

2020 年上海泛微网络科技股份有限公司
公开发行可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【845】号 01

债券简称：
泛微转债
增信方式：股权质押
债券剩余规模：3.16 亿
元
债券到期日期：2026 年
06 月 15 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期归还所有
未转股的债券本金和最
后一年利息

分析师

姓名：
陈俊松 刘玮

电话：
010-66216006

邮箱：
chenjs@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2020 年上海泛微网络科技有限公司公开发行可转换 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 08 月 10 日	2019 年 09 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对上海泛微网络科技有限公司（以下简称“泛微网络”或“公司”，股票代码：603039.SH）及其 2020 年 6 月 15 日公开发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司在协同管理和移动办公软件行业内具有较强竞争力，财务表现向好；实际控制人提供的股权质押担保能为本期债券偿付提供一定保障。同时中证鹏元也关注到，公司未来若技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险；业务较依赖授权服务模式，存在一定区域授权业务运营中心（以下简称“区域授权中心”）集中风险；对外投资能否实现预期收益尚待观察；期间费用对盈利能力形成侵蚀，退税收入占利润比重较大等风险因素。

正面：

- 公司在协同管理与移动办公软件行业内具有较强竞争力。经过多年的经营累积及技术投入，截至 2019 年末，公司累计取得软件著作权 101 项和发明专利 2 项，拥有横向全行业、纵向全产品线的完整产品体系，收入在其细分领域内处于领先地位，具有较强的市场竞争力。
- 公司财务表现向好。2019 年公司业务量及经营业绩保持提升、经营性现金流继续向好、资产质量较好、财务安全性较高，其中营业收入及利润总额增速均超 20%，经营活动现金净流入规模保持增长；2019 年末公司货币资金占总资产比重达 49.84%，剔除预收款项的资产负债率为 30.06%。

- **股权质押担保能为本期债券偿付提供一定保障。**公司控股股东及实际控制人韦利东以其合法持有的 813.34 万股公司股票为本期债券提供质押担保,为本期债券偿付提供一定保障。

关注:

- **若公司未来技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化,将面临竞争力下降甚至经营风险。**协同管理和移动办公软件行业技术壁垒不高,市场集中度低、竞争激烈,2019 年行业资产收益率有所下降,若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化,将面临竞争力下降甚至面临经营风险。
- **公司业务仍较依赖授权服务模式,未来需关注区域授权中心集中风险。**随着公司业务模式逐渐向授权服务模式转变,2019 年区域授权中心收入占营业收入的比重进一步提高至 93.31%,业务较依赖授权服务模式,2019 年公司前五大区域授权中心收入占比为 31.20%,需关注单一区域授权中心收入下降对公司经营业绩产生的不利影响。
- **公司对外投资能否实现预期收益尚待观察。**截至 2019 年末公司对外股权投资账面价值合计 2.53 亿元,整体投资按权益法核算处于亏损状态,未来能否实现预期收益尚待观察。
- **公司期间费用对盈利能力形成侵蚀,退税收入占利润比重较大。**公司业务中项目实施费用通过销售费用核算,2019 年期间费用率仍高达 88.39%,处于较高水平,期间费用对盈利水平形成侵蚀;此外,2019 年公司增值税退税收入占利润总额的比重为 37.84%,未来税收优惠政策波动对公司盈利水平产生的不利影响值得关注。

公司主要财务指标 (单位: 万元)

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	182,002.67	192,633.18	160,764.27	131,089.07
归属于母公司所有者权益	92,268.37	90,063.64	72,409.20	59,259.05
有息债务	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	47.82%	51.84%	53.49%	52.48%
流动比率	1.56	1.46	1.43	1.76
速动比率	1.55	1.45	1.41	1.74
营业收入	20,135.03	128,603.44	100,360.08	70,421.77
营业利润	1,735.09	13,714.23	10,755.69	8,850.50

净利润	1,882.83	13,932.78	10,818.54	8,591.52
综合毛利率	96.27%	96.26%	95.80%	95.41%
总资产回报率	-	8.13%	7.96%	8.99%
EBITDA	-	15,994.46	12,925.09	10,270.03
EBITDA 利息保障倍数	-	168.89	75.12	141.22
经营活动现金流净额	-9,837.88	23,807.27	19,974.94	15,656.64

