

2019 年振德医疗用品股份有限公司
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【184】号 01

2019 年振德医疗用品股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

债券简称：振德转债
增信方式：股票质押担
保
债券剩余规模：4.40 亿
债券到期日期：2025 年
12 月 18 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期归还所有
未转股的可转债本金和
最后一年利息

	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 6 月 22 日	2019 年 5 月 16 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”）对振德医疗用品股份有限公司（以下简称“振德医疗”或“公司”，股票代码：603301.SH）及其 2019 年 12 月 19 日发行的可转换公司债券（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专注医用敷料行业，具备一定市场竞争优势，2019 年受国内外业务增长和收购股权合并范围新增子公司影响，公司营业收入和净利润继续增长，2020 年一季度叠加疫情防护用品需求增长影响经营业绩保持增长，且股票质押担保仍为本期债券提供一定保障；同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的原材料价格波动风险，外销业务占比较高，疫情、汇率大幅波动等因素的变动将对公司业绩影响具有一定不确定性，应收账款、存货对营运资金形成一定占用，资产流动性一般，以及面临一定的资金压力和较大短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司专注医用敷料行业，具备一定市场竞争优势。公司目前是国内医用敷料生产企业中产品种类较为齐全、规模领先的企业之一，与多家国外医疗器械品牌商建立业务合作，客户较为稳定，2019 年通过自身发展及收购苏州美迪斯医疗用品有限公司（以下简称“苏州美迪斯”）、英国公司股权的方式拓展业务规模，公司具备一定市场竞争优势。
- 公司经营业绩保持增长。2019 年公司国内外业务增长，同时因并购合并范围新增

分析师

姓名：
秦风明 张旻烁

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@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

子公司影响，营业收入和净利润分别同比增长 30.71%、35.96%，2020 年一季度，公司口罩等防护产品受疫情需求增长影响销量增长幅度较大，叠加 2019 年合并范围新增子公司影响，公司一季度营业收入和净利润分别同比增长 112.34%、177.89%。

- **股票质押担保仍为本期债券提供一定保障。**截至 2020 年 5 月 31 日，浙江振德控股有限公司（以下简称“振德控股”）将其合法持有公司的 37,796,868 股限售股份作为质押资产进行质押担保，公司近 30 个交易日股票收盘价（不复权）最低为 36.71 元/股，最高为 41.30 元/股，按照质押证券数量 37,796,868 股计算，对应质押股票市场价值分别为 138,752.30 万元和 156,101.06 万元，高于本期债券尚未偿还本息总额的 130%，仍为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。

关注：

- **面临一定的原材料价格波动风险。**公司主营业务成本中直接材料成本占比 60%以上，采购的原材料棉花、棉纱、医用坯布、无纺布等，受自然环境、供给、产能及消费需求等因素影响，原材料价格可能存在波动，影响公司产品的成本。
- **公司外销业务占比较高，疫情、汇率大幅波动等因素的变动对公司业绩带来一定不确定性。**2019 年公司业务仍以外销为主，欧美区域销售收入占比 50%以上，若欧洲及北美多数国家疫情短期内未得到有效控制，汇率出现大幅波动等因素，可能对公司的经营业绩影响带来一定不确定性。
- **应收账款、存货对营运资金形成一定占用，资产流动性一般。**截至 2019 年底公司应收账款、存货合计占总资产比重 30.12%，对营运资金形成一定占用，且公司固定资产 13.87%受限、无形资产 21.50%受限，资产流动性一般。
- **公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。**公司主要在建项目包括现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目等，系 IPO 募投项目和本期债券募投项目，自筹资金计划投资额为 47,199.97 万元，此外公司拟投资约 3.6 亿元建设生产线搬迁扩产升级项目，在建项目投资规模较大，公司面临一定的资金压力，且公司在建项目能否顺利达产以及未来投产后的经济效益存在一定不确定性。
- **公司短期负债压力较大。**截至 2020 年 3 月底有息负债规模 90,084.20 万元，短期有息负债占比 52.50%，偿还期限集中在一年以内，短期负债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
总资产	304,125.34	266,923.83	184,994.84	129,388.77
归属于母公司所有者权益合计	144,385.24	135,878.61	112,372.13	55,923.44
有息债务	90,084.20	82,585.39	41,617.50	48,421.74
资产负债率	51.21%	47.56%	39.21%	56.70%
流动比率	1.72	2.00	1.52	0.87
速动比率	1.26	1.46	0.97	0.56
营业收入	70,913.96	186,772.79	142,885.67	130,644.25
营业利润	10,454.71	20,033.32	15,341.77	14,800.20
净利润	8,655.61	17,658.47	12,987.89	12,211.45
综合毛利率	42.08%	32.07%	31.36%	29.59%
总资产回报率	-	9.89%	11.04%	14.01%
EBITDA	-	28,913.72	23,530.59	22,825.38
EBITDA 利息保障倍数	-	11.93	10.73	10.25
经营活动现金流净额	19,719.05	19,776.27	2,024.58	19,136.40

注：2017年数据为2018年审计报告调整数

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

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年12月19日发行6年期4.40亿元可转换公司债券，其中3.30亿元用于功能性敷料及智能物流中心建设项目，1.10亿元用于补充流动资金。截至2019年底，本期债券募集资金专项账户余额为33,678.48万元。

二、发行主体概况

2019年，公司控股股东、实际控制人未发生变化，2019年公司资本公积转增股本，合计转增4,000.00万股，截至2019年底公司注册资本和实收资本增至14,000.00万元；公司控股股东仍为振德控股，持股比例55.71%，实际控制人仍为鲁建国、沈振芳（两人系夫妻关系），其中鲁建国持有振德控股81.75%股权，沈振芳持有公司4.75%股权。

