

万兴科技集团股份有限公司
向不特定对象发行可转换
公司债券信用评级报告



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員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： 

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【876】号 02

分析师

姓名：
杨慧 王强
电话：
0755-82871605

邮箱：
yangh@cspengyuan.com

评级日期：
2020年10月21日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
软件开发企业主体长期
信用评级方法，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

万兴科技集团股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：A+ 发行主体长期信用等级：A+
发行规模：不超过 37,875.00 万元 评级展望：稳定
债券期限：6 年
债券偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金并支付最后一
年利息；附债券赎回及回售条款

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”）对万兴科技集团股份有限
公司（以下简称“万兴科技”或“公司”，股票代码：300624.SZ）本次拟向不特定对象发
行总额不超过 37,875.00 万元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 A+，
该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。该等级的评定是考虑到公司核心产品
拥有一定的品牌影响力，营业收入持续稳步增长；成功上市提升了公司资本实力，公司财
务安全性尚可。但中证鹏元也关注到，公司规模较小，抗风险能力有待提升，公司存在一
定的研发风险及汇兑风险，需持续关注海外市场经营环境变化，产品推广高度依赖单一搜
索引擎商 Google，若被收购企业经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险等风险因素。

正面：

- 公司核心软件产品拥有一定的品牌影响力，营业收入持续稳步增长。公司主要产
品包括数字创意、实用工具和办公效率软件三大类，Filmora 系列是公司主打的视
频剪辑软件，拥有一定的品牌影响力；2018-2019 年公司营业收入分别同比增长
16.91%、28.78%，2020 年 1-6 月同比增长 39.96%，收入持续稳步增长。
- 成功上市提升了公司资本实力，财务安全性尚可。得益于 2018 年成功上市，公司
资本实力大幅提升，2018 年末公司所有者权益合计 5.92 亿元，同比增长 143.55%。
偿债指标方面，2020 年 6 月末公司资产负债率为 18.26%，财务杠杆不高，截至 2020
年 6 月末公司无有息债务，财务安全性尚可。

关注:

- **公司规模较小，抗风险能力有待提升。**公司 2017-2019 年营业收入分别为 4.67 亿元、5.46 亿元、7.03 亿元，2017-2019 年归属于母公司所有者权益分别为 2.73 亿元、6.33 亿元、7.31 亿元，资产及业务规模均较小，抗风险能力有待提升。
- **软件技术更迭及消费者偏好变化较快，公司存在一定的研发风险。**软件开发行业技术更迭较快，同时消费类软件受 C 端消费者需求变化影响较大，若公司不能正确判断、把握市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和市场需求及时进行技术创新和软件产品更新，业绩存在较大波动的风险。
- **公司海外收入占比高，存在一定的汇兑风险，需持续关注海外市场经营环境变化。**公司海外收入来源超过 90%，主要结算货币以美元为主，欧元、日元为辅，汇率变动可能对公司产品竞争力造成不利影响，需关注汇率波动可能带来的业绩变动风险；此外公司软件业务收入来自于美国市场占比较高（2019 年为 30.55%），从公司 2019 年及 2020 年 1-6 月经营及盈利情况来看，中美贸易摩擦升级目前公司暂未受到实质影响，但仍需持续关注因欧美市场经营环境变化对公司业绩可能造成的波动风险。
- **产品推广对单一搜索引擎商 Google 依赖程度较高。**公司目前产品在全球的推广主要通过 Google 搜索引擎优化和 Google 付费广告进行，2017-2019 年向 Google 采购的广告推广服务占年度采购总额的比重为 58.29%、39.12%、34.65%；如果未来 Google 对其搜索引擎优化的排名算法和付费广告收费政策做出调整，而公司不能及时采取有效应对措施，将影响公司产品推广，进而影响经营业绩。
- **若并购标的经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险。**2019 年公司收购深圳市亿图软件有限公司（以下简称“亿图软件”）拓宽产品矩阵，本次收购形成商誉 1.12 亿元，评估增值率较高（为 630.41%），未来公司与亿图软件能否实现协同效应尚待检验，若被收购企业经营业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
总资产	94,088.05	90,296.01	70,398.40	30,821.29
归属于母公司所有者权益	79,705.24	73,136.99	63,263.40	27,283.04
有息债务	-	-	-	-
资产负债率	18.26%	22.44%	15.90%	21.13%
流动比率	4.68	4.41	3.82	1.92
速动比率	4.51	4.26	3.67	1.73
营业收入	47,461.82	70,347.41	54,625.32	46,725.16
营业利润	10,857.31	8,418.67	7,973.26	6,523.34
净利润	9,543.27	8,017.51	7,181.99	5,501.27
综合毛利率	96.91%	93.88%	94.57%	95.85%
总资产回报率	-	10.47%	15.66%	20.83%
EBITDA	11,542.21	10,005.05	9,716.12	7,658.20
EBITDA利息保障倍数	-	1,474.72	-	-
经营活动现金流净额	8,840.01	12,324.48	8,617.79	8,016.42

注：截至2020年6月末，公司在报表时点无有息债务。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及2020年1-6月未经审计财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为深圳市万兴软件有限公司（以下简称“万兴有限”），于2003年9月28日由黄晓秋、吴太兵2位自然人以货币资金出资设立，注册资本50万元。2012年11月20日万兴有限完成股份制改造，整体变更为深圳万兴信息科技股份有限公司。

2016年11月公司注册地址由广东省深圳市迁至西藏自治区拉萨市，名称变更为万兴科技股份有限公司，注册资本为人民币6,000.00万元。2019年5月公司名称变更为万兴科技集团股份有限公司。

经中国证券监督管理委员会（证监许可【2017】2436号）核准，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股（A股）股票2,000万股，募集资金3.30亿元，于2018年1月18日在深圳证券交易所创业板上市，公司注册资本变更为人民币8,000.00万元。

根据2018年股权激励计划，公司分别于2018、2019年向122名、28名激励对象分别授予限制性股票114.20万股、28.55万股，公司总股本增加至8,142.75万股。2020年2月公司回购注销14.3万股限制性股票，股本减少至8,128.45万股。

根据公司2019年年度利润分配方案，以资本公积向全体股东每10股转增6股的比例转增股本，转增后公司股本总数增加至13,005.52万股。

截至2020年6月底，公司注册资本及实收资本均为人民币13,005.52万元，控股股东及实际控制人为自然人吴太兵，深圳市亿兴投资有限公司、深圳市家兴投资有限公司（实控人均均为吴太兵先生）为一致行动人，吴太兵直接、间接合计持股29.04%。

表1 截至2020年6月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	报告期末持股数量	质押情况	
				股份状态	数量
吴太兵	境内自然人	19.24%	25,028,560	质押	5,296,000
深圳市亿兴投资有限公司	境内非国有法人	15.24%	19,817,104	-	-
浙江华睿盛银创业投资有限公司	境内非国有法人	4.99%	6,491,000	-	-
张愚	境内自然人	4.23%	5,495,630	-	-
深圳市家兴投资有限公司	境内非国有法人	3.16%	4,114,320	-	-
香港中央结算有限公司	其他	1.60%	2,080,320	-	-
中国工商银行股份有限公司-银河和美生活主题混合型证券投资基金	其他	1.33%	1,727,953	-	-
招商银行股份有限公司-鹏华新兴产业混合型证券投资基金	其他	1.00%	1,303,078	-	-
招商银行股份有限公司-东方阿尔	其他	0.96%	1,249,360	-	-