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年6月15日发行6年期3.16亿元公司债券，募集资金拟用于泛微协同管理软件研发与产业化项目。截至2020年7月3日，本期债券募集资金专项账户余额为3.11亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化，自然人韦利东仍为公司控股股东及实际控制人。跟踪期内，由于资本公积转增股本，公司股本增加至2020年3月末的1.52亿元，其中韦利东持股占比33.11%，仍为公司控股股东，一致行动人韦锦坤持股占比24.25%；韦利东合计拥有公司57.36%股份表决权，为公司实际控制人。

2019年公司合并报表范围无变化，纳入公司合并报表范围的子公司仍为4家。

三、运营环境

我国软件和信息技术服务业处于高速发展的成长期，收入及利润规模快速增长，2019年国家继续出台税收优惠政策，鼓励和支持软件及信息技术服务业发展

软件与信息技术服务业业务形态包括但不限于信息技术咨询、信息技术系统集成、软件开发、信息技术外包、业务流程外包等。近年来我国产业结构的不断升级调整，软件和信息技术服务业发展迅速，2015-2019年信息传输、软件和信息技术服务业生产总值以平均19%的高增速持续增长，显著高于同期国内生产总值增速。2019年我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值为32,689.70亿元，同比增长18.7%，受软件出口形势低迷影响，增速较2018年下滑9.1个百分点。

图 1 我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值及增速

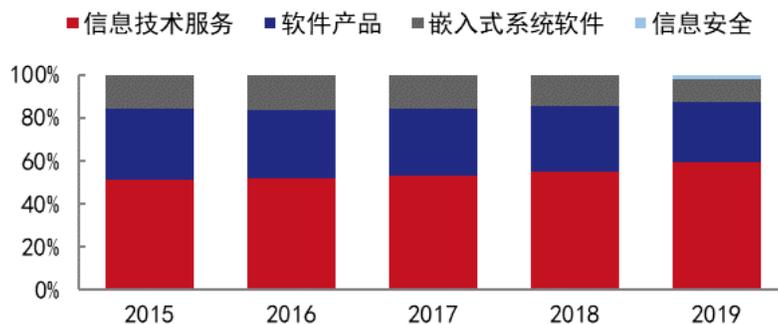


资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前，我国软件和信息技术服务业处于高速发展的成长期，软件产业盈利能力持续提升。2019年我国软件和信息技术服务业规模以上企业超4万家，累计完成软件业务收入71,768亿元，同比增长15.4%，行业实现利润总额9,362亿元，同比增长9.9%。

从收入结构来看，软件和信息技术服务收入主要包括信息技术服务、软件产品及嵌入式系统软件，目前软件产业呈现出网络化、服务化、平台化、融合化趋势，随着产业向服务化、云化演进，以在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等为代表的技术服务收入规模及其在整体行业收入中占比持续提升。2019年信息技术服务收入占行业内比重为59.3%，较2015年提高8.3个百分点。

图 2 我国软件和信息技术服务业收入结构变化情况



资料来源：工信部，中证鹏元整理

随着研发投入的不断提升，云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能、虚拟现实、区块链等新一代信息技术快速演进，单点技术和单一产品的创新正加速向多技术融合互动的系统化、集成化创新转变，软件和信息技术服务业的快速发展对行业内企业技术、业务模式创新能力以及研发、管理人员素质要求较高。

近年我国政府在产业规划、税收优惠、财政支出、软件著作权保护等方面出台多项政

策及指导性文件，鼓励和支持软件及信息技术服务业发展。2019年5月，工信部信息化和软件服务业司副司长李冠宇称：目前针对有关税收政策到期等突出问题，工信部已会同发展改革委、财政部、国税总局等部门启动了政策修订工作，2019年及以后年度，对软件企业继续给予企业所得税优惠政策。但需关注的是，我国软件及技术服务业仍面临重硬轻软、投入不足、产用脱节、生态薄弱、人才结构性短缺等突出问题，目前我国软件与技术服务业技术实力相对薄弱，尤其2019年以来中美贸易摩擦升级，美国在部分关键领域限制技术出口，一定程度上对我国部分产业构成掣肘。

2019年协同管理与办公软件主要厂商收入保持增长，但受经济下行压力较大、市场竞争激烈以及规模扩大引致单位运营成本上涨等因素影响，2019年协同管理软件和移动办公软件行业资产收益率有所下降

协同管理和移动办公软件应用领域广泛，服务对象包括各行业不同规模的企事业单位和各级政府机构；另一方面，协同管理和移动办公软件不同于一般专业化工具应用软件，行业内企业数量多且分散，市场集中度不高。然而随着用户的协同管理需求日益复杂，用户对厂商的品牌信誉、服务能力、需求梳理能力、行业成功经验的要求越来越高，少数全国知名厂商，如泛微网络和其主要竞争厂商，未来有望进一步提高市场占有率，整体市场集中度也有望保持提升。

