



# 2020年广州万孚生物技术股份有限公司 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：

谭璇

# 2020年广州万孚生物技术股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

主体信用等级	本次 AA	上次 AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-05-27	2020-05-09

## 评级观点

中证鹏元对广州万孚生物技术股份有限公司（以下简称“万孚生物”或“公司”）及其 2020 年 09 月 01 日发行的可转换公司债券（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 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司是国内 POCT 的龙头企业之一，经营活动现金生产能力强；同时中证鹏元也关注到，医疗器械“两票制”的逐步推行可能会对公司原有的经销商体系形成一定冲击，公司仍面临一定的产品成本控制压力和原材料短缺风险，同时商誉存在一定的减值风险等风险因素。

## 债券概况

债券简称：万孚转债

债券剩余规模：5.99 亿元

债券到期日期：2026-09-01

偿还方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息

## 未来展望

- 我国医疗器械发展环境仍较好，公司技术平台布局较多、产品线较为丰富，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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	44.60	43.06	29.44	26.91
归母所有者权益	30.15	28.42	22.23	19.34
总债务	5.24	5.96	0.34	1.02
营业收入	6.97	28.11	20.72	16.50
净利润	1.52	6.17	4.27	3.47
经营活动现金流净额	0.20	10.62	3.10	2.48
销售毛利率	70.50%	69.02%	65.21%	60.99%
EBITDA 利润率	-	36.57%	33.72%	29.24%
总资产回报率	-	20.47%	17.99%	18.87%
资产负债率	29.07%	30.48%	16.42%	20.06%
净债务/EBITDA	-	-0.84	-1.29	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	-	92.29	182.34	103.24
总债务/总资本	14.22%	16.60%	1.37%	4.53%
FFO/净债务	-	-98.12%	-62.21%	-40.35%
速动比率	2.65	2.39	3.42	3.07
现金短期债务比	72.44	16.05	77.25	10.22

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：张旻楠  
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞  
hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司是国内 POCT 龙头企业之一，2020 年产品品类进一步丰富、产品竞争力较强。**2020 年公司新增产品注册证 72 个，完成累计 75 余项产品开发，新冠系列产品搭建了从初筛、实验室鉴别检测到确诊的全方位新冠病毒检测体系，新冠系列产品主要销往欧洲、美洲等海外地区，带动公司收入、利润规模大幅增长。
- **公司经营活动现金生成能力强，整体偿债能力仍较好。**公司经营业务资金回笼情况较好，2020 年受益于新冠产品业务爆发增长，公司经营活动现金生成能力同比大幅增强。2020 年底，公司财务杠杆水平仍较低，盈余现金规模较大、对总债务保障程度好，整体偿债能力强。

## 关注

- **医疗器械“两票制”的逐步推行可能会对公司原有的经销商体系形成一定冲击。**公司产品销售主要采用分销模式，随着医疗器械“两票制”的推进，原有低层级中小经销网络将受到一定冲击，可能对公司的产品销售产生一定影响。
- **产品成本控制压力加大，仍存在一定的原材料短缺风险。**2020 年公司主要原材料采购单价同比均有所增长；海外进口生物材料采购周期较长（3-6 个月），受疫情影响部分海外进口生物材料采购周期延长 1-2 个月，仍存在一定的原材料短缺风险。
- **公司商誉仍存在一定的减值风险。**2020 年子公司达成生物科技发展（苏州）有限公司（以下简称“达成生物”）收入、利润不达预期，公司计提商誉减值 0.65 亿元；2020 年末商誉规模 0.48 亿元，主要由北京莱尔生物医药科技有限公司形成（以下简称“北京莱尔”），若受市场环境变化、主要产品销售收入不及预期，未来仍存在一定商誉减值风险。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	迈克生物	安图生物	基蛋生物	美康生物	三诺生物	公司
总资产	63.65	81.37	27.00	32.54	38.96	43.06
营业收入	37.04	29.78	11.23	23.02	20.15	28.11
净利润	8.21	7.57	3.30	2.94	1.87	6.17
销售毛利率	53.12%	59.75%	63.03%	36.85%	65.25%	69.02%
资产负债率	37.07%	19.07%	25.78%	48.16%	29.64%	30.48%
研发支出	2.35	3.46	1.35	1.35	1.82	3.19
研发支出占营业收入比例	6.34%	11.63%	12.03%	5.89%	9.06%	11.36%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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2020年9月1日发行6年期6亿元可转换公司债券，募集资金拟用于化学发光技术平台产业化建设项目、分子诊断平台研发建设项目及补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.81亿元。

