



2021年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2021年跟 踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2021年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2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	A+	A+
评级日期	2021-08-07	2020-10-21

债券概况

债券简称: 万兴转债

债券剩余规模: 3.79 亿元

债券到期日期: 2027-06-08

偿还方式: 未转股部分每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息, 附债券赎回与回售条款

联系方式

项目负责人: 汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员: 游云星
youyx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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）及其2021年6月向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为A+，发行主体信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司核心产品具备一定的品牌影响力，资金充裕，现金生成能力较强，刚性债务压力不大。同时也关注到，公司资产规模仍较小，抗风险能力有待提升，面临一定研发不及预期风险，境外收入占比较高带来地缘政治风险，营销推广对特定平台依赖较高，且易受平台政策影响以及存在一定商誉减值风险等风险因素。

未来展望

- 公司通过“内生增长+外延并购”拓展产品线，有望保持核心产品的竞争力，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	10.49	10.64	9.03	7.04
归母所有者权益	8.89	8.52	7.31	6.33
营业收入	2.53	9.76	7.03	5.46
净利润	0.34	1.34	0.80	0.72
经营活动现金流净额	-0.08	1.95	1.23	0.86
销售毛利率	95.16%	94.85%	93.88%	94.57%
EBITDA 利润率	--	14.54%	12.33%	15.54%
总资产回报率	--	14.71%	10.61%	15.66%
资产负债率	17.07%	22.18%	22.44%	15.90%
净债务/EBITDA	--	-3.32	-5.70	-1.79
EBITDA 利息保障倍数	--	1,870.41	1,278.70	-
总债务/总资本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	--	-27.36%	-15.99%	-45.93%
速动比率	3.98	3.21	4.34	3.75

注：近三年一期期末，公司无有息债务，现金短期债务比指标不适用；2018年公司无利息支出，EBITDA 利息保障倍数指标不适用。

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

优势

- **公司持续加大研发投入，核心产品保持一定品牌影响力。**2020年，公司持续加大研发投入，通过创新驱动产品竞争力，旗下视频创意软件 Filmora 和 pdf 编辑器 PDFelement 用户数进一步增长，产品获行业认可。
- **公司资金充裕，现金生成能力较强，刚性债务压力不大。**近年来公司保持良好的盈利能力，且主营业务现金生成能力较强，同时，目前负债率处于较低水平，盈利及现金流能够对债务的偿付提供较好的保障。

关注

- **公司规模仍较小，抗风险能力有待提升。**截至到 2020 年末，公司总资产与归母所有者权益规模较小；公司近三年公司平均营业收入为 7.42 亿元，公司抗风险能力有待提升。
- **境外收入占比高，需关注地缘政治风险。**公司仍以美国日本等境外市场为主，近年来受疫情席卷全球、国际贸易保护主义抬头等因素影响，地缘政治性风险上升，给公司经营业绩带来一定的不确定性。
- **营销推广对特定平台依赖程度较高，营销推广效果易受平台政策影响。**公司营销推广对特定平台 Google 广告服务占比达到 28.94%，依赖度较高，若 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，或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。公司前五大收款客户占比达 75.67%，集中度较高。
- **面临一定的商誉减值风险。**近年来公司陆续收购 3 家子公司，并形成较大规模的商誉，但相关子公司未来能否达成业绩目标存在一定不确定性，经营情况仍有待观察。
- **软件技术更迭及消费者偏好变化较快，公司面临一定研发不及预期风险。**快速创新的技术变革是软件行业的显著特点之一，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。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件和服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年6月发行6年期3.79亿元可转换公司债券，扣除发行费用后募集资金净额3.71亿元，募集资金计划用于数字创意资源商城建设项目、AI数字创意研发中心建设项目和补充流动资金。截至2021年7月25日，本期债券募集资金专项账户余额为3.23亿元。

三、发行主体概况

受回购注销限制性股票、2019年度利润分配及资本公积转增股本影响，2020年度公司股本增加4,851.95万股，2020年末公司总股本为12,994.70万股。截至2021年3月末，公司注册资本为12,994.70万元，总股本为12,994.70万股；吴太兵先生仍为公司控股股东及实际控制人，直接持有公司股份比例为19.26%，并通过控股深圳市亿兴投资有限公司和深圳市家兴投资有限公司间接控制公司18.42%股份。截至2021年7月27日，公司无股权质押情况。