法精选灵活配置混合型发起式证券投资基金					
海通资管—民生—海通海汇系列—星石 1 号集合资产管理计划	其他	0.60%	783,680	-	-

资料来源：公司 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

公司主要从事消费类软件开发和销售，主要产品包括数字创意、实用工具和办公效率软件三大类。截至2019年末，纳入合并范围的子公司共15家。

表2 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元、%）

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
株式会社万兴软件	日本	软件销售	100.00%	-	投资设立
万博科技（香港）有限公司	香港	软件销售	100.00%	-	投资设立
万兴科技（加拿大）有限公司	加拿大	品牌推广	100.00%	-	投资设立
深圳市斑点猫信息技术有限公司	深圳	电子产品研发与销售	59.70%	-	投资设立
深圳市炜博科技有限公司	深圳	电子计算机软硬件及其外部设备的技术开发、技术咨询、销售	100.00%	-	投资设立
深圳市斯博科技有限公司	深圳	电子计算机软件、硬件、外部设备及计算机耗材的销售，家庭智能集成设备、移动智能设备的技术开发、技术咨询、技术服务等	100.00%	-	投资设立
斯博科技有限公司	香港	电子计算机软件产品、硬件及外部设备的销售，经营电子商务业务	100.00%	-	投资设立
炜博科技有限公司	香港	电子计算机软件产品、硬件及外部设备的销售，经营电子商务业务	100.00%	-	投资设立
万兴科技(湖南)有限公司	湖南	网络技术、智能化技术的研发;应用软件、计算机硬件的开发;智能化技术的转让、服务;计算机硬件、计算机外围设备、智能装备、计算机软件、计算机辅助设备、计算机、智能产品的销售;信息系统集成服务	100.00%	-	投资设立
思臻科技有限公司	香港	电子计算机软件产品、硬件及外部设备的销售，电子商务业务、跨境电商。	100.00%	-	投资设立
智亚达科技有限公司	香港	电子计算机软件产品、硬件及外部设备的销售，电子商务业务、跨境电商。	100.00%	-	投资设立
深圳市兴之佳科技有限公司	深圳	一般经营项目是：电子计算机软硬件及其外部设备的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务;软件服务、软件及辅助设备的销售(不含专营、专控、专卖商品)；家庭智能集成设备、移动智能设备的技术开发、技术咨询服务、销售，经营进出口业务。（以上均不含限制项	100.00%	-	投资设立

		目),			
深圳市亿图软件有限公司	深圳	一般经营项目是: 计算机软硬件的技术开发与销售、技术服务、技术咨询; 经营进出口业务。	51.00%	-	非同一控制下企业合并
亿博科技有限公司	香港	电子计算机软件产品、硬件及外部设备的销售, 电子商务业务、跨境电商。	-	51.00%	投资设立
亿图软件开发有限公司	香港	软件开发及维护	-	51.00%	非同一控制下企业合并

注: 2020年3月深圳市炜博科技有限公司名称变更为“深圳万兴软件有限公司”。
资料来源: 公司2019年年度报告, 中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称: 万兴科技集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券;

发行总额: 不超过37,875.00万元(含);

债券期限: 6年;

债券利率: 票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定;

还本付息方式: 采用每年付息一次的付息方式, 到期归还本金和最后一年利息, 可转换公司债券期满后五个工作日内办理完毕偿还债券余额本息;

转股期限: 自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止;

初始转股价格: 不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司 A 股股票交易均价, 具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定;

转股价格的调整方式: 若公司发生派送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况, 则转股价格相应调整;

转股价格向下修正条款: 在本次发行的可转换公司债券存续期间, 当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%时, 公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进

行表决时，持有本次发行可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：在本期发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

在本期债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），本期发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元（含）时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期发行的可转换公司债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日收盘价格低于当期转股价格的 70%，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本次发行给予公司原股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量、比例由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

根据公司公告的《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，本期公开发行可转换公司债券募集资金总额预计不超过37,875.00万元（含），扣除发行费用后的募集资金净额拟

投资于以下项目：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	数字创意资源商城建设项目	37,279.75	19,929.83
2	AI 数字创意研发中心建设项目	19,616.47	11,330.02
3	补充流动资金	6,615.15	6,615.15
合计		63,511.37	37,875.00

资料来源：公司公告

数字创意资源商城建设项目及 AI 数字创意研发中心建设项目由公司全资子公司万兴科技（湖南）有限公司实施，补充流动资金由公司实施，建设地点位于湖南省长沙市。实际募集资金净额少于项目投资总额之不足部分，由公司自有资金或通过其他融资方式解决。

根据公司公告的《向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》（以下简称“可行性分析报告”），本期债券募投项目具体情况如下：

1、数字创意资源商城建设项目

（1）项目基本情况

数字创意资源商城建设项目是对公司现有业务的延伸拓展，通过扩充团队、购置研发办公场地及相关软硬件设备等方式，推动资源商城框架体系、创意素材创作者平台、消费者社区三大模块的建设，并采取自主设计、外部采购、合作分销相结合的方式逐步扩充特效、图片、音频、视频等资源，丰富公司创意素材库，建立完善的创意素材资源商城。

（2）项目投资估算

该项目总投资为 37,279.75 万元，其中项目建设性投资为 20,175.83 万元，建设期 3 年，在建设期内将完成项目所需办公楼购置及配套设施建设并完善人员配置等。

（3）项目效益情况

根据公司提供资料，项目收入主要为公司所提供的订阅服务，在测算期 8 年内，可实现营业收入合计 180,159.95 万元，考虑资金的时间价值后，内部收益率（税后）为 28.21%，动态投资回收期（税后）5.92 年，具有较好的经济效益。

但中证鹏元也关注到上述募投项目投资规模大，在建设过程中将面临许多不确定性因素，可能会对项目建设进度带来不利影响；此外由于软件行业技术更迭较快、市场动态和发展趋势变化较快，若在项目建设过程中行业经营业态发生变化或订阅服务销售额、销售价格不达预期，均会对项目收益的实现产生不利影响。

2、AI 数字创意研发中心建设项目

(1) 项目基本情况

AI数字创意研发中心建设项目将围绕公司现有数字创意软件产品,进行AI视觉算法技术和AI智能创意编辑技术的研究,未来相关技术将运用到公司的软件产品当中,实现公司软件产品功能提升。

该项目通过购置研发办公场地及相关软硬件设备、新增研发人员等方式进行相关技术的研究,通过将AI技术和公司数字创意软件相结合,为公司数字创意软件实现人脸、人体、图像识别、自动适配音乐、语义理解等功能。

(2) 项目投资估算

根据公司提供资料,该项目总投资19,616.47万元,拟用募集资金11,330.02万元,其中场地费用1,785.94万元,拟使用募集资金1,662.94万元;软硬件系统投资9,667.08万元,拟使用募集资金9,667.08万元;网络服务支出396.00万元及研发人员投入7,767.45万元,拟使用自筹资金。

(3) 项目效益情况

该项目为研发项目,不直接产生经济效益,项目效益将在未来体现在研发成果应用到产品中所产生的经济效益。

四、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,国家持续出台政策鼓励和支持行业发展;关注行业技术更迭和人才流失风险

近年软件和信息技术服务业¹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;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。整体来看,我国软件和信息技术服务业仍处于高速发展的成长期,软件产业盈利能力稳步提升。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%。

¹ 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。

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

近年我国政府出台多项政策及指导性文件，促进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。2020年8月国务院下发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施，鼓励集成电路产业和软件产业发展，大力培育集成电路领域和软件领域企业。

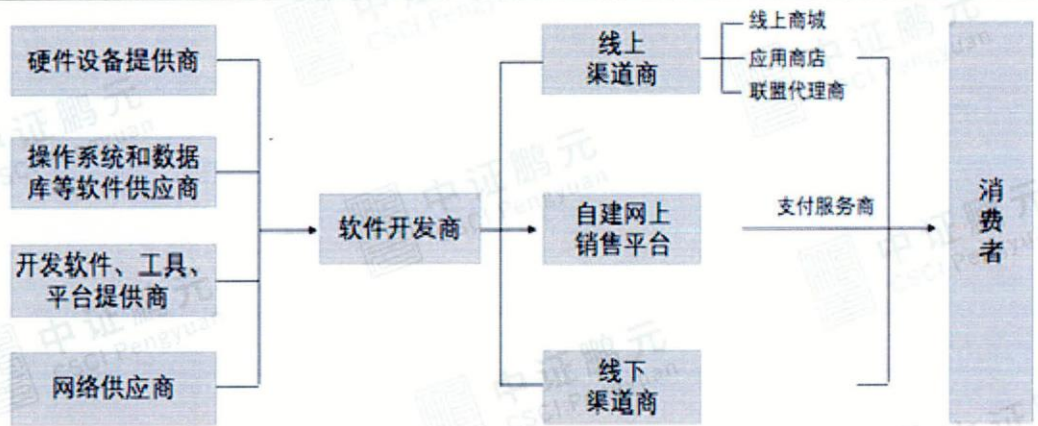
软件和信息技术服务行业技术更迭较快——云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能、虚拟现实、区块链等新一代信息技术快速演进，单点技术和单一产品的创新正加速向多技术融合互动的系统化、集成化创新转变，行业技术快速更迭对业内企业技术、业务模式创新能力以及研发、管理人员素质要求较高。若业内企业不能正确判断、把握市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和客户需求及时进行技术创新和业务模式创新，业绩存在较大波动的风险。同时，企业业务开展需要高素质的研发人员、优秀的管理人员及优质的销售队伍，需持续关注人才流失风险。

