



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2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
万兴转债	A+	A+

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“万兴转债”的信用等级为 A+。
- 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，现金类资产较为充裕，现金生成能力仍较强，刚性债务压力不大。同时中证鹏元也关注到，公司资产规模仍较小，面临一定研发不及预期风险，境外收入占比较高面临人民币汇率波动和海外经营监管风险，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

- 公司深耕视频创意软件行业，核心产品具备一定品牌影响力，通过内生+外延并购拓宽产品矩阵，预计业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月21日

联系方式

项目负责人：游云星
 youyx@cspengyuan.com

项目组成员：汪永乐
 wangyl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	15.11	15.41	10.64	9.03
归母所有者权益	8.79	8.80	8.52	7.31
总债务	3.83	3.79	0.00	0.00
营业收入	2.63	10.29	9.76	7.03
EBITDA 利息保障倍数	--	6.75	1,870.41	1,278.70
净利润	0.01	0.49	1.34	0.80
经营活动现金流净额	-0.28	1.42	1.95	1.23
销售毛利率	95.88%	95.48%	94.85%	93.88%
EBITDA 利润率	--	7.12%	14.54%	12.33%
总资产回报率	--	4.90%	14.71%	10.61%
资产负债率	41.53%	42.93%	22.18%	22.44%
净债务/EBITDA	--	-3.58	-3.32	-5.70
总债务/总资本	34.80%	34.57%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	--	-14.94%	-27.36%	-15.99%
速动比率	4.72	3.92	3.21	4.34
现金短期债务比	40.00	48.29	--	--

注：2019-2020年末公司无有息债务，现金短期债务比指标不适用

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司核心产品保持一定品牌影响力。**视频创意行业景气度尚可，公司继续保持在视频创意软件领域的优势，并大幅增加研发投入，旗下视频创意软件 Filmora 产品继续获行业认可，公司通过内生+外延并购丰富产品矩阵。
- **公司现金类资产充裕，现金生成能力较强，刚性债务压力不大。**近年来公司主营业务现金生成能力较强，公司债务主要为本期可转换公司债券，杠杆状况指标表现仍较好，刚性债务压力不大。

关注

- **公司规模仍较小，2021年盈利能力有所下滑。**截至到2021年末，公司总资产与归母所有者权益规模仍较小；公司近三年公司平均营业收入为9.03亿元。2021年公司盈利能力有所下降，EBITDA利润率与总资产回报率均下滑明显。
- **境外收入占比高，面临汇率波动风险和海外经营监管风险。**公司软件产品仍持续深耕欧美日市场，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，2021年人民币持续升值对公司业绩造成了不利影响，同时海外经营面临的监管风险上升。
- **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。**2021年公司营销推广对特定平台 Google 广告服务占年度采购总额比重达到32.42%，依赖度较高，未来若 Google 等搜索引擎流量转换效率继续降低或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。
- **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，截至2021年末公司因并购形成的商誉占公司净资产比重为35.95%，公司并购标的能否达成业绩承诺目标或跟上市场需求存在较大不确定性，公司将持续面临一定的商誉减值风险。
- **面临一定研发不及预期风险。**公司近年持续加大研发投入，而软件行业研发转化周期较长，相关研发项目未来收益受技术发展及市场需求影响存在不确定性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	4		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa-
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况					a+
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					A+

同业比较（单位：亿元）

指标	万兴科技	小影科技	福昕软件
总资产	15.41	2.85	31.74
营业收入	10.29	3.85	5.41
净利润	0.49	0.82	0.46
销售毛利率（%）	95.48	56.92	96.57
资产负债率（%）	42.93	46.36	10.30
研发费用率（%）	31.88	14.47	27.51

注：1、以上各指标均为 2021 年数据

2、杭州小影创新科技股份有限公司（简称“小影科技”，股票代码：A21413.SZ）；福建福昕软件开发股份有限公司（简称“福昕软件”，股票代码：688095.SH）

资料来源：Wind，中证鹏元整理

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+/稳定	A+	2021-8-7	汪永乐、游云星	软件与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)	阅读全文
A+/稳定	A+	2020-10-21	杨慧、王强	软件开发企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
万兴转债	3.79	3.78	2021-8-7	2027-6-8

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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，募集资金扣除发行费用后拟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2022年3月31日，“万兴转债”募集资金余额为2.48亿元。

三、发行主体概况

因本期债券部分转股，2021年度公司股本增加1.10万股，2021年末公司总股本为12,995.80万股。截至2022年3月末，公司注册资本与总股本均为12,989.80万元；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17.81%，并通过控股宿迁兴亿网络科技有限公司¹和宿迁家兴网络科技有限公司²间接控制公司17.42%股份。截至2022年6月15日，公司实控人吴太兵先生未解押股权质押数量为420万股，占其持有的股份数为18.16%。

2022年5月17日，公司召开年度股东大会，完成了公司第四届董事会、监事会换届选举。公司选举吴太兵先生、孙淳先生、朱伟先生任公司第四届董事会非独立董事，陈琦胜先生、戴扬先生任公司第四届董事会独立董事，杨文亮先生、凌曙光先生任公司第四届监事会非职工代表监事，郝晶女士任公司职工代表监事。其中，公司第三届董事会董事张铮先生不再担任公司董事及各专门委员会职务，仍在公司担任其他职务，于2022年5月24日被任命为公司副总经理。

公司主要从事创意软件的开发和销售，主要产品包括视频创意、绘图创意、文档创意和实用工具软件四大类。2021年度，公司合并范围内新增子公司5家，详见表1。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共24家，子公司明细见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州格像科技有限公司	72.44%	324.24	软件开发	收购取得
万兴韩国株式会社	100.00%	1 亿韩元	软件销售	投资设立
万胜全球有限公司	100.00%	-	软件销售	投资设立