## 三、发行主体概况

2020年5月及2021年2月公司分别回购注销1.30万股、10.93万股限制性股票；2021年3月，部分可转换债券转股增加公司股本0.04万股。截至2021年3月末，公司股本总计34,257.13万股，其中李文美、王继华夫妇分别持有公司22.96%、13.13%股份，公司控股股东和实际控制人仍为李文美、王继华夫妇。

2020年公司合并范围新增3家子公司，减少4家子公司，具体变化情况如下表所示。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、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
湖南万德善生物技术有限公司	100%	200	生物技术推广服务	新设
广州万信产业发展有限公司	100%	3500	投资	新设
广东万孚智造科技有限公司	100%	3000	生物技术开发、技术转让、技术咨询、技术推广服务	新设

### 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	转让后持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
四川万孚医疗器械有限公司	56.50%	0.00%	1000	医疗器械销售	转让
新疆万孚信息技术有限公司	56.50%	20%	1000	医疗器械销售	转让
万孚（吉林）生物技术有限公司	54.00%	35%	1000	医疗器械销售	转让
陕西天心科技有限公司	51.00%	20%	3000	医疗器械销售	转让

资料来源：公司年报，公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

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>1</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。

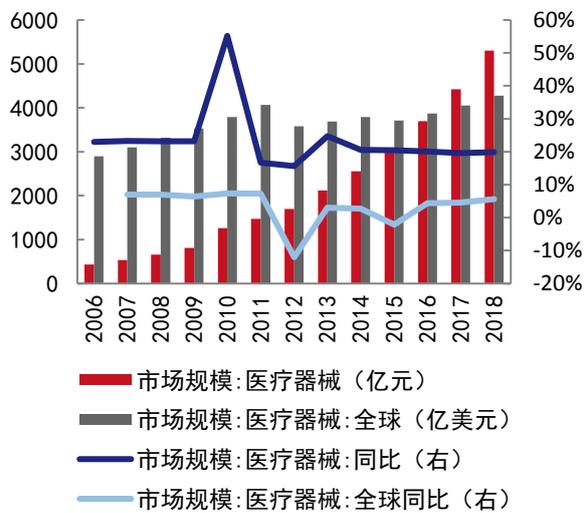
受人口老龄化趋势加剧、居民生活压力不断上升、健康意识的增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升，医疗器械市场仍将持续受益。我国老龄化趋势日益明显，根据国家统计局第七次人口普查数据，截至2020年末，我国人口总量已达到14.12亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为13.50%，同比增长0.93个百分点，老年人由于生理结构退变，生理机能普遍降低，患病率较高，对医疗服务的需求也较大。2013-2020年，我国居民年人均消费支出从13,220.40元增长至21,210.00元，居民的消费能力不断增强，2020年人均医疗保健消费支出1,843.00元，同比有所下降，主要系新冠疫情影响门诊诊疗人次下降所致，随着新冠疫情影响逐渐减弱，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，推动医疗器械产业高质量发展。2020年2月，科技部以通知的形式发布了《新型冠状病毒(2019-nCoV)现场快速检测产品研发应急项目申报指南》（以下简称《申报指南》），新冠检测产品审批速度大大加快。

---

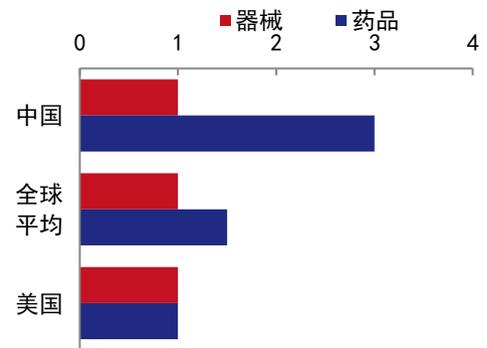
<sup>1</sup>数据来源：WIND

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 (单位: 万人)



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 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