2021年7月公司财务总监胡立峰先生辞职，公司财务总监一职由孙淳先生兼任。

公司主要从事创意软件的开发和销售，主要产品包括数字创意、数据管理和办公效率软件三大类。2020年度，公司合并范围内新增子公司3家、减少子公司1家，详见表1。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共17家，子公司明细见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务	合并方式
北京磨刀刻石科技有限公司	北京	65.66%	技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；计算机系统服务；基础软件服务；应用软件开发（不含医用软件）；软件开发；设计、制作、代理、发布广告	收购
万兴科技(新加坡)有限公司	新加坡	100.00%	其他软件研发，网上销售（收入主要来自网上销售）	新设
株式会社万兴日本	日本	100.00%	电子计算机软件、硬件、网络及外部设备的技术开发技术咨询；计算机耗材的销售及经营进出口业务。网站策划、制作、经营与咨询业务	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	原持股比例	主营业务	不再纳入的原因
亿图软件开发有限公司	香港	51.00%	软件开发及维护	注销

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

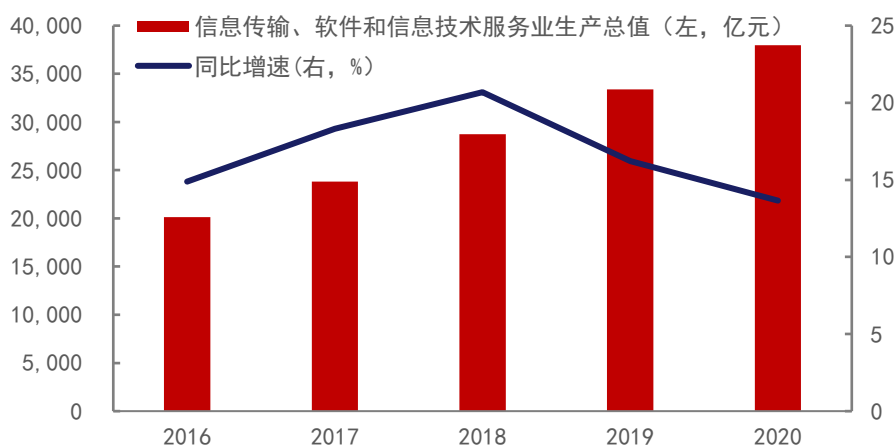
行业经济环境

2020年我国软件和信息技术服务业增速小幅下滑，良好的政策环境有望促进行业进一步发展，国产软件发展及软件正版化趋势将为行业提供新的发展机遇

2020年我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值为37,950.70亿元，同比增长13.65%，受软件

出口形势低迷及疫情负面影响，增速较2019年下滑2.56个百分点。软件和信息技术服务业是国家战略性新兴产业，我国政府持续出台多项政策支持行业发展。工信部信息技术发展司副司长王建伟在2021年4月26日表示将落实国家软件发展战略和国发[2020]8号文，将编制发布软件和信息技术服务业十四五发展规划，加快发展现代产业体系，引导企业提升产品化发展能力，增强中高端软件的供给能力，支撑产业数字化转型，国家层面的规划为软件行业发展建立了良好的政策环境，有望促进行业进一步发展。

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

在2019年以来中美贸易摩擦升级大背景下，美国在部分关键领域限制技术出口，随着国际局势变幻莫测，国内企业及个人客户购买美国相关软件产品、技术授权或受到一定限制，或将一定程度上制约相关领域发展，而这将给国产软件带来新的发展机遇，当前阶段信息安全被提升到了国家战略的高度，国产软件自主可控得到新的重视，软件国产替代化趋势不可逆转。许多细分领域通用软件产品多年来主要被国际软件厂商所垄断，如办公软件Adobe占据了全球90%的市场份额，未来随着国产软件替代推动及行业的技术水平的逐步提升，需求将不断释放或将逐步改变软件行业竞争格局。软件产品复制简单、扩散快、易盗版的特点较为明显，软件被盗版的成本较低、对侵权者的追查难度较大，国内盗版及免费软件的存在，对多数消费类软件的发展形成掣肘。随着近年来消费者付费意识提升以及国家打击盗版的力度逐步加大，国内软件盗版率连续三年下降，同时随着软件企业逐步转型云服务，将降低盗版可行性，这将给软件市场带来新的增长点。

技术升级驱动行业创新发展，服务订阅模式有望拓宽行业市场空间

软件和信息技术服务行业技术创新、更迭较快。软件和信息技术服务业集技术密集、知识密集、人才密集和资本密集等特征于一身，是典型的高附加值行业。随着云计算、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渗透到经济和社会发展的各个领域并快速演进，在下游领域的应用和新模式层出不穷。新一代信息技术与软件行业的深入结合将不断推动行业创新性发展，行业技术更迭也将不断，新一代信息技术将赋能软件产品性能提升和产品创新发展。