¹ 2021年6月8日，原深圳市亿兴投资有限公司名称变更为宿迁兴亿网络科技有限公司。

² 2021年6月8日，原深圳市家兴投资有限公司名称变更为宿迁家兴网络科技有限公司。

亿图软件（湖南）有限公司	61.00%	200.00	软件开发	投资设立
深圳格像科技有限公司	92.13%	1,430.00	软件开发	投资设立

注：“-”表示数据不适用，其中公司分别直接、间接持有深圳格像科技有限公司 47.61%、44.52% 的股权，表中子公司注册资本均为截止至本评级报告出具日的注册资本，深圳格像科技有限公司 2021 年末注册资本为 700 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业经济环境

我国软件和信息技术服务业运行态势良好，2021年行业收入规模保持增长，软件国产化替代趋势延续，叠加政策持续利好，未来将迎来行业发展红利期

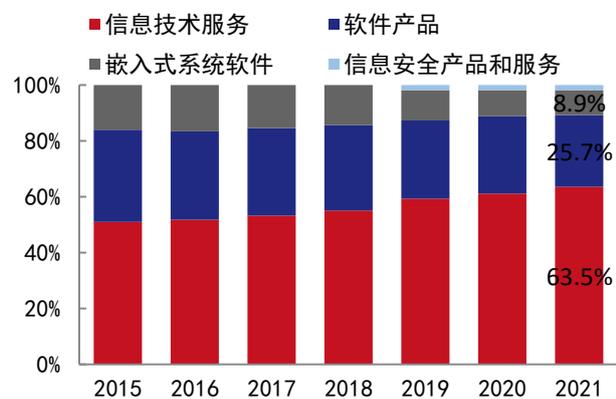
我国软件和信息技术服务业快速发展，2021年行业收入规模持续增长。随着我国产业结构的不断升级调整，我国软件和信息技术服务业（以下简称“软件业务”）运行态势良好，2021年全国软件和信息技术服务业规模以上企业超4万家，累计完成软件业务收入9.50万亿元，同比增长17.7%，显著高于同期国内生产总值增速；实现利润总额1.19万亿元，同比增长7.6%，两年复合增长率为7.7%。分领域来看，随着产业向服务化、云化演进，以在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等为代表的信息技术服务收入规模及其在整体行业收入中占比持续提升，2021年达到63.5%。

图1 我国软件业务收入持续增长



资料来源：2021年软件和信息技术服务业统计公报，中证鹏元整理

图2 我国软件和信息技术服务业收入集中在信息技术服务和软件产品



资料来源：工信部，中证鹏元整理

软件国产化替代趋势延续，我国软件和信息技术服务业政策持续利好。软件业属于国家大力鼓励发展的战略性、基础性和先导性支柱产业。随着经济的不断发展和信息化的不断加深，国家对软件安全的需求日益增长，软件安全已经成为信息安全的重要组成部分。在中美贸易摩擦、俄乌战争、科技封锁、国际形势复杂多变的背景下，追求自主安全可控的软件产业链将推动软件国产化转型深入。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。2021年11月，工信部印发《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》，

指出发展软件和信息技术服务业，对于加快建设现代产业体系具有重要意义；同时亦提到持续推进软件正版化，严厉打击各类软件侵权盗版行为。在信息技术应用创新产业（以下简称“信创行业”）发展壮大过程中，多数行业在国产密码加密改造与替换、软件移植及国产化适配等信创方面的适应性改造需求也在不断上升，未来将迎来行业发展红利期。同时需关注，我国软件及信息技术服务业面临重硬轻软、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。

服务订阅模式市场仍将快速增长，视频创意及数据管理储存等软件相关市场规模具备较大的发展空间

全球互联网用户数不断上升，服务订阅模式市场仍将快速增长。随着移动终端设备技术的不断迭代、移动互联网应用的持续发展，以智能手机及平板电脑为代表的智能移动终端日益普及，全球互联网用户数量持续提升，根据Statista公司统计数据，2021年10月末，全球活跃互联网用户数量已达到48.8亿人，较2020年末增加2.95亿人。当前，服务订阅模式广泛应用于各类交易平台和服务软件中，例如在线视频、在线音乐、电子商务、电子阅读、办公服务等领域的头部企业均推出会员订阅模式为用户提供增值服务。随着全球经济不断发展，人均收入不断增加，知识产权意识逐渐加强，订阅模式逐渐成为软件企业的重要商业变现模式。在互联网用户数量增长的大背景下，受疫情等因素的催化作用，随着信息化和数字化转型进程的加速推进，全球SaaS市场用户数量和市场规模将持续提升，未来服务订阅模式仍将快速增长。SaaS软件产品与服务已经成为软件和信息服务业领域的重要一环，代表了应用软件技术未来的发展趋势。

视频创意及数据管理储存等软件相关市场规模仍具备较大的发展空间。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软件需求。在视频创意领域，随着互联网、云计算、大数据等先进技术快速发展及应用，5G、人工智能、硬件终端等与内容深度结合，视频逐步嵌入人们的日常生活，凭借各种方便易用的视频创作工具，越来越多的用户成为视频内容创作者，助推视频内容及流量爆发式增长。据CNNIC数据预测，到2023年，全球网络视频用户规模将达到30亿，用户对视频依赖度越来越高。长、短视频红利饱和，中视频成为新兴增量市场，相关视频创作软件及创意素材资源市场需求也将随之释放。在数据管理储存领域，智能电子设备用于移动办公、视频及图片拍摄、制作、存储及分享等场景的快速增长，通过智能电子设备生产、存储的数据越来越多。据IDC预测，2025年全球数据量将增长至175ZB。数据资产的重要性日益凸显，数据的高效管理和数据安全已成为智能电子设备用户主要需求之一。相应的对智能电子设备数据管理软件与服务的需求也将持续增长。