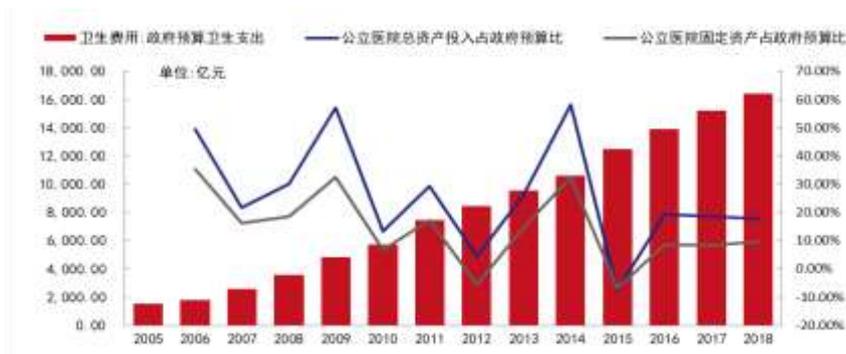
在医保控费、分级诊疗等政策背景下，新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，国产器械拥有成本优势，进口替代空间大

2019年12月8日，官方通报的首例不明原因肺炎患者发病，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>2</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



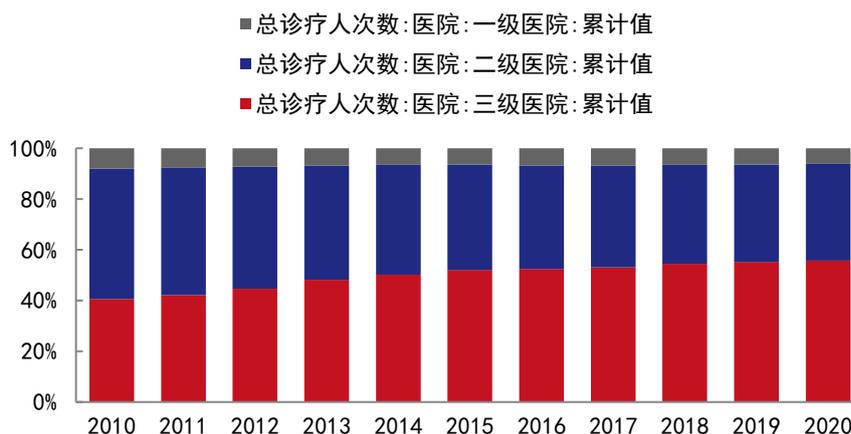
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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

<sup>2</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。

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 各级医院诊疗人次占比情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 医疗器械“两票制”将逐步落地，医疗器械生产厂家将面临经销商管理和营销网络优化调整压力

2016年12月，国务院医改办等八个部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。虽然医疗器械型号规格庞杂、种类繁多，甚至还有很多定制品，价格体系难以平衡，配送成本高昂，因而医疗器械“两票制”的挑战非常大，但是医疗器械“两票制”全面铺开只是时间问题。截至目前，河北、宁夏、陕西、福建等部分省、市已实施耗材“两票制”，医疗器械中小经销商未来将面临直接出局的境地，生产厂家将面临经销商管理和营销网络优化调整压力。

## 五、经营与竞争

2020年受益于新冠系列检测试剂的带动，公司营业收入同比增长35.64%，其中新冠系列检测试剂实现销售收入约10.45亿元。分检测类别来看，传染病检测收入规模大幅增长，主要系新冠系列检测试剂的强劲销售所带动；慢性疾病检测受新冠疫情影响有所下降；毒品(滥用药物)检测产品同比有所增长，主要系新品销售业绩大幅增长及电商业务同比高速增长所致；妊娠及优生优育检测同比实现增长。

毛利率方面，受益于新冠系列检测试剂毛利率较高，2020年公司销售毛利率同比提高3.81个百分点至69.02%。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
传染病检测	145,321.69	76.57%	57,853.85	70.59%
慢性疾病检测	56,980.21	79.11%	60,593.44	84.15%
毒品(滥用药物)检测	24,057.78	60.59%	22,992.85	57.37%
妊娠及优生优育检测	16,750.16	50.46%	14,964.14	50.12%
其他类	37,974.29	38.53%	50,827.82	44.49%
<b>合计</b>	<b>281,084.13</b>	<b>69.02%</b>	<b>207,232.09</b>	<b>65.21%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内POCT的龙头企业之一，产品品种丰富、产品竞争力较强，销售体系较为完善；受益于新冠产品销量带动，公司产品销量、单价同比均实现大幅增长