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，行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，一定程度上制约行业发展。

消费类软件细分市场集中度较低，大型软件开发商在市场容量较大的基础性或平台类产品中占据主导地位，中小企业则主要从事相对细分领域的个性化产品开发；研发及营销能力是企业核心竞争力

消费类软件²产业链上游包括开发所需计算机、服务器、移动智能设备等硬件设备提供商，操作系统、数据库等软件供应商，开发软件所需的系统软件和工具软件、平台等提供商，以及网络服务提供商；产业链下游包括线上渠道商、网上直销销售平台和线下渠道商，其中线上渠道主要涉及线上商城、应用商店（如 APP Store、Mac App Store 等）、联盟代理商等。

图 2 消费类软件产业链



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

消费类软件市场容量较大，细分领域较多，虽然软件开发商数量较多，但市场竞争主要分布在各细分市场的开发商之间。大型开发公司凭借技术和资金优势，在市场容量较大的基础性或平台类产品中占据主导地位，在各自擅长的领域拥有一定的垄断优势，例如，微软和 Adobe 在全球文档处理类软件领域、腾讯在国内的即时通讯类软件领域。

大量中小企业则主要从事相对细分领域的个性化产品开发，以满足消费者的个性化需求为目标，开发的产品为对大型开发公司基础性或平台类产品的功能补充、差异化的二次开发，与大型公司之间不形成直接竞争关系。中小企业开发的细分领域产品，满足的客户不同需求，部分功能重合的产品形成直接竞争关系，中小软件企业之间的竞争主要体现为产品功能的竞争。

消费类软件的盈利模式决定研发和营销能力是构成企业核心竞争力的重要因素。首先公司软件产品需要快速迭代以满足最新热点及个人消费者需求，根据消费者反馈意见结合营销团队意见来决定下一步软件产品开发计划，以求达到研发投入回报率最大。

从销售过程来看，由于面对的大多是 C 端消费者，如何提高营销费用的回报率，即

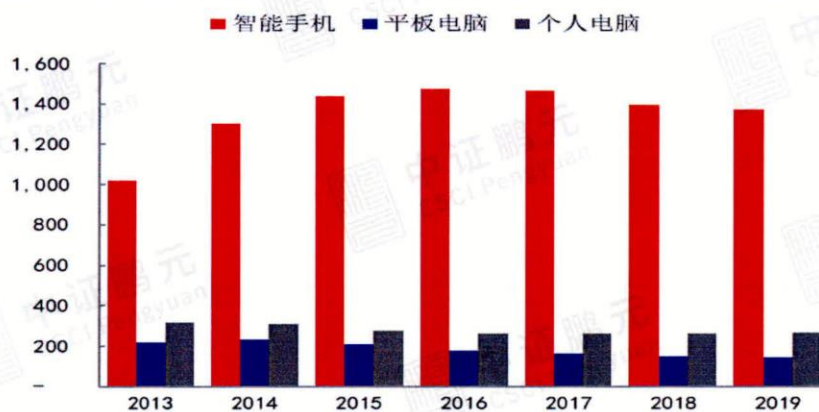
² 软件产品通常分为应用软件、系统软件及中间件。应用软件产品可以分为多媒体类软件、跨端数据管理类软件、数字文档类软件、网络工具类软件、安全类软件、游戏类软件、网络通讯类软件等。围绕个人、家庭消费者应用而设计的与生活、娱乐、工作等相关软件产品归类为消费类软件。

在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。

智能终端出货量维持高位，视频内容的爆发增长驱动视频编辑软件市场增长；国内市场软件盗版率居前，知识产权保护亟待加强

消费类软件需要依托智能硬件载体，智能终端出货量的持续高位带动消费类软件需求，2019 年全球智能终端个人电脑出货量 2.67 亿台、智能手机出货量 13.71 亿台、平板电脑 1.44 亿台。此外移动终端设备尤其是智能手机更新换代频繁，欧美等主要发达国家的消费者智能手机更换周期在 1-2 年，近两年由于智能终端设备未出现革命性的变革，出货量略有下滑但仍维持较大规模。

图3 2013-2019 年全球智能终端市场主要产品出货量（单位：百万台）



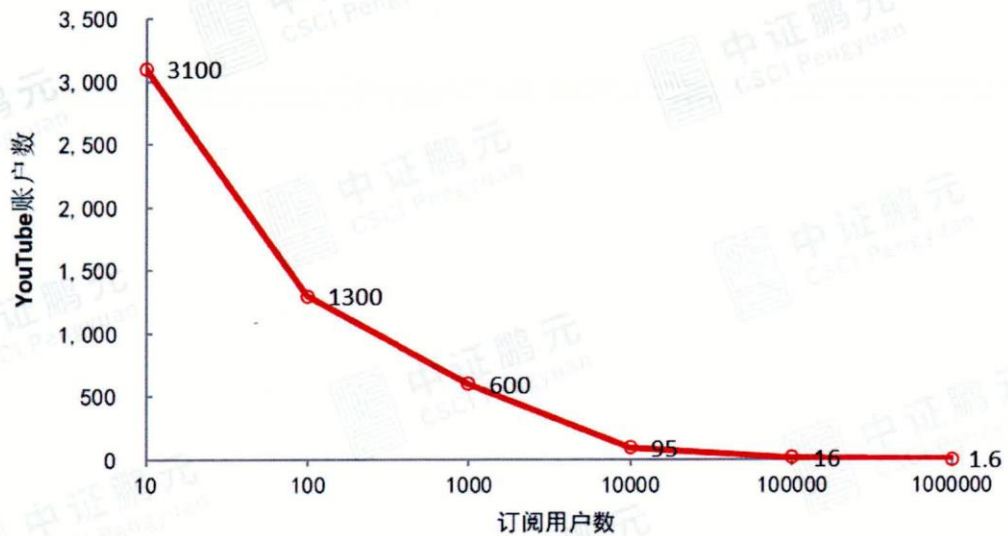
资料来源：Wind，中证鹏元整理

根据 Hubspot 统计数据，以视频形式发布的社交媒体内容相较其他形式有超出 48% 的阅读量，因视频内容具有可视化、相较文字更吸引眼球的特点，同时随着智能终端出货量的增加及网速提升，社交媒体视频内容呈现爆发式增长，根据美国主要视频网站 YouTube 数据，2020 年其拥有超过 19 亿用户，占到互联网用户的三分之一。

视频编辑软件用户群体主要为社交媒体平台的视频博主及数字营销人员。视频博主为了使个人账户更具有特色，需要通过视频编辑软件制作、美化发布的视频内容。根据 Tubics 数据，2019 年 YouTube 订阅用户在 1 万-10 万的账户数量为 95 万（同比增长约 70%），订阅用户大于 10 万的账户数量为 16 万，大于 100 万的账户数量为 1.6 万（同比增长 65%），每月有 1,500 万的视频创作者上传 8,000 万个视频。快速增长的视频账户背后的博主群体，均为视频编辑软件的潜在消费者。数字营销方面，根据 Hubspot 统计数据，2020 年预计 87% 的互联网营销公司使用视频内容进行广告宣传；根据 Wistia 的数据，人们平均花在有视频的页面上的时间是没有视频页面的 2.6 倍。相较于其他形式的广告宣传，视频内容宣