近年来，服务订阅模式越来越成为软件产业快速发展的一种新型盈利模式，软件公司通过SaaS化转型升级，进一步提升云技术、多媒体AI技术能力、在线服务能力及相对应的运维能力，用户按照自身的实际需求选择产品与服务类型进行付费，用户支付费用由一次性买断转为长期付费，用户群体由中小企业以及个人用户进行了有效延伸，市场目标用户群体将得到明显拓宽，同时将不断延伸用户生命周期，有助于拓宽行业企业的盈利能力与增强客户粘性。当前，国内软件企业向服务订阅模式正稳步推进，如国内办公软件龙头金山软件持续推动各类客户转型订阅模式，2020年付费率由2019年的3.7%继续提升至4%；国内建筑信息化领军企业广联达，在服务订阅转型后，公司自身与客户实现了双赢，在用户规模、收入、经营质量均得到提升，公司发展护城河不断得到巩固。

受疫情驱动远距离办公、学习及娱乐产生的需求，叠加智能终端的出货量和保有量持续高位，软件应用场景的丰富及性能提升将进一步刺激消费类软件需求。在视频剪辑软件领域，在疫情期间，短视频在互联网移动应用中时长占比提升明显，根据《2020中国网络视听发展研究报告》，国内网络视听用户规模突破9亿，其中短视频用户占比最高达15.2%，成为了仅次于即时通信的第二大应用，视频内容的爆发增长及用户群体的扩大化为视频编辑软件增长提供了重要驱动力。在办公协作软件领域，基于后疫情时代更催生了在线协作办公的刚性需求和常态化使用趋势，居家办公方式下衍生了更多对便捷、高效的办公解决方案的需求。

五、经营与竞争

公司是一家主要从事创意软件研发、销售及提供相应技术支持服务的国家级高新技术企业，深耕于数字创意软件市场，并积极拓展办公效率和数据管理软件领域。公司通过“内生增长+外延并购”方式拓宽产品线，并加大线上引流的营销推广力度，公司业绩保持较快增速，2020年公司实现营业收入9.76亿元，同比增长38.81%。其中，数字创意软件和办公效率软件两大产品线的销售收入增长较快，同比增速分别为55.53%和67.33%。2021年一季度公司实现营业收入为2.53亿元，同比增长28.45%。从毛利率来看，公司销售毛利率保持在较高水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
数字创意软件	-	-	5.42	96.01%	3.48	97.68%
数据管理软件	-	-	2.53	95.88%	2.18	97.68%
办公效率软件	-	-	1.67	95.31%	1.00	97.68%
其他	-	-	0.15	30.77%	0.37	25.90%
合计	2.53	95.16%	9.76	94.85%	7.03	93.88%

资料来源：公司2019-2020年年度报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司持续加大研发投入，核心产品保持一定的品牌影响力，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

对于创意软件产品，较强的研发能力及快速捕捉消费者的需求变化是业内企业的核心竞争力之一。近年来公司持续加大研发投入，并不断拓展产品布局。2020年公司技术人员占公司员工总数比例保持在50%左右，研发费用占营业收入比重为22.39%，其中研发人员数量与研发投入金额分别同比增长78.07%和40.52%。截至2020年末，公司拥有186项计算机软件著作权和145项专利（其中发明专利98项），在知识产权方面为公司的发展提供了强有力的保障。

表3 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	2020年	2019年
研发人员数量	536	301
研发人员数量占比	49.95%	49.92%
研发投入金额	21,860.93	15,556.98
研发投入占营业收入比例	22.39%	22.11%

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2020年年度报告，中证鹏元整理

公司以视频创意软件作为切入口，持续完善产品矩阵。目前公司在售的主要软件产品分为数字创意软件（视频、图像、音频编辑）、数据管理软件（数据迁移、备份及恢复）和办公效率软件（文档编辑、绘图）三大类，应用于PC、智能手机、平板电脑等不同终端，并适用于Windows、IOS、安卓等主流操作系统。

表4 公司产品布局情况

类型	功能分类	代表产品
数字创意	视频编辑	Filmora（中文名：万兴喵影）、FilmoraGo
	音视频转换	Uniconverter（中文名：万兴优转）
	视频演示	DemoCreator
	图片创意	Fotophire、PixStudio
	资源内容	Filmstock（中文名：资源商城）
数据管理	数据管理	Recoverit（中文名：万兴恢复）、Dr Fone
办公效率	文档类	PDFelement（中文名：万兴PDF）
	绘图类	Mockitt（中文名：磨刀）、Edraw Max、Mindmaster

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

数字创意软件中的Filmora（万兴喵影）系列是公司主打的视频剪辑软件，主要定位于面向大众用户的进阶级视频编辑软件，在商业软件评测机构G2发布的2021冬季研究报告中，综合同行评审和用户点评数据，视频创意软件Filmora获G2视频编辑领域领导者奖项；专业版视频剪辑软件FilmoraPro获G2视频编辑领域杰出表现者奖项。公司PDF编辑器PDFelement被G2评为“文档创建软件的市场领导者”。