协同管理软件和移动办公软件行业主要厂商包括泛微网络、北京致远互联软件股份有限公司（以下简称“致远互联”，股票代码：688369.SH）、北京慧点科技有限公司（以下简称“慧点科技”）以及北京万户网络技术有限公司（以下简称“万户网络”）。从可得财务数据来看，泛微网络及致远互联具有规模优势，2019年收入及利润继续保持行业领先，同时保持较快增长；主业现金回笼能力较强，经营性现金流表现较好。但需关注的是，受经济下行压力较大、市场竞争激烈以及规模扩大引致单位运营成本上涨等因素影响，2019年协同管理软件和移动办公软件行业资产收益率有所下降。

表 1 协同管理软件和移动办公软件主要厂商财务指标情况（单位：万元）

项目	企业名称	2019年	2018年	2017年
总资产	泛微网络	192,633.18	160,764.27	131,089.07
	致远互联	168,337.37	75,960.39	63,851.58
	慧点科技	55,376.66	52,352.41	53,602.44
	万户网络	23,291.72	16,506.83	16,508.65
营业收入	泛微网络	128,603.44	100,360.08	70,421.77
	致远互联	69,983.60	57,809.25	46,691.52
	慧点科技	32,117.46	29,248.32	25,411.87

	万户网络	14,835.18	12,690.53	10,299.09
净利润	泛微网络	13,932.78	10,818.54	8,591.52
	致远互联	10,194.56	7,601.22	4,442.38
	慧点科技	3,938.52	2,651.09	2,066.51
	万户网络	3,194.22	3,873.07	3,971.12
经营性净现金流	泛微网络	23,807.27	19,974.94	15,656.64
	致远互联	9,653.71	12,411.83	12,004.27
	慧点科技	-	1,595.43	-1,823.46
	万户网络	-	-	-
资产收益率	泛微网络	7.89%	7.41%	8.35%
	致远互联	8.35%	10.87%	8.84%
	慧点科技	7.31%	5.00%	4.05%
	万户网络	16.05%	23.46%	26.76%

资料来源：wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事协同管理和移动办公软件产品的研发、销售及相关技术服务，收入主要来自软件产品、技术服务。随着业务规模扩大，2019年公司营业收入保持增长，且收入在其协同管理和移动办公软件领域内处于领先地位，具有较强的市场竞争力；毛利率方面，受项目实施费用计入销售费用影响，公司维持了很高的毛利率水平。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
软件产品	73,382.56	98.21%	63,762.49	97.10%
技术服务	51,856.99	97.44%	34,438.88	96.97%
第三方产品	3,363.90	35.52%	2,158.70	38.59%
合计	128,603.44	96.26%	100,360.08	95.80%

资料来源：公司 2018-2019 年年度报告，中证鹏元整理

公司继续加大研发投入，持续完善技术体系，推动收入保持增长，但需关注如技术创新不足导致的公司竞争力下降及经营风险

公司拥有横向全行业、纵向全产品线的完整产品体系，全面覆盖并响应客户不同层次的协同管理需求，产品系列包括e-cology、e-office和eteams。随着软件产品业务的推进，公司软件产品收入同比增长15.09%至7.34亿元。2019年公司营业收入中e-cology产品相关收入为12.41亿元，仍为最主要软件产品以及技术服务收入来源。

表 3 公司提供的主要软件产品

产品名称	客户规模	产品介绍
e-cology	中大型组织	该产品能够覆盖大中型用户的多样化需求，是公司具有竞争优势的核心产品，也是公司软件产品收入的主要来源。
e-office	中小型组织	该产品性价比高、简单易用、方便维护，目前通过渠道分销模式面向小中型客户群进行规模化产品销售。
eteams	小微组织	该产品不需要客户购置服务器硬件及配备系统管理员，适合管理需求复杂程度不高的组织。

资料来源：公司提供

2019年公司持续完善发展系统的技术架构体系，坚持以组件、API为核心的协同办公开放技术平台，智能体系持续升级优化，完善客服管理平台；深入构建和支持国产化体系，适配多个国产化技术平台，支持国产操作系统、国产中间件、国产数据库等项目部署，服务数十家国产化客户，积累了丰富的经验；持续提升客户满意度，提升云服务平台功能。

