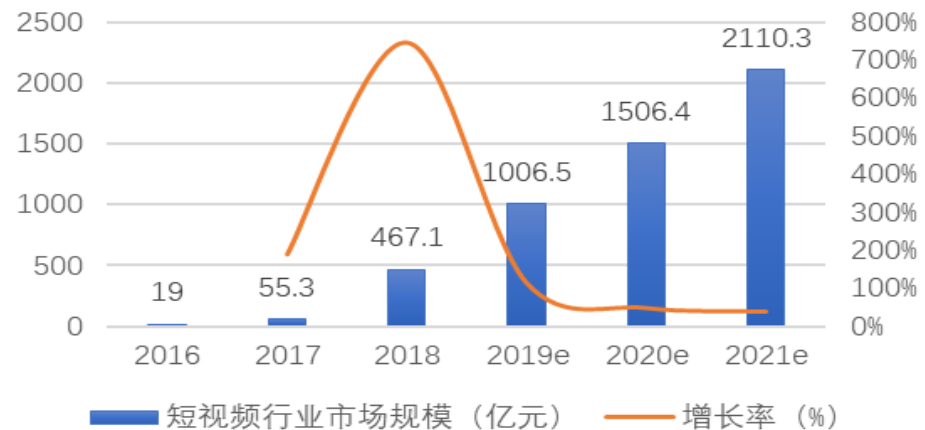
图 22: 截止到 2019 年 10 月, 全网短视频综合平台的月活跃用户数及渗透率 top10



资料来源: 易观千帆, 渤海证券

短视频的兴起孕育了视频编辑行业。短视频行业从 2016 年开始崭露头角, 随后实现了爆发式增长。根据艾瑞咨询的统计, 2018 年我国短视频行业的市场规模为 467.1 亿元, 同比增长 744.7%, 预计 2019 年将达到 1006.5 亿元。

图 23: 2016-2021 年中国短视频行业市场规模及预测



资料来源: 艾瑞咨询、渤海证券

短视频平台的陆续推出让很多普通用户逐渐接触视频拍摄、编辑领域，于是相关的视频编辑软件陆续诞生。如抖音官方推出的剪映（2019 年上线）、快手官方推出的快剪，以及深受网红们喜欢的万兴喵影、Inshoot、爱剪辑、猫饼、VUE 等。

图 24: 视频编辑软件竞品比较

	功能特点	价格
万兴喵影	上手门槛低、满足日常剪辑需求，且具备高级功能，多端互联、交互人性化。可以免费输出，会员可以去处水印，还可使用各种特效，而且每个月都有更新	高级会员 89 元/年，VIP 至尊会员 179 元/年，企业会员 999 元/年
Adobe Premiere	功能齐全，素材丰富，适合专业人士使用，可以和 Adobe 其他软件协作；新手较难适应，学习成本高，有技术难度	SaaS 订阅收费模式，普通版 119.88 美元/年，Pro 版 251.88 美元/年
会声会影	面向专业剪辑人员，也对新手友好，难度适中，功能强大，不具备社交功能	传统软件销售模式，专业版 349 元，旗舰版 549 元
Sony Vegas	入门级专业视频剪辑软件，高效编解码格式支持，简单易学，输出快捷，技术要求低	专业基础版 799 元，专业版 1599 元，高级版 5299 元
剪映、快剪	分别是抖音和快手的官方剪辑软件，与短视频软件联系紧密。针对非专业用户，操作简单，设计简洁，降低用户创作门槛	免费使用
爱剪辑	操作简便，适合新手使用，功能不全	9.9 元/年（可导出视频），会员 158 元/半年（可去除水印）
Inshot	定位视频编辑与幻灯片制作，适合新手，操作简单；功能不完整，有软件广告弹窗	免费使用，部分素材收费；有广告插入。
猫饼、VUE	短视频工具+社区 UGC 产品，具有社交属性；适合新手，操作简单	软件免费，部分功能、素材收费

资料来源: 渤海证券

3.1.2 5G 将催化视频产业爆发式增长

由于 5G 的带宽较大，速率较快，为超高清视频的落地奠定了基础。超高清视频具有较高的分辨率和丰富的颜色种类，以及卓越的流畅度，使得其呈现的内容无论是数量上还是形式上都将更加多样。随着 4K、8K、虚拟现实等的普及，沉浸式体验将变得无所不在。