五、经营与竞争

公司主要从事视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具类软件产品的设计、研发、销售和运营。公司深耕于视频创意行业，近年通过“内生增长+外延并购”方式拓宽产品线，并持续加大研发投入，

视频创意类软件仍为公司最主要的收入来源。2021年公司实现营业收入10.29亿元，同比增长5.39%，其中视频创意软件收入占比为56.65%，公司营收同比增速放缓，主要系市场流量增速放缓、公司推进订阅转型下销售订单平均价格同比下降、人民币汇率持续升值等多重因素影响。2022年一季度，公司实现营业收入2.63亿元，同比增长3.71%。从毛利率来看，公司销售毛利率2021年仍保持在较高水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
视频创意类	15,054.57	95.70%	58,304.00	95.53%	55,440.29	96.02%
绘图创意类	2,692.45	94.62%	10,292.96	93.69%	6,965.42	95.40%
文档创意类	2,370.80	95.75%	10,217.62	94.93%	9,699.85	95.25%
实用工具类	6,137.20	96.88%	23,840.90	96.53%	24,034.12	95.86%
其它	20.00	100.00%	260.32	81.72%	1,508.06	30.77%
合计	26,275.02	95.88%	102,915.81	95.48%	97,647.74	94.85%

注：2021年公司根据产品功能及特性，对按产品类别统计的营业收入进行了重新分类。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司研发支出大幅增加，不断优化升级产品，但效益尚未显现，对当期业绩影响较大，且软件产品技术迭代及市场需求变化频繁，需持续关注公司新产品孵化及技术研发风险

在创意软件市场规模快速扩张、客户需求日新月异下，加大研发布局、升级优化产品有助于业内企业建立长期优势。2021年公司大幅增加研发投入，持续进行产品技术迭代和新产品、新技术的布局，强化视频创意算法能力、AI基础能力、虚拟数字人及虚拟场景建设与应用。2021年，公司技术人员占公司员工总数比例由2020年末的50.69%上升至当期末的57.80%，研发投入金额同比增长50.09%，研发投入占营业收入比重亦从上年度的22.39%大幅提升至31.88%。截至2021年末，公司共计授权专利186件，其中发明专利139件；拥有软件著作权386件。

表3 公司研发投入情况（单位：万元、人）

项目	2021年	2020年
研发人员数量	789	623
研发人员数量占比	57.80%	50.69%
研发投入金额	32,811.09	21,860.93
研发投入占营业收入比例	31.88%	22.39%

注：研发人员数量为年末数量。

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

公司核心产品具备一定竞争优势，跟踪期内公司继续优化部分产品功能，持续完善产品矩阵。2021年，公司视频创意类核心产品Filmora X荣获国际社媒创作奖Shorty Awards肖蒂奖，视频创意类产品持续预装部分荣耀平板产品，新增预装部分华为鸿蒙、安卓平板产品，为后续客户增长奠定基础。公司完成了万兴喵影、万兴恢复专家Dr.Fone、MobileTrans、本期债券募投项目之一创意资源商城Filmstock等产品的大版本升级，进一步提升产品质量与服务；公司发布了泛知识视频演示创作工具——万兴录演

(DemoCreator)、动画解说类创意视频软件——Anireel、极简/轻量的PDF阅读器 (PDFReader)、视频/照片/文档的一站式修复工具万兴易修 (Repairit)、新上线AE特效资源和元宇宙3D资源素材售卖等全新产品,丰富了公司产品矩阵。

表4 公司主要产品介绍

类型	功能分类	主要产品
视频创意软件	视频类	万兴喵影 (PC端Filmora、移动端FilmoraGo)
		万兴录演 (DemoCreator)
	动画解说软件 (Anireel)	
绘图创意软件	图片类	图片创意软件 (SweetSelfie、SweetSnap)
	素材资源类	创意资源库 (Filmstock)
文档创意软件	绘图创意	亿图脑图 (EdrawMind)、亿图图示 (EdrawMax)、墨刀 (Mockitt)
		万兴PDF (PDFelement)
实用工具软件	文档创意	万兴PDFSDK (PDFelement SDK)
		PDF阅读器 (PDFReader)
		万兴恢复专家 (Recoverit)、Dr.Fone
实用工具	实用工具	万兴手机管家
		万兴易修 (Repairit)

注: 括号内容为对应产品的英文名称。

资料来源: 公司公告, 中证鹏元整理

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, 近年以云计算、大数据、人工智能为代表的技术不断发展成熟, 包含视频软件在内的创意软件应用产品更新迭代快, 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, 或者国内外行业竞争者可能率先在相关领域取得重要突破而使公司产品失去竞争优势, 公司业绩存在较大波动的风险。

公司产品推广对单一搜索引擎商Google依赖程度仍较高, 推广效果易受平台政策影响, 且境外收入占比高, 需关注汇率波动及海外经营监管风险

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。2021年, 公司分销模式占比提升明显, 主要系公司收购的控股子公司杭州格像科技有限公司 (简称“杭州格像”) 经营的SweetSelfie, SweetSnap等APP产品销售模式为分销, 但公司整体仍以直销与经销为主。

表5 公司不同销售模式下的收入分布情况 (单位: 万元)

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销模式	11,281.71	42.94%	46,317.96	45.01%	50,250.74	51.46%
经销模式	10,871.05	41.37%	44,461.03	43.20%	45,788.53	46.89%

分销模式	4,122.25	15.69%	12,136.82	11.79%	1,608.48	1.65%
合计	26,275.02	100.00%	102,915.81	100.00%	97,647.74	100.00%