传更具有记忆点，拥有更好的传播性。

图 4 2019 年美国主要视频网站 YouTube 订阅用户数各区间对应的账户数

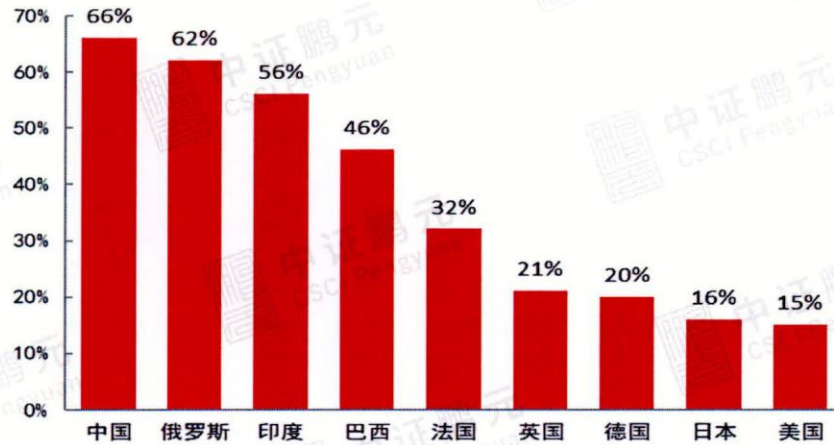


资料来源：Social Blade，中证鹏元整理

视频内容的爆发增长及用户群体的扩大化是视频编辑软件增长的重要驱动力，根据 Statista 数据，2018 年全球视频编辑软件市场达 7.79 亿美元；而根据 Kbvresearch 的研究数据，全球视频编辑软件市场有望 2025 年达到 11 亿美元，以年均 4.4% 的复合增长率上升。根据 The Business Research Company 的研究数据，从市场来看，2017 年北美市场占到全球市场的 41.8%，其中美国占到全球市场的 34.6%。

盗版及免费软件的存在，对视频编辑软件的发展形成掣肘。根据商业软件联盟 (Business Software Alliance，简称“BSA”) 2020 年发布的一项研究报告称，中国市场的软件盗版率连续三年呈下降趋势，从而使中国软件市场出现新增长点；但与全球平均盗版率相比，中国市场盗版率仍相对较高，国内消费者对于付费软件使用习惯培养仍需时间。

图5 中国软件盗版率居前



资料来源：BSA，中证鹏元整理，2017

五、公司治理与管理

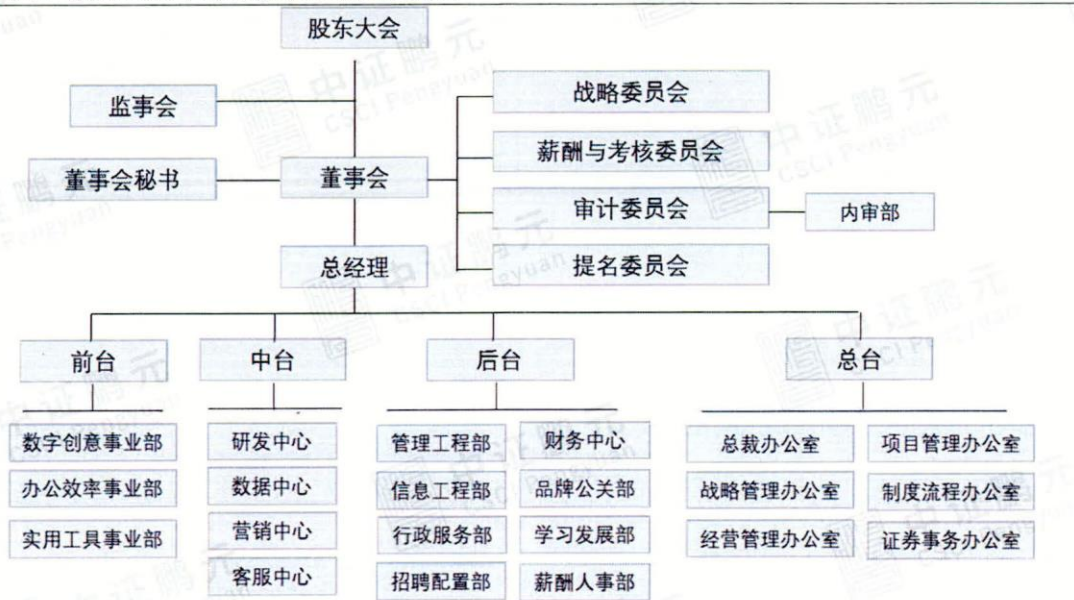
公司依据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》等有关法律、法规的要求，建立了法人治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，行使选举和更换非由职工代表担任的董事、监事等职权。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由5名董事组成，设董事长1人，独立董事2人。董事长由实际控制人吴太兵担任。公司董事会设立审计委员会，并根据需要设立战略、提名、薪酬与考核等相关专门委员会。专门委员会对董事会负责，依照公司章程和董事会授权履行职责，提案应当提交董事会审议决定。

公司设监事会，监事会设3名监事，其中职工代表监事1名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。监事会每6个月至少召开一次会议。

内部管理方面，公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书、研发总监为公司高级管理人员。组织结构方面，公司按照前台、中台、后台、总台分类设置职能部门，组织架构分工明确，能够满足公司经营需要。

图6 截至2020年6月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要从事开发并销售消费类软件，可应用于个人电脑、平板电脑、智能手机终端等不同应用终端，适用Windows、Mac OS X、iOS、Android等主要操作系统。2017-2019年数字创意软件收入占比均大于50%，公司收入持续稳步增长，2018-2019年分别同比增长16.91%、28.78%，收入来源于海外市场占比均大于90%。受益于公司持续更新迭代提升主要软件产品市场竞争力及加大线上引流费用投入，2020年1-6月公司营业收入规模同比增长39.96%。从毛利率来看，公司软件产品毛利率均较高，系由消费类软件行业特性及在线销售模式的特征决定。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务	47,263.84	97.10%	70,064.76	93.94%	54,215.36	94.74%	46,415.15	96.00%
消费类软件	46,956.73	97.68%	66,615.86	97.68%	52,268.82	97.49%	45,257.25	97.87%
其他	307.11	8.44%	3,448.90	21.65%	1,946.55	20.89%	1,157.91	22.74%
其他业务	197.98	52.70%	282.65	77.80%	409.96	72.46%	310.01	74.63%
合计	47,461.82	96.91%	70,347.41	93.88%	54,625.32	94.57%	46,725.16	95.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司核心产品拥有一定的品牌影响力，研发投入占比高，但软件产品技术更新及市场动态变化较快，需持续关注公司产品研发风险；公司收入90%以上来源于海外，关注汇率变化可能存在的业绩波动风险；2019年收购亿图软件布局拓宽产品矩阵，需持续关注后续业绩实现情况

公司主要软件产品分为数字创意、实用工具、办公效率三大类；核心产品数字创意软件收入占比均大于50%，其中Filmora系列是主打的视频剪辑软件，主要定位于入门级个人消费者，在商业软件评测机构G2发布的2020冬季研究报告中，公司明星产品Filmora9获评视频编辑领域领导者；专业版视频剪辑软件FilmoraPro获评视频编辑领域杰出表现者。PDF编辑器PDFelement先后被海外较为著名的B2B软件评测平台G2Crowd评为“文档创建软件的市场领导者”，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，公司核心产品拥有一定的品牌影响力。

研发方面，2017-2019年公司技术人员占公司员工总数45%以上，研发费用占营业收入比重均大于17%；公司包括实控人在内的核心技术人员平均入职时间12年以上，相对较为稳定的研发人员及充足的研发投入为公司的软件研发及快速迭代打下了基础。截至2019年末公司拥有183项计算机软件著作权和138项专利，正在申请待审批的专利达59项，在知识产权方面为公司的发展提供了强有力的保障。公司先后获得了“国家规划布局内重点软件企业”、“国家高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”等荣誉资质。