2019年公司对七大系统引擎（组织引擎、流程引擎、门户引擎、集成引擎、建模引擎、内容引擎和消息引擎）构成的配置平台进行迭代升级。公司实现了组织办公无纸化，包括电子合同、电子订单、电子报价、电子投标、电子单据等。2019年公司研发投入保持增长，占当年营业收入的比重提高；研发人员数量保持增长，占公司总人数的比重较高。

表 4 公司研发情况

项目	2019年	2018年
研发投入金额（万元）	16,638.88	12,546.61
研发投入占营业收入比重	12.94%	12.50%
研发人员数量（人）	694	537
研发人员数量占公司总人数的比例（%）	56.10	46.78

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司累计取得软件著作权101项和发明专利2项，其中2019年新取得软件著作权13项，研发工作持续推进有利于提高公司技术实力及市场竞争力。本期债券发行成功对募投项目泛微协同管理软件研发与产业化项目起到良好推动作用，募投项目计划总投资50,646.64万元，截至2020年6月末，已投资6,104.38万元。根据公司提供的可行性研究报告，募投项目建设期2年，建成后有利于公司综合研发能力和自主创新能力的提升、公司各条线业务的发展、软件产品销售业绩的提升。考虑项目从设计到竣工投产周期较长，投资规模较大，工程项目管理、预算控制、市场环境等因素都可能影响项目如期竣工投产，未来需关注项目实施进度情况及预期收益实现情况。此外，软件行业技术更新迭代速度快，协同管理和移动办公软件行业技术壁垒不高、市场集中度低，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。

技术服务业务方面，公司推行“快速实施，长期服务”模式，在产品快速实施并上线后，面向客户提供多样化的长期技术增值服务，包括年度维护、二次开发、授权购买、系统升级等多种形式在内的技术服务，持续关注客户的日常经营管理和协同管理软件使用情况，通过实际应用过程中的信息反馈和不断优化，协助客户持续提升管理的效率和效力。随着产品技术升级、客户数量累积及其后续协同管理需求的深化，公司技术服务需求释放，2019年技术服务收入同比增长50.58%。

表 5 公司技术服务类型

技术开发服务	服务内容	服务提供方式
年度维护服务	向客户销售的软件产品，提供为期1年的有偿维护与技术支持服务，保障免费维护期外的客户继续平稳、高效应用公司产品	按期提供
个性化技术服务	客户由于业务流程、组织结构或功能性需求的变化，需要在已交付系统的基础上进行动态调整，公司经需求评估和方案设计向客户提供个性化技术服务	按次提供
授权购买	客户在使用过程中需增加用户数，根据自身的业务和人员发展情况，单独购买需增加的用户数并取得相应的使用许可	按数量提供
系统升级服务	随公司产品的持续研发，将客户使用的软件产品版本升级到当前最新版本，以持续提高用户使用体验的服务	按次提供

资料来源：公司提供

2019年公司经营管理模式仍以授权服务为主，授权服务模式收入占比继续提升，但需关注区域授权中心及区域集中度风险

公司经营管理模式以授权服务为主，与区域授权中心签订《授权业务运营中心合作协议》。在授权服务模式下，公司总部专注于技术与产品的研发，负责产品营销策划与广告推广，必要时向区域授权中心提供技术支持与远程服务，并通过客户满意度调查来监督区域授权中心的服务过程。区域授权中心负责其区域内市场开拓、客户关系维护、系统实施、长期技术服务、经销商开拓及管理、大中型企事业及政府机构客户开发等工作。

截至2019年末，公司区域服务中心数量有所减少，区域授权中心数量有所增长，2019年区域授权中心收入占营业收入比重有所提升，主要系公司经营管理模式继续转向以授权服务为主。由于公司项目实施主要由区域授权中心负责，公司支付区域授权中心的项目实施费用计入销售费用，公司软件产品及技术服务毛利率保持高位。2019年公司前五大区域授权中心销售收入合计占当年营业收入的比重为31.20%，保持相对稳定，区域授权中心集中度较高，需关注单一区域授权中心业绩波动对公司经营业绩产生的不利影响。

表 6 公司授权服务模式经营情况

项目	2019年	2018年
区域服务中心（个）	7	9

区域授权中心（个）	91	84
区域授权中心产生收入（万元）	119,998.46	89,480.60
在营业收入中占比	93.31%	89.16%

资料来源：公司提供

收入区域分布方面，2019年公司业务收入仍主要来自于华东、华北及华南地区。南方地区主营业务收入保持相对稳定，占总收入比重较高，其中华东地区占比较高。若未来华东及华北等市场趋于饱和或市场竞争力较大导致业绩不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