此外，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。但不能忽视的是，快速创新的技术变革是软件行业的显著特点之一，产品更新换代快，用户对产品的需求不断变化，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。

公司营销推广对单一搜索引擎商Google依赖程度较高，推广效果易受平台政策影响，且境外收入占比高，需关注地缘政治风险

公司采用直销和非直销（经销/分销）相结合的互联网线上销售模式，2020年公司各销售渠道收入占比同比上年变动不大，直销、经销与分销模式收入占比分别为50.70%、47.63%、1.67%，仍以直销与经销为主。

表5 2019-2020年公司不同销售模式下的收入情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
直销模式	48,742.67	50.70%	33,875.81	50.85%
经销模式	45,788.53	47.63%	31,849.90	47.81%
分销模式	1608.48	1.67%	890.15	1.34%
合计	96,139.68	100.00%	66,615.86	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。公司销售模式决定了广告费用成为最主要的成本支出。公司主要通过自建的电子商务平台，同时与Google、Bing、百度、Yahoo、YouTube等主要的搜索引擎服务商和视频社交网站合作，公司与上述大型搜索引擎商已有一定的合作经验，利用搜索引擎优化、搜索引擎付费广告等网络营销推广模式将潜在用户引流至公司电子商务平台，从而促进软件销售实现。2020年公司持续加大国内营销费用投入，广告宣传费用同比增长43.94%，对Google的支出占年度采购总额的比重为28.94%，占比较上年有所下降，但公司对单一广告引擎商依赖度依旧较高，未来若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，将影响产品推广、增加广告营销费用，进而影响经营业绩。

表6 2019-2020年计入销售费用明细（单位：万元）

项目	2020年	2019年
广告宣传费	36,303.25	25,220.62
平台手续费	-	1,464.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司前五大收款结算客户情况来看，2020年前五大收款客户合计占比达到75.67%，集中度较高，主要为第三方支付平台。公司一般采用每月或每周定期结算的方式与客户结算。

表7 2019-2020年公司前五大收款客户情况（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	客户一	第三方支付平台	20,263.98	20.75%
	客户二	第三方支付平台	17,542.51	17.97%

	客户三	第三方支付平台	15,791.05	16.17%
	客户四	经销商	12,894.33	13.20%
	客户五	第三方支付平台	7,397.20	7.58%
	合计	-	73,889.08	75.67%
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%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司境外收入占比较高，随着全球各地版权和付费意识的提升，公司大力拓展包括中国在内的非英语国家市场。以美国为代表的英语国家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。2020年公司来自中国地区的收入同比大幅增长238.25%，收入占比增加至10.67%。由于公司仍以海外市场为主，收入结算货币以美元为主，欧元、日元为辅，2019、2020年公司产生的汇兑损益分别为-31.73万元和-14.50万元，人民币汇率随着国内外政治、经济、金融环境的变化而波动，近年来受疫情席卷全球、国际贸易保护主义抬头等因素影响，人民币汇率浮动范围扩大且波动频繁，地缘政治性风险上升，对公司经营业绩带来一定的不确定性。

表8 2019-2020 年公司软件业务收入地区分布（单位:万元）

国家	2020 年		2019 年		
	金额	占比	金额	占比	
海外国家	美国	25,218.33	26.23%	20,351.95	30.55%
	日本	12,345.71	12.84%	8,607.56	12.92%
	德国	5,048.76	5.25%	3,252.50	4.88%
	法国	4,006.61	4.17%	3,123.22	4.69%
	英国	3,556.81	3.70%	2,558.45	3.84%
	加拿大	3,176.35	3.30%	2,272.67	3.41%
	其他国家/地区	32,531.94	33.85%	23,417.70	35.17%
	小计	85,884.51	89.34%	63,584.05	95.46%
中国（含港澳台地区）	10,255.17	10.67%	3,031.81	4.55%	
合计	96,139.68	100.00%	66,615.86	100.00%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司借助外延并购拓宽产品矩阵，有望提升协同效应，但经营情况仍有待观察，面临一定商誉减值风险

2019年5月，公司以1.275亿元收购深圳市亿图软件有限公司（简称“亿图软件”）51%股权，形成

公司商誉1.12亿元。亿图软件专注于绘图软件领域，自主研发了亿图图示（EdrawMax）、思维导图（MindMaster）等软件，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。2019-2020年亿图软件经审计的扣除非经常性损益后净利润分别为1,915.29万元、3,357.52万元，均达到业绩目标。

表9 亿图软件原股东业绩承诺（单位：万元）

指标名称	2021年	2020年	2019年
承诺净利润	2,400	2,100	1,800
实际净利润	-	3,357.52	1,915.29
当期业绩完成率	-	159.88%	106.41%