公司是国内POCT企业中技术平台布局较多、产品线较为丰富的企业之一，产品竞争力较强，为国内POCT的龙头企业之一。2020年，公司继续加大研发投入力度，完成75余项产品的开发，获得产品注册证合计72个。其中，新冠系列产品搭建了从初筛、实验室鉴别检测到确诊的全方位新冠病毒检测体系，并陆续取得中国NMPA应急审批、欧盟CE认证；下半年，新冠抗原检测试剂通过中国NMPA应急审批，成为国内第一批获得新冠抗原检测试剂注册证的企业。截至2020年末，公司累计获得产品注册证合计501个，其中国内产品注册证230个，美国FDA产品注册证71个，欧盟CE产品注册证196个，加拿大MDALL产品注册证4个，位居行业前列。

**表3 公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2020年	2019年
研发人员数量（人）	706	532
研发人员数量占比	24.13%	21.49%
研发投入（万元）	31,937.09	18,996.78
研发投入占营业收入比例	11.36%	9.17%
研发支出资本化金额	3,994.48	2,993.65
资本化研发支出占研发投入的比例	12.51%	15.76%
资本化研发支出占当期净利润的比重	6.48%	7.01%

资料来源：公司2020年年报，中证鹏元整理

2020年公司营销体系未发生变化，设全球营销副总裁统筹营销工作，下辖国内、国际、美国三个营销体系。公司的销售模式未发生变化，包括分销和直销两种模式。在中国区域，公司根据业务特点采用分销和直销共存、分销为主的模式；在海外区域，公司主要采用分销的模式进行销售。整体来看，公司分销模式仍占据主导地位，2020年分销模式销售收入占比同比上升4.95个百分点至88.42%，主要系新冠系列产品海外销售规模较大、海外销售以分销模式为主所致。需关注，随着医疗器械“两票制”政策陆续在各地的落地，中小经销商未来将面临出局的境地，国内销售经销模式占比仍较高，“两票制”

的持续推动可能会对公司的经销网络形成一定冲击。款项结算方面，公司新冠产品销售均为先款后货，其他常规产品账期未发生变化。常规品种经销商一般需预先以现金支付或银行汇款、支票等形式支付货款，款到发货，对于部分国内经销商存在临时授信情况，一般账期为30-45天左右；国外大型经销商给予30-60天不等的信用账期。

**表4 公司收入按销售模式分布情况（单位：万元）**

	2020年		2019年	
	金额	比例	金额	比例
分销	248,523.83	88.42%	172,968.13	83.47%
直销	32,560.29	11.58%	34,263.96	16.53%
<b>合计</b>	<b>281,084.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>207,232.09</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司的新冠抗体检测试剂的大量出口到海外，拉动了公司海外收入快速增长。2020年公司新冠系列检测试剂实现销售收入约10.45亿元，主要销往欧洲、美洲等海外地区。从产品销售区域分布来看，国内市场主要受贸易子公司四川万孚医疗器械有限公司、新疆万孚信息技术有限公司、万孚（吉林）生物技术有限公司、陕西天心科技有限公司2020年陆续不再纳入合并范围影响<sup>3</sup>，销售收入规模同比有所下降；国外市场受益于新冠产品及毒品检测产品销售带动、销售收入规模同比大幅增长，需关注，随着疫情影响下降、海外疫苗接种率的上升，公司新冠产品需求可能面临较大的降幅，公司产品销售能否保持较高的增长具有一定的不确定性。

此外，受海外收入占比较高影响，面临一定的汇率风险，2019-2020年分别发生汇兑损益794.50万元和-2,361.91万元，公司尽可能将外币收入与外币支出相匹配以降低汇率风险。

**表5 公司产品销售区域分布情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年		
	金额	比例	金额	比例	
国内	西南地区	25,858.85	9.20%	36,960.44	17.84%
	华南地区	30,917.30	11.00%	30,785.26	14.86%
	华中地区	22,775.04	8.10%	28,915.35	13.95%
	西北地区	24,232.04	8.62%	21,253.03	10.26%
	华东地区	27,479.05	9.78%	20,144.74	9.72%
	华北地区	13,661.84	4.86%	15,851.79	7.65%
	东北地区	9,856.09	3.51%	10,381.15	5.01%
	<b>小计</b>	<b>154,780.21</b>	<b>55.07%</b>	<b>164,291.76</b>	<b>79.29%</b>