表 7 公司营业收入区域分布及占比情况（单位：万元）

区域	2019 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
华东	65,628.93	51.03%	53,517.76	53.33%
华北	27,565.34	21.43%	22,322.94	22.24%
华南	17,788.88	13.83%	12,734.22	12.69%
西部	11,213.77	8.72%	6,892.03	6.87%
华中	6,406.52	4.98%	4,893.13	4.88%
合计	128,603.44	100.00%	100,360.08	100.00%

资料来源：公司2018-2019年年度报告，中证鹏元整理

2019年公司前五大客户收入规模较小，收入对单一客户依赖程度低，有利于分散客户集中风险。

表 8 近年公司前五大客户构成情况

年份	排序	客户	销售金额（万元）	占营业收入比重
2019年	1	第一名	856.79	0.67%
	2	第二名	567.78	0.44%
	3	第三名	474.03	0.37%
	4	第四名	440.24	0.34%
	5	第五名	437.50	0.34%
		合计		2,776.34
2018年	1	第一名	770.00	0.77%
	2	第二名	661.68	0.66%
	3	第三名	453.49	0.45%
	4	第四名	428.46	0.43%
	5	第五名	395.01	0.39%
		合计		2,291.01

资料来源：公司提供

采购方面，公司采购的原材料主要是产品实施服务过程中代客户采购的USB-Key、服

务器、网络设备、PC电脑等电子设备或数据库软件、操作系统等第三方软件。供应商方面，2019年公司前五大供应商采购金额占当年采购总额的比重有所提高。

表 9 近年公司前五大供应商构成情况

年份	排序	供应商	采购金额(万元)	占采购金额比重
2019年	1	第一名	938.20	19.84%
	2	第二名	246.78	5.22%
	3	第三名	228.92	4.84%
	4	第四名	174.40	3.69%
	5	第五名	152.92	3.23%
			合计	1,741.22
2018年	1	第一名	412.92	9.79%
	2	第二名	291.04	6.90%
	3	第三名	221.33	5.25%
	4	第四名	120.73	2.86%
	5	第五名	90.70	2.15%
			合计	1,136.71

资料来源：公司提供

公司对外投资的企业财务表现仍然分化，通过与投资标的开展业务合作有助于拓宽公司业务布局，但能否实现预期目标尚待观察

截至2019年末，公司对外投资包括上海数字证书认证中心有限公司（以下简称“上海CA”）、上海亘岩网络科技有限公司（以下简称“亘岩网络”）和上海晓家网络科技有限公司（以下简称“晓家网络”）。公司对外投资企业均按权益法核算，同时根据商誉、其他综合收益和评估增值调整后计算出账面价值，整体来看，公司对外投资企业的账面价值仍低于初始投资金额，处于亏损状态。

表 10 截至 2019 年末公司对外投资情况（单位：万元）

被投资方	投资金额	持股比例	账面价值	所属会计科目
上海数字证书认证中心有限公司	18,402.55	27.25%	19,147.68	长期股权投资
上海亘岩网络科技有限公司	6,600.00	37%	6,086.72	长期股权投资
上海晓家网络科技有限公司	1,600.00	18.8%	78.53	其他权益工具投资
合计	26,602.55	-	25,312.93	-

资料来源：公司提供

上海CA主要业务包括电子认证产品及服务、安全产品软件销售、安全集成及运维服务。2019年上海CA营业收入同比增长13.57%至1.74亿元，利润总额同比增长14.04%至0.41亿元，2019年末总资产同比增长17.45%至6.16亿元，所有者权益同比增长13.92%至4.71亿

元。2019年该长期股权投资账面价值同比略有增长，为1.91亿元。

亘岩网络主要为企业和个人用户提供电子签约和存证服务的SaaS平台，旗下产品“契约锁”是公司联合数字证书认证中心、权威公证处、知名律协一起全力打造的电子签约和印章管理的一体化服务平台。2019年亘岩网络营业收入显著增长至0.19亿元，2019年末净资产为502.82万元，经商誉和评估增值调整后该长期股权投资账面价值仍低于初始投资额，处于亏损状态。

晓家网络是为企业提供对接外部专家的知识共享平台，通过积累各行业的专家人员，逐步完善专家库建设，并通过互联网平台及移动APP工具，为各行业的企业提供知识服务。2019年晓家网络收入规模较小，2019年末净资产为417.70亿元，2019年末该其他权益工具投资账面价值同比减少37.46%，仍处于亏损状态。

整体来看，通过与对外投资标的业务方面的合作，有助于拓宽公司业务布局，但能否实现预期目标尚待观察。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2018-2019年审计报告及2020年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围无变化，纳入公司合并报表范围的子公司仍为4家。