注：1、业绩承诺净利润和实际净利润均为扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润。

2、当期业绩完成率=实际净利润/承诺净利润

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2020年4-12月，公司先后通过股权受让与增资方式收购北京磨刀刻石科技有限公司（简称“磨刀刻石”）65.66%股权，股权取得成本为3,824.86万元，形成公司商誉3,685.84万元。磨刀刻石主营业务为产品原型绘制与开发，同时为互联网产品研发过程中提供流程图、思维导图绘制帮助，为政企事业单位、学校以及个人提供高效、快捷、流畅、易用的产品协作软件，帮助用户提升工作效率，减少沟通成本，其产品为墨刀原型工具、墨刀设计工具、墨刀流程图、墨刀思维导图。

2021年6月，公司作价21,369.80万元，收购杭州格像科技有限公司（简称“格像科技”）72.44%股权，形成公司商誉1.69亿元。格像科技是一家专注于海外移动互联网市场的互联网产品公司，在图像、视频技术和产品领域有丰富的积累，自2014年创立以来，格像科技围绕视频、相机应用领域，推出一系列APP产品，如：SweetSelfie，SweetSnap，StoryChic，Beat.ly等。格像科技2020年度实现营业收入6,296.22万元，实现净利润221.56万元，并承诺2021-2023年度扣非净利润分别不低于1,800万元、3,800万元、5,200万元。中证鹏元将持续关注公司收购上述标的未来能否达成业绩目标及商誉减值风险。

六、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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年度，公司合并范围内新增子公司3家，减少1家子公司，详见表1。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共17家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，现金类资产较为充裕，但外延并购产生较大规模商誉，公司面临一定的商誉减值风险

受公司业务发展及规模扩张影响，公司资产规模有所增长。2020年末资产总额达到10.64亿元，同比2019年末增长17.88%；2021年3月末，受费用支出影响，公司资产规模较上年末略有下滑。近两年一期，公司非流动资产占比持续上升，2021年3月末非流动资产占比为54.87%。

从资产构成来看，受益于公司良好的盈利能力及现金流表现，公司现金类资产较为充裕，2021年3月末现金类资产（货币资金和交易性金融资产）规模达4.11亿元，受限规模不大。

公司固定资产主要为公司深圳市软件产业基地办公用房，2020年以来账面价值变动不大。截至2021年3月末，公司商誉来源于对亿图软件与磨刀刻石两家子公司的收购，分别产生商誉1.12亿元与0.36亿元，其中，2019-2020年亿图软件均完成业绩承诺，2020年公司未计提商誉减值；随着公司于2021年6月完成对格像科技的收购，公司商誉规模将增加1.69亿元。公司因并购形成较大规模的商誉，上述子公司未来经营情况存在一定不确定性，公司存在一定的商誉减值风险。

2021年3月末，公司其他非流动资产为1.59亿元，较2019年末大幅增长，主要系公司为扩充研发队伍增加办公面积，在湖南长沙购买办公楼预付定金所致，其中长沙办公楼全部购房款预计不超过1.80亿元。

整体来看，受公司上市后业务发展及规模扩张较快影响，2020年以来公司资产规模有所增长，其中现金类资产较为充裕，但近年来公司加大外延并购产生了较大规模的商誉，需关注后续商誉减值风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.76	26.33%	1.22	11.44%	0.95	10.49%
交易性金融资产	1.35	12.87%	3.68	34.58%	4.14	45.88%
流动资产合计	4.74	45.13%	5.48	51.48%	5.56	61.56%
固定资产	1.43	13.63%	1.44	13.52%	1.42	15.67%
商誉	1.48	14.15%	1.48	13.95%	1.12	12.36%
其他非流动资产	1.59	15.16%	0.98	9.22%	0.02	0.23%
非流动资产合计	5.76	54.87%	5.16	48.52%	3.47	38.44%
资产总计	10.49	100.00%	10.64	100.00%	9.03	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

-公司收入持续增长，毛利率维持在较高水平，但销售费用率较高对利润形成较大的侵蚀

公司深耕于数字创意软件市场，一方面，公司通过“内生增长+外延并购”方式拓宽产品线，另一方面，公司加大线上引流的营销推广力度，公司业绩保持较快增速。2020年公司实现营业收入9.76亿元，同比上年增长38.83%。分业务看，数字创意软件、数据管理软件和办公效率软件三大产品线的销售收入

增速分别为55.53%、15.91%和67.33%。2021年一季度公司收入保持稳定增长，实现营业收入2.53亿元，同比上年增长28.45%。

从盈利方面来看，2020年公司实现净利润1.34亿元，同比大幅增长67.18%，公司销售毛利率保持在较高水平。期间费用方面，2020年公司期间费用率同比下降2.45个百分点，公司期间费用主要由销售费用中的广告宣传费用、研发费用组成。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，受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，2020年公司广告宣传费同比增长43.94%。研发费用主要系公司处于扩张加速期，加大技术研发投入所致。