资料来源：公司公告，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、网络红人推广、展示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。2021年，公司根据市场情况及流量转换率情况调整流量投放数量，使得广告宣传费用同比小幅下降，但对单一广告引擎商依赖度仍较高，2021年公司通过Google平台投放的广告宣传费支出占年度采购总额的比重为32.42%，未来若Google等搜索引擎流量转换效率继续降低或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，将影响产品推广或增加广告营销费用，进而影响经营业绩。

表6 2020-2021年计入销售费用明细（单位：万元）

项目	2021年	2020年
广告宣传费	34,439.06	36,303.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

基于产品的不同类型、功能与受众群体，公司用订阅模式重新定义“以用户为中心”，支持按月度、年度及终身等不同时间维度的费用支付方式，更好地符合市场趋势，满足终端用户需求。同时，公司持续拓展C端个人用户市场，积极开拓B端政企业务，实现多端、多场景精细覆盖，但公司销售仍以C端个人客户市场为主。从公司前五大收款结算客户情况来看，2021年前五大收款结算平台合计占比为67.56%，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第三方支付平台结算。

表7 2020-2021年公司前五大收款结算平台情况（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
2021年	客户一	第三方支付平台	20,451.70	19.87%
	客户二	第三方支付平台	16,753.04	16.28%
	客户三	经销商	13,618.57	13.23%
	客户四	第三方支付平台	12,893.09	12.53%
	客户五	第三方支付平台	5,814.68	5.65%
	合计	-	69,531.07	67.56%
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%
-----------	---	------------------	---------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司软件产品以境外销售为主，欧美日市场份额占比仍较高，同时公司继续大力培育拓展以中国、韩国为主的非英语国家/地区市场，实现了非英语语言市场销售规模的持续增长，其中韩国、印度³、巴西市场销售收入同比分别增长约314%、169%、44%；但受人民币升值、流量红利消退及疫情等不利影响，公司在欧美日等国家的销售金额同比出现了不同程度下滑。根据公司相关公告，若剔除人民币汇率持续升值对收入的影响，公司2021年同比增速可由5.39%提升至11.40%，归属于母公司的净利润可增加约3,200万元。2022年二季度以来，人民币汇率贬值明显，未来汇率波动加大或将给公司经营业绩和财务表现带来一定影响；此外，若公司海外用户所在国家或地区相关法律法规及监管要求发生不利变化，将对公司经营业绩带来一定的不确定性。

表8 公司软件业务收入地区分布（单位:万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
外销合计	23,281.12	88.61%	90,636.63	88.07%	85,884.50	87.95%
其中：美国	5,994.97	22.82%	22,672.75	22.03%	25,218.33	25.83%
日本	3,164.12	12.04%	11,919.48	11.58%	12,345.71	12.64%
德国	1,118.55	4.26%	4,621.97	4.49%	5,048.76	5.17%
法国	928.85	3.54%	3,330.40	3.24%	4,006.61	4.10%
英国	707.58	2.69%	2,837.74	2.76%	3,556.81	3.64%
加拿大	665.81	2.53%	2,518.65	2.45%	3,176.35	3.25%
其他国家/地区	10,701.24	40.73%	42,735.64	41.52%	32,531.94	33.32%
内销	2,993.90	11.39%	12,279.18	11.93%	11,763.24	12.05%
总计	26,275.02	100.00%	102,915.81	100.00%	97,647.74	100.00%

注：内销含港澳台地区。

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，跟踪期内公司并购标的均完成业绩承诺，但行业竞争激烈且市场需求变化较快，公司仍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“深圳亿图”）51%股权，形成公司商誉1.12亿元。2021年6月，公司以0.52亿元购买了深圳亿图少数股东持有的10%股权，公司持有深圳亿图股权比例增加至61%。深圳亿图为国内外专业的绘图创意类软件提供商，自主研发了亿图图示（EdrawMax）、思维导图（EdrawMind）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。2021年深圳亿图实现经审计的营业收入和扣除非经常性损益后净利润分别为8,528.12万

³ 2021年公司在印度实现的销售收入为4,466.7万元。

元、3,871.81万元，已完成承诺期业绩目标。

表9 深圳亿图原股东 2019-2021 年业绩承诺与实现业绩情况（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	3,871.81	3,357.52	1,915.29
当期业绩完成率	161.33%	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4,138.56万元，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，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。磨刀刻石2021年度营业收入为1,764.84万元，超过承诺的1,300万元，扣除非经常性损益后的净利润为0.82万元，超过业绩承诺的扣非净利润0元。

2021年6月，公司作价21,369.80万元，收购杭州格像72.44%股权，形成公司商誉16,797.44万元。杭州格像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，杭州格像围绕视频、相机应用领域，推出一系列APP产品，如：SweetSelfie，SweetSnap，StoryChic，Beat.ly等。杭州格像2021年度实现营业收入10,847.72万元，扣除非经常性损益后的净利润为2,876.39万元。根据公司2022年6月15日发布的《万兴科技集团股份有限公司关于收购控股子公司杭州格像科技有限公司》的公告，公司第四届董事会第二次会议同意拟以自有资金4,792万元收购杭州格像少数股东持有的13.56%股权，本次股权转让完成后，公司持有杭州格像的股权比例将上升至86.00%。

表10 杭州格像原股东 2021-2023 年业绩承诺与实现业绩情况（单位：万元）

指标名称	2023 年	2022 年	2021 年
承诺净利润	5,200	3,800	1,800
实际净利润	-	-	2,876.39
当期业绩完成率	-	-	159.80%

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

近年来公司通过外延并购丰富了公司产品矩阵，亦提升了公司的经营规模，但需注意的是，截至2021年末公司因并购形成的商誉占公司净资产比重为35.95%，公司并购标的分散，并购标的研发的应用软件产品多样、收入规模相对较小，在创意软件行业竞争激烈、市场需求变化多样的背景下，公司并购的标的能否达成业绩承诺目标或跟上市场需求存在较大不确定性，公司将持续面临一定的商誉减值风险。