表 2：不同清晰度视频对网络带宽的要求

系统	720P	1080P	普通 4K	标准 4K	4K+	普通 8K	标准 8K	8K+	VR
频谱效率	1.8M	3.6M	22.5M	45M	75M	90M	180M	300M	300M

资料来源：中国联通、渤海证券

根据思科 2019 年 2 月发布的《移动可视网络指数》，2017 年移动视频流量占移动总流量的比例为 59%，预计到 2022 年将增长至 79%，CAGR 高达 55%。此外，该报告还预测未来五年，全球移动用户数量将增加 5 亿，达到 55 亿。

图 25：2017 VS 2022 移动视频流量占比



资料来源：思科、渤海证券

我们认为，移动用户数量的上升叠加 5G、超高清视频等技术的普及，一方面将会助力 B 端生产的视频内容更加精致多样，另一方面 UGC 视频内容将会迎来爆发。相应地，视频编辑软件也将迎来爆发，这一规律类似 3G 时代引爆的图片盛宴。

视频生产者群体庞大，市场规模不容小觑。考虑到新闻媒体类的用户有其专门的视频剪辑软件（如 AE、Indesign、Edius 等，专业性较强），而公司所瞄准的市场主要是 UGC 视频编辑。因此，我们选取了 Youtube、哔哩哔哩（B 站）等 UGC

视频平台的相关数据，以从一定程度上洞悉视频生产者规模。

根据 Google 的披露，它旗下的 Youtube 目前在全球拥有 20 亿月活跃用户。截至 2019 年 3 月，Youtube 用户每天观看视频总时长超过 2.5 亿小时，同比增长 39%。通常来说，UGC 平台的月活跃用户、视频观看总时长与视频生产者的规模是成正比的，因此，我们认为 Youtube 的月活用户数以及用户观看时长从一定程度上反映出其庞大的视频生产者规模。2019 年，Youtube 实现收入 151.49 亿美元，同比增长 35.8%。

图 26: Youtube 的部分亮点

全球月活达20亿

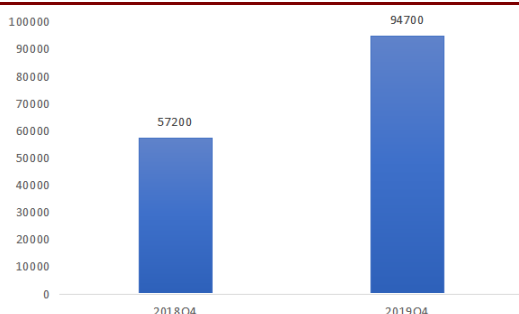
用户每天观看视频总时长超过2.5亿小时

2019年实现收入151.49亿美元（同比+35.8%）

资料来源：渤海证券

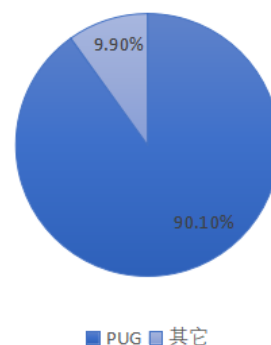
哔哩哔哩 2019 年财报显示，2019Q4，平均每天有 94700 个 PUG 视频（professional user generated videos）被上传到平台，而 2018 年同期只有 57200 个视频，同比增长了 65.56%。这些 professional user 的来源非常广泛，并不一定是媒体从业者，只是他们制作的视频非常精良。

图 27: 2019Q4 vs 2018Q4 B 站平均每天上传的 PUG 视频数量



资料来源：哔哩哔哩财报、渤海证券

图 28: 2019 年 B 站的 PUG 视频浏览量占比



资料来源：哔哩哔哩财报、渤海证券

2019 年，PUG 视频的浏览量已经占据 B 站所有视频浏览量的 90.1%，而以海内外官方媒体、专业视频制作者构成的 Licensed videos 在 B 站的浏览量占比不到 10%。