2020年公司盈利能力有所提升，EBITDA利润率与总资产回报率分别为14.54%、14.71%，同比分别提升0.21个百分点、4.10个百分点。2021年一季度公司净利润为3,429.11万元，同比下降1.50%，主要系公司一季度持续加大研发投入所致。

图2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

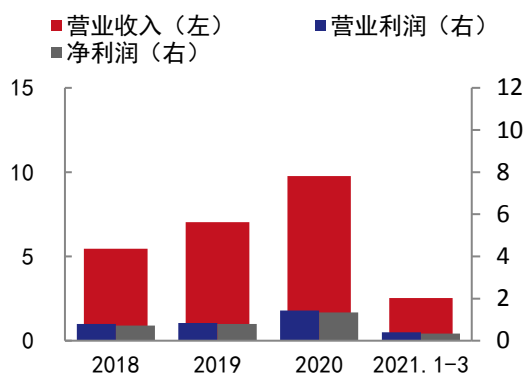
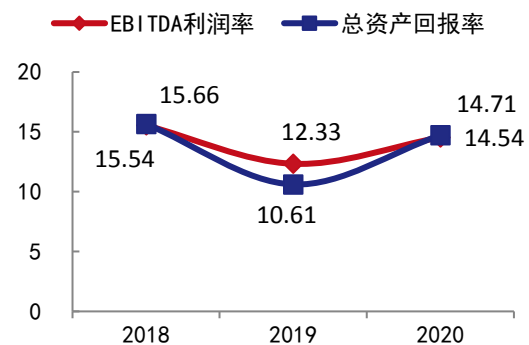


图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

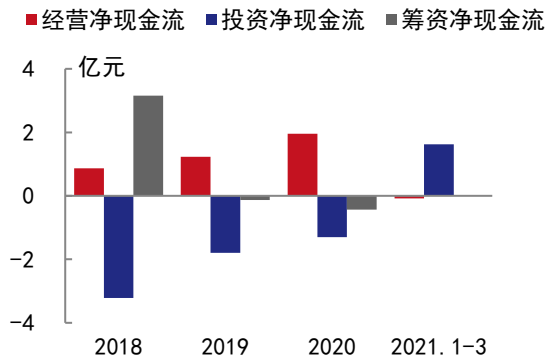
现金流

公司现金生成能力较强，经营活动现金持续净流入

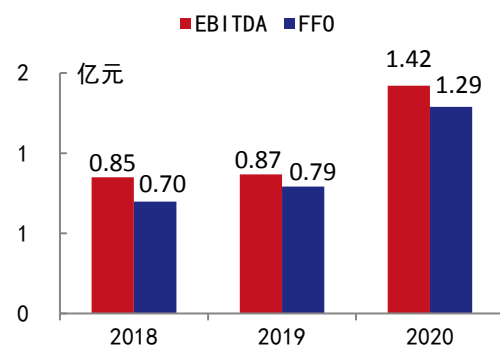
随着公司收入快速增长且主营业务现金生成能力较强，公司经营活动现金流保持净流入状态，2020年经营活动现金净流入1.95亿元。2021年1-3月，公司经营活动现金流量净流出784.69万元，主要系支付2020年度年终奖所致。

投资活动方面，2020年公司投资活动净流出1.30亿元，投资活动现金净流出主要系购买支付长沙办公楼的预付款以及股权收购款。本期债券募投项目总投资合计6.36亿元，扣除募集资金后公司尚需投入2.58亿元，公司后续面临一定的资金压力。

筹资活动方面，2020年公司筹资活动现金净流出4,380万元，主要为公司分配的股利、回购限制性股票以及为取得信用卡额度质押的定期存款。

图 4 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

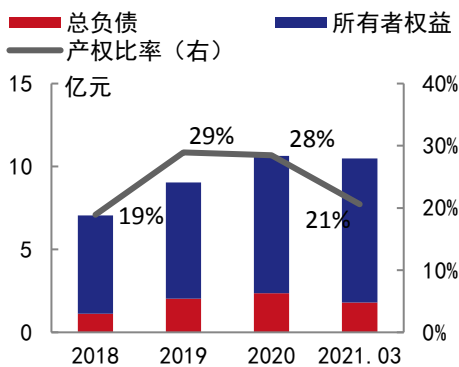
图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