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年度，公司合并范围内新增子公司5家。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共24家。

资产结构与质量

2021年本期债券成功发行，进一步提升了公司资产规模，公司现金类资产较为充裕，但外延并购使得公司商誉规模增长较快，公司面临一定的商誉减值风险

因2021年本期债券成功发行，公司资产规模大幅提升，2021年末同比增长44.76%。近两年一期，公司非流动资产占比持续上升，2022年3月末非流动资产占比为53.69%。

从资产构成来看，2021年末公司现金类资产较为充裕，主要系公司收现能力良好以及发行本期债券收到募集资金；2022年3月末现金类资产（货币资金和交易性金融资产）规模达6.27亿元，受限规模不大。

公司长期股权投资主要由公司投资的联营企业南京创熠家和万兴创业投资中心（有限合伙）构成。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。2021年末公司商誉规模同比大幅增长，主要系公司2021年收购杭州格像形成1.68亿元商誉所致；公司前期收购深圳亿图与磨刀刻石两家子公司均完成业绩承诺，公司未计提商誉减值。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不确定性，公司面临一定的商誉减值风险。

2022年3月末，公司其他非流动资产为1.60亿元，较2020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支付的购房款所致。截至本评级报告披露日，公司在长沙购买上述办公楼已完工，但暂未投入使用且未办妥相关产权证书。

整体来看，因本期债券成功发行，2021年以来公司资产规模大幅增长，其中现金类资产较为充裕，但外延并购使得公司商誉规模增长较快，需关注后续商誉减值风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.25	14.92%	4.60	29.84%	1.22	11.44%
交易性金融资产	4.02	26.58%	2.02	13.08%	3.68	34.58%
流动资产合计	7.00	46.31%	7.25	47.06%	5.48	51.48%
长期股权投资	0.68	4.52%	0.71	4.58%	0.48	4.51%
固定资产	1.40	9.27%	1.43	9.30%	1.44	13.52%

商誉	3.16	20.95%	3.16	20.54%	1.48	13.95%
其他非流动资产	1.60	10.61%	1.60	10.39%	0.98	9.22%
非流动资产合计	8.11	53.69%	8.16	52.94%	5.16	48.52%
资产总计	15.11	100.00%	15.41	100.00%	10.64	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

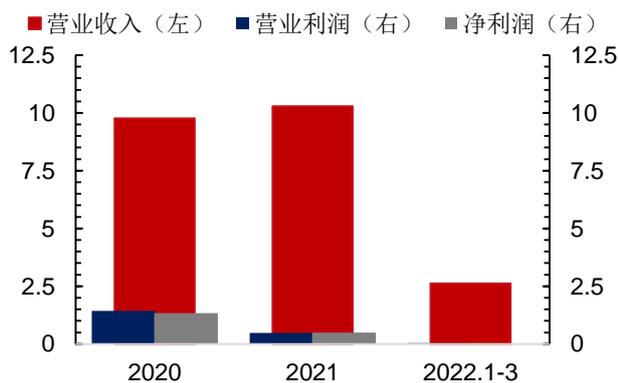
盈利能力

受人民币汇率持续升值等因素影响，2021年公司收入增速放缓；因加大研发投入且研发周期较长，公司盈利能力有所下降

公司主要从事视频创意、绘图创意、文档创意、实用工具类软件产品与服务的设计、研发、销售和运营。近年公司通过“内生增长+外延并购”方式拓宽产品线，并持续加大研发投入。2021年公司实现营业收入10.29亿元，同比增长5.39%，2021年公司营收同比增速放缓主要系2021年期间人民币汇率持续升值对公司营收增长带来不利影响、公司推进订阅转型下销售订单平均价格同比下降及全球疫情持续下市场流量增速放缓。2022年一季度公司实现营业收入为2.63亿元，同比增长3.71%。从毛利率来看，2021年公司销售毛利率仍保持在高水平。

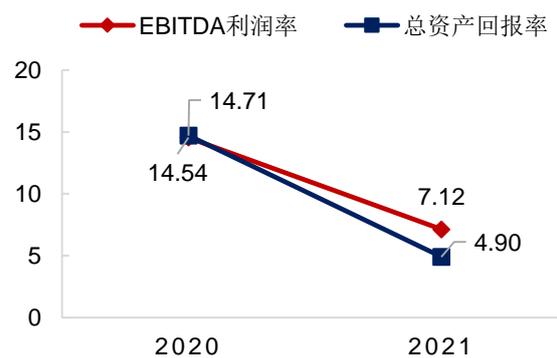
从盈利方面来看，2021年公司实现净利润0.49亿元，同比大幅下滑63.44%，主要系公司2021年加大研发投入使得公司研发费用同比增加1.10亿元。2021年公司盈利能力有所下降，EBITDA利润率与总资产回报率均下滑明显。2022年一季度公司净利润140.39万元，同比下降95.91%，主要系公司一季度研发投入、流量成本上升致使财务费用增加。公司近年持续加大研发投入，而软件行业研发转化周期较长，相关研发项目未来收益受技术发展及市场需求影响存在不确定性，公司盈利能力或将受到影响。

图 3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

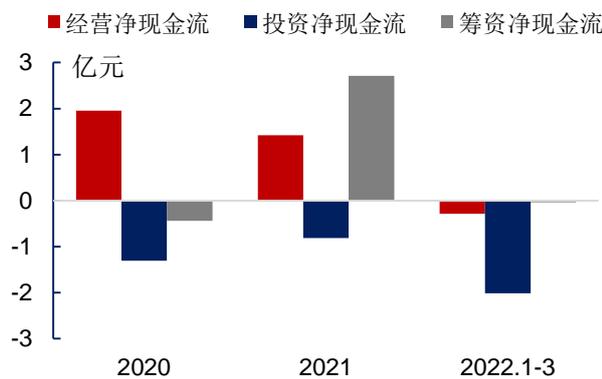
公司现金生成能力较强，2021年公司经营活动现金流仍实现净流入，本期债券成功发行有助于公司进一步拓宽融资渠道