表1 截至2020年3月底公司主要股东持股及质押情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押比例
1	浙江振德控股有限公司	境内非国有法人	77,994,000	55.71%	48.46%
2	沈振芳	境内自然人	6,650,000	4.75%	-
3	姜张钿	境内自然人	1,500,000	1.07%	-
4	鲁志英	境内自然人	1,345,500	0.96%	-
5	滕冬林	境内自然人	907,513	0.65%	-
6	沈振东	境内自然人	567,000	0.41%	-
7	敖勇冰	境内自然人	316,700	0.23%	-
8	阮秀良	境内自然人	300,065	0.21%	-
9	郑敏	境内自然人	292,000	0.21%	-
10	钟萍	境内自然人	290,580	0.21%	-

资料来源：公司2020年一季度报告，中证鹏元整理

公司仍主要从事医用敷料的研发、生产和销售，主要产品涉及传统医用敷料、压力治疗与固定、现代伤口护理、手术感染管理等。2019年公司新增一级子公司2家，分别为香港新起点投资有限公司、苏州美迪斯医疗运动用品有限公司，截至2019年底，公司合并范围一级子公司共15家，详情见附录二。其中，公司以10,416.00万元收购苏州美迪斯70%股权，合并日为2019年1月28日，苏州美迪斯主要从事医用敷料产品及体育防护用品的研发、生产、销售。此外，新设立的子公司香港新起点投资有限公司2019年收购英国公司ROCIALLE HEALTHCARE LIMITED（以下简称“ROCIALLE公司”）的55%股权，ROCIALLE公司主要产品为手术感控产品，合并日为2019年7月31日。

表2 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019年新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
香港新起点投资有限公司	100.00%	-*	商业	设立
苏州美迪斯医疗运动用品有限公司	70.00%	4,000.00	制造业	非同一控制下企业合并

注：*表示注册资本为600万英镑、50万美金

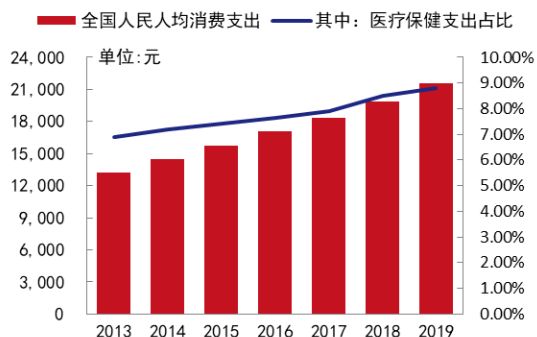
资料来源：公司2019年年报、公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变

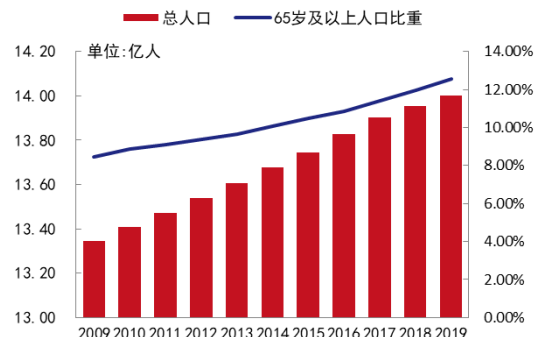
受人口老龄化趋势加剧、居民生活压力不断上升、健康意识的增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升，医疗器械市场仍将持续受益。截至2019年末，我国人口总量已达到14.00亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为12.57%，同比增长0.64个百分点，我国老龄化趋势日益明显，老年人由于生理结构退变，生理机能普遍降低，患病率较高，对医疗服务的需求也较大。2013-2019年，我国居民年人均消费支出从13,220.40元增长至21,559.00元，居民的消费能力不断增强，2019年人均医疗保健消费支出1,902.00元，同比增长12.86%，医疗保健支出占比不断上升，由2013年的6.90%上升至2019年的8.82%，预计未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间，长期行业需求不变。

图1 2013-2019年医疗保健支出情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图2 2009-2019年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

国内医疗器械行业增长迅速，远超全球医疗器械行业增速。根据 Evaluatemedtech 数据，2018年我国医疗器械市场规模已超5,000亿元，为全球第二大市场。从同比增速方面来看，近年来我国医疗器械市场规模增速维持在20%左右，远高于全球医疗器械行业增速，也显著高于我国药品市场规模增速。但目前我国医疗器械费用支出占比远低于发达国家水

平，美国医疗器械费用支出和药品费用支出规模相当，全球平均器械费用支出与药品费用支出的比例为 1: 1.5，而我国医疗器械消费占医药市场整体比例约 25%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

此外，医疗政策大力支持医疗器械国产化，为国产医疗器械企业的发展创造良好的政策环境。2018 年 11 月，国家药监局发布《关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告》，鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械产业高质量发展。截止 2018 年末，接近 197 个产品进入创新医疗器械特别审批名单，其中确定 50 个产品进入特别审批通道，共批准 19 个创新产品注册上市，审批进度明显加快。

图 3 医疗器械市场规模上升，增速较快

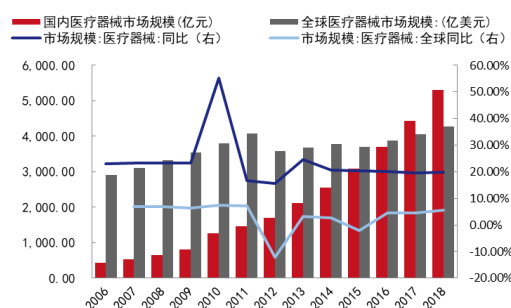
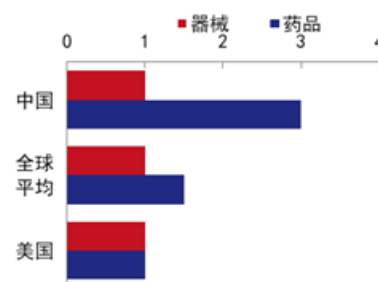


图 4 中国药械比偏低



资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

2019 年末爆发的疫情加大了我国经济下行压力且疫情正在全球范围内扩散，短期内疫情防治相关产品需求暴增，包括口罩、消毒液、防护服、红外测温仪等防护类医疗器械；核酸检测和免疫检测及其配套分析仪器等检测类医疗器械；生命支持设备、影像设备等治疗康复类医疗器械。疫情后国家有望加大基础医疗卫生资源投入，提高国内医疗水平；有望提高各级医院临床体外诊断能力，比如增配诊断设备、扩大检验人员队伍等，同时有望推动区域检测中心和第三方医学实验室建设。