<sup>3</sup> 形成投资收益合计 336.06 万元。

国外	美洲地区	60,053.62	21.37%	26,144.06	12.62%
	亚洲地区	23,759.75	8.45%	8,425.14	4.07%
	欧洲地区	39,446.77	14.03%	6,099.35	2.94%
	非洲地区	3,043.78	1.08%	2,271.78	1.10%
	<b>小计</b>	<b>126,303.91</b>	<b>44.93%</b>	<b>42,940.33</b>	<b>20.73%</b>
	<b>合计</b>	<b>281,084.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>207,232.09</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产品产销量来看，受益于新冠系列检测产品需求强劲，带动公司产品产销量持续增长。从产销率来看，公司生产按市场销售计划生产，适量备货，2020年产销率同比下降5.44个百分点至93.33%，主要系公司加强备货用于一季度销售所致。从产品单价来看，公司新冠产品毛利率较高、销售规模较大，带动试剂整体单价持续提高，2020年试剂产品单价同比增长41.33%至6.47元/人份。

**表6 公司诊断产品产销情况（单位：万人份，元/人份）**

年度	产量	销量	产销率	单价
2020年	40,242.88	37,558.56	93.33%	6.47
2019年	34,410.93	33,987.64	98.77%	4.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司前五大销售客户来看，2020年前三大客户分别为巴西、西班牙、印尼新冠系列检测产品经销商。受新进客户销售规模较大影响，2020年公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重同比上升9.95个百分点至18.87%。

**公司产品产能利用率接近饱和，在建生产线项目完工后预计能有效解决现存产能不足问题，但仍需关注新增产能能否完全消化存在一定的不确定性**

公司仍实行以销定产、适量备货的生产模式，现有一个生产基地，按不同技术平台划分成6个生产车间，分别为免疫胶体金车间、免疫荧光车间、电化学车间、干式生化车间、化学发光车间，以及仪器车间。从主要产品产能来看，为了满足持续增长的产量需求，公司持续对原有生产设备进行更新换代及自动化升级，仪器、试剂产能得到逐年提高。从产品产能利用率来看，仪器、试剂产品产能利用率接近饱和。

截至2020年末，公司在建项目包括万孚生物新生产基地建设项目、信息系统升级改造项目、化学发光技术平台产业化建设项目、分子诊断平台研发建设项目。其中，万孚生物新生产基地建设项目全部投产后预计新增产能约7,172.01万人份，化学发光技术平台产业化建设项目为本期债券募投项目，主要用于建设化学发光研发实验室及生产线，同时扩充化学发光诊断产品的产能。在建、拟建生产线项目完工后预计能有效缓解现存产能不足问题，但仍需关注新增产能能否完全消化存在一定的不确定性。

**表7 公司产品产能利用率情况（单位：台；万人份）**

类别	年度	产量	产能	产能利用率
----	----	----	----	-------

仪器	2020年	34,113	36,000	94.76%
	2019年	29,436	31,000	94.95%
试剂	2020年	39,829	40,000	99.57%
	2019年	34,411	35,000	98.32%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表8 截至2020年末，公司在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	达到预定可使用状态日期
万孚生物新生产基地建设项目	45,547.18	21,288.29	24,258.89	2021.6.1
信息系统升级改造项目	12,159.30	8,325.42	3,833.88	2021.6.1
化学发光技术平台产业化建设项目	34,295.79	2,185.96	26,975.9	2023.6.30
分子诊断平台研发建设项目	16,888.04	899.05	10,858.1	2023.9.30
<b>合计</b>	<b>108,890.31</b>	<b>32,698.72</b>	<b>76,191.59</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要原材料采购单价同比均有所提高，存在一定的产品成本控制压力；部分生物材料需从国外进口，采购周期相对较长，若短时间内安全库存无法满足生产需求，仍存在一定的短缺风险

采购方面，公司的原材料采购均由采购部统一负责，按制造计划定时、定量的采购。采购周期方面，2020年未发生变化，仪器材料采购周期一般为2个月，对于海外进口的生物材料采购周期相对较长（3-6个月），叠加近期国外疫情发展仍未得到有效控制，海外进口的生物材料采购周期普遍延长1-2个月，若短时间内纤维膜等生物材料库存无法满足生产需求，则存在一定的关键原材料短缺风险。