请务必阅读正文之后的免责声明

我们认为，UGC 视频平台的繁荣离不开庞大的视频生产者，预计在 5G 普及之后，视频端的红利将会爆发，将会出现更多的视频生产者，从而增加对视频剪辑软件的需求。

3.2 开拓中国市场，实现 Filmora 的 SaaS 化转型

聚焦视频，开拓中国市场。视频业务是公司的根基，也是公司营收的主要来源。从视频类产品条线来看，公司持续加强研发，在原有产品的基础上陆续推出了资源商城（Filmstock）；升级了针对非专业用户的 Filmora 版本，以增强产品功能，提升用户体验；并针对专业视频编辑用户推出了新产品 Filmora Pro。

图 29：目前公司视频业务条线主要产品



资料来源：公司公告、渤海证券

此外，公司从 2017 年开始实施回师中国战略，针对中国用户的需求重新打造 Filmora（在中国市场原名为“万兴神剪手”，现名为“万兴喵影”），万兴喵影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 30：万兴喵影操作界面



资料来源：公司官网、渤海证券

根据七麦数据的统计，截止到 2020 年 5 月 14 日，万兴喵影在安卓客户端的累计下载量为 1010.42 万次，近 30 天日均下载量为 5419 次。

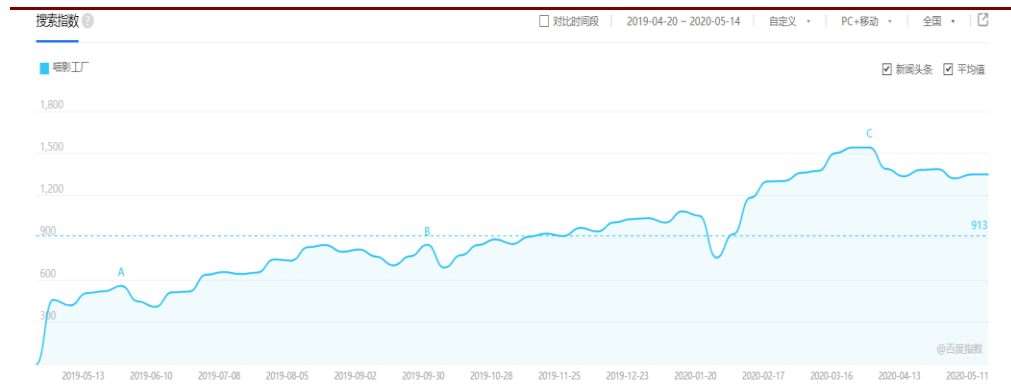
图 31：万兴喵影安卓客户端下载渠道分布情况

应用市场	近30天日均下载量	累计下载
华为	333	1,380,000
小米	587	2,449,384
VIVO	1,214	2,523,164
OPPO	326	1,650,615
魅族	48	165,008
应用宝	198	586,888
百度	2,333	1,030,000
360	11	18,378
豌豆荚	369	300,720

资料来源：七麦数据、渤海证券

根据百度指数的统计，万兴喵影的搜索指数自 2019 年 5 月以来一路攀升，而且在国内疫情较为严重的期间，万兴喵影的搜索指数上升较快。一方面体现了公司回归中国战略取得了初步成果，另一方面体现了疫情刺激了“宅经济”的发展，公司产品也因此在国内得到了更好地推广。

图 32: 万兴喵影的百度搜索指数



资料来源: 百度指数、渤海证券

核心产品 Filmora 完成 SaaS 化转型。随着消费类软件 SaaS 化转型的兴起, 公司也紧跟行业趋势, 于 2018 年实现核心产品 Filmora 从 License 向 SaaS 订阅转型, 通过统一账号 (Wondershare ID) 即可实现使用授权和订阅续费。目前, Filmora 旗下的产品同时提供了 SaaS 和 License 的收费模式, 供用户选择。

由于万兴喵影是公司专门针对中国用户需求开发的产品, 其模块和功能、UI 设计等方面均与针对海外用户推出的 Filmora 有所不同, 因此万兴喵影和 Filmora 也采取了不同的收费标准。