资产结构与质量

2019年末公司资产规模保持增长，货币资金占比较大，整体资产质量较好

随着盈余未分配利润累积、应付项目实施费及预收款增加，2019年末公司资产规模保持增长。2020年3月末公司资产总额减少主要因支付区域授权中心项目实施费，其中流动资产占总资产比重仍高达74.61%。

由于主业现金流表现较好，2019年末公司货币资金增至9.60亿元，其中8.11亿元作为结构性存款、保函保证金使用受限。2019年末公司应收账款账面价值随收入同步增长至1.14亿元，其中1年以内占比74.53%，2年以上占比14.65%；应收账款前五名金额合计599.25万元，占应收账款总额的4.56%，集中度较低。2019年公司预付款项主要为预付区域授权业务中心项目实施费，其中1年以内占比99.12%；预付账款前五名金额合计为0.93亿元，

占比31.86%，其中包括预付北京友洋协同软件有限公司0.43亿元。公司存货主要为代客户采购的电子设备和第三方软件，由于公司主要销售软件和提供技术服务，所以存货账面价值较小。2019年末公司其他流动资产包括预缴增值税0.28亿元、3个月内到期的银行理财产品0.32亿元。

随着公司对亘岩网络追加投资5,000.00万元，2019年末公司长期股权投资账面价值增至2.52亿元。固定资产系公司拥有的房产、运输工具及电子设备等，在建工程系本期债券募投项目，公司无形资产系购买的土地使用权，用于建设募投项目。

整体来看，2019年末公司资产规模保持增长，货币资金占比较大，整体资产质量较好。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	84,350.17	46.35%	96,005.88	49.84%	79,618.35	49.52%
应收账款	12,103.39	6.65%	11,398.79	5.92%	7,715.47	4.80%
预付款项	28,661.21	15.75%	29,292.68	15.21%	26,090.36	16.23%
存货	1,258.74	0.69%	1,124.65	0.58%	1,329.13	0.83%
其他流动资产	7,856.13	4.32%	6,008.48	3.12%	6,305.06	3.92%
流动资产合计	135,794.88	74.61%	146,041.35	75.81%	122,760.36	76.36%
长期股权投资	24,832.84	13.64%	25,234.41	13.10%	18,919.68	11.77%
固定资产	12,672.06	6.96%	13,011.32	6.75%	13,175.48	8.20%
在建工程	4,527.82	2.49%	4,141.25	2.15%	7.08	0.00%
无形资产	2,528.67	1.39%	2,558.24	1.33%	613.27	0.38%
非流动资产合计	46,207.79	25.39%	46,591.83	24.19%	38,003.91	23.64%
资产总计	182,002.67	100.00%	192,633.18	100.00%	160,764.27	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司资金和资产周转效率均有所提高

公司2019年应收账款周转天数有所增加。2019年公司存货随着收入提高周转效率有所提高。随着业务规模扩大，2019年公司应付账款周转天数有所提高；应付账款周转天数较多的原因是公司营业成本仅包含第三方外包服务成本及第三方软硬件采购成本，规模较小，而应付账款主要是区域授权运营中心的结算款项，规模较大。综合来看，2019年公司净营业周期有所下降，资金周转效率进一步提升。随着收入增长，2019年公司流动资产、固定资产及总资产周转效率均有所提高，公司资产周转效率有所提高。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	26.75	22.10
存货周转天数	91.84	106.39
应付账款周转天数	1,537.08	1,230.79
净营业周期	-1,418.49	-1,102.30
流动资产周转天数	376.23	410.57
固定资产周转天数	36.65	45.60
总资产周转天数	494.63	523.45

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司经营业绩继续提升，但期间费用仍对利润形成较大侵蚀，退税收入占利润比重较大

随着业务量增加，2019年公司营业收入同比增长28.14%，2020年1-3月公司营业收入与上年同期基本持平。由于公司主要业务相关项目实施费用未计入营业成本而通过销售费用核算，2019年公司综合毛利率仍较高，销售费用及期间费用率亦维持高位，对利润形成侵蚀。此外，2019年公司获得增值税退税0.54亿元，计入其他收益，占当期利润总额的38.81%。