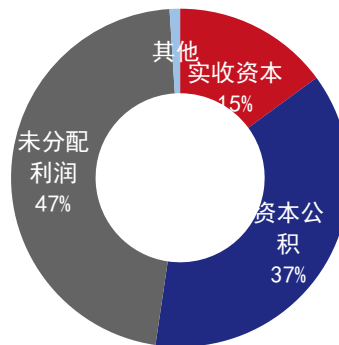
资本结构与偿债能力

公司刚性债务偿还压力不大

受益于公司盈利持续增长带来的盈余利润积累，2021年3月末公司所有者权益增加至8.70亿元。2021年3月末公司负债总额为1.79亿元，较2019年末减少11.59%。公司所有者权益对总负债的保障程度保持在较高水平。

图 6 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 7 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司负债以经营性负债为主，无有息债务。其他应付款主要系应付广告费、限制性股票回购义务和预收股权转让款；长期应付款主要为收购亿图软件应付的股权转让款。

表 11 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合同负债	0.22	12.52%	0.22	9.34%	0.00	0.00%

应付职工薪酬	0.37	20.55%	0.82	34.67%	0.51	25.14%
其他应付款	0.41	23.16%	0.46	19.64%	0.54	26.44%
流动负债合计	1.19	66.39%	1.70	72.21%	1.26	62.17%
长期应付款	0.58	32.49%	0.64	26.94%	0.77	37.76%
非流动负债合计	0.60	33.61%	0.66	27.79%	0.77	37.83%
负债合计	1.79	100.00%	2.36	100.00%	2.03	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

受负债规模降低影响，2021年3月末，公司资产负债率较2019年末下降5.37个百分点至17.07%，公司整体财务杠杆不高。近年来公司盈利能力较强，由于货币资金充裕，2020年末公司净债务/EBITDA仍为负数，利息保障倍数表现较好，随着本期可转换公司债券的发行，公司债务规模将有所上升，鉴于公司充裕资金和良好的盈利能力，刚性债务压力不大。

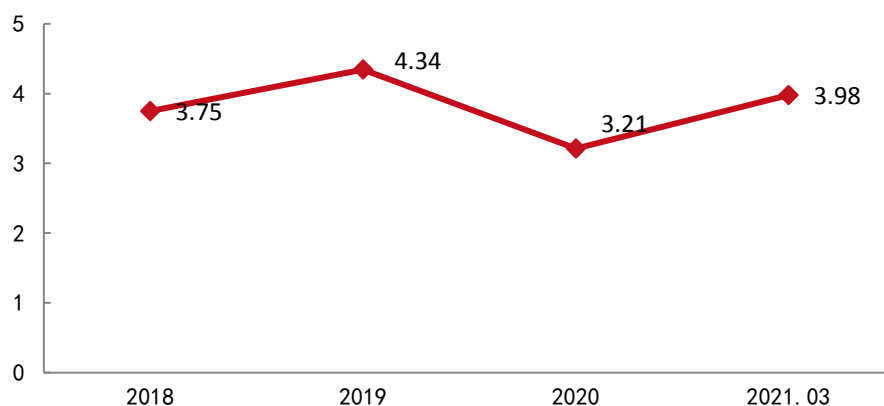
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	17.07%	22.18%	22.44%
净债务/EBITDA	--	-3.32	-5.70
EBITDA 利息保障倍数	--	1,870.41	1,278.70
总债务/总资本	0.00%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	--	-27.36%	-15.99%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司速动比率略有下滑，2021年一季度小幅上升，均处于较好水平。

图 8 公司速动比率情况



注：2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司无短期债务，现金短期债务比指标不适用。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、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，从2018年1月1日至报告查询日（2021年7月15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。