公司主营业务现金生成能力较强，2021年公司经营活动现金流保持净流入状态，但受研发投入加大使得公司支付给职工以及为职工支付的现金增长，公司经营活动现金净流入规模同比有所下降。2022年1-3月，公司经营活动现金流量净流出2,831.06万元，主要系2022年一季度公司增加广告投入所致。

投资活动方面，2021年公司投资活动净流出0.81亿元，投资活动现金流出主要系购买预付长沙办公楼的购房款以及收购杭州格像支付的股权款。

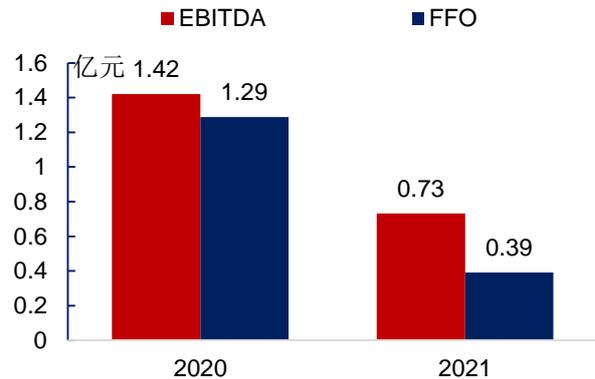
筹资活动方面，2021年公司筹资活动现金净流入2.71元，主要系本期债券发行募集资金到位。

图 5 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

因本期债券发行，公司总债务与总负债规模均较2020年同比上升明显；公司杠杆状况指标表现尚可，刚性债务压力不大

因本期债券发行，2021年末公司总负债及所有者权益均有所增长，其中本期债券发行日金融负债成分公允价值3.48亿元计入应付债券，权益工具成分的公允价值0.23亿元计入其他权益工具。2021年公司总负债规模增长远高于所有者权益，因此公司所有者权益对总负债的保障程度有所下降。

图 7 公司资本结构

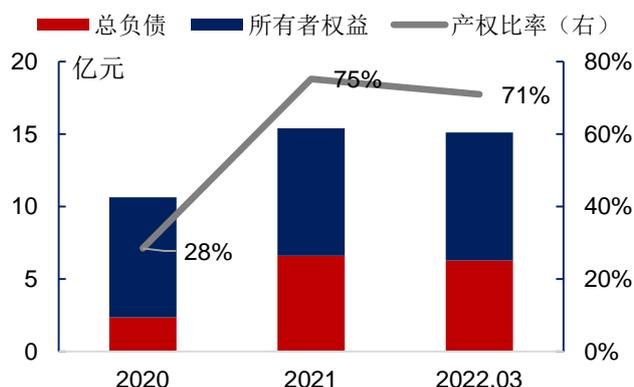
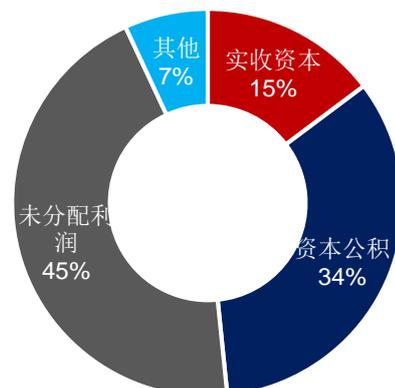


图 8 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司有息债务仅由本期债券及租赁负债组成，刚性债务压力不大。2021年末，长期应付款主要为收购深圳亿图与杭州格像剩余应付的股权受让款，因收购杭州格像时约定分期支付相关股权转让款，2021年末公司长期应付款规模同比大幅增加。

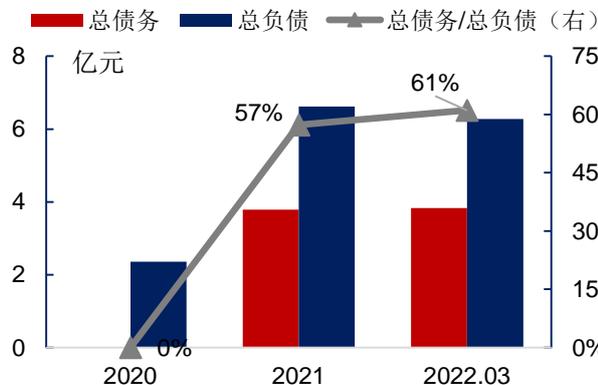
表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付职工薪酬	0.55	8.76%	0.90	13.58%	0.82	34.67%
流动负债合计	1.48	23.63%	1.85	28.00%	1.70	72.21%
应付债券	3.61	57.56%	3.57	53.96%	0.00	0.00%
长期应付款	1.03	16.44%	1.03	15.60%	0.64	26.94%
非流动负债合计	4.79	76.37%	4.76	72.00%	0.66	27.79%
负债合计	6.27	100.00%	6.61	100.00%	2.36	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

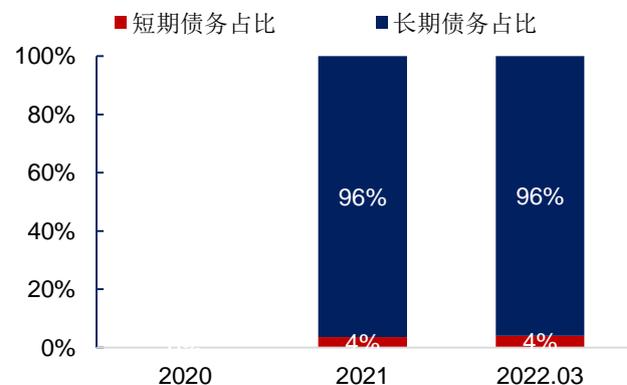
随着本期债券的发行，2021年末公司总债务与总负债规模均有所上升，债务结构以长期债务为主。