综合来看，收入增长及综合毛利率稳定推动公司盈利水平继续提高，总资产回报率及净资产收益率等盈利指标进一步改善。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	20,135.03	128,603.44	100,360.08
其他收益	914.19	5,538.39	6,800.89
营业利润	1,735.09	13,714.23	10,755.69
利润总额	2,004.24	14,269.57	11,439.56
净利润	1,882.83	13,932.78	10,818.54
综合毛利率	96.27%	96.26%	95.80%
期间费用率	89.47%	88.39%	90.17%
营业利润率	8.62%	10.66%	10.72%
总资产回报率	-	8.13%	7.96%
净资产收益率	-	16.63%	15.79%
营业收入增长率	-	28.14%	42.51%

净利润增长率	-	28.79%	25.92%
--------	---	--------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主业获现能力仍增强，经营活动现金流继续向好

公司收现比保持在较好水平，主业获现能力仍较强。受应付账款及预收款项的经营性应付科目增长较快影响，2019年公司营运资本保持增长。综合来看，2019年公司经营活动现金净流入2.38亿元，继续向好。

2019年公司投资活动主要表现为买卖结构性存款、定期存款等，此外，2019年公司还支付对巨岩网络追加投资以及购置土地的款项，当年投资活动现金流仍表现为净流出。2019年公司筹资活动现金流主要表现为分配股利现金支出。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
净利润	13,932.78	10,818.54
非付现费用	2,183.75	3,253.35
非经营损益	-1,841.56	-3,697.28
FFO	14,274.97	10,374.61
营运资本变化	7,315.82	6,898.83
其中：存货减少	204.48	-157.79
经营性应收项目的减少	-7,390.44	-10,844.05
经营性应付项目的增加	14,501.78	17,900.67
经营活动产生的现金流量净额	23,807.27	19,974.94
投资活动产生的现金流量净额	-18,184.60	-48,928.88
筹资活动产生的现金流量净额	-1,667.40	-1,039.05
现金及现金等价物净增加额	3,955.27	-29,992.98
收现比	1.13	1.20

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司剔除预收款项的资产负债率较低，财务安全性仍较高，但本期债券成功发行将提高公司负债水平

随着业务增长推动应付账款及预收款项持续增加，2019年末公司负债保持增长，其中流动负债占比99.90%。2020年3月末公司负债减少，主要系公司支付区域授权中心项目实施费所致。主要得益于利润累积，2019年末公司所有者权益同比增长24.07%；综合来看，

公司产权比率有所下降，权益对负债的保障能力有所提高。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	87,033.18	99,860.69	85,991.09
所有者权益	94,969.49	92,772.49	74,773.18
产权比率	91.64%	107.64%	115.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

随着业务规模扩大，2019年末公司应付账款及预收款项均保持增长，应付账款主要包括项目实施费2.21亿元，预收款项均系预收软件销售及技术服务款项。公司应交税费主要系应交企业所得税。2019年末其他应付款主要包括限制性股权激励计划回购义务款项0.59亿元。此外，本期债券于2020年6月15日发行，发行总额3.16亿元，将提高公司债务水平。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	16,259.69	18.68%	23,834.88	23.87%	17,232.66	20.04%
预收款项	57,304.73	65.84%	59,993.05	60.08%	53,009.36	61.65%
应交税费	4,988.60	5.73%	6,395.40	6.40%	5,452.68	6.34%
其他应付款	6,305.94	7.25%	7,457.88	7.47%	8,840.29	10.28%
流动负债合计	86,932.38	99.88%	99,759.90	99.90%	85,991.09	100.00%
负债合计	87,033.18	100.00%	99,860.69	100.00%	85,991.09	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2019年末公司剔除预收款项的资产负债率、流动比率与速动比率、经营性净现金流对债务的保障程度均相对稳定。2019年公司利润水平提升推动EBITDA增长，其对债务本息的保障能力亦有所提升。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	47.82%	51.84%	53.49%
剔除预收款项的资产负债率	23.84%	30.06%	30.61%
流动比率	1.56	1.46	1.43
速动比率	1.55	1.45	1.41
EBITDA（万元）	-	15,994.46	12,925.09
EBITDA 利息保障倍数	-	168.89	75.12
有息债务/EBITDA	-	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	6.24	6.65

经营性净现金流/流动负债	-	0.24	0.23
经营性净现金流/负债总额	-	0.24	0.23

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

股权质押担保为本期债券偿付提供了一定保障

本期债券采用股份质押担保的担保方式，出质人韦利东将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，担保范围为本期债券本金及利息、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金及债权人实现债权而产生的一切合理费用。同时，为保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付，海通证券与出质人韦利东签署了《股份质押合同》。上述合同约定，在该合同签订后及主债权有效存续期间内，如在连续三十个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，质权人代理人有权要求出质人在三十个工作日内追加担保物，追加的资产限于出质人韦利东提供相应数额的泛微网络人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于150%。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续三十个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的150%。