表5 公司研发人员及占比、研发投入金额及占营业收入的比例（单位：万元、人）

项目	2019年	2018年	2017年
研发人员数量	301	249	297
研发人员数量占比	49.92%	46.28%	54.90%
研发投入金额	15,556.98	9,749.93	9,248.36
研发投入占营业收入比例	22.11%	17.85%	19.79%

注：研发人员数量为年度月平均研发人员数量；研发人员数量占比为月均研发人数与月均平均总人数的比值。

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

表6 公司核心技术人员构成情况（单位：年）

姓名	入职时间	工作年限
吴太兵	2003年10月8日	16
朱伟	2008年5月4日	12
陈江江	2003年10月8日	16
凌曙光	2005年4月12日	15
刘秋伟	2008年3月4日	12
朱常涛	2009年2月3日	11
许伟航	2006年3月7日	14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

对于消费类软件产品，快速捕捉C端消费者需求变化及较强的研发能力是业内企业的核心竞争力之一。公司推行“用户第一”的产品研发快速迭代发布机制，实时跟踪消费者产品使用情况，洞察用户使用产品功能情况，通过产品快速迭代更新及时响应和满足用户需求，不断完善产品功能、优化用户使用体验、提升产品品质；在全球范围内及时洞察并适应不同区域市场需求，充分整合内外部资源，为全球不同区域用户提供不同类型的产品解决方案。若公司不能正确判断、把握市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和市场需求及时进行技术创新和软件产品更新，业绩存在较大波动的风险。

根据本期债券募投项目规划，数字创意资源商城建设项目计划丰富公司创意素材库，建立完善的创意素材资源商城，AI数字创意研发中心建设项目将进行AI视觉算法技术和AI智能创意编辑技术的研究，均有助于提升公司产品竞争力，但若在项目建设过程中行业经营业态发生变化或订阅服务销售额、销售价格不达预期，均会对项目收益的实现产生不利影响。

公司海外收入来源超过90%，主要包括美国、日本等发达国家，由于上述发达国家版权保护严格、法律机制相对更健全和完善，个人消费能力强，消费者对软件产品付费习惯较好。英语市场如美国是公司传统优势市场，近年公司加大对非英语市场投入，引进非英语营销人才，建立全球7×24的客户服务团队，拓展非英语国家市场。公司收入主要结算货币以美元为主，欧元、日元为辅，关注汇率波动可能带来的业绩变动风险；尤其是美国市场占比较高（2019年末软件业务收入美国市场占比为30.55%），从公司2019年及2020年1-6月经营及盈利情况来看，中美贸易摩擦升级目前暂未对公司海外经营环境造成重大影响，但仍需持续关注因欧美市场经营环境变化对公司业绩可能造成的波动风险。

国内及部分发展中国家个人消费者软件付费尚在培养过程中，2017-2019年及2020年1-6月公司国内收入有所增长，但占比仍较低。2018年公司回师中国，推出明星产品本土化产品，2017年公司发布明星产品Filmora的中文版万兴神剪手，2020年5月更名为万兴喵影。2020年1-6月公司软件业务境内收入同比大幅增长，营收占比增加至8.23%。

表7 2017-2019年及2020年1-6月公司软件业务收入地区分布（单位:万元）

国家	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
海外国家	美国	12,870.84	27.41%	20,351.95	30.55%	18,494.93	35.38%	17,147.33	37.89%
	日本	6,386.12	13.60%	8,607.56	12.92%	5,693.22	10.89%	5,139.12	11.36%
	德国	2,408.88	5.13%	3,252.50	4.88%	2,348.05	4.49%	2,131.31	4.71%
	法国	2,174.10	4.63%	3,123.22	4.69%	2,460.63	4.71%	1,849.90	4.09%
	英国	1,873.57	3.99%	2,558.45	3.84%	2,407.02	4.61%	2,371.19	5.24%

加拿大	1,596.53	3.40%	2,272.67	3.41%	2,015.68	3.86%	1,822.22	4.03%
其他国家/地区	15,596.40	33.21%	23,417.70	35.17%	18,007.22	34.45%	14,482.32	32.00%
小计	42,906.44	91.37%	63,584.05	95.45%	51,426.75	98.39%	44,943.39	99.31%
中国（含港澳台地区）	4,050.30	8.63%	3,031.81	4.55%	842.06	1.61%	313.86	0.69%
合计	46,956.73	100%	66,615.86	100%	52,268.82	100%	45,257.25	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司收购深圳市亿图软件有限公司（以下简称“亿图软件”）拓宽产品矩阵，需持续关注后续协同性及业绩实现情况。公司于2019年5月27日公告以现金1.275亿元收购亿图软件51%的股权，收购完成后亿图软件将成为公司控股子公司。亿图软件专注于绘图软件领域，为用户提供流程管理、组织架构、平面设计和信息数据绘制软件。本次收购形成商誉1.12亿元，亿图软件2018年度实现营业收入2,263.34万元，实现净利润1,619.37万元，并承诺2019-2021年度扣非净利润分别不低于1,800万元、2,100万元、2,400万元。2019年亿图软件经审计的扣除非经常性损益后净利润为1,915.29万元，达到业绩目标，但仍需持续关注后续商誉减值可能。

软件产品以网络销售为主，公司具有一定的网络营销经验

由于公司产品种类较多，单个产品价格不高；主要客户为家庭、个人，潜在客户数量多、分布广，重复购买率较低，故软件产品以线上网络销售为主。销售模式可分为直销、经销和分销——直销模式下消费者通过GOOGLE等搜索引擎搜索引流，登录公司自有电子商务网站购买软件，第三方支付平台（PayPal、Worldpay）为公司软件销售业务提供代收服务，按双方预定的结算规则将代收款扣除手续费后确认收入；经销模式即为通过第三方电商平台销售，公司按照销售给Long trip、DR、Avangate等第三方电子商务平台的金额确认收入；分销模式即为消费者在应用商店如Apple平台等付费下载公司软件即可使用，公司按照收到的销售净额确认收入。直销和经销模式收入合计约占99%，公司的收款结算客户主要为第三方支付平台和第三方电子商务平台，一般采用每月或每周定期结算的方式。

表8 公司 2017-2019 年及 2020 年 1-6 月不同销售模式下的收入占比（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
直销模式	23,268.33	49.55%	33,875.81	50.85%	29,835.87	57.08%	32,675.21	72.20%
经销模式	23,086.65	49.17%	31,849.90	47.81%	21,779.77	41.67%	12,021.01	26.56%
分销模式	601.76	1.28%	890.15	1.34%	653.18	1.25%	561.04	1.24%
合计	46,956.73	100.00%	66,615.86	100.00%	52,268.82	100.00%	45,257.25	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 2017-2019年及2020年6月公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户名称	客户类型	销售金额	占年度总销售额的比例
2020年1-6月	客户一	第三方支付/电商平台	17,896.65	37.71%
	客户二	第三方支付平台	8,267.97	17.42%
	客户三	经销商	6,213.44	13.09%
	客户四	第三方电商平台	3,649.22	7.69%
	客户五	第三方支付平台	3,263.41	6.88%
	合计	-	39,290.69	82.78%
2019年	客户一	第三方支付平台	14,268.07	20.28%
	客户二	第三方支付平台	12,552.78	17.84%
	客户三	第三方支付/电商平台	10,748.83	15.28%
	客户四	经销商	7,970.66	11.33%
	客户五	第三方电商平台	6,900.44	9.81%
	合计	-	52,440.78	74.54%
2018年	客户一	第三方支付平台	14,781.67	27.06%
	客户二	第三方支付平台	12,367.71	22.64%
	客户三	第三方电商平台	6,427.18	11.77%
	客户四	第三方电商平台	5,089.05	9.32%
	客户五	经销商	3,410.74	6.24%
	合计	-	42,076.35	77.03%
2017年	客户一	第三方支付平台	16,620.79	35.57%
	客户二	第三方支付平台	14,855.33	31.79%
	客户三	第三方电商平台	8,438.70	18.06%
	客户四	第三方电商平台	1,569.50	3.36%
	客户五	第三方支付平台	869.22	1.86%
	合计	-	42,353.54	90.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要以搜索引擎优化、搜索引擎付费广告为主的线上营销进行推广引流：（1）搜索引擎付费广告：通过 Google 等搜索引擎以竞价排名的方式投放关键词广告，如果用户搜索点击该关键词相关付费广告，公司将根据出价情况和点击次数向 Google 等搜索引擎服务商支付广告费用；（2）搜索引擎优化：公司利用搜索引擎的搜索规则提高网站在有关搜索引擎内排名³的方式，从而扩大流量来源，这种方式无需就搜索排名向 Google 等搜索引擎支付费用，但需要聘请第三方为公司提供内容建设和网站推广服务，并支付相应