图 9 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因本期债券发行，公司资产负债率由2020年末的22.18%上升至2022年3月末的41.53%。由于货币资金充裕，2021年末公司净债务/EBITDA仍为负数，利息保障倍数表现仍较好。

表13 公司杠杆状况指标

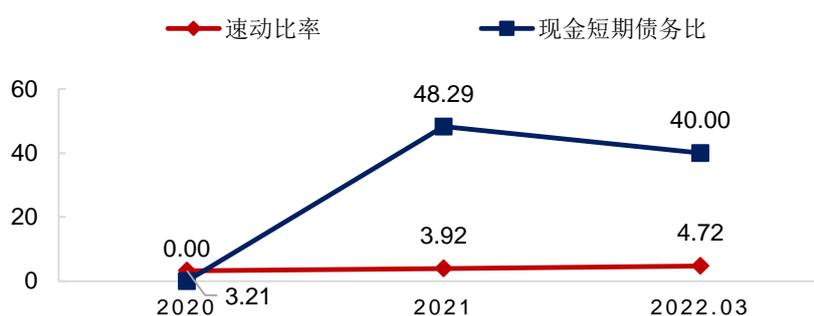
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	41.53%	42.93%	22.18%
净债务/EBITDA	--	-3.58	-3.32
EBITDA 利息保障倍数	--	6.75	1,870.41

总债务/总资本	34.80%	34.57%	0.00%
FFO/净债务	--	-14.94%	-27.36%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司速动比率有所上升，主要系公司现金类资产有所增长。公司资产流动性相对较好，且现金类资产对短期债务的覆盖情况良好。截至2021年末公司银行授信额度为600万美元，剩余可使用的银行授信额度为592.88万美元。公司作为A股上市，融资渠道较为通畅。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月14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；公司本部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。

八、抗风险能力分析

我国软件和信息技术服务业运行态势良好，2021年行业收入规模保持增长，软件国产化替代趋势延续；全球互联网用户数不断上升，服务订阅模式市场仍将快速增长，视频创意及数据管理储存等软件相关市场规模具备较大的发展空间。但消费软件流量红利增速放缓，相关细分领域竞争主体较多，行业技术迭代较快。同时公司境外收入占比较高，面临一定的汇率波动及海外监管经营风险。

2021年，公司进一步大幅增加研发投入，通过内生+外延并购丰富公司产品矩阵，降低了对单一产品的依赖度风险，旗下视频创意软件核心产品继续获行业认可。公司现金类资产充裕，现金生成能力较强，刚性债务压力不大，公司具有一定的抗风险能力。

九、结论

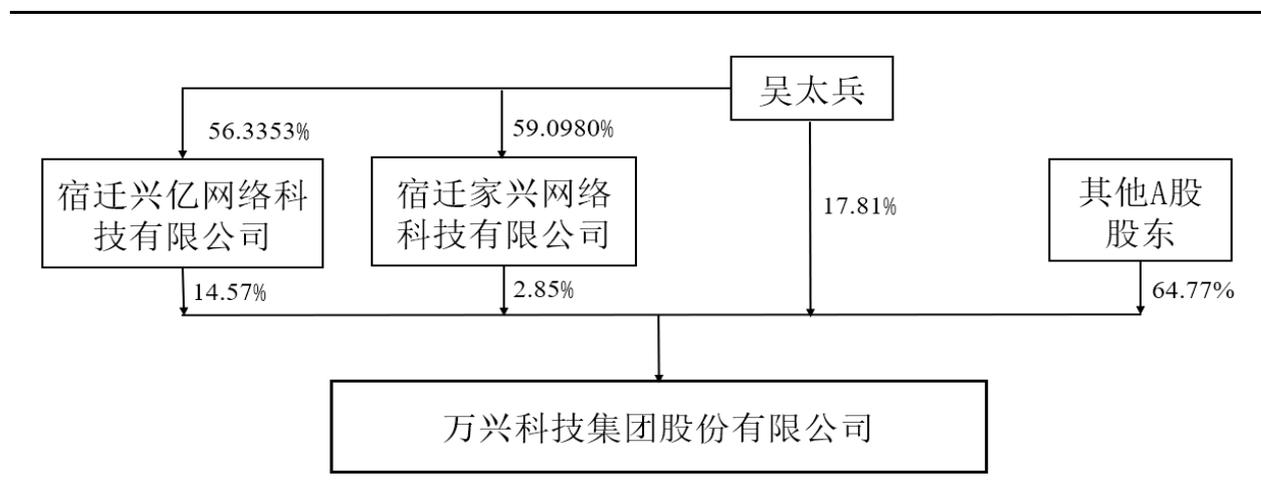
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“万兴转债”信用等级为A+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.25	4.60	1.22	0.95
交易性金融资产	4.02	2.02	3.68	4.14
流动资产合计	7.00	7.25	5.48	5.56
长期股权投资	0.68	0.71	0.48	0.49
固定资产	1.40	1.43	1.44	1.42
商誉	3.16	3.16	1.48	1.12
其他非流动资产	1.60	1.60	0.98	0.02
非流动资产合计	8.11	8.16	5.16	3.47
资产总计	15.11	15.41	10.64	9.03
应付职工薪酬	0.55	0.90	0.82	0.51
流动负债合计	1.48	1.85	1.70	1.26
应付债券	3.61	3.57	0.00	0.00
长期应付款	1.03	1.03	0.64	0.77
非流动负债合计	4.79	4.76	0.66	0.77
负债合计	6.27	6.61	2.36	2.03
总债务	3.83	3.79	0.00	0.00
归属于母公司的所有者权益	8.79	8.80	8.52	7.31
营业收入	2.63	10.29	9.76	7.03
净利润	0.01	0.49	1.34	0.80
经营活动产生的现金流量净额	-0.28	1.42	1.95	1.23
投资活动产生的现金流量净额	-2.01	-0.81	-1.30	-1.80
筹资活动产生的现金流量净额	-0.04	2.71	-0.44	-0.13
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	95.88%	95.48%	94.85%	93.88%
EBITDA 利润率	--	7.12%	14.54%	12.33%
总资产回报率	--	4.90%	14.71%	10.61%
产权比率	71.03%	75.21%	28.50%	28.93%
资产负债率	41.53%	42.93%	22.18%	22.44%
净债务/EBITDA	--	-3.58	-3.32	-5.70
EBITDA 利息保障倍数	--	6.75	1,870.41	1,278.70
总债务/总资本	34.80%	34.57%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	--	-14.94%	-27.36%	-15.99%
速动比率	4.72	3.92	3.21	4.34
现金短期债务比	40.00	48.29	--	--