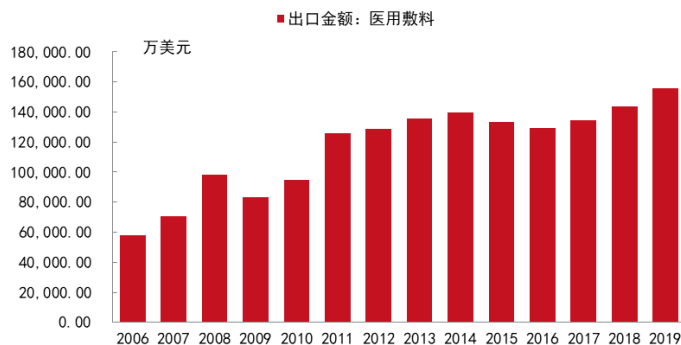
根据《医疗器械分类规则》及《医疗器械分类目录》，医用敷料属于医疗器械中的医用卫生材料及敷料。2019年6月18日，国家卫健委发布《医疗机构医用耗材管理办法（试行）》，明确医用耗材的定义和分类，明确对医用耗材遴选、采购、验收、存储、发放、临床使用、监测、评价等全流程管理，规定耗材采购要求，明确监管措施，建立医用耗材临床使用分级管理制度，进一步规范医用耗材的采购和使用。2019年7月19日，国务院发布《治理高值医用耗材改革方案》，对高值耗材产业链各环节提出改革方案，鼓励各地结合实际通过两票制等方式减少高值医用耗材流通环节成本，推动购销行为公开透明，从国家层面正式推进医用耗材“两票制”。随着医疗耗材“两票制”的实行，医用敷料生产企业现有的销售渠道将面临一定的挑战。截至2019年底，全国大多省份发布耗材两票制政策

或工作要点，部分省份及直辖市在试点耗材两票制，就目前政策和执行情况来看执行层面基本落在高值耗材，作为低值耗材的医用敷料行业并未受太大影响，预计未来1-2年内，耗材两票制将在全国范围内推广，进一步规范行业的发展，将考验医用敷料生产企业现有的渠道整合能力和新渠道的开拓能力。受生产规模化、医改政策等因素的影响，行业集中度将有所上升。

医用敷料出口额持续增长，同时部分生产企业转向国内市场

根据海关总署公布的出口主要商品量值表，2019年我国医用敷料出口金额为155,868.20万美元，同比增长8.61%，2017年来我国医用敷料的出口额连续三年保持增长；大部分医用敷料生产企业仍以出口传统医用敷料为主，随着国内医用敷料市场需求的日益扩大，具有较低劳动力成本的东南亚国家开始介入国际传统医用敷料市场。

图5 近年我国医用敷料出口金额



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

目前国内医用敷料出口企业数量不断增加，但大部分为规模较小的小型企业。随着劳动力成本、运输成本的上升，医用敷料行业的利润空间收窄，中小型企业产业链上的话语权将有所减弱，生产经营将受到一定影响。由于我国的医用敷料行业中棉花成本占有较大的比重，企业的规模经营有助于实现原材料的集中采购，提高对于原材料的议价能力，进而提高企业的盈利能力；同时具有规模化生产经营的企业能更好满足客户对产品的质量、稳定性、批量供货及时性等需求，有助于提高生产的自动化程度，有效降低企业的人工成本，提升运营效率。

另一方面，国内大型医用敷料生产企业趋向于转回本土市场，面对严峻的外贸形势，在全球经济下滑以及内需市场扩大等背景下，大型医用敷料出口型企业加大对国内市场的开发力度，但市场竞争仍较为激烈。

四、经营与竞争

公司是一家集研发、生产、销售为一体的医用敷料行业企业，主要产品包括传统伤口护理、手术感控、压力治疗与固定以及现代伤口敷料等，跟踪期内业务及收入结构未发生较大变化。2019年公司实现营业收入186,772.79万元，同比增长30.71%，其中手术感控产品同比增长68.51%，主要系当期相关产品销售增长以及销售手术感控产品为主的英国公司纳入合并范围所致；压力治疗与固定产品同比增长71.86%，主要系苏州美迪斯纳入合并范围增加相关收入所致。2019年传统伤口护理产品、手术感控产品、压力治疗与固定产品占营业收入比重分别为43.36%、35.32%、15.17%，传统伤口护理产品收入占比继续下降，手术感控产品、压力治疗与固定产品占比上升。公司其他收入主要系棉纱销售、机器设备销售等收入。2020年1-3月受疫情影响公司防护产品销售大幅增加以及英国公司纳入合并范围，公司营业收入同比增长112.34%。

毛利率方面，公司2019年综合毛利率32.07%，较上年增长0.70个百分点，其中，传统伤口护理产品毛利率较上年下降1.29个百分点，主要系新疆子公司纺纱工艺调整期间产量下降向第三方采购坯布原材料致公司原材料成本上涨，以及公司设备更新换代期间的设备折旧、人力成本等制造费用增加所致；压力治疗与固定产品毛利率较上年上升3.56个百分点，主要系苏州美迪斯产品毛利率相对较高所致。公司2020年一季度毛利率水平42.08%，较上年同期提升13.03个百分点，主要系受疫情影响公司防护产品销售增长幅度较大、摊薄固定成本所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
传统伤口护理产品	29,262.58	41.51%	80,979.81	26.12%	75,386.95	27.41%
手术感控产品	33,339.01	44.35%	65,973.30	35.44%	39,151.72	35.73%
压力治疗与固定产品	5,786.50	34.53%	28,340.37	38.51%	16,489.95	34.95%
现代伤口敷料	1,393.75	57.11%	7,270.46	54.72%	6,539.45	55.05%
其他收入	1,132.11	9.96%	4,208.85	11.00%	5,317.60	14.91%
合计	70,913.96	42.08%	186,772.79	32.07%	142,885.67	31.36%

资料来源：公司提供、公司2019年年报，中证鹏元整理

公司专注医用敷料行业，具备一定市场竞争优势；外销业务占比较高，疫情、汇率大幅波动等因素对公司业绩带来一定不确定性，内销业务仍具备一定发展潜力

公司目前是国内医用敷料生产企业中产品种类较为齐全、规模领先的企业之一，与多家国外医疗器械品牌商建立业务合作，公司具备一定市场竞争优势。传统伤口护理产品是较为基础且发展最成熟的产品，近年增长稳定，手术感控产品由于本身需求的增大以及公司的市场开拓，增长较为迅速。

2019年通过公司收购苏州美迪斯70%股权、ROCIALLE公司55%股权的方式拓展业务规模，苏州美迪斯主要从事医用敷料产品及体育防护用品的研发、生产、销售，公司以10,416.00万元收购苏州美迪斯70%股权，确认商誉5,765.61万元，购买日至2019年底苏州美迪斯实现收入10,850.06万元，净利润1,746.15万元；ROCIALLE公司主要产品为手术感控产品，购买日至2019年底ROCIALLE公司实现收入13,624.94万元，净利润3,357.82万元，收购有利于公司拓展业务规模，丰富产品线。

产品销售方面，公司建立了较为发达的营销网络，外销仍主要采取OEM模式与境外医疗器械品牌商合作，即公司根据境外品牌商提供的技术规范和质量标准进行贴牌生产，境外品牌商以其品牌在国际市场上进行销售；内销则通过经销与直销结合的模式销售公司自主品牌产品，产品销售终端主要为医院、药店和线上消费者。截至2019年底，公司本部及主要子公司的销售人员合计257人，占总人数的5.11%，较上年提升0.22个百分点。针对国内未来耗材两票制的实施，公司正逐步转向主要通过大型平台经销商销售公司产品。

2019年公司仍以外销为主，但内销比重有所上升，主要系公司加大国内市场投入所致。公司外销的主要市场仍主要为欧洲、北美等，2019年欧美区域销售收入占主营业务收入比重的52.42%，若欧洲及北美多数国家疫情短期内未得到有效控制，汇率出现大幅波动等因素，可能对公司的经营业绩带来一定不确定性。考虑到公司对美国有部分出口业务，鉴于中美贸易战，未来相关贸易政策存在一定不确定性，需关注中美贸易战对公司业务带来的影响；内销方面，公司以经销为主，主要分布在华东、华北等地区。内销比例持续上升，在内需市场不断扩大、进口替代的趋势下，公司内销业务将具备一定发展潜力。

表4 公司产品销售情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比*	金额	占比
内销	59,844.18	32.25%	44,899.84	31.68%
外销	125,730.93	67.75%	96,850.78	68.32%

注：*表示占公司主营业务收入比例。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司前五大客户占主营业务收入的22.23%，集中度较上年下降5.95个百分点，主要系内销业务发展以及其他客户增加所致，公司前五大客户均为境外销售客户，较为稳定；公司内销客户仍主要为国内大型流通企业等。公司与客户仍采用先货后款的方式进行结算，其中外销客户信用周期一般仍45至55天左右，结算货币包括美元、人民币；内销客户中的直销客户信用周期仍120至300天，经销客户信用周期60至120天。

表5 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占主营业务收入比例
----	------	----	-----------

2019年	第一名	16,456.45	8.87%
	第二名	7,383.07	3.98%
	第三名	6,161.68	3.32%
	第四名	6,101.68	3.29%
	第五名	5,147.03	2.77%
	合计	41,249.92	22.23%
2018年	第一名	15,244.30	10.75%
	第二名	7,387.36	5.21%
	第三名	6,230.45	4.40%
	第四名	6,008.20	4.24%
	第五名	5,081.32	3.58%
	合计	39,951.63	28.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产能不断增长，产能利用率上升

公司生产工厂分布于浙江绍兴和杭州、河南许昌、安徽淮南、江苏苏州以及新疆阿拉山口等地，浙江绍兴为公司总部，河南许昌主要生产传统伤口护理及手术感控等产品，新疆阿拉山口为公司的棉纱纺织基地。公司生产管理体系由制造部、计划物控部、工程部、品管部、设备科共同组成。

对于海外市场，公司采用按订单生产的模式，根据订单需求及生产安排确定生产计划。对于国内市场，公司采取备货式生产的模式，并根据往年销售情况，设置一定比例的安全库存，在安全库存低于要求时进行补货生产。

从生产情况来看，2019年公司传统伤口护理产品、压力治疗与固定产品的产能稳定增长；当期收购的英国公司以手术感控产品的生产销售为主，公司手术感控产品产能增长幅度较大；现代伤口敷料产能小幅下降。产能利用方面，公司的产能利用率均有不同程度上升。从产销率方面看，公司部分产品产销率仍超过100%，整体保持在较高水平。

表6 公司产品产能利用情况

分类	单位	2019年				2018年			
		产能	产量	销量	产能利用率	产能	产量	销量	产能利用率
传统伤口护理产品	吨	21,465.00	20,489.26	21,528.81	95.45%	20,852.00	19,789.84	20,444.51	94.91%
手术感控产品	万件	20,613.00	19,247.72	23,373.64	93.38%	9,638.00	8,103.35	10,350.74	84.08%
压力治疗与固定产品	万件	21,248.00	19,118.17	19,115.21	89.98%	18,897.50	14,784.11	15,379.36	78.23%

现代伤口敷料	万平方米	260.00	241.50	239.38	92.88%	277.00	256.56	254.76	92.62%
--------	------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

直接材料占成本比重较高，存在一定原材料价格波动风险

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用、委托加工和外购成品，2019年直接材料成本占比65.96%，包括棉花、棉纱等，直接人工成本占比13.83%，制造费用占比12.53%，整体的成本分布情况较上年变化不大。

公司主要采购的原材料包括棉花、棉纱、医用坯布、无纺布等，公司2018年战略性采购较多棉花备货，2019年棉花采购量有所减少；棉纱采购较少，主要系子公司自主纺纱增加所致；医药坯布采购量大幅增加，主要系新疆子公司纺纱工艺调整期间产量下降公司向第三方采购坯布原材料所致；无纺布主要用于无纺布片及手术感控产品，随着无纺布类及手术感控产品销量增长，采购量有所增加。采购单价方面，医用坯布有所下降，主要系当期坯布采购规格变化所致；公司2019年棉花的采购主要集中在5月以前，当期棉花、棉纱、无纺布的采购单价较上年变动不大。

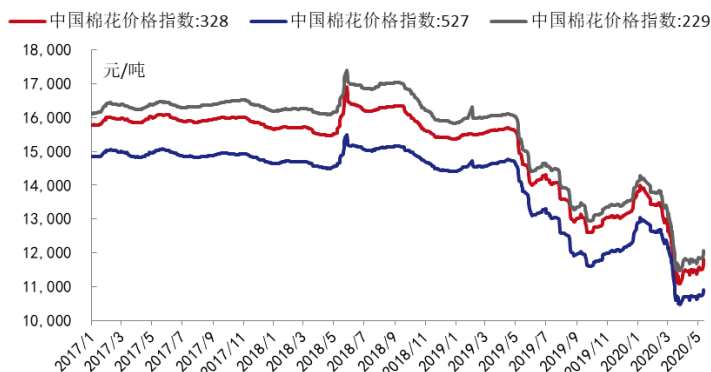
根据全国棉花交易市场数据，2019年至2020年5月棉花价格指数波动下降，截至2020年5月21日，国内328、527、229棉花价格指数分别为11,801元/吨、10,901元/吨、12,065元/吨，公司采购的棉花与价格指数所统计的棉花品类不完全一致，但存货仍存在一定的跌价损失风险。整体来看，公司原材料采购规模较大，公司向上游棉纱纺织产业的延伸虽有助于公司降低成本，但同时面临一定原材料价格波动风险。

表7 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2019年	2018年
棉花	采购量（单位：万千克）	468.01	1,851.55
	采购单价（元/千克）	12.16	11.95
棉纱	采购量（单位：万千克）	136.32	326.16
	采购单价（元/千克）	19.99	19.13
医用坯布	采购量（单位：万平米）	5,122.79	1,158.38
	采购单价（元/米）	1.09	1.37
无纺布	采购量（单位：万千克）	629.52	528.98
	采购单价（元/千克）	14.27	14.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图4 近年来棉花价格指数走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年前五大供应商采购金额占比14.87%，集中度较上年下降11.63%，主要系当期棉花采购下降所致，公司的采购仍较为分散，主要供应商相对稳定。公司与供应商结算的账期仍一般是50天左右，但根据采购品种、行业特点、市场供需关系等情况会有不同。在部分情况下，公司为提前锁定棉花等原材料的采购价格，会根据市场情况预付部分订货款。

表8 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	客户名称	金额	占采购总额比例
2019年	第一名	5,865.50	5.77%
	第二名	2,448.63	2.41%
	第三名	2,390.77	2.35%
	第四名	2,269.72	2.23%
	第五名	2,127.24	2.09%
	合计	15,101.86	14.87%
2018年	第一名	7,585.57	7.90%
	第二名	7,017.61	7.30%
	第三名	4,553.56	4.74%
	第四名	3,676.51	3.83%
	第五名	2,626.59	2.73%
	合计	25,459.85	26.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力

截至2019年底，公司主要在建项目包括现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目、功能性敷料及智能物流中心建设项目等，系IPO募投项目和本期债券募投项目，计划总投资113,628.31万元，已投资30,123.23万元，资金来源包括募集资金和自有资金，其中自筹资金计划投资额47,199.97万元，项目投资会根据实际情况调整。此外，公司4月30日

发布公告拟投资建设生产线搬迁扩产升级项目，对许昌振德医用纱布片、腹部垫等伤口护理产品和许昌正德手术包、手术主单和手术衣等手术感控产品现有生产线进行搬迁及扩产升级，项目总投资约36,000万元。整体来看，公司面临一定的资金压力，且公司在建项目能否顺利达产以及未来投产后的经济效益存在一定不确定性。

表9 截至2019年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	尚需投资
纺粘无纺布及其制品生产线建设项目	13,155.37	5,085.14	8,070.23
现代创面敷料及压力康复类产品生产线建设项目	42,174.67	11,458.97	30,715.70
研发中心改建升级项目	5,026.21	753.18	4,273.03
信息化系统升级改造建设项目	3,272.06	1,657.40	1,614.66
功能性敷料及智能物流中心建设项目	50,000.00	11,168.54	38,831.46
合计	113,628.31	30,123.23	83,505.08

注：本期债券募投项目功能性敷料及智能物流中心建设项目已投资额含土地款等投资款
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，财务报表均按新会计准则进行编制。2019年新纳入公司合并范围的一级子公司2家，分别为香港新起点投资有限公司、苏州美迪斯医疗运动用品有限公司。2020年1-3月合并范围一级子公司无变化。

资产结构与质量

2019年公司资产规模增长，但应收账款、存货对营运资金形成一定占用，资产流动性一般

由于公司业务规模不断扩大、可转债成功发行等，公司资产规模有所增长，截至2019年底，公司资产规模266,923.83万元，同比增长44.29%，仍以流动资产为主；2020年3月底，总资产增至304,125.34万元。

截至2019年底，公司货币资金规模64,624.76万元，2019年同比增长113.73%，主要系本期债券发行的募集资金到位，其中受限资金9,287.93万元，系承兑汇票保证金、保函保证金、第三方支付平台保证金等，占货币资金规模14.37%；交易性金融资产主要是利用闲

置募集资金购买的理财产品，截至2020年3月底交易性金融资产规模18,000.00万元。应收账款主要为应收下游客户款项，2019年公司销售规模增长以及企业合并，年底应收账款账面价值增至37,297.34万元，坏账准备共计提2,090.50万元；前五大应收账款余额占14.59%。截至2019年底公司存货规模43,094.11万元，同比增长14.51%，原材料和库存商品分别占比47.50%和46.52%。

表10 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	66,223.01	21.77%	64,624.76	24.21%	30,237.27	16.34%
交易性金融资产	18,000.00	5.92%	4,042.69	1.51%	0.00	0.00%
应收账款	33,852.34	11.13%	37,297.34	13.97%	26,713.46	14.44%
存货	48,318.87	15.89%	43,094.11	16.14%	37,632.76	20.34%
流动资产合计	182,259.10	59.93%	159,450.45	59.74%	103,233.85	55.80%
固定资产	51,483.05	16.93%	52,068.63	19.51%	49,008.59	26.49%
在建工程	37,757.42	12.42%	23,610.18	8.85%	13,993.23	7.56%
无形资产	18,410.50	6.05%	18,513.11	6.94%	13,240.18	7.16%
商誉	8,961.57	2.95%	8,961.57	3.36%	3,195.96	1.73%
非流动资产合计	121,866.24	40.07%	107,473.38	40.26%	81,760.99	44.20%
资产总计	304,125.34	100.00%	266,923.83	100.00%	184,994.84	100.00%

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

非流动资产方面，固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和其他设备等，截至2019年底规模52,068.63万元，房屋及建筑物占比39.98%，机器设备占比56.05%，其中7,224.28万元用于抵押借款及融资租赁担保，占固定资产账面价值13.87%。在建工程2019年同比增长68.73%，主要系功能性敷料及智能物流中心建设项目、新厂房建设工程等投入所致，截至2020年3月底在建工程37,757.42万元，占总资产比重12.42%。无形资产主要为公司土地所有权，截至2019年底无形资产规模18,513.11万元，同比增长39.83%，主要系河南区域新建厂房新购置土地所致。2019年公司商誉增加主要系公司收购苏州美迪斯股权形成所致。

整体来看，公司资产规模不断增长，但存货、固定资产占比较高，截至2019年底受限资产占公司总资产比重7.68%，资产流动性一般。

资产运营效率

受公司前期战略性采购棉花及应收账款增长影响，公司净营业周期增加，叠加可转债发行增加公司资产的影响，整体运营效率有所下降

公司2019年应收账款周转效率有所下降，主要系内销收入占比增大而内销账期长于外

销，以及企业合并后应收账款并入所致。公司存货周转天数2019年有所上升幅度较大，主要系2018年公司战略性采购棉花，导致存货大规模上升所致。受应收账款周转天数、存货周转天数增加，以及应付账款周转天数减少的影响，2019年净营业周期增加至122.81天。叠加公司2019年底发行可转债的影响，公司流动资产、总资产增资，2019年公司流动资产周转效率、总资产周转效率均有不同程度下降，整体运营效率有所下降。

表11 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	61.69	57.50
存货周转天数	114.52	107.17
应付账款周转天数	53.40	59.35
净营业周期	122.81	105.32
流动资产周转天数	253.16	202.62
固定资产周转天数	97.41	129.56
总资产周转天数	435.53	396.04

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司2019年和2020年一季度经营业绩均保持增长，但期间费用对盈利造成一定侵蚀

公司营业收入主要来源于医用敷料，包括传统伤口护理、手术感控、压力治疗与固定、现代伤口敷料等产品，2019年公司实现营业收入186,772.79万元，同比增长30.71%，其中手术感控产品同比增长68.51%，主要系当期相关产品销售增长以及销售手术感控产品为主的英国公司纳入合并范围所致；压力治疗与固定产品同比增长71.86%，主要系苏州美迪斯纳入合并范围增加相关收入所致。2019年传统伤口护理产品、手术感控产品、压力治疗与固定产品占营业收入比重分别为43.36%、35.32%、15.17%，传统伤口护理产品收入占比继续下降，手术感控产品、压力治疗与固定产品占比上升。公司其他收入主要系棉纱销售、机器设备销售等收入。毛利率方面，公司2019年综合毛利率32.07%，较上年增长0.70个百分点，其中，传统伤口护理产品毛利率较上年下降1.29个百分点，主要系新疆子公司纺纱工艺调整期间产量下降向第三方采购坯布原材料致公司原材料成本上涨，以及公司设备更新换代期间的设备折旧、人力成本等制造费用增加所致；压力治疗与固定产品毛利率较上年上升3.56个百分点，主要系收购苏州美迪斯后相关产品整合所致。

公司外销业务占比较高，汇兑损益仍对公司利润形成一定影响，且2019年公司期间费用率上升，公司期间费用对盈利造成一定侵蚀。2019年公司获得其他收益5,794.74万元，同比增长67.32%，主要系当期政府补助较多所致，包括工业（金融）财政扶持资金、美棉

运费补贴、贷款贴息补贴、进口棉花补贴等。2019年公司实现净利润17,658.47万元，同比增长35.96%，因公司业务规模增长、可转债发行等，公司总资产、净资产规模增大影响，总资产回报率、净资产收益率有所下降。

2020年1-3月公司实现营业收入70,913.96万元，同比增长112.34%，主要系受疫情影响公司防护产品销售大幅增加以及英国公司纳入合并范围所致，公司同期实现净利润8,655.61，同比增长177.89%。公司2020年一季度毛利率水平42.08%，较上年同期提升13.03个百分点，主要系受疫情影响公司防护产品销售增长幅度较大、摊薄固定成本所致。

表12 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	70,913.96	186,772.79	142,885.67
营业利润	10,454.71	20,033.32	15,341.77
利润总额	10,374.31	19,923.68	15,155.72
其他收益	929.37	5,794.74	3,463.19
净利润	8,655.61	17,658.47	12,987.89
综合毛利率	42.08%	32.07%	31.36%
期间费用率	26.22%	23.19%	21.66%
营业利润率	14.74%	10.73%	10.74%
总资产回报率	-	9.89%	11.04%
净资产收益率	-	13.99%	15.42%
营业收入增长率	112.34%	30.71%	9.37%
净利润增长率	177.89%	35.96%	6.36%

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

现金流

2019年公司经营现金净流入规模增幅较大，投资活动现金持续净流出，且公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力

公司2019年收现比为0.99，当期销售商品、提供劳务收到的现金同比增长31.81%，经营活动产生的现金流量净流入19,776.27万元，经营回款能力有所提升。从营运资本变化看，存货占用资金规模变动幅度较上年有所减少，经营性应收、经营性应付项目占用资金规模变动幅度较上年有所增大。

投资活动方面，2019年投资活动产生的现金净流出31,908.43万元，主要系项目投入以及购置无形资产等所致，收回投资收到的现金与投资支付的现金主要系部分闲置资金购买理财产品形成，两者差额不大。筹资活动方面，公司2019年加大对外融资力度，通过发行可转债等方式，取得借款收到的现金同比增长97.40%，使得筹资活动产生的现金净流入

42,815.04万元。

整体来看，公司经营回款能力较好，但考虑到公司目前在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.99	0.98
净利润	17,658.47	12,987.89
营运资本变化	-7,713.43	-19,975.34
其中：存货减少（减：增加）	-4,735.73	-17,392.54
经营性应收项目的减少（减：增加）	-15,094.06	-8,194.36
经营性应付项目的增加（减：减少）	12,116.36	5,611.56
经营活动产生的现金流量净额	19,776.27	2,024.58
投资活动产生的现金流量净额	-31,908.43	-16,162.61
筹资活动产生的现金流量净额	42,815.04	34,927.71
现金及现金等价物净增加额	31,118.92	19,452.88

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

有息负债规模增大，短期负债压力较大

截至2019年底，公司所有者权益规模139,967.19万元，同比增长24.45%，主要系可转债成功发行以及盈余积累所致，负债方面，2019年公司加大对外融资力度，且可转债成功发行，负债总额增至126,956.64万元，同比增长75.04%。截至2020年3月底，公司产权比例104.95%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表14 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	155,737.62	126,956.64	72,529.13
所有者权益	148,387.73	139,967.19	112,465.71
产权比率	104.95%	90.70%	64.49%

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

公司负债以流动负债为主，截至2019年底，公司短期借款规模29,248.72万元，占总负债比重的23.04%，其中抵押及保证借款10,224.68万元、保证借款19,024.04万元，2020年3月底短期借款增至40,524.85万元。应付票据主要为支付原材料采购款、设备采购款等开具的票据，2019年底规模为11,128.27万元，同比增长120.58%，均为银行承兑汇票。公司应付账款为应付材料、商品采购款以及长期资产购置款，2020年3月底应付账款增至24,269.06

万元，主要系受疫情影响应付原材料采购款增加。

非流动负债方面，2019年新增长期借款10,014.62万元，为抵押及保证借款。2019年底应付债券规模32,193.78万元，系本次公开发行的可转换公司债券。截至2020年3月底，公司有息负债规模90,084.20万元，其中短期有息负债占有息负债比重的52.50%，公司短期负债压力较大。

表15 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
短期借款	40,524.85	26.02%	29,248.72	23.04%	36,000.00	49.64%
应付票据	6,770.00	4.35%	11,128.27	8.77%	5,045.00	6.96%
应付账款	24,269.06	15.58%	18,706.54	14.73%	18,935.35	26.11%
其他应付款	13,908.17	8.93%	11,330.90	8.93%	1,885.32	2.60%
流动负债合计	105,925.81	68.02%	79,831.10	62.88%	67,970.47	93.71%
长期借款	10,014.62	6.43%	10,014.62	7.89%	0.00	0.00%
应付债券	32,774.73	21.04%	32,193.78	25.36%	0.00	0.00%
非流动负债合计	49,811.81	31.98%	47,125.54	37.12%	4,558.65	6.29%
负债合计	155,737.62	100.00%	126,956.64	100.00%	72,529.13	100.00%
有息负债	90,084.20	57.84%	82,585.39	65.05%	41,617.50	57.38%

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

截至2019年底，公司资产负债率为47.56%，较上年增长8.35个百分点，主要系可转债成功发行所致，2020年3月底资产负债率攀升至51.21%。2019年底公司流动比率和速动比率分别为2.00、1.46，较上年有所提升，系公司流动资产规模增长幅度较大所致，但考虑到流动资产中公司存货、应收账款占比较高，短期流动性一般。同时，由于公司2019年业绩增长，EBITDA同比增长22.88%，EBITDA利息保障倍数有所上升，息税摊销前收益对利息的保障能力较好。

表16 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	51.21%	47.56%	39.21%
流动比率	1.72	2.00	1.52
速动比率	1.26	1.46	0.97
EBITDA（万元）	-	28,913.72	23,530.59
EBITDA利息保障倍数	-	11.93	10.73
有息债务/EBITDA	-	2.86	1.77
债务总额/EBITDA	-	4.39	3.08
经营性净现金流/流动负债	0.19	0.25	0.03

经营性净现金流/负债总额	0.13	0.16	0.03
--------------	------	------	------

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

六、债券偿还保障分析

股票质押担保仍能为本期债券本息偿付提供一定保障

截至2020年5月31日，本期债券由控股股东浙江振德控股有限公司将其合法持有的37,796,868股限售股份作为质押资产进行质押担保；担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。担保期限为出质人为主债权提供担保的期限为自合同项下的质权登记之日起至以下两个时点中的较早者：（1）本次可转换债券持有人全部行使换股权，（2）本次可转换债券本息全额付清；出质股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的出质人持有的振德医疗市值为7.48亿元的股份，初始出质股份数=748,000,000.00元÷办理质押登记的前一交易日振德医疗收盘价。上述股权质押已在中国证券登记结算有限责任公司完成质押登记，质押登记日2019年12月12日，质押证券数量为37,796,868股。

质押财产价值发生变化的后续安排如下：

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30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130%，中信证券股份有限公司有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于170%；追加的资产限于振德医疗人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内振德医疗收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的振德医疗人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30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）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的210%，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170%。