³ 搜索引擎对互联网上数量众多的网站进行分析与索引后，储存在其自身数据库之内，当用户访问搜索引擎网站并输入某个关键词时，搜索引擎将根据自身算法，在其数据库中匹配出相关的网站自然搜索结果，并将该结果按照相关性由高至低排序后展示给用户，排序越靠前的网站越能吸引更多的用户进行点击浏览。

的费用。公司自2007年开始与谷歌合作、2013年与Bing签署合作协议、2012年与Yahoo开始合作，与上述大型搜索引擎商有一定的合作经验。

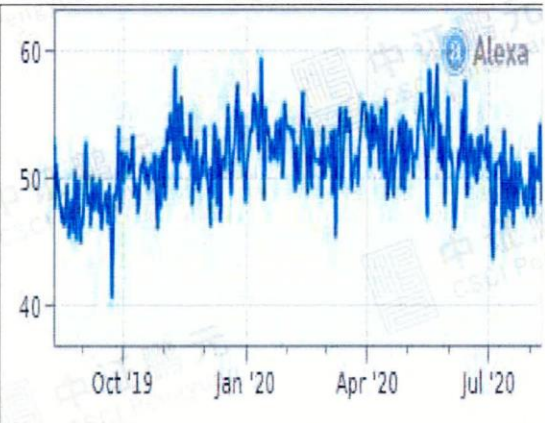
从公司网站流量来看，公司主要电商网站排名相对靠前。根据专门发布网站世界排名的 Alexa 公司依据用户链接数和页面浏览数三个月累积的几何平均值计算结果来看，2019年公司主要电商网站位列全球排名 662 位（2018 年为807 位），公司主要电商网站累计访问量超过5亿人次，产品年度累计下载量达到 9,455 万次。2020年上半年，公司电商网站的全球排名已上升至506位，主要电子商务网站半年度累计访问量达3.3亿次，半年度产品累计下载量达7,059万次。

图7 截至2020年7月公司网站 wondershare.com的Alexa排名走势



资料来源：Alexa，中证鹏元整理

图8 截至2020年7月公司网站 wondershare.com的搜索流量占比



资料来源：Alexa，中证鹏元整理

提高营销费用的回报率，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一，2017年-2020年6月公司每月流量转化率呈波动上升的趋势。主要电商网站访问量及流量转化率的提升，可为后续收入增长奠定一定基础。

图9 2017年-2020年6月公司流量转化率数据



注：流量转化率=线上订单总数/月度访问量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司支出主要为广告费用及研发支出，产品推广对单一搜索引擎商Google依赖程度较高

由于公司软件产品及电子商务销售模式的特殊性，当客户付款后公司服务器自动发送注册码即完成交易。注册码通过服务器自动即时生成，不需要大量的物理生产与存储，因此，公司营业成本金额较低。公司与消费类软件产品相关的营业成本主要是海外服务器费用、CDN 网站加速费、SDK 授权使用费等。为保证海外销售规模持续扩大的技术支持，公司不断更新配置更具效率、更高容量的服务器，2017-2019年海外服务器费用持续增长。CDN 网站加速服务主要系为优化用户购物体验，随着公司业务规模的扩张，公司网站访问量及产品下载量持续增长，CDN 费用快速增长。

智能家居产品销售成本增速较快主要系子公司深圳市斑点猫信息技术有限公司（以下简称“斑点猫”）相关支出，斑点猫主要从事智能家居相关软硬件的研发和销售业务，系公司为布局智能家居业务而设立的子公司，其注册资本为1,005.03万元。由于产品研发投入大、行业竞争激烈、毛利空间小等原因，智能家居业务持续亏损，2020年公司减少了对该领域的投入，缩减业务范围，聚焦至毛利率相对较高的智能猫眼等少量产品，因此2020年智能家居产品销售收入下降，公司后续在斑点猫上的投资进度可能暂时放缓。

表10 2017-2019年及2020年6月营业成本构成（单位：万元、%）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
CDN 网站加速费	742.95	50.72	802.89	18.64	734.82	24.79	629.19	32.49
服务器费用	209.70	14.32	474.63	11.02	446.94	15.08	192.49	9.94
SDK 授权使用费	90.96	6.21	178.71	4.15	98.49	3.32	94.51	4.88
智能家居产品销售成本	281.20	19.20	2,702.32	62.73	1,373.52	46.35	894.55	46.19
其他	139.88	9.55	149.42	3.46	309.87	10.46	126.03	6.50
合计	1,464.69	100.00	4,307.97	100.00	2,963.64	100.00	1,936.77	100.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售模式及产品特性决定成本主要为广告费用及研发支出。2020年1-6月公司持续加大国内营销费用投入，对百度国际科技(深圳)有限公司的广告费用支出占比提升至2.76%。2017-2019年在对外支出前五的供应商中，对Google的支出占年度采购总额的比重为58.29%、39.12%、34.65%，占比有所下降但仍较高；公司目前产品在全球的推广主要通过海外主流搜索引擎Google、Bing、Yahoo等投放的网络关键词广告、搜索引擎优化等进行，电子商务平台网页流量是影响公司经营的关键指标之一，如果未来Google等搜索引

擎对其搜索引擎优化的排名算法和付费广告收费政策做出调整，而公司不能及时采取有效应对措施，将影响公司产品推广，增加广告营销费用，进而影响经营业绩。

表11 2017-2019年及2020年6月计入销售费用明细（单位：万元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
广告宣传费	18,231.57	25,220.62	19,935.92	15,793.57
平台手续费	830.74	1,464.33	1,258.52	1,138.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 公司对外支出前五的供应商明细（单位：万元）

时间	供应商名称	采购内容	采购金额	占年度总采购额的比例
2020年1-6月	供应商一	广告服务	8,999.24	38.95%
	供应商二	广告服务	1,973.88	8.54%
	供应商三	广告服务	1,314.80	5.69%
	供应商四	广告服务	745.29	3.23%
	供应商五	广告服务	637.36	2.76%
	合计	-	13,670.58	59.17%
2019年	供应商一	广告服务	11,141.34	34.65%
	供应商二	广告服务	3,589.60	11.16%
	供应商三	广告服务	1,481.70	4.61%
	供应商四	广告服务	961.62	2.99%
	供应商五	代理服务	943.13	2.93%
	合计	-	18,117.39	56.34%
2018年	供应商一	广告服务	9,113.28	39.12%
	供应商二	广告服务	4,745.05	20.37%
	供应商三	广告服务	2,117.36	9.09%
	供应商四	广告服务	681.66	2.93%
	供应商五	代理服务	589.37	2.53%
	合计	-	17,246.72	74.04%
2017年	供应商一	广告服务	11,092.50	58.29%
	供应商二	广告服务	2,315.60	12.17%
	供应商三	网络服务	640.78	3.37%
	供应商四	材料采购	591.40	3.11%
	供应商五	广告服务	239.08	1.26%
	合计	-	14,879.36	78.20%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围无变化；2018年新增纳入5家；2019年新增纳入6家、减少2家，详见下表。