根据公司于2020年5月12日公告，公司控股股东、实际控制人韦利东先生已于2020年5月8日将其持有的813.34万股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。本期债券于2020年6月15日发行，截至目前质押资产尚未发生上述须追加担保物情形，股权质押担保可为本期债券偿付提供一定保障。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年7月7日，公司开具保函金额合计283.61万元，占期末净资产的比重较小。

八、评级结论

公司在协同管理和移动办公软件行业内具有较强竞争力，截至2019年末，公司累计取得软件著作权101项和发明专利2项；2019年公司业务量及经营业绩保持提升、经营性现金流继续向好、资产质量较好、财务安全性较高；控股股东以及实际控制人提供的股权质押担保能为本期债券偿付提供一定保障。

同时中证鹏元也关注到，公司未来若技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险；2019年区域授权中心收入占营业收入的比重继续提高，业务较依赖授权服务模式，存在一定区域授权中心集中风险；公司对外投资按权益法核算处于亏损状态，能否实现预期收益尚待观察；期间费用对盈利能力形成侵蚀，退税收入占利润比重较大等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	84,350.17	96,005.88	79,618.35	72,558.67
应收账款	12,103.39	11,398.79	7,715.47	4,607.62
预付款项	28,661.21	29,292.68	26,090.36	19,385.97
其他流动资产	7,856.13	6,008.48	6,305.06	7,459.22
长期股权投资	24,832.84	25,234.41	18,919.68	0.00
固定资产	12,672.06	13,011.32	13,175.48	12,250.66
在建工程	4,527.82	4,141.25	7.08	0.00
无形资产	2,528.67	2,558.24	613.27	627.53
资产总计	182,002.67	192,633.18	160,764.27	131,089.07
应付账款	16,259.69	23,834.88	17,232.66	11,614.86
预收款项	57,304.73	59,993.05	53,009.36	43,023.38
应付职工薪酬	2,073.42	2,078.68	1,456.11	985.37
应交税费	4,988.60	6,395.40	5,452.68	4,529.17
其他应付款	6,305.94	7,457.88	8,840.29	332.64
负债合计	87,033.18	99,860.69	85,991.09	68,789.19
归属于母公司所有者权益合计	92,268.37	90,063.64	72,409.20	59,259.05
所有者权益合计	94,969.49	92,772.49	74,773.18	62,299.88
营业收入	20,135.03	128,603.44	100,360.08	70,421.77
营业利润	1,735.09	13,714.23	10,755.69	8,850.50
净利润	1,882.83	13,932.78	10,818.54	8,591.52
经营活动产生的现金流量净额	-9,837.88	23,807.27	19,974.94	15,656.64
投资活动产生的现金流量净额	5,339.91	-18,184.60	-48,928.88	-38,056.83
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-1,667.40	-1,039.05	28,384.09
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	47.82%	51.84%	53.49%	52.48%
有息债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.56	1.46	1.43	1.76
速动比率	1.55	1.45	1.41	1.74
产权比	91.64%	107.64%	115.00%	110.42%
EBITDA（万元）	-	15,994.46	12,925.09	10,270.03
EBITDA 利息保障倍数	-	168.89	75.12	141.22
有息债务/EBITDA	-	0.00	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	6.24	6.65	6.70
综合毛利率	96.27%	16.63%	15.79%	18.10%

期间费用率	89.47%	88.39%	90.17%	92.68%
营业利润率	8.62%	10.66%	10.72%	12.57%
总资产回报率	-	8.13%	7.96%	8.99%
净资产收益率	-	16.63%	15.79%	18.10%
营业收入增长率	-84.34%	28.14%	42.51%	52.66%
净利润增长率	-86.49%	28.79%	25.92%	33.35%
收现比	0.92	1.13	1.20	0.79
应收款项周转天数（天）	-	26.75	22.10	19.23
存货周转天数（天）	-	91.84	106.39	99.60
应付款项周转天数（天）	-	1,537.08	1,230.79	948.51
净营业周期（天）	-	-1,418.49	-1,102.30	-829.68
流动资产周转天数（天）	-	376.23	410.57	425.80
固定资产周转天数（天）	-	36.65	45.60	61.33
总资产周转天数（天）	-	494.63	523.45	525.93
经营性净现金流/流动负债	-	0.24	0.23	0.26
经营性净现金流/负债总额	-	0.24	0.23	0.23

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年总资产} + \text{上年总资产}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。