表 3: 公司 Filmora (中国版: 万兴喵影) 产品的收费标准

	具体分类	收费标准
Filmora	Filmora9	Annual Plan: 39.99\$/Year; Lifetime Plan: 69.99\$(One-Time Fee); Annual Bundle Plan: 99.87\$/Year
	FilmoraPro	Lifetime:149.99\$(One-Time Fee) ; 1 Year:89.99\$(Billed Annually)
	FilmoraScrn	1 Year License:19.99\$(1 Year/PC); Lifetime License:29.99\$(Lifetime/PC)
万兴喵影	高级会员	连续包年 (到期自动续费, 可随时取消): 89 元/12 个月; 非连续包年: 99 元/12 个月;
	VIP 至尊会员	连续包年 (到期自动续费, 可随时取消): 179 元/12 个月; 非连续包年: 199 元/12 个月; 连续包季 (到期自动续费, 可随时取消): 51.99 元/3 个月; 非连续包季: 56.99 元/3 个月
	企业会员	399 元/3 个月; 999 元/12 个月

资料来源: 公司官网、渤海证券

4. 走 PDF 差异化竞争路线，踏信创浪潮

4.1 差异化竞争，PDF 新秀异军突起

公司推出办公效率领域拳头产品——PDFelement，受到广泛应用。针对办公效率市场，公司 2015 年推出 PDFelement——一款高效数字文档编辑软件，具备 PDF 编辑、创建、注释、表单填写、PDF 格式转换、扫描、电子签名、云同步、OCR、数据提取等多种实用功能，主打高易用性、高性价比及跨端协作。2018 年 PDFelement 回归国内市场，中文名“万兴 PDF 专家”，以安全、稳定、高性价比的优势快速崛起。

目前，PDFelement 在全球市场拥有超过 2 亿终端用户，企业用户突破 50 万，其中包括了财富世界 500 强、营利性和非营利性组织机构、大学和中小型企业。

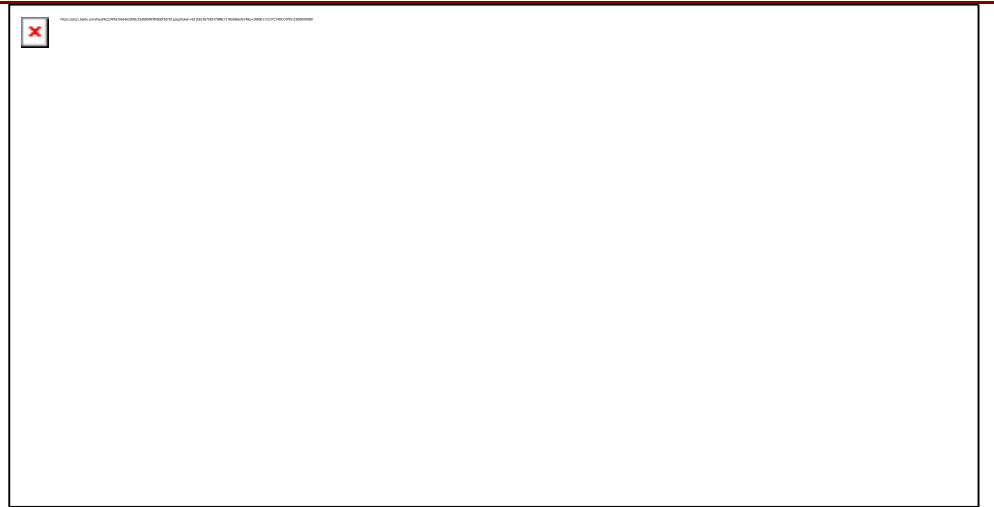
图 33：万兴 PDF 专家下载界面介绍



资料来源：万兴科技官网

以 OCR 为产品亮点，文字识别能力较强。长期以来，Adobe 一直是 PDF 领域的领军者，其市占率极高。若要切入该市场，必须走差异化路线，公司选择了 OCR（光学图文识别）作为切入点，进军 PDF 市场。PDF 文档作为电子文件交换的重要格式，转换需求尤为突出。OCR 是一种光学图文识别技术，用来识别图片格式上的文字，从而将图片转化为可编辑的文档格式。该技术的难点在于，世界上文字种类繁多，不易做到精准识别各种语言。公司的 PDF 产品目前已经可以识别超过 25 种语言，包括英语、中文、日文、西班牙、葡萄牙、德语、法语、意大利语等，可将其转换成可编辑的 Microsoft Word、Excel、PowerPoint、EPUB、Text 等多种格式文档。