表13 2017-2019年纳入合并报表范围的子公司变化情况

时间	名称	变更类型	变更原因
2019年	永兴软件(香港)有限公司	减少	处置
2019年	杭州西尚智能有限公司	减少	处置
2019年	深圳市亿图软件有限公司	新增	非同一控制下企业合并
2019年	亿图软件开发有限公司	新增	非同一控制下企业合并
2019年	智亚达科技有限公司	新增	设立
2019年	思臻科技有限公司	新增	设立
2019年	亿博科技有限公司	新增	设立
2019年	深圳市兴之佳科技有限公司	新增	设立
2018年	炜博科技有限公司	新增	设立
2018年	深圳市斯博科技有限公司	新增	设立
2018年	斯博科技有限公司	新增	设立
2018年	杭州西尚智能有限公司	新增	投资
2018年	万兴科技（湖南）有限公司	新增	设立

资料来源：公司2017-2019年年报，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，资产流动性较好，关注商誉减值风险

受益于业务规模扩张，公司资产增长较快，2019年末资产总额达到9.03亿元，2017-2019年复合增长率为71.16%，2020年6月末增长至9.41亿元。流动资产为主要构成，2019年末占比为61.56%。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,598.92	11.26%	9,469.84	10.49%	16,362.58	23.24%	8,381.89	27.20%
交易性金融资产	40,286.49	42.82%	41,425.05	45.88%	-	-	-	-
应收账款	2,157.51	2.29%	1,648.29	1.83%	1,855.70	2.64%	1,281.66	4.16%
其他流动资产	460.21	0.49%	344.23	0.38%	22,090.84	31.38%	381.84	1.24%
流动资产合计	56,498.21	60.05%	55,582.35	61.56%	42,675.90	60.62%	12,366.71	40.12%
固定资产	14,353.37	15.26%	14,152.79	15.67%	14,209.40	20.18%	14,732.47	47.80%
商誉	11,160.13	11.86%	11,160.13	12.36%	-	-	-	-

其他非流动资产	1,808.71	1.92%	206.18	0.23%	4,084.18	5.80%	24.83	0.08%
非流动资产合计	37,589.84	39.95%	34,713.66	38.44%	27,722.50	39.38%	18,454.58	59.88%
资产总计	94,088.05	100.00%	90,296.01	100.00%	70,398.40	100.00%	30,821.29	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金合计0.95亿元，占年末总资产比重的10.49%，不存在使用受限；2019年较2018年大幅减少42.13%主要系加购买银行结构性存款产品、支付亿图软件并购款等现金流出所致。2019年公司交易性金融资产大幅增加主要系当期增加购买与黄金价格、伦敦银行同业拆放利率（USD 1M LIBOR）等挂钩的结构性存款，2020年6月末较2019年底略有减少。公司应收账款规模有所波动，2019年底账面价值为0.16亿元，公司最终消费群体为个人消费者，应收款项主要系尚未与第三方支付或电商平台结算的款项，公司一般采用每月或每周结算的方式。2018年底其他流动资产2.21亿元主要系2.20亿元结构性存款，2019年因执行新金融工具准则重分类至交易性金融资产核算。

截至2020年6月末公司固定资产账面价值1.44亿元，近年变化不大，主要为公司深圳市软件产业基地办公用房。2019年底公司商誉账面价值为1.12亿元，系公司并购深圳市亿图软件有限公司51%股权形成，收购亿图软件评估增值率较高（为630.41%），需关注后续商誉减值风险。2019年亿图软件经审计的扣除非经常性损益后的净利润为1,915.29万元，完成当年业绩承诺。

总体而言，受益于业务规模的扩张和盈余积累，公司资产规模增长较快，整体看公司资产构成中货币资金及结构性存款占比较高，资产流动性较好；收购标的评估增值率较高，关注后续商誉减值风险。

资产运营效率

公司资产周转效率较好，受资产规模快速增长影响近年有所下降

根据公司的结算政策，公司销售收入约99%来源于直销和分销模式，与第三方支付平台或电商平台一般采用每周、每月结算的方式，账期相对较短，因此公司应收账款整体规模较小，应收账款周转效率较高。

公司存货周转天数有所波动，软件行业多采用在线销售的特点决定公司存货规模不大，公司存货及库存商品主要系日本软件销售多采用光盘实体销售模式，以及子公司斑马猫开发的智能家居产品库存等。

公司应付账款周转天数呈下降趋势，综合来看随着公司业务规模扩大，资产规模增幅较大，资产周转效率呈下降趋势。

表15 2017-2019年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	8.97	10.34	10.47
存货周转天数	69.87	84.62	66.94
应付账款周转天数	24.38	32.16	52.95
净营业周期	54.46	62.80	24.46
流动资产周转天数	251.42	181.38	84.95
固定资产周转天数	72.57	95.37	112.64
总资产周转天数	411.17	333.54	226.02

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持较快增长，但期间费用率高，尤其是广告费用支出规模较大

近年公司在深耕英语市场基础上，推进开拓非英语市场及国内市场，同时根据用户需求对软件产品不断迭代更新，2017-2019年公司收入持续稳步增长，2018-2019年分别同比增长16.91%、28.78%。受益于公司持续提升主要软件产品市场竞争力及深入全球布局、加大线上引流费用投入，2020年1-6月公司营业收入规模同比增长39.96%。2020年营业利润率大幅增长，主要系受斑点猫销售成本下降、营收增速快于工资薪酬增幅及年度营业利润率受年终计提奖金影响等综合作用。

公司对外支出主要为网络服务器费用及加速费、广告支出费用。2017-2019年期间费用率均大于80%，广告宣传费主要系公司针对海外主流搜索引擎Google、Bing、Yahoo等投放的网络关键词广告产生的费用，近年来公司业务规模扩张较快，网络关键词广告主要按用户点击数量计费，广告费用快速增长。研发费用主要系研发技术人员工资薪酬，研发人员是软件企业的核心人员构成，2017-2019年技术人员占公司员工总数45%以上。

2017-2019年公司净资产收益率持续下滑，主要系受益于IPO上市及盈余积累，公司净资产规模快速增长。

表16 2017-2019年及2020年1-6月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
营业收入	47,461.82	70,347.41	54,625.32	46,725.16
营业利润	10,857.31	8,418.67	7,973.26	6,523.34
利润总额	10,807.66	8,403.09	7,923.81	6,110.68
净利润	9,543.27	8,017.51	7,181.99	5,501.27
综合毛利率	96.91%	93.88%	94.57%	95.85%
期间费用率	75.28%	84.55%	83.15%	81.23%

营业利润率	22.88%	11.97%	14.60%	13.96%
总资产回报率	-	10.47%	15.66%	20.83%
净资产收益率	-	12.41%	17.20%	23.55%
营业收入增长率	39.96%	28.78%	16.91%	26.91%
净利润增长率	80.22%	11.63%	30.55%	10.92%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司现金生成能力较为稳定，近年来经营活动现金持续净流入

近年来公司收入保持增长，盈利逐年上升，且公司收现情况较好，主营业务现金生成能力较强，员工薪酬为主要现金支出，支付其他与经营活动有关的现金主要为广告费支出。公司经营活动现金流均保持净流入状态，且流入规模持续增长；2017-2019年经营活动现金分别净流入0.80亿元、0.86亿元和1.23亿元。

投资活动方面，2017-2019年公司资金较为充裕，投资活动现金持续净流出主要系支付并购款及购买结构性存款，2019年对外投资主要为亿图软件收购款0.51亿元、2018年投资支付的现金主要系购买结构性存款支出现金。本期债券募投项目总投资合计5.69亿元，扣除募集资金后公司尚需投入2.56亿元，公司后续面临一定的资金压力。

筹资活动方面，2017-2019年筹资活动现金流入主要系IPO募集资金流入3.26亿元，近年来公司没有通过银行借款、发行债券等方式取得债务融资。2017和2019年公司筹资活动现金流分别净流出0.44亿元、0.13亿元，主要为公司分配的股利。

表17 2017-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
净利润	8,017.51	7,181.99	5,501.27
营运资本变化	2,323.05	454.88	985.03
其中：存货减少（减：增加）	-83.36	-304.98	-522.38
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,047.54	-389.67	301.15
经营性应付项目的增加（减：减少）	3,453.95	1,149.53	1,206.26
经营活动产生的现金流量净额	12,324.48	8,617.79	8,016.42
投资活动产生的现金流量净额	-17,958.14	-32,220.47	-1,901.35
筹资活动产生的现金流量净额	-1,290.82	31,558.92	-4,384.91
现金及现金等价物净增加额	-6,892.75	7,980.69	1,460.35