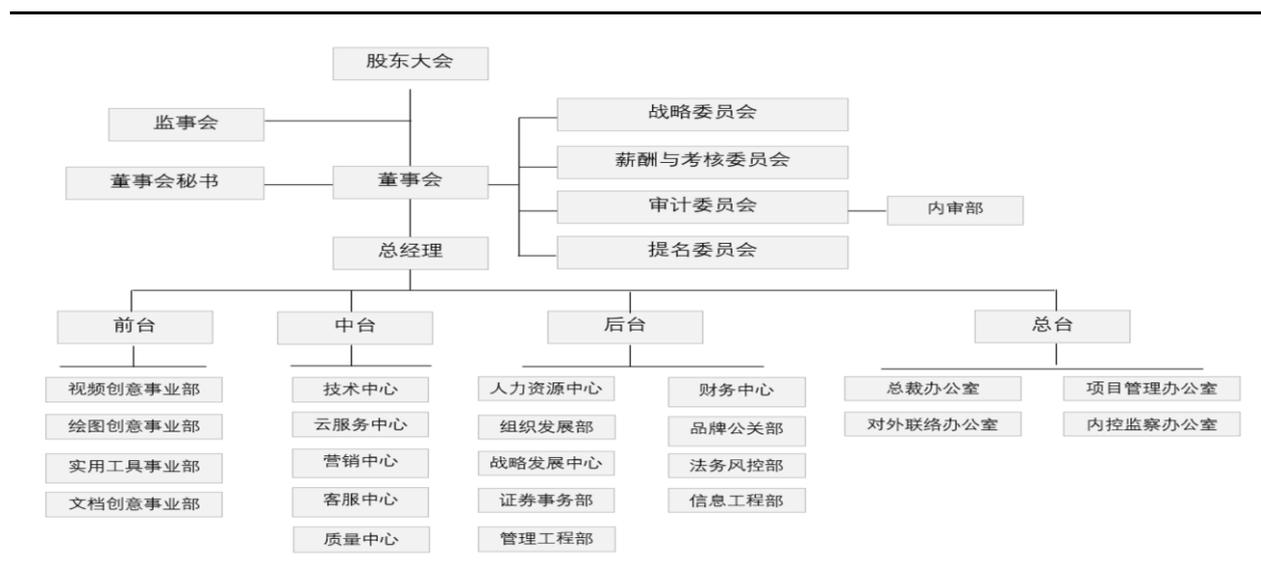
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

编号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
1	株式会社万兴软件	日本	软件销售	100.00%	投资设立
2	万博科技（香港）有限公司	香港	软件销售	100.00%	投资设立
3	万兴科技（加拿大）有限公司	加拿大	品牌推广	100.00%	投资设立
4	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
5	深圳万兴软件有限公司	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
6	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
7	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
8	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
9	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
10	万兴全球有限公司	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
11	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
12	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
13	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	61.00%	非同一控制下企业合并
14	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	间接持股 61%	投资设立
15	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

16	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
17	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
18	杭州格像科技有限公司	浙江	计算机软硬件的技术开发、技术服务、技术咨询、成果转让, 品牌策划, 设计、制作、代理、发布国内广告(除网络广告发布); 批发、零售: 计算机软硬件, 电子产品(除专控), 监控设备, 办公智能设备; 货物	72.44%	非同一控制下企业合并
19	万兴韩国株式会社	韩国	软件销售	100.00%	新设
20	万胜全球有限公司	加拿大	软件销售	100.00%	新设
21	亿图软件(湖南)有限公司	湖南	软件、计算机硬件的开发; 计算机技术开发、技术服务; 计算机、计算机软件、计算机硬件销售; 软件批发; 自营和代理各类商品及技术的进出口, 但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外。	间接持股 61.00%	新设
22	深圳格像科技有限公司	深圳	软件开发; 信息技术咨询服务; 技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广; 广告设计、代理; 广告制作; 信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务)等	直接持股比例 47.61%, 间接 持股比例 44.52%	新设
23	杭州云像科技有限公司	杭州	计算机软硬件的技术开发、技术服务、技术咨询、成果转让, 品牌策划, 设计、制作、代理、发布国内广告(除网络广告发布); 批发、零售: 计算机软硬件, 电子产品(除专控), 监控设备, 办公智能设备; 货物进出口、技术进出口	间接持股 72.44%	非同一控制下企业合并
24	格像科技有限公司	香港	软件销售	间接持股 72.44%	非同一控制下企业合并

资料来源: 公司提供, 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	未受限货币资金+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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

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。