图 34: 万兴 PDF 的 OCR 功能



资料来源: 万兴 PDF 专家官微

凭借强大的 OCR-光学图文识别功能, PDFelement 先后被海外最著名的 B2B 软件评测平台 G2Crowd 评为“文档创建软件的市场领导者”, 斩获 Vector 网站第 29 届“人气软件大赏”电子文档处理类软件中唯一一项大奖——最佳产品奖。

综合性能优秀, 对中小企业用户吸引力大。在 PDF 软件产品中, PDFelement 价格适中, 功能强大, 可应用于不同的终端与平台。此外, 公司可以根据企业客户的需求定制产品, 其综合性价比在中小企业用户群体中有一定优势。目前公司已经针对企业市场发布了 PE Server3.0 版本, 支持更多企业环境的授权和部署。

表 4: PDF 软件竞品对比

	功能特点	价格
PDF element	界面设计美观时尚, 速度快捷; 功能全面, OCR 技术领先; 广泛应用于不同终端与平台。	标准会员 229 元/年, 339 元/终身; 专业会员 299 元/年, 499 元/终身。
Adobe Acrobat	功能强大, 足够满足客户需求; 专业性强, 可与 Adobe 其他软件协同使用	SaaS 订阅, 标准版价格 239 美元/年, 专业版价格 359 美元/年
Nitro PDF	简单便捷, 容易上手; 转换文件质量高	永久授权, 120 美元
福昕 PDF	体积小, 速度快, 跨平台; 功能全面, 运行稳定	有免费版本, 编辑特权 198 元/年, 会员 238 元/年

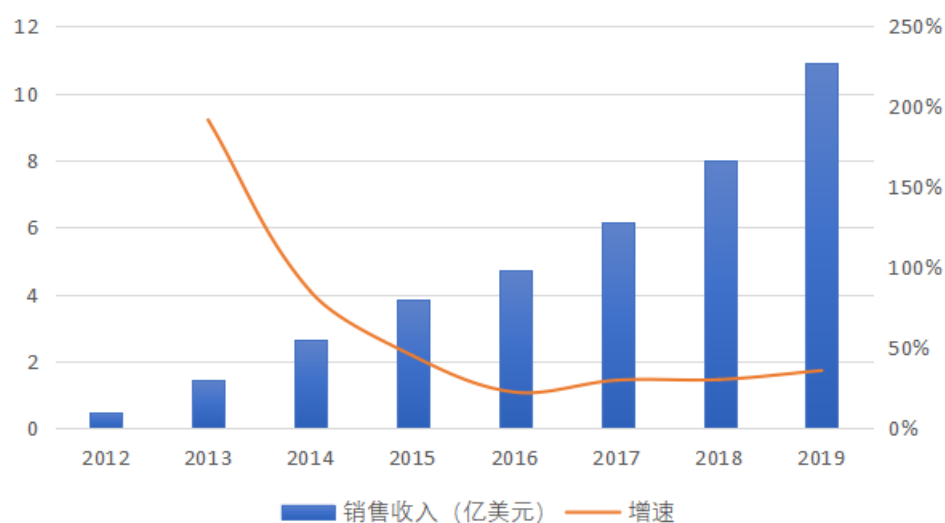
资料来源: 渤海证券

4.2 C+B+G 端齐发力, 将受益于办公软件信创浪潮

全球 PDF 软件需求较大, 国产办公软件信创浪潮方兴未艾。近年来, 随着信息技术的迅速发展和电子办公的普及, 文档电子化交换分发的需求迅速增长。由于

PDF 格式能够解决繁多的文件格式、不同使用环境与版面之间的矛盾，还具备安全、便捷等优点，因此成为了电子文档交换的格式标准。目前 PDF 在全球范围广泛应用，成为与 Office 并行的电子文档处理格式，市场发展趋势良好，未来的需求将持续增长。当前，Adobe 作为文档软件行业的领军企业，具有较高的市场占有率，其收入增速能从一定程度反映行业的景气度。Adobe 从 2012 年开始转型为订阅服务，收入增速强劲。