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司财务杠杆不高，目前财务安全性尚可

受益于IPO上市及盈余利润积累，截至2020年6月末公司所有者权益增加至7.69亿元；2019年末公司所有者权益为7.00亿元，同比增长18.30%。此外随着业务规模扩大以及应付并购款增加，2019年末公司负债总额增加至2.03亿元；2019年末产权比率上升至28.93%，公司财务杠杆不高，财务安全性尚可。

表18 2017-2019年及2020年6月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年6月	2019年	2018年	2017年
负债总额	17,176.08	20,259.79	11,194.32	6,512.77
所有者权益	76,911.98	70,036.22	59,204.09	24,308.51
产权比率	22.33%	28.93%	18.91%	26.79%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末公司应付职工薪酬0.51亿元，主要系应付员工工资及奖金等。公司其他应付款呈增长趋势，截至2019年末账面价值为0.54亿元，主要为激励员工的限制性股票回购义务0.31亿元。2019年末公司长期应付款账面价值为0.77亿元，系应付深圳市亿图软件有限公司股权收购款。

表19 2017-2019年及2020年6月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付职工薪酬	2,428.99	14.14%	5,092.43	25.14%	3,797.85	33.93%	3,030.24	46.53%
其他应付款	6,781.09	39.48%	5,357.09	26.44%	5,185.04	46.32%	1,438.00	22.08%
流动负债合计	12,068.21	70.26%	12,596.39	62.17%	11,158.82	99.68%	6,437.39	98.84%
长期应付款	5,100.00	29.69%	7,650.00	37.76%	-	0.00%	-	0.00%
非流动负债合计	5,107.87	29.74%	7,663.40	37.83%	35.50	0.32%	75.39	1.16%
负债合计	17,176.08	100.00%	20,259.79	100.00%	11,194.32	100.00%	6,512.77	100.00%

注：截至2020年6月末，公司无有息债务。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，受应付亿图软件并购款影响，公司2019年资产负债率增幅较大，但整体财务杠杆不高，2017-2019年无有息债务。近年来公司盈利能力较强，EBITDA规模持续增长，2019年公司EBITDA为1.00亿元，债务总额/EBITDA为2.03，财务安全性尚可。

表20 2017-2019年及2020年6月公司偿债能力指标（单位：万元）

指标名称	2020年6月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	18.26%	22.44%	15.90%	21.13%
流动比率	4.68	4.41	3.82	1.92
速动比率	4.51	4.26	3.67	1.73
EBITDA	11,542.21	10,005.05	9,716.12	7,658.20

EBITDA利息保障倍数	-	1,474.72	-	-
有息债务/EBITDA	-	-	-	-
债务总额/EBITDA	1.49	2.03	1.15	0.85
经营性净现金流/流动负债	0.73	0.98	0.77	1.25
经营性净现金流/负债总额	0.51	0.61	0.77	1.23

注：截至2020年6月末，公司无有息债务。

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-6月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目完成后运营带来的现金流是本期债券还本付息的主要来源，数字创意资源商城建设项目收入主要为公司所提供的订阅服务，在测算期8年内，可实现营业收入合计180,159.95万元，考虑资金的时间价值后，内部收益率（税后）为29.35%，动态投资回收期（税后）5.83年，具有较好的经济效益。但我们同时也关注到，本期债券募投项目建设规模较大，此外由于软件行业技术更迭较快、市场动态和发展趋势变化较快，若在项目建设过程中行业经营业态发生变化或订阅服务销售额销售价格不达预期，均会对项目收益的实现产生不利影响。

公司经营活动产生的现金流是本期债券还本付息资金的重要来源。2017-2019年公司营业收入分别为4.67亿元、5.46亿元和7.03亿元，净资产收益率分别为23.55%、17.20%和12.41%；经营活动现金流分别为0.80亿元、0.86亿元、1.23亿元。但我们也注意到，公司业务规模的扩张在一定程度上有赖于产品推广宣传及软件快速更新，若公司产品推广费用上升或不能及时把握消费者偏好变化，将影响公司的经营业绩及盈利能力。

此外，本期债券为可转换债券，在转股后无需还本付息，但我们关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能性。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月10日），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。

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6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	10,598.92	9,469.84	16,362.58	8,381.89
交易性金融资产	40,286.49	41,425.05	0.00	0.00
其他流动资产	460.21	344.23	22,090.84	381.84
固定资产	14,353.37	14,152.79	14,209.40	14,732.47
商誉	11,160.13	11,160.13	0.00	0.00
资产总计	94,088.05	90,296.01	70,398.40	30,821.29
应付职工薪酬	2,428.99	5,092.43	3,797.85	3,030.24
其他应付款	6,781.09	5,357.09	5,185.04	1,438.00
长期应付款	5,100.00	7,650.00	0.00	0.00
负债合计	17,176.08	20,259.79	11,194.32	6,512.77
有息债务	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	79,705.24	73,136.99	63,263.40	27,283.04
所有者权益合计	76,911.98	70,036.22	59,204.09	24,308.51
营业收入	47,461.82	70,347.41	54,625.32	46,725.16
营业利润	10,857.31	8,418.67	7,973.26	6,523.34
利润总额	10,807.66	8,403.09	7,923.81	6,110.68
经营活动产生的现金流量净额	8,840.01	12,324.48	8,617.79	8,016.42
投资活动产生的现金流量净额	-4,132.54	-17,958.14	-32,220.47	-1,901.35
筹资活动产生的现金流量净额	-3,597.05	-1,290.82	31,558.92	-4,384.91
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	8.97	10.34	10.47
存货周转天数	-	69.87	84.62	66.94
应付账款周转天数	-	24.38	32.16	52.95
净营业周期	-	54.46	62.80	24.46
流动资产周转天数	-	251.42	181.38	84.95
固定资产周转天数	-	72.57	95.37	112.64
总资产周转天数	-	411.17	333.54	226.02
综合毛利率	96.91%	93.88%	94.57%	95.85%
期间费用率	75.28%	84.55%	83.15%	81.23%
营业利润率	22.88%	11.97%	14.60%	13.96%
总资产回报率	-	10.47%	15.66%	20.83%
净资产收益率	-	12.41%	17.20%	23.55%
营业收入增长率	39.96%	28.78%	16.91%	26.91%
净利润增长率	80.22%	11.63%	30.55%	10.92%
资产负债率	18.26%	22.44%	15.90%	21.13%
流动比率	4.68	4.41	3.82	1.92

速动比率	4.51	4.26	3.67	1.73
EBITDA	11,542.21	10,005.05	9,716.12	7,658.20
EBITDA利息保障倍数	-	1,474.72	-	-
有息债务/EBITDA	-	-	-	-
债务总额/EBITDA	1.49	2.03	1.15	0.85
经营性净现金流/流动负债	0.73	0.98	0.77	1.25
经营性净现金流/负债总额	0.51	0.61	0.77	1.23

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-6 月未经审计财务报表，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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货账面价值} + \text{期末存货账面价值}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面余额} + \text{期末应付账款账面余额}) / 2] \}$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货} - \text{预付款项}) / \text{流动负债合计}$

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司（非上市）
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供使用
 万兴科技
 再复印无效



登记机关

2018年11月05日



中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

此复印件仅供
7008号阳光高尔夫大厦3楼
万兴科技
再复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：王强

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030218070005

证书取得日期 2018-07-22



2019年01月16日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧, 证件号码:51162119940901320X, 于2013年10月13日参加证券投资基金考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20131043830699043

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧, 证件号码:51162119940901320X, 于2013年09月14日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20130943564126043

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧，证件号码:51162119940901320X，于2013年09月15日参加证券发行与承销考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20130943736523043

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



杨慧，证件号码:51162119940901320X，于2013年05月19日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



201305435902250



杨慧，证件号码:51162119940901320X，于2020年08月09日发布证券研究报告业务考试，成绩合格。

202008440300115722100440300