八、结论

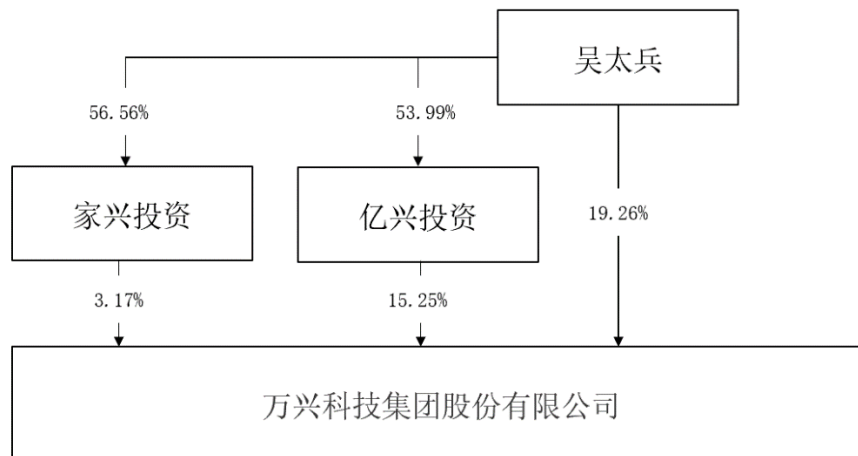
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.76	1.22	0.95	1.64
交易性金融资产	1.35	3.68	4.14	0.00
流动资产合计	4.74	5.48	5.56	4.27
固定资产	1.43	1.44	1.42	1.42
商誉	1.48	1.48	1.12	0.00
其他非流动资产	1.59	0.98	0.02	0.41
非流动资产合计	5.76	5.16	3.47	2.77
资产总计	10.49	10.64	9.03	7.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	0.22	0.22	0.00	0.00
应付职工薪酬	0.37	0.82	0.51	0.38
其他应付款	0.41	0.46	0.54	0.52
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1.19	1.70	1.26	1.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.58	0.64	0.77	0.00
非流动负债合计	0.60	0.66	0.77	0.00
负债合计	1.79	2.36	2.03	1.12
总债务	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的所有者权益	8.89	8.52	7.31	6.33
营业收入	2.53	9.76	7.03	5.46
净利润	0.34	1.34	0.80	0.72
经营活动产生的现金流量净额	-0.08	1.95	1.23	0.86
投资活动产生的现金流量净额	1.62	-1.30	-1.80	-3.22
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.44	-0.13	3.16
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	95.16%	94.85%	93.88%	94.57%
EBITDA 利润率	--	14.54%	12.33%	15.54%
总资产回报率	--	14.71%	10.61%	15.66%
产权比率	20.58%	28.50%	28.93%	18.91%
资产负债率	17.07%	22.18%	22.44%	15.90%
净债务/EBITDA	--	-3.32	-5.70	-1.79
EBITDA 利息保障倍数	--	1,870.41	1,278.70	
总债务/总资本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	--	-27.36%	-15.99%	-45.93%
速动比率	3.98	3.21	4.34	3.75

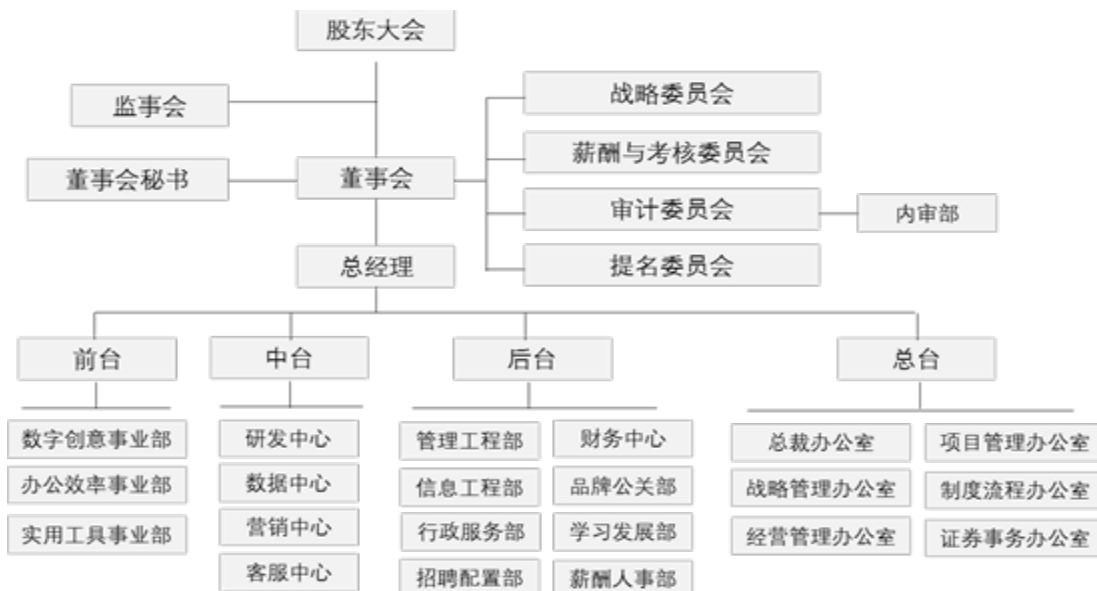
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
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。（以上均不含限制项目）	100.00%	投资设立
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	-	投资设立
北京磨刀刻石科技有限公司	北京	技术开发，技术推广，技术转让，技术咨询，技术服务；计算机系统服务；基础软件服务；应用软件开发（不含医用软件）；软件开发；设计，制作，代理，发布广告	65.66%	非同一控制下企业合并
万兴科技（新加坡）有限公司	新加坡	其他软件研发，网上销售（收入主要来自网上销售）	100.00%	新设
株式会社万兴日本	日本	电子计算机软件，硬件，网络及外部设备的技术开发技术咨询；计算机耗材的销售及经营进出口业务。网站策划，制作，经营与咨询业务	100.00%	新设

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 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。