图 35: Adobe DC 业务收入及增速



资料来源: Adobe 各年年报, 渤海证券

智能终端设备数量庞大，为 PDF 软件的发展奠定了坚实基础。根据 IDC 的统计，2018 年全球个人计算设备出货量为 4.07 亿台，其中桌面电脑、笔记本电脑、可变形平板及平板电脑的出货量分别为 0.94 亿台、1.64 亿台、0.21 亿台及 1.29 亿台，笔记本电脑占据主要市场份额。

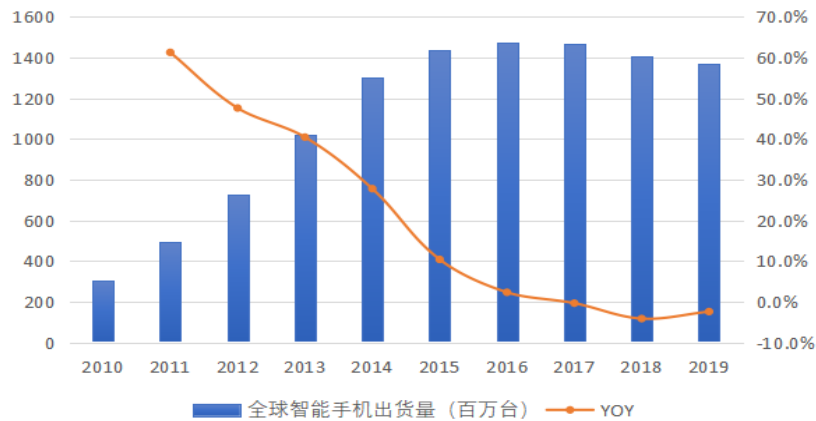
表 5: 全球个人计算设备出货量情况 (百万台)

类别	2018 年	占比	2022E	占比	CAGR
桌面电脑及桌面工作站	93.70	23.02%	82.30	21.76%	-3.19%
笔记本及移动工作站	164.10	40.32%	166.60	44.04%	0.38%
可变形平板	20.70	5.09%	28.00	7.40%	7.84%
平板电脑	128.50	31.57%	101.40	26.80%	-5.75%
总计	407.0	100.00%	378.30	100.00%	-1.81%

资料来源: IDC, 渤海证券

在智能手机市场方面，自 2015 年以后，全球智能手机市场开始进入成熟发展阶段，总体市场增速放缓。但我们认为，随着各大厂商相继推出 5G 手机，或将出现智能手机换机潮，进而对智能手机市场有一定提振作用。

图 36: 全球智能手机出货量情况



资料来源: IDC、渤海证券

考虑到信创产业正在我国如火如荼地展开，以及公司实施的“回归中国”战略，我们认为，公司将有望在政府机关、事业单位（目前我国公务员+事业编大概 4000 万人左右）的办公软件市场取得一席之地。此外，由于公司的 PDF 产品具有较高的性价比，将有望在国内受到中小企业和个人用户的青睐。

5. 投资建议

5.1 核心假设

收入端：（1）公司收入主要来自于海外。目前海外受疫情影响，多采取居家办公，增加了对公司产品需求；（2）随着 5G 网络的普及，以及 5G 手机的出货量，“5G+视频”将迎来爆发，将带来对视频编辑软件的大量需求，利好公司 Filmora（中国版本：万兴喵影）产品线；（3）办公软件国产化浪潮兴起，公司的 PDF 产品凭借差异化竞争以及高性价比，将有望在办公软件市场获得一席之地；（4）中国市场消费者的软件付费意识逐步建立，公司“回归中国”战略有望取得较好的成效。

费用端：预计所有费用将随着公司业务规模的扩张而有所增加，考虑到消费类软件的特点，我们预计销售费用的增速将超过其他费用。

毛利率：预计总是毛利率总体保持稳定。

5.2 盈利预测与投资建议

基于核心假设，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.51 亿元、2.11 亿元、2.89 亿元，当前股价对应估值分别为 46.24 倍、33.01 倍、24.11 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：“5G+视频”进展不及预期、国产办公软件推进不及预期、深圳亿图商誉减值风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华

+86 10 6810 4898

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

滕飞

+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

邓果一

+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

张山峰

+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

王磊

+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭

+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁

+86 22 2387 3123

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

张世良

+86 22 2383 9061

陈菊

+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn