

2020 年塞力斯医疗科技股份有限公司  
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【1042】号 02

债券简称：塞力转债  
债券剩余规模：5.43 亿  
元

债券到期日期：2026 年  
08 月 21 日

债券偿还方式：对未转  
股债券按年计息，每年  
付息一次，到期归还本  
金和最后一年利息，附  
债券赎回及回售条款

#### 分析师

姓名：  
韩飞 何馨逸

电话：  
021-5103 5670

邮箱：  
hanf@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](http://www.cspengyuan.com)

## 2020 年塞力斯医疗科技股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告



	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 10 月 19 日	2020 年 01 月 15 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”）对塞力斯医疗科技集团股份有限公司（以下简称“塞力斯”或“公司”，股票代码：603716.SH）及其 2020 年 08 月 21 日公开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：公司营销渠道较为完善，下游客户较为分散且主要客户关系较为稳定；公司收入和净利润规模保持快速增长。同时中证鹏元也关注到，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧风险；公司渠道并购、新设子公司数量众多，对公司管理水平形成一定的考验，且需关注商誉减值风险；公司应收账款规模较大、账期较长，对公司营运资金形成较大占用，且面临一定的短期偿债压力。

#### 正面：

- 公司营销渠道较为完善，下游客户较为分散且主要客户关系较为稳定。通过战略合作以及渠道并购，公司基本完成了全国省域的业务区域覆盖；公司客户主要为公立医院，客户集中度水平不高，主要客户关系相对稳定，为业务发展提供良好基础。
- 公司收入和净利润规模保持快速增长。受益于行业增长及渠道拓展，2019 年公司营业收入和净利润规模保持快速增长，2019 年实现营业收入 18.31 亿元，同比增长 38.96%；实现净利润 1.16 亿元，同比增长 22.34%。公司新签订及储备 IVD、

<sup>1</sup> 于 2020 年 9 月 11 日，公司更名为“塞力斯医疗科技集团股份有限公司”。

SPD 业务项目较多，为公司业务发展提供良好基础。

### 关注：

- **在医保控费大环境下，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧风险。**2019 年及 2020 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 28.47% 和 25.17%，持续小幅下降。耗材零加成、医保 DRGs 结算等政策促使医疗机构控制成本，医疗机构成本控制压力较大，未来随着耗材“两票制”、带量采购等政策在全国各省的全面推行，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险。
- **近年渠道并购、新设子公司较多，对公司管理水平形成一定的考验，且需关注商誉减值风险。**2019 年及 2020 年 1-6 月公司通过渠道并购和战略合作相结合方式新增子公司合计 16 家，2020 年 6 月末商誉规模达 1.54 亿元，对公司在组织结构、管理体系、资源整合、服务能力等方面形成一定的考验，且需关注商誉减值风险。
- **公司应收账款规模较大，账期较长，对公司营运资金形成较大占用。**截至 2019 年末，公司应收账款账面价值 11.43 亿元，同比增长 34.15%，占期末资产总额的 38.00%，应收账款规模较大，应收对象主要为各省市医院，账期相对较长，对公司营运资金形成较大占用。
- **面临一定短期偿债压力。**截至 2020 年 6 月末，公司有息负债规模 10.00 亿元，占负债总额的 69.93%，一年内到期债务 7.70 亿元，存在一定的短期偿债压力。

### 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	305,948.22	300,705.65	258,281.24	156,939.07
归属于母公司所有者权益合计	149,281.82	148,917.28	152,077.56	93,338.62
有息债务	99,998.33	88,151.99	69,051.07	33,997.53
资产负债率	46.74%	46.09%	37.06%	36.04%
流动比率	1.93	1.69	2.09	2.08
速动比率	1.60	1.42	1.79	1.71
营业收入	77,164.65	183,077.16	131,744.61	92,051.65
营业利润	2,383.89	18,745.88	15,863.60	13,880.68
净利润	1,241.80	14,244.09	11,642.78	10,658.07
综合毛利率	25.17%	28.47%	31.73%	33.68%
总资产回报率	1.36%	8.37%	9.01%	11.28%
EBITDA	-	31,243.84	25,482.92	20,136.71
EBITDA 利息保障倍数	-	6.56	8.31	18.42

---

经营活动现金流净额	-11,273.65	9,392.34	-6,382.85	-6,325.22
-----------	------------	----------	-----------	-----------

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报表，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年08月21日公开发行6年期5.43亿元可转换公司债券，募集资金拟用于医用耗材集约化运营服务项目（SPD业务）、研发办公大楼及仓储建设项目及补充流动资金。截至2020年09月15日，公司本期债券募投项目之“医用耗材集约化运营服务项目（SPD业务）、研发办公大楼及仓储建设项目”计划投资总规模为4.66亿元，已投资0.24亿元。截至2020年08月28日，本期债券募集资金专项账户余额为5.33亿元。

本期债券募投项目之医用耗材集约化运营服务项目（SPD业务）税后全部投资内部收益率为22.25%，投资回收期5.68年（含投资期2年），截至2020年09月15日，已投资528.37万元；存在因市场环境或者政策发生较大变化、项目实施过程中发生不可预见因素导致项目延期或无法实施，或者导致投资项目不能产生预期收益的风险。

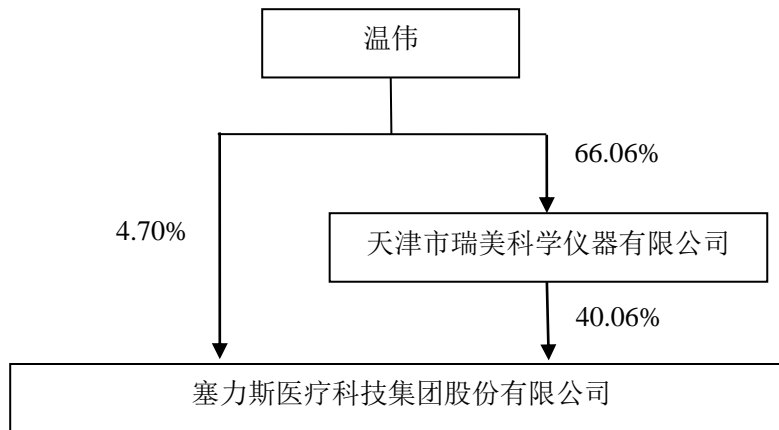
## 二、发行主体概况

2019年及2020年1-6月，公司股本未发生变化。2020年9月11日，公司更名为“塞力斯医疗科技集团股份有限公司”，已完成工商变更登记。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为20,514.37万元；公司控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东仍为天津市瑞美科学仪器有限公司（以下简称“天津瑞美”），实际控制人仍为温伟，截至2020年6月末，温伟直接持有公司股份9,634,208股，占公司总股本的4.70%，并通过天津瑞美间接拥有公司26.46%股权，合计拥有公司31.16%股权。

截至目前，公司控股股东天津瑞美累计质押其持有的公司股份合计4,554.30万股，占其直接持有本公司股份总数的55.42%，占总股本的22.20%；温伟累计质押股份740.00万股，占其直接持有本公司股份总数的76.81%，占总股本的3.61%。截至2020年6月末，公司股权及控制关系如图1所示。



图1 截至2020年6月末公司股权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司主营业务未发生变动，营业收入仍主要来自体外诊断产品销售业务、医疗集约化运营服务业务以及自主体外诊断产品的研发、生产和销售为主。2019年及2020年1-6月，新纳入公司合并报表范围的子公司共16家，无减少子公司，具体情况如下表。

表1 2019年及2020年1-6月，公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新合并子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
山东润城医学科技有限公司	51%	1,500	医疗器械销售	非同一控制企业合并
塞力斯（深圳）医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	非同一控制企业合并
上海亥起医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	非同一控制企业合并
济宁市康之益医疗器械有限公司	40%	500	医疗器械销售	非同一控制企业合并
山西塞力斯医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	新设
新疆塞力斯通达医疗科技有限公司	51%	2,000	医疗器械销售	新设
塞力斯（宁夏）医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	新设
武汉瑞楚医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	新设
塞力斯医疗供应链管理（北京）有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	新设
大连塞力斯医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	新设
达碧清诊断技术（上海）有限公司	65%	2,000	医疗器械销售	新设
万户良方塞力斯（武汉）健康管理有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	新设
塞力斯（山东）供应链有限公司	51%	500	医疗器械销售	新设
塞立世（上海）医疗科技有限公司	41%	1,000	医疗器械销售	新设
塞力斯众泽（北京）医疗科技有限公司	40%	3,380	医疗器械销售	新设
江西塞力斯医疗供应链管理有限公司	100%	1,000	医疗器械销售	新设

资料来源：公司2019年年度报告及2020年半年度报告，中证鹏元整理

### 三、运营环境

**我国人口老龄化趋势日益明显、居民生活压力不断上升、健康意识不断增强，国家政策鼓励使用国产医疗设备，为我国医疗器械行业创造了良好的外部环境**

我国医疗器械行业增长迅速，远超全球医疗器械行业增速。2018 年，我国医疗器械市场规模已超 5,000 亿元<sup>2</sup>，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。

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。我国老龄化趋势日益明显，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，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%，预计人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势。

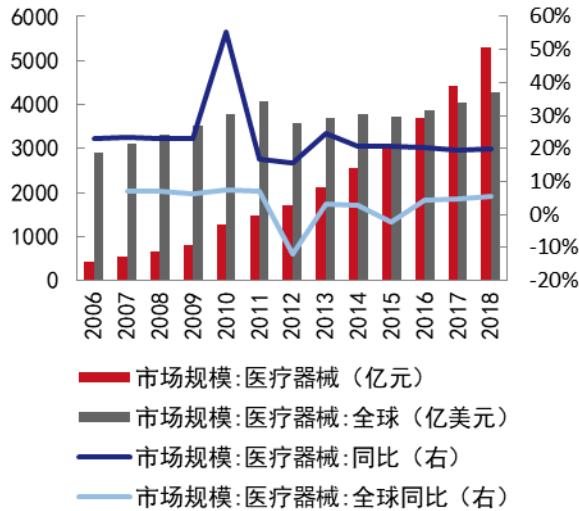
医疗政策大力支持医疗器械国产化，为国产医疗器械企业的发展创造良好的政策环境。2015 年，国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》，明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。自 2014 年起，卫计委开始优秀国产医疗设备的遴选工作，至今已开展了四批。从第一批的 3 个名目，到四批共计 33 个遴选名目，国产优秀医疗设备数量日益丰富涉及范围越来越广，有效促进优秀国产医疗器械产品快速放量。2018 年 4 月，国家发改委印发《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》，共有 32 类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，入选产品在后续公立医院招标采购中将得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。另外，2016 年发布了《关于医疗器械优先审批程序的公告》，对临床急需医疗器械、医疗器械储备品种、儿童或残障人士特有及多发疾病使用的医疗器械提供快速审批通道，缩短研发上市周期。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

<sup>2</sup>数据来源：Evaluatemedtech



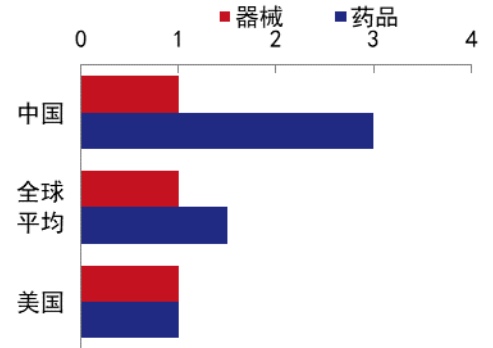
产业高质量发展。截止 2018 年末，接近 197 个产品进入创新医疗器械特别审批名单，其中确定 50 个产品进入特别审批通道，共批准 19 个创新产品注册上市，审批进度明显加快。

图 1 我国医疗器械市场规模不断上升，增速较快



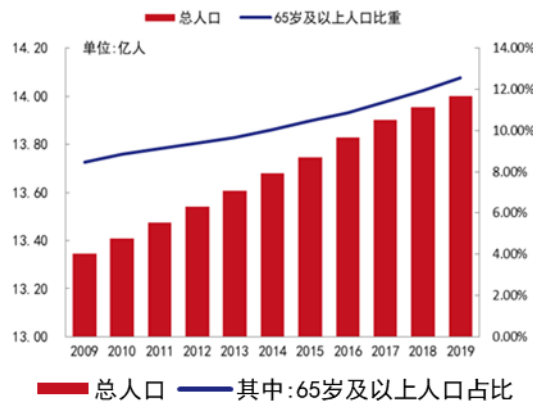
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 中国药械比偏低



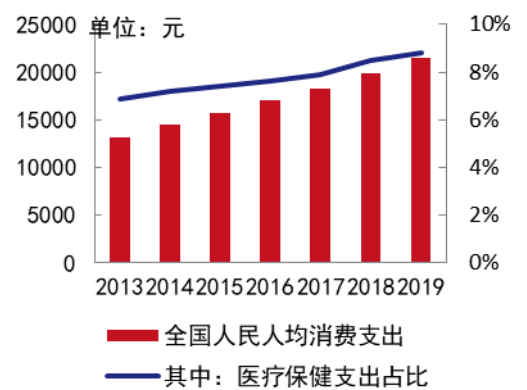
资料来源：Evaluatemedtech，中证鹏元整理

图 3 我国人口老龄化趋势明显



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 我国人均消费支出、医疗保健支出保持增长趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 2 鼓励医疗器械国产化相关政策及内容

时间	政策	相关内容
2014.05	【卫计委】第一批优秀国产医疗设备产品遴选工作启动	2014年上半年启动数字化X线机、彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪三个品目的遴选工作。
2015.03	【国务院】《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》	明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。
2015.10	【工信部】中国制造2025重点领域技术路线图	2020年县级医院国产中高端医疗器械占有率达到50%；2025年达到70%；2030年达到90%。

2016.02	【卫计委】开展第二批优秀国产医疗设备产品遴选	第二批遴选品目（7个）：医用磁共振成像设备（MRI）、X射线计算机断层摄像设备（CT）、全自动细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机（门诊）。提高国产设备使用比例。
2016.10	【食品药品监管总局】《关于医疗器械优先审批程序的公告》	对临床急需医疗器械、医疗器械储备品种、儿童或残障人士特有及多发疾病使用的医疗器械提供快速审批通道，缩短研发上市周期。
2017.03	【卫计委】开展第三批国产医疗设备产品遴选	第三批遴选品目（10个）：医用直线加速器、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、伽玛刀（ $\gamma$ -射线立体定向治疗系统，头部）、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、酶标仪、心脏血管支架、骨科内固定耗材、心电图机、清洗消毒设备。
2017.11	【卫计委】开展第四批优秀国产设备产品遴选	第四批遴选品目（13个）：多参数监护仪、便携式彩色多普勒超声诊断仪、3.0T磁共振、移动数字化X线机、微生物培养鉴定和药敏系统、血凝仪、体外冲击波治疗仪、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪、人工关节、骨科脊柱类材料、基层检验整体解决方案。
2017.11	【发改委】《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	重点支持全实验室自动化分析流水线（TLA）等创新医疗器械产业化
2018.4	【发改委】关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见	共有32类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，在后续公立医院招标采购中能够得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。
2018.11	【国家药监局】《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

资料来源：卫计委、政府官网、公开资料，中证鹏元整理

### 在医保控费、分级诊疗等政策背景下，新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，国产器械拥有成本优势，进口替代空间大

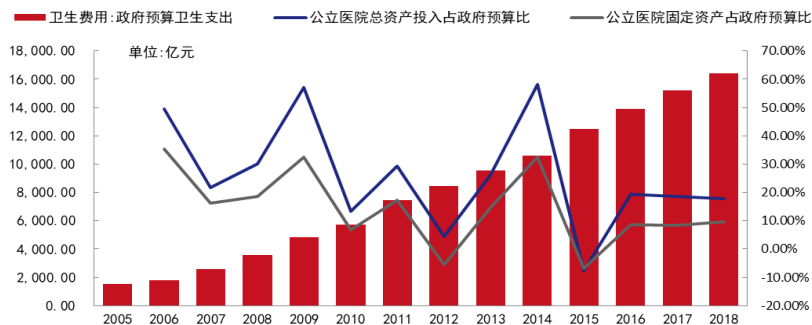
2019年12月8日，官方通报的首例不明原因肺炎患者发病，之后疫情从武汉传播蔓延到全国和世界各地；2020年1月9日，世界卫生组织（WHO）已将此次检出之病毒命名为2019-nCoV（2019新型冠状病毒）。根据国家及各省市地区卫健委统计显示，截至2020年9月30日，全国累计确诊新型冠状病毒91,041例，累计死亡4,746例，现有确证382例，境外输入2,854例，无症状感染375例；截至2020年9月30日，国外累计确诊33,819,887例，现有确证7,623,799例，累计死亡1,009,039例。2003年SARS病毒感染病例8,069例，死亡774例（WHO于2003年7月11日公布统计数据），目前新型冠状病毒肺炎确诊病例规模已远远超过2003年SARS病毒感染病例规模，此次疫情传播速度和规模远超SARS病毒感染。

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。长期来看，将加速完善分级诊疗制度建设。早期新冠病

毒肺炎病例认定权限和疫情缓报瞒报问题反映当前分级诊疗<sup>3</sup>体系和医疗诊断资源缺失，公立医院对疑似病例和密切接触人员检测排查资源有限，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。

全国卫生健康相关公共财政支出虽然逐年增长，实际用在公立医院中总资产和固定资产的比重很小。2018 年政府公共预算卫生支出为 1.64 万亿元，占全国公共财政支出比重在 7.56% 左右，占当年 GDP 比重的 1.82%，而 2018 年公立医院总资产为 3.10 万亿元，固定资产为 1.69 万亿元，分别较 2017 年增长 2,934.91 亿元和 1,566.54 亿元，占当年投入的公共预算支出的比重为 17.90% 和 9.55%，自 2003 年非典疫情爆发以来，虽然这十年来政府在公共医疗领域投入明显增加，2018 年政府预算卫生支出相比 2005 年增长 10 倍，但是公立医院总资产和固定资产仅仅增长 4.96 倍和 3.88 倍，公共卫生机构基础设施相对投入不足的短板凸显。

图 5 2006年以来政府预算卫生支出情况及公立医院资产投入情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

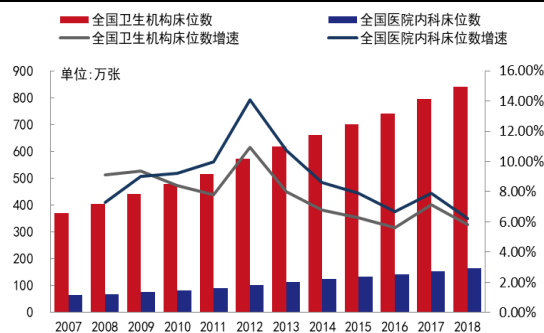
全国卫生机构床位数自 2003 年的非典疫情后持续增长，但增速在 2012 年达到顶峰后，开始有所下滑，以内科为例，2016 年全国卫生机构内科床位数为 143.01 万张，每千人内科床位数为 1.04 张，2018 年全国每千人内科床位数 1.18 张，但同日本、美国等发达国家相比，人均内科床位数严重不足。从各级医院诊疗人次占比来看，三级医院仍然承担了主要的诊疗量，且诊疗人次占比不断上升，需要加速落实分级诊疗制度建设，加强基层医疗投入，发挥分级诊疗真正效能。

2020 年是分级诊疗规定服务能力全面提升的目标年，新冠疫情爆发将加速完善分级

<sup>3</sup> 2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”的分级诊疗模式；《“十三五”深化医药卫生体制改革》：到 2020 年，力争覆盖所有社区卫生服务机构和乡镇卫生院以及 70% 的村卫生室具备中医药服务能力，同时具备相应的医疗康复能力以常见病、多发病的诊断和鉴别诊断为重点，提升乡镇卫生院开展急诊抢救、二级以下常规手术、正常分娩、高危孕产妇初筛、儿科、精神疾病、老年病、中医、康复等医疗服务能力。

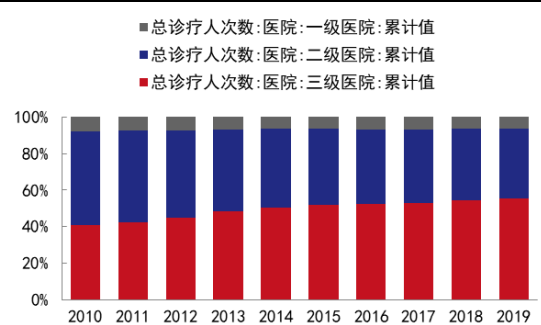
诊疗制度建设。对于基层市场而言，医疗设备配备水平较低，需求量大，市场空白需求和产品更新换代需求同在，而我国大部分基层医疗机构预算有限，采购的设备多为中低端设备，为国产医疗器械带来较大销售良机。我国医疗器械行业在多个细分领域国产化率较低，尤其是医疗设备，根据中国医学装备协会数据，超声、CT 国产化率不到 30%，核磁国产化率不到 15%，DSA、消化内镜国产率仅 10%左右，体外诊断领域中的生化 50%、化学发光 20%、POCT35%，本次疫情期间国家明确提出要加大卫生健康领域科技投入，有助于国内医疗设备领先企业加速核心技术的攻关突破，同时在医保基金不足、医保控费措施不断出台的背景下，国产医疗器械拥有成本优势，医疗器械进口替代空间大。

图 6 全国卫生机构床位数情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 各级医院诊疗人次占比情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**在医保控费大环境下，随着医用耗材“两票制”、带量采购等政策在全国范围内逐步推广，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险**

在医保控费大环境下，耗材零加成、医保 DRGs 结算等政策促使医疗机构控制成本，医疗机构将进入“成本驱动时代”，增收在于成本管理与提高效率。随着耗材“两票制”、带量采购等政策在全国各省的全面推行，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险，医用耗材流通行业的领先企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，将考验流通企业现有的渠道整合能力和新渠道的开拓能力。

#### 四、经营与竞争

公司是以“渠道+服务”为特色的医疗集约化整体解决方案服务提供商，主营业务以体外诊断产品销售业务、医疗集约化运营服务业务以及自主体外诊断产品的研发、生产和销售为主。2019年，受益于行业增长及渠道拓展，公司营业收入规模保持快速增长，同比增长38.96%至18.31亿元；2020年1-6月，公司实现营业收入7.72亿元，同比下降8.32%，主要系一季度武汉等区域业务受疫情影响较大。毛利率方面，受医保控费政策及业务结构调



整、SPD业务占比持续上升影响，公司综合毛利率持续下降。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
体外诊断产品销售业务	14,451.87	24.46%	44,631.96	31.71%	36,664.57	30.54%
集约化销售业务	62,712.78	25.33%	138,445.20	27.42%	95,080.04	32.18%
其中：IVD业务	50,245.44	28.74%	121,027.51	30.12%	91,860.66	33.10%
SPD业务	12,467.34	11.59%	17,417.69	8.67%	3,219.38	6.00%
合计	<b>77,164.65</b>	<b>25.17%</b>	<b>183,077.16</b>	<b>28.47%</b>	<b>131,744.61</b>	<b>31.73%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内体外诊断行业中产品种类较为齐全的医疗集约化整体解决方案服务提供商之一；IVD业务持续发展，SPD业务签约医疗机构持续增加，形成新的收入增长点，但仍需关注导致业务模式产生不稳定和不可持续的风险；受益于行业增长及渠道拓展，公司体外诊断产品销售业务收入持续增长

公司是国内体外诊断行业中产品种类较为齐全的医疗集约化整体解决方案服务提供商之一。公司与多家国内外体外诊断品牌商建立业务合作，包括西门子、奥森多、德国BE、奥地利TC、碧迪、迈瑞、希森美康、强生、雅培、西门子、贝克曼、梅里埃等，涉及生化、免疫、临检、微生物、PCR组、高低值耗材等大部分相关专业类别，基本覆盖了医疗机构所需的全采购品类，能满足医疗机构对体外诊断产品的一站式需求。

在医保控费大环境下，耗材零加成、医保DRGs结算等政策促使医疗机构控制成本，医疗机构进入“成本驱动时代”，SPD业务通过院内耗材全程溯源的精细化管理，帮助医疗机构提高运营效率，降低运营成本，有效控制耗占比。自2018年以来，公司将SPD业务确认为主要发展战略，2019年及2020年1-6月，公司及控股子公司、参股公司新签约或中标SPD项目分别为9家、12家，截至2020年8月15日，公司及控股子公司、参股公司已签署或中标的SPD项目近30个，其中三级以上医疗机构占比80%-90%。

2018-2019年及2020年1-6月，SPD业务实现销售收入0.32亿元、1.74亿元和1.25亿元，分别同比增长441.03%、66.56%，实现快速发展。目前，公司已与内蒙古医科大学附属医院、浙江大学医学院附属邵逸夫医院、首都医科大学附属北京佑安医院、大连医科大学附属第一医院等签订了合作协议（或已中标），积极布局SPD业务领域，随着SPD项目持续落地，将形成新的收入增长点。

受益于战略合作和渠道拓展，公司IVD业务持续发展，2019年实现IVD业务销售收入12.10亿元，同比增长31.75%。公司向医疗机构提供的诊断仪器设备客户数量和仪器设备

原值持续增长，截至2020年6月末，公司已累计向282家医疗机构提供诊断仪器设备，其中2019年新增27家医疗机构；截至2020年6月末，公司向医疗机构提供的诊断仪器设备原值为4.67亿元，持续增长。仪器的持续投放将带动相关诊断试剂的销售收入，对公司未来收入规模形成一定支撑；同时，在医疗集约化运营服务的商业模式下，公司与医疗机构客户签订中长期业务合同（5-10年），使得公司业绩存在一定的持续性。

虽然公司集约化销售业务模式符合国家政策导向，公司与客户签订中长期业务合同，但仍需关注国家政策改变、合同未到期但客户提前解除合同、合同到期后客户不再与公司续签合同、开拓新客户困难等不利因素的影响，而导致公司业务模式产生不稳定和不可持续的风险。

**表4 2018-2019年及2020年6月末，公司向医疗机构提供的诊断仪器设备情况（单位：万元）**

年份	客户数	仪器数量	原值	折旧	净值
2020年6月	282	4,184	46,713.25	26,748.03	19,965.22
2019年	282	3,994	45,330.99	25,503.11	19,827.88
2018年	255	3,037	40,724.30	20,421.66	20,302.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

体外诊断产品销售业务指公司向客户销售体外诊断产品，利润来源于体外诊断设备或试剂耗材的进销差价或自产产品销售，与集约化销售业务模式的主要区别是，公司不向客户提供体外诊断仪器供其使用，而是直接销售体外诊断仪器、试剂和耗材。公司体外诊断产品销售业务收入持续增长，2019年实现收入4.46亿元，同比增长21.73%，主要系行业增长及并购子公司北京京阳腾微科技发展有限公司、武汉汇信科技发展有限责任公司和山东润诚医学科技有限公司（以下简称“山东润诚”）等单纯销售收入持续增长所致。

#### **受益于渠道拓展，公司营销渠道逐渐完善，主要客户关系较为稳定、客户集中度较为分散**

从公司收入区域分布来看，主要集中在湖北、山东、湖南、内蒙古、河南等地，2019年分别占当期营业收入的34.94%、14.36%、11.03%、9.50%和5.45%，上述地区均为公司布局较早的区域，具有良好的销售渠道和长期合作的客户资源。2019年，湖北、山东、辽宁、内蒙古地区收入增幅较大，其中湖北地区销售收入的增长主要来源于收购的子公司武汉汇信和武汉奥申博，山东区域收入的增长主要系子公司山东塞力斯医疗科技有限公司开发了较多的集约化营销及服务业务和单纯销售业务客户，辽宁地区收入增长主要系子公司北京京阳腾微在辽宁地区开发较多IVD业务客户所致，内蒙古地区主要系内蒙古塞力斯医疗科技有限公司推进SPD业务所致。此外，河南地区销售收入有所下降，主要系子公司郑州朗润收入规模下降影响。

**表5 公司营业收入按地域分布情况（单位：万元）**

区域	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
湖北省	18,162.25	23.17%	63,964.58	30.85%	46,667.23	32.33%
湖南省	8,691.88	27.21%	20,201.01	20.29%	21,628.93	25.78%
山东省	15,010.01	29.91%	26,294.12	22.60%	15,102.99	15.97%
内蒙古自治区	10,607.29	8.55%	17,399.65	8.75%	3,219.38	6.00%
河南省	3,012.24	29.82%	9,982.90	27.95%	12,969.24	35.38%
江苏省	3,376.68	34.24%	9,212.02	35.50%	9,614.73	39.01%
北京市	7,409.46	30.80%	9,738.15	36.19%	9,504.76	39.20%
辽宁省	1,763.49	48.33%	8,834.34	39.41%	3,036.46	35.31%
其他地区	9,131.35	24.77%	17,450.39	44.46%	10,000.88	53.93%
<b>合计</b>	<b>77,164.65</b>	<b>25.17%</b>	<b>183,077.16</b>	<b>28.47%</b>	<b>131,744.61</b>	<b>31.73%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司主要销售客户来看，主要为三甲医院，前五大客户较为稳定，客户集中度较为分散。跟踪期内公司结算方式未发生明显变化，针对集约化销售模式下的客户，一般给予客户6个月信用账期；针对单纯销售业务模式下的非医疗机构客户，一般为先款后货；针对单纯销售业务销售模式下的医疗机构客户，信用账期一般为6个月左右。

**表6 2018-2019年及2020年1-6月公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	金额	客户性质	占主营业务收入比例
2020年1-6月	1	第一名	5,072.38	终端客户	6.57%
	2	第二名	4,837.39	终端客户	6.27%
	3	第三名	4,265.69	终端客户	5.53%
	4	第四名	2,214.92	终端客户	2.87%
	5	第五名	1,986.13	终端客户	2.57%
			<b>合计</b>	<b>18,376.51</b>	-
2019年	1	第一名	10,766.63	终端客户	5.88%
	2	第二名	9,727.73	终端客户	5.31%
	3	第三名	6,514.74	终端客户	3.56%
	4	第四名	4,400.54	终端客户	2.40%
	5	第五名	4,012.06	终端客户	2.19%
				<b>35,421.69</b>	-
2018年	1	第一名	9,845.74	终端客户	7.47%
	2	第二名	5,467.44	终端客户	4.15%
	3	第三名	4,042.88	经销商	3.07%

4	第四名	3,089.91	终端客户	2.35%
5	第五名	2,874.69	终端客户	2.18%
合计		25,320.66	-	19.22%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司自主产品以凝血类体外诊断试剂为主，占营业收入比重仍较小；2020年1-6月，受新冠疫情影响，自主产品销售收入有所下降**

公司自主产品生产、研发、销售由全资子公司武汉塞力斯生物技术有限公司（以下简称“塞力斯生物”）负责。截至2020年7月末，塞力斯生物已获得17项专利证书和27项产品注册证书，主要致力于凝血类体外诊断试剂的研发，并逐步向生化、免疫诊断试剂拓展。

塞力斯生物采取以销定产、批量生产的生产模式。主要通过代理方式销售给非医疗机构或者分（经）销商。2018-2019年及2020年1-6月，自产试剂和耗材销售收入分别为0.62亿元、0.68亿元和0.17亿元，分别占当期营业收入的4.71%、3.71%和2.17%，收入规模占比仍较小。

从产能利用率来看，2018-2019年及2020年1-6月公司自产产品产能利用率分别为90.42%、96.00%和55.90%，2020年上半年受新冠疫情影响，产能利用率较低；公司产销率维持在较高水平。

**表7 2018-2019年及2020年1-6月，公司自产产品产能情况（单位：升/年、升）**

年度	设计产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2020年1-6月	5,000	2,795	2,641	55.90%	94.49%
2019年	10,000	9,600	9,934	96.00%	103.48%
2018年	9,000	8,138	9,711	90.42%	119.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**随着公司经营规模扩大，公司供应商集中度持续下降，主要供应商合作较为稳定，但面临一定的成本控制压力和资金压力**

公司主要采购的产品为体外诊断仪器、试剂和耗材，通过向体外诊断供应商采购，再提供或销售给医疗机构或经销商。主要采购的品种有：生化分析仪、血细胞分析仪、血凝仪、免疫分析仪、血气分析仪、血培养仪及配套仪器等体外诊断仪器；生化类、临检类、免疫类、微生物类、分子生物学类等试剂和耗材。

公司营业成本主要为商品采购成本，2019年商品采购成本为11.75亿元，同比增长50%，占当期营业成本的89.70%。2019年，商品采购成本增幅较大，主要系商品和原料采购价格上涨及SPD业务规模增长、产品毛利率较低所致。



**表8 2018-2019年公司成本分析表（单位：万元）**

成本构成项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
商品采购成本	117,472.52	89.70%	78,314.38	87.07%
集约化资产折旧及维护成本等	11,129.50	8.50%	10,312.64	11.47%
人、供、料等成本	2,354.11	1.80%	1,318.13	1.47%
<b>合计</b>	<b>130,956.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>89,945.15</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

随着公司业务规模的不断扩大，公司供应商采购集中度持续下降，2018-2019年及2020年1-6月公司前五大供应商采购金额占采购总额的比例分别为33.16%、23.44%和18.09%。公司第一大供应商均为西门子医学诊断产品（上海）有限公司，公司向其采购产品包括生化、免疫、特定蛋白和血球类试剂、仪器和耗材，合作区域包括湖北、湖南、江苏、上海、江西、河南等地。

公司与供应商结算模式一般为先款后货，部分供应商存在一个月账期或授信额度。随着公司业务规模持续扩大、采购规模增加，面临一定的资金压力。

**表9 2018-2019年及2020年1-6月公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	金额	占采购总额比例
2020年1-6月	1	第一名	6,374.63	9.88%
	2	第二名	2,110.25	3.27%
	3	第三名	1,164.96	1.81%
	4	第四名	1,013.17	1.57%
	5	第五名	1,003.55	1.56%
			<b>合计</b>	<b>11,666.55</b>
2019年	1	第一名	15,901.65	10.91%
	2	第二名	5,665.47	3.89%
	3	第三名	4,902.93	3.36%
	4	第四名	4,031.14	2.77%
	5	第五名	3,651.65	2.51%
			<b>合计</b>	<b>34,152.84</b>
2018年	1	第一名	15,157.04	17.45%
	2	第二名	4,041.02	4.65%
	3	第三名	3,674.10	4.23%
	4	第四名	2,993.27	3.45%
	5	第五名	2,931.12	3.38%

	<b>合计</b>	<b>28,796.55</b>	<b>33.16%</b>
--	-----------	------------------	---------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通过新设及外延并购方式新增子公司较多，对管理层的资源整合及管理水平形成一定的考验，形成商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险

在营销网络及渠道建设方面，公司业务模式偏向于与当地有资源优势的合作方成立子公司，2019年及2020年1-6月，公司通过新设及非同一控制企业合并子公司16家，新合并子公司业务区域涉及山东、上海、深圳、济宁、山西、新疆、江西、大连等。近年公司新增子公司较多，且大部分均为51%股权控股，随着公司各子公司中标IVD或SPD项目陆续运行，将带动公司资产、业务及人员的迅速扩张，公司的组织架构和管理体系将趋于复杂，对公司在组织结构、管理体系、资源整合、服务能力等方面形成一定的考验。

截至2020年6月末，公司商誉账面价值1.54亿元，主要由京阳腾微、武汉汇信和山东润诚并购形成，截至目前均已完成承诺期业绩承诺，但仍需关注业绩承诺期后相关公司销售是否出现下滑，商誉仍存在一定的减值风险。

**表10 截至2020年6月末，公司商誉主要构成情况（单位：万元）**

被投资单位名称	收购日期	商誉账面价值	业绩承诺	业绩承诺完成情况
京阳腾微	2017.05	4,839.83	2017年度经审计扣非后净利润不低于1,200万元；2018-2020年度经审计的净利润（扣非后）复合增长率平均不低于22.5%，三年经审计累计实现净利润（扣非后）不低于5,476.67万元，其中：2018年-2020年应实现净利润分别不低于1,470万元，1,800.75万元，2,205.92万元。	2017年实现净利润1,187.47万元，2018年实现净利润1,605.94万元，2019年实现净利润1,906.80万元，2020年1-6月实现净利润1,207.89万元。
武汉汇信	2017.06	5,562.16	2017-2019年度经审计的净利润（扣非后）复合增长率平均不低于21%，即三年经审计累计实现净利润（扣非后）不低于5,511.15万元，其中：2017年不低于1,500万元，2018年不低于1,815万元，2019年2,196.15万元。	2017年实现净利润1,831.32万元，2018年实现净利润2,254.00万元，2019年实现净利润2,664.92万元，2020年1-6月实现净利润1,047.59万元。
山东润诚	2018.10	3,244.50	2018-2020年度经审计的净利润（扣非后）复合增长率平均不低于30%，即三年经审计累计实现净利润（扣非后）不低于2,904.72万元，其中：2018年不低于728万元，2019年不低于946.40万元，2020年不低于1,230.32万元。	2019年实现净利润1,097.22万元，2020年1-6月实现净利润503.37万元。

资料来源：公司2019年年度报告及2020年半年度报告，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中审众环会计师事务所（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2020年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年合并报表范围变化情况：

**表11 近年公司合并范围子公司数量增减变化情况**

年度	增加	减少
2020年1-6月	5	0
2019年	11	0
2018年	14	0

资料来源：公司2018-2019年年度报告及2020年半年度报告，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，但整体资产流动性一般；应收账款规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用，需关注应收账款回收风险、存货跌价风险及商誉减值风险**

截至2019年末，公司资产规模达30.07亿元，同比增长16.43%，资产的增长主要集中在应收账款、其他应收款及存货科目。截至2020年6月末，公司资产规模达30.59亿元。

截至2019年末，货币资金余额为5.08亿元，其中受限货币资金1,727.99万元，系保函、信用证、银行承兑汇票保证金和银行承兑汇票质押形成。截至2019年末，公司应收账款账面价值为11.43亿元，同比增长34.15%，与收入规模增速相当；应收对象主要为三级医院，且较为分散，前五大应收对象占比22.05%，同比下降1.56个百分点；账龄方面，一年以内的应收账款占应收账款余额总额的90.13%；截至2019年末，公司计提应收账款坏账准备0.64亿元，综合计提比例为5.30%。随着近年耗材零加成及医保控费政策逐步执行，全国大部分医院均有账期延长的趋势，渠道商承担了更多上游供应商集采预投入和下游医疗机构账期压力，行业整体回款周期较长，应收账款规模较大，对营运资金形成较大占用。随着公司经营规模的不断增长，应收账款规模持续增长，若公司未能加强应收账款管理，仍将面临一定的坏账风险。

**表12 截至2020年6月末，公司应收账款余额前五名情况（单位：万元）**

客户名称	单位性质	余额	占比
第一名	三级甲等公立医院	6,782.25	5.02%

第二名	三级甲等公立医院	6,217.33	4.61%
第三名	三级甲等公立医院	4,075.50	3.02%
第四名	三级甲等公立医院	4,003.70	2.97%
第五名	三级甲等公立医院	3,992.36	2.96%
<b>合计</b>	-	<b>25,071.14</b>	<b>18.58%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司预付账款主要为预付诊断仪器、试剂采购款，截至2019年末，公司预付款项余额为0.77亿元，同比增长26.92%，主要系公司经营规模扩大所致。公司其他应收款主要由保证金、借支的备用金和对拟投资公司的借款构成，截至2019年末，期末余额为1.23亿元，较上年增长0.92亿元，主要系公司向拟投资企业Wanhu Healthcare Inc.的协议控制境内经营主体北京万户良方科技有限公司提供的借款7,000万元所致。

公司存货以采购的诊断试剂及仪器、发出商品为主，近年来随着业务规模的扩大，公司存货规模增长较快，截至2019年末，公司存货账面价值为3.49亿元，同比增长27.20%；截至2019年末，计提存货跌价准备为60.35万元，综合计提比例0.17%。若市场环境变化公司产品销售不及预期，存货存在一定的跌价风险。

公司其他权益工具投资主要系对广西信禾通医疗投资有限公司和苏州苏大赛尔免疫生物技术有限公司等公司的股权投资款，截至2019年末累计利得合计387.88万元。

公司长期应收款系分期收款销售商品形成的。截至2019年末，长期股权投资账面价值为0.62亿元，同比增长0.36亿元，主要系增加对云南赛维汉普科技有限公司2,646.14万元投资款，2019年长期股权投资实现投资收益29.88万元。公司固定资产主要系向医疗机构投放的仪器，2019年末集约化销售业务资产账面原值为4.53亿元，同比增长11.32%。截至2019年末，公司商誉期末账面价值为1.54亿元，同比增长27.46%，系收购山东润诚所致，均未计提商誉减值准备，但仍需关注收益不及预期产生的商誉减值风险。

整体来看，公司资产规模增长较快，其中货币资金、应收账款、存货、固定资产和商誉占资产总额比例较高，整体流动性一般，需关注应收账款回收风险、存货跌价风险及商誉减值风险。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年6月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	41,034.39	13.41%	50,811.17	16.90%	70,287.94	27.21%
应收账款	126,893.95	41.48%	114,259.21	38.00%	85,170.11	32.98%
预付款项	7,212.97	2.36%	7,653.80	2.55%	6,030.28	2.33%
其他应收款	12,422.20	4.06%	12,291.11	4.09%	3,133.78	1.21%



存货	39,280.53	12.84%	34,897.73	11.61%	27,434.47	10.62%
<b>流动资产合计</b>	<b>228,647.16</b>	<b>74.73%</b>	<b>222,912.02</b>	<b>74.13%</b>	<b>195,102.80</b>	<b>75.54%</b>
其他权益工具投资	6,827.97	2.23%	6,807.98	2.26%	0.00	0.00%
长期应收款	6,511.90	2.13%	7,487.26	2.49%	7,487.87	2.90%
长期股权投资	6,213.45	2.03%	6,244.03	2.08%	2,648.15	1.03%
固定资产	24,051.88	7.86%	23,607.63	7.85%	23,705.94	9.18%
商誉	15,426.11	5.04%	15,426.11	5.13%	12,103.10	4.69%
<b>非流动资产合计</b>	<b>77,301.06</b>	<b>25.27%</b>	<b>77,793.63</b>	<b>25.87%</b>	<b>63,178.43</b>	<b>24.46%</b>
<b>资产总计</b>	<b>305,948.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>300,705.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>258,281.24</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 资产运营效率

### 2019年，公司资产运营效率有所改善，但仍面临一定的运营压力

公司应收账款周转天数相对较长，主要系公司应收对象主要以规模较大的公立医院为主，存在回款周期较长的行业特性，2019年公司应收账款周转天数同比上升1天，变化不大。2019年，公司存货周转天数同比下降10天，主要系公司加强存货管理，在保证业务增长需要的同时控制库存存货。2019年，公司应付账款周转天数同比上升15天，主要系SPD业务占比上升、且其结算账期一般较长所致。综合来看，2019年公司净营业周期同比下降24天，有所改善。

2019年，公司总资产周转天数有所下降，主要系2018年非公开发行募集资金所投资项目逐步完成投放产生收入，公司2019年营业收入大幅提升所致。整体来看，公司总资产周转效率有所提高，但相对于同行业其他可比上市公司来说，资产运营效率仍较低。

**表14 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	196	195
存货周转天数	86	95
应付账款周转天数	46	31
净营业周期	236	259
流动资产周转天数	411	418
固定资产周转天数	47	60
总资产周转天数	550	567

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**表15 2016-2018年同行业可比上市公司运营效率指标（单位：天）**

可比上市公司	净营业周期			总资产周转天数		
	2019年	2018年	2017年	2019年	2018年	2017年

迈克生物	319.84	308.44	315.06	561.45	545.62	573.98
科华生物	182.45	170.16	152.11	537.39	562.50	568.99
润达医疗	157.53	173.16	184.00	423.08	442.70	468.20
迪安诊断	149.80	126.86	103.53	455.98	466.50	471.45
<b>算术平均值</b>	<b>202.41</b>	<b>194.65</b>	<b>188.67</b>	<b>494.48</b>	<b>504.33</b>	<b>520.66</b>
塞力斯	235.70	259.34	246.00	549.59	567.31	520.51

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年，受益于行业增长及渠道拓展，公司营业收入和利润规模保持增长；2020年1-6月，受新冠疫情等因素影响，收入、利润规模同比有所下降**

2019年，公司实现营业收入18.31亿元，同比增长38.96%，主要受益于行业增长及渠道拓展、新签及中标集约化客户增加所致。2020年1-6月，受新冠疫情影响，公司营业收入同比有所下降。

盈利能力方面，受医保控费、行业竞争加剧及内部业务结构变化影响，2019年公司综合毛利率同比下降3.26个百分点至28.47%。2020年1-6月，受新冠疫情影响，各医疗机构非新冠病毒检测的检验人数大幅下滑，但公司的集约化设备折旧摊销等固定成本正常列支，导致公司综合毛利率下降。受综合毛利率下降的影响，2019年公司总资产回报率和净资产收益率均有所下降。

期间费用方面，公司的期间费用较为稳定，期间费用率随收入规模变动有所波动。

利润方面，受益于营业收入规模的持续上升，2019年净利润同比增长22.34%，增速小于营业收入增长率，主要系综合毛利率下降所致。2020年1-6月，受股权激励预提费用、应收账款计提信用减值损失、新冠疫情等因素影响，公司净利润同比有所下降。

整体而言，公司收入、利润规模持续上升，综合毛利率仍呈持续下降趋势。

**表16 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
营业收入	77,164.65	183,077.16	131,744.61
营业利润	2,383.89	18,745.88	15,863.60
利润总额	1,330.33	18,624.54	15,644.50
净利润	1,241.80	14,244.09	11,642.78
综合毛利率	25.17%	28.47%	31.73%
期间费用率	19.48%	16.86%	17.74%
营业利润率	3.09%	10.24%	12.04%

总资产回报率	-	8.37%	9.01%
净资产收益率	-	8.77%	8.86%
营业收入增长率	-8.32%	38.96%	43.12%
净利润增长率	-83.27%	22.34%	9.24%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

**2019年，受益于销售回款率的提升和采购付款率的下降，公司经营活动现金流有所改善，但2020年1-6月受新冠疫情影响，经营活动现金大幅净流出；2019年，投资活动净流出规模仍较大，仍存在一定的资金压力**

公司经营业务资金回笼情况一般，2019年公司收现比为0.99。2019年，公司经营活动净流入0.86亿元，有所好转，主要原因：一方面系公司在业务规模增长的同时加强应收账款的回款管理和国家陆续出台支持民营企业发展等相关政策，推进事业单位不得延迟支付民营企业货款等措施，公司的销售回款率有所提升；另一方面，公司2019年度SPD业务规模上升，SPD业务的供应商账期相对较长，导致公司的采购付款率有所下降。2020年1-6月，受新冠疫情影响，销售回款不及时；同时，各项人工成本和固定成本费用经营现金流出导致公司经营性现金流量大幅净流出。

2019年，公司投资活动现金净流出2.82亿元，净流出规模有所扩大，主要系公司购置向医疗机构提供的体外诊断仪器设备支付的现金以及新设子公司及投资其他公司所支付的现金构成。

2019年，公司筹资活动现金流入大幅下降，主要系当期偿还借款规模上升所致。2020年1-6月，公司新增银行借款8.03亿元，主要系前期银行借款续借及新增2.3亿疫情采购款所致，当期筹资活动现金净流入0.83亿元。随着公司经营规模的扩大，新签订或中标集约化业务订单持续落地，作为连接上游医疗器械产品制造商和下游客户的服务商，其资金需求量较大，公司仍面临一定的资金压力。

**表17 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2020年6月	2019年	2018年
收现比	0.90	0.99	0.97
净利润	1,241.80	14,244.09	11,642.78
非付现费用	6,892.50	9,928.70	8,417.16
非经营损益	3,115.55	3,091.59	3,013.84
FFO	11,249.85	27,264.38	23,073.77
营运资本变化	-22,643.58	-18,615.24	-29,465.42

其中：存货减少（减：增加）	-4,322.44	-7,340.67	-6,503.31
经营性应收项目的减少（减：增加）	-14,263.93	-24,387.75	-27,236.12
经营性应付项目的增加（减：减少）	-4,057.21	13,113.18	4,274.01
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-11,393.73</b>	<b>8,649.13</b>	<b>-6,391.65</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,828.65</b>	<b>-28,240.25</b>	<b>-22,879.18</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>8,278.51</b>	<b>471.75</b>	<b>77,587.39</b>
现金及现金等价物净增加额	-9,823.79	-18,376.16	48,325.36

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务持续增长，面临一定的短期偿债压力

2019年，公司所有者权益略有下降，主要系回购限制性股票用于股权激励及收购子公司少数股东权益所致；同期，公司负债总额同比增长44.80%至13.86亿元，产权比率上升26.62个百分点至85.50%。

**表18 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年6月	2019年	2018年
负债总额	143,007.34	138,600.43	95,720.71
所有者权益	162,940.88	162,105.22	162,560.52
产权比率	87.77%	85.50%	58.88%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司流动负债占负债总额的比重为95.25%，2020年6月末下降至82.89%。

截至2019年末，公司短期借款余额为8.09亿元，同比增长20.68%，主要为担保借款，担保方主要为控股股东天津瑞美科学仪器有限公司及温伟夫妇。应付账款主要为应付仪器、试剂采购款，2019年末应付账款账面余额为2.36亿元，同比增长137.37%，主要系公司营业收入大幅增加、采购大幅增加和公司的SPD业务规模逐步扩大、SPD业务供应商结算账期相对较长所致。公司预收款项主要系预收货款。其他应付款主要系往来款、保证金及应付投资款，截至2019年末，其他应付款余额为1.39亿元，同比增加0.77亿元，主要系应付投资款本期增加1,792.80万元，主要是并购山东润诚、收购武汉汇信少数股东股权确认的出资义务等；对非关联方应付款项本期增加6,175.85万元，主要是股权激励回购义务确认4,189.15万元其他应付款及合并山东润诚、山东康之益新增1,298.81万元其他应付款项等形成。

截至2019年末，长期借款余额为0.50亿元，均为担保借款；2020年6月末，长期借款



余额为2.3亿元，主要系新增疫情采购借款所致。

**表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年6月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	75,934.12	53.10%	80,921.00	58.38%	67,053.50	70.05%
应付账款	20,131.07	14.08%	23,573.11	17.01%	9,930.91	10.37%
预收款项	3,370.82	2.36%	3,495.56	2.52%	2,929.63	3.06%
其他应付款	13,735.07	9.60%	13,909.39	10.04%	6,212.74	6.49%
一年内到期的非流动负债	1,064.21	0.74%	2,230.99	1.61%	1,046.32	1.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>118,536.22</b>	<b>82.89%</b>	<b>132,010.74</b>	<b>95.25%</b>	<b>93,431.67</b>	<b>97.61%</b>
长期借款	23,000.00	16.08%	5,000.00	3.61%	942.48	0.98%
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,471.12</b>	<b>17.11%</b>	<b>6,589.69</b>	<b>4.75%</b>	<b>2,289.04</b>	<b>2.39%</b>
<b>负债合计</b>	<b>143,007.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>138,600.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>95,720.71</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	99,998.33	69.93%	88,151.99	63.60%	69,051.07	72.14%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年6月末，公司有息债务规模为10.00亿元，其中一年内到期债务7.70亿元，存在一定的短期偿债压力。

从偿债指标来看，公司资产负债率逐年上升，截至2019年末资产负债率为46.09%，同比上升9.03个百分点。截至2019年末，流动比率与速动比率分别为1.69与1.42，短期偿债能力依赖应收账款的回款情况。受债务规模持续上升的影响，息税折旧摊销前利润对于公司债务及利息的保障程度持续下降。

整体来看，近年公司有息债务快速增长，且以短期有息债务为主，公司偿债能力有所下降，面临一定的短期偿债压力。

**表20 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年6月	2019年	2018年
资产负债率	46.74%	46.09%	37.06%
流动比率	1.93	1.69	2.09
速动比率	1.60	1.42	1.79
EBITDA（万元）	-	31,243.84	25,482.92
EBITDA 利息保障倍数	-	6.56	8.31
有息债务/EBITDA	-	2.82	2.71
债务总额/EBITDA	-	4.44	3.76
经营性净现金流/流动负债	-0.10	0.07	-0.07
经营性净现金流/负债总额	-0.08	0.07	-0.07

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计 2020 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、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2017年1月1日至报告查询日（2020年7月14日），公司本部、控股股东天津市瑞美科学仪器有限公司及实际控制人温伟不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

公司营销渠道较为完善，覆盖湖北省、湖南省、山东省、内蒙古自治区、河南省、江苏省、北京市、辽宁省等全国省域；下游客户大部分为各省市医疗机构，且主要客户关系较为稳定；2019年公司收入和净利润规模保持快速增长，且公司新签订及储备IVD、SPD业务项目较多，为公司业务发展提供良好基础。

同时中证鹏元也关注到，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧风险；公司渠道并购、新设子公司数量众多，对公司收入、利润增长带来贡献，同时对公司管理水平形成一定的考验，且需关注并购带来的商誉减值风险；公司应收账款规模较大、账期较长，对公司营运资金形成较大占用，且面临一定的短期偿债压力。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为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6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	41,034.39	50,811.17	70,287.94	19,649.98
应收账款	126,893.95	114,259.21	85,170.11	57,684.23
其他应收款	12,422.20	12,291.11	3,133.78	1,751.42
存货	39,280.53	34,897.73	27,434.47	20,153.84
固定资产	24,051.88	23,607.63	23,705.94	20,350.38
商誉	15,426.11	15,426.11	12,103.10	11,291.19
资产总计	305,948.22	300,705.65	258,281.24	156,939.07
短期借款	75,934.12	80,921.00	67,053.50	28,662.40
应付账款	20,131.07	23,573.11	9,930.91	5,595.69
其他应付款	13,735.07	13,909.39	6,212.74	9,789.33
一年内到期的非流动负债	1,064.21	2,230.99	1,046.32	2,360.84
长期借款	23,000.00	5,000.00	942.48	2,827.44
负债合计	143,007.34	138,600.43	95,720.71	56,561.83
归属于母公司所有者权益合计	149,281.82	148,917.28	152,077.56	93,338.62
所有者权益合计	162,940.88	162,105.22	162,560.52	100,377.24
营业收入	77,164.65	183,077.16	131,744.61	92,051.65
营业利润	2,383.89	18,745.88	15,863.60	13,880.68
净利润	1,241.80	14,244.09	11,642.78	10,658.07
经营活动产生的现金流量净额	-11,273.65	9,392.34	-6,382.85	-6,325.22
投资活动产生的现金流量净额	-6,828.65	-28,240.25	-22,879.18	-24,859.33
筹资活动产生的现金流量净额	8,278.51	471.75	77,587.39	15,456.11
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	46.74%	46.09%	37.06%	36.04%
有息债务（万元）	99,998.33	88,151.99	69,051.07	33,997.53
流动比率	1.93	1.69	2.09	2.08
速动比率	1.60	1.42	1.79	1.71
产权比	87.77%	85.50%	58.88%	56.35%
EBITDA（万元）	-	31,243.84	25,482.92	20,136.71
EBITDA 利息保障倍数	-	6.56	8.31	18.42
有息债务/EBITDA	-	2.82	2.71	1.69
债务总额/EBITDA	-	4.44	3.76	2.81
综合毛利率	25.17%	8.77%	8.86%	11.44%
期间费用率	19.48%	16.86%	17.74%	17.72%
营业利润率	3.09%	10.24%	12.04%	15.08%

总资产回报率	1.36%	8.37%	9.01%	11.28%
净资产收益率	0.76%	8.77%	8.86%	11.44%
营业收入增长率	-57.85%	38.96%	43.12%	46.74%
净利润增长率	-91.28%	22.34%	9.24%	44.91%
收现比	0.90	0.99	0.97	1.06
应收款项周转天数（天）	-	196.08	195.18	183.15
存货周转天数（天）	-	85.68	95.23	81.85
应付款项周转天数（天）	-	46.05	31.07	18.99
净营业周期（天）	-	235.70	259.34	246.00
流动资产周转天数（天）	-	410.99	418.13	390.91
固定资产周转天数（天）	-	46.52	60.19	71.13
总资产周转天数（天）	-	549.59	567.31	520.51
经营性净现金流/流动负债	-0.10	0.07	-0.07	-0.12

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

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券



## 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。