截至2020年5月31日，公司近30个交易日股票收盘价（不复权）最低为36.71元/股，最高为41.30元/股，按照质押证券数量37,796,868股计算，对应质押股票市场价值分别为138,752.30万元和156,101.06万元，高于本期债券尚未偿还本息总额的130%，中证鹏元认为，控股股东浙江振德控股有限公司将其合法持有的部分公司股票作为质押资产进行质押

担保，仍能为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月9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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

行政处罚

2019年6月18日公司公告收到绍兴市越城区市场监督管理局出具的《行政处罚决定书》（绍越市监罚字[2019]136号），广东省药品监督管理局在器械抽验中发现标示公司生产的医用纱布块所检项目不符合粤食药监办稽【2018】77号监督抽检（验）方案的要求，综合判定为不合格（表面活性物质不符合标准要求），绍兴市越城区市场监督管理局决定对公司责令改正，并处罚款2万元整。

八、评级结论

公司专注医用敷料行业，具备一定市场竞争优势，营业收入继续增长，2020年一季度受疫情等因素影响，经营业绩保持增长，股票质押担保仍为本期债券提供一定保障；

同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的原材料价格波动风险，外销业务占比较高，疫情、汇率大幅波动等因素的变动将对公司业绩带来一定不确定性，应收账款、存货对营运资金形成一定占用，资产流动性一般，以及面临一定的资金压力和较大短期偿债压力等风险因素。

基于上述情况，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1-3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	66,223.01	64,624.76	30,237.27	11,439.18
交易性金融资产	18,000.00	4,042.69	0.00	0.00
应收账款	33,852.34	37,297.34	26,713.46	18,926.93
存货	48,318.87	43,094.11	37,632.76	20,760.65
固定资产	51,483.05	52,068.63	49,008.59	53,834.38
在建工程	37,757.42	23,610.18	13,993.23	5,575.31
无形资产	18,410.50	18,513.11	13,240.18	9,483.92
商誉	8,961.57	8,961.57	3,195.96	1,495.12
总资产	304,125.34	266,923.83	184,994.84	129,388.77
短期借款	40,524.85	29,248.72	36,000.00	41,000.00
应付票据	6,770.00	11,128.27	5,045.00	5,725.00
应付账款	24,269.06	18,706.54	18,935.35	13,402.20
其他应付款	13,908.17	11,330.90	1,885.32	1,676.48
长期借款	10,014.62	10,014.62	0.00	0.00
应付债券	32,774.73	32,193.78	0.00	0.00
总负债	155,737.62	126,956.64	72,529.13	73,369.29
有息债务	90,084.20	82,585.39	41,617.50	48,421.74
所有者权益合计	148,387.73	139,967.19	112,465.71	56,019.48
营业收入	70,913.96	186,772.79	142,885.67	130,644.25
营业利润	10,454.71	20,033.32	15,341.77	14,800.20
净利润	8,655.61	17,658.47	12,987.89	12,211.45
经营活动产生的现金流量净额	19,719.05	19,776.27	2,024.58	19,136.40
投资活动产生的现金流量净额	-25,568.45	-31,908.43	-16,162.61	-14,542.01
筹资活动产生的现金流量净额	10,680.29	42,815.04	34,927.71	-1,670.30
财务指标	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	61.69	57.50	50.54
存货周转天数	-	114.52	107.17	81.93
应付账款周转天数	-	53.40	59.35	49.01
净营业周期	-	122.81	105.32	83.45
流动资产周转天数	-	253.16	202.62	147.52
固定资产周转天数	-	97.41	129.56	142.60
总资产周转天数	-	435.53	396.04	333.67
综合毛利率	42.08%	32.07%	31.36%	29.59%
期间费用率	26.22%	23.19%	21.66%	20.20%

营业利润率	14.74%	10.73%	10.74%	11.33%
总资产回报率	-	9.89%	11.04%	14.01%
净资产收益率	-	13.99%	15.42%	24.46%
营业收入增长率	112.34%	30.71%	9.37%	26.24%
净利润增长率	177.89%	35.96%	6.36%	47.33%
资产负债率	51.21%	47.56%	39.21%	56.70%
流动比率	1.72	2.00	1.52	0.87
速动比率	1.26	1.46	0.97	0.56
EBITDA (万元)	-	28,913.72	23,530.59	22,825.38
EBITDA 利息保障倍数	-	11.93	10.73	10.25
有息债务/EBITDA	-	2.86	1.77	2.12
债务总额/EBITDA	-	4.39	3.08	3.21
经营性净现金流/流动负债	0.19	0.25	0.03	0.29
经营性净现金流/负债总额	0.13	0.16	0.03	0.26

注：2017 年数据为 2018 年审计报告期初数

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

附录二 截至 2019 年底纳入合并范围一级子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
新疆振德医疗用品有限公司	制造业	100.00%	设立
河南振德医疗用品有限公司	制造业	100.00%	设立
上海联德医用生物材料有限公司	商业	100.00%	设立
杭州羚途科技有限公司	商业	90.00%	设立
绍兴振德医疗用品有限公司	商业	100.00%	设立
振德医疗用品（香港）有限公司	商业	100.00%	设立
许昌正德医疗用品有限公司	制造业	100.00%	同一控制下企业合并
许昌振德医用敷料有限公司	制造业	100.00%	同一控制下企业合并
安徽振德医疗用品有限公司	制造业	100.00%	同一控制下企业合并
绍兴联德机械设备有限公司	制造业	80.00%	同一控制下企业合并
绍兴好士德医疗用品有限公司	制造业	100.00%	同一控制下企业合并
绍兴托美医疗用品有限公司	商业	100.00%	非同一控制下企业合并
杭州浦健医疗器械有限公司	制造业	100.00%	非同一控制下企业合并
香港新起点投资有限公司	商业	100.00%	设立
苏州美迪斯医疗运动用品有限公司	制造业	70.00%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

附录三 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	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 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	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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

附录四 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。