从主要原材料采购量来看，受益于新冠系列检测试剂的销售带动，公司抗原抗体、膜材、包装材料和仪器材料等采购量同比均大幅增长，此外在疫情影响及销售预期大增的背景下，公司加大原材料的备货。从原材料采购单价来看，新冠产品原材料采购单价平均高于常规产品，且受大宗原材料上涨影响，公司主要原材料采购单价同比均有所上升，存在一定产品成本控制压力。

**表9 公司主要原材料采购情况**

原材料名称	原材料采购情况	2020年	2019年
试剂材料-抗原抗体	数量（mg/g/ml）	664,468.64	213,011.08
	金额（万元）	23,474.77	6,393.58
	平均单价（元/）	353.29	300.15
	占采购比重（%）	31.97%	15.12%
试剂材料-膜材	数量（mg/g/ml）	30,795.00	19,486.00
	金额（万元）	4,068.61	2,308.25
	平均单价（元/）	1,321.19	1,184.57
	占采购比重（%）	5.54%	5.46%
包装材料	数量（万个）	211,679.32	175,676.71
	金额（万元）	24,065.76	16,376.11
	平均单价（元/个）	0.11	0.09

	占采购比重 (%)	32.78%	38.73%
	数量 (个)	6,376,774.00	6,900,354.52
仪器材料	金额 (万元)	14,890.49	15,139.05
	平均单价 (元/个)	23.35	21.94
	占采购比重 (%)	20.28%	35.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司主要供应商来看，上游供应商主要为生物材料和包装材料供应商，2020年前五大供应商变动较大，主要系新增新冠产品抗原、抗体、包材供应商。从供应商集中度来看，受整体原材料规模同比增幅较大影响，2020年前五大供应商采购占比同比下降1.63个百分点至19.85%。结算账期方面，2020年未发生明显变化。其中，采购包装材料的结算账期60-120天，仪器材料结算周期一般为30天，生物材料的结算账期30-60天，对于海外进口的生物材料（纤维膜、抗原抗体等）一般需预付30%左右的货款，结算方式主要为银行转账。

## 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立信会计师事务所（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2021年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，货币资金、理财产品等现金类资产占比仍较高，资产整体流动性尚可，仍需关注存货、商誉存在一定的跌价和减值风险**

随着公司经营规模的扩大，公司资产规模持续增长，2020年公司资产规模同比增长46.26%至43.06亿元。从资产构成来看，2020年底公司资产主要以流动资产为主。

受益于收入增加销售回款增加及发行可转债，2020年末货币资金余额同比增长59.85%，其中外币金额1.06亿元，货币资金受限比例为1%。公司应收账款主要为应收经销商、医疗机构货款，2020年末应收账款余额同比下降35.67%，主要系处置贸易子公司及加强应收账款回款管理所致；2021年3月末应收账款增幅较大，主要系慢性疾病检测产品销量增长形成应收账款较大所致；账龄方面，应收账款账龄主要集中在一年以内，2020年末一年以内应收款余额占总额的比例85.94%，账龄有所延长，应收账款坏账准备综合计提比例为6.48%，有所提高，面临一定的应收账款回收风险。2020年及2021年一季度，公司存货规模持续增长，主要系加大原材料及产成品备货所致。

债权投资主要系大额定期存单。其他权益工具投资主要系对Binx Health Limited、iCubate, Inc.的股权投资款，均按权益法计量，2020年公允价值变动收益合计2,669.31万元。2020年末长期股权投资同比

有所增长，主要系新增对深圳市生强科技有限公司、山东志盈医学有限公司等公司的股权投资款所致。随着公司产能持续扩张，2020年底固定资产、在建工程继续增长。公司商誉主要系收购达成生物和北京莱尔形成，2020年末同比降幅较大，主要系达成生物收入、利润不达预期、计提商誉减值0.65亿元所致，已全额计提完毕。若受市场环境变化、主要产品销售收入、利润不及预期，未来仍存一定的商誉减值风险。

总体看来，2020年末货币资金、理财产品及应收票据等现金类资产合计占资产总额的比例为35.07%，资产整体流动性尚可；仍需关注存货、商誉存在一定的跌价和减值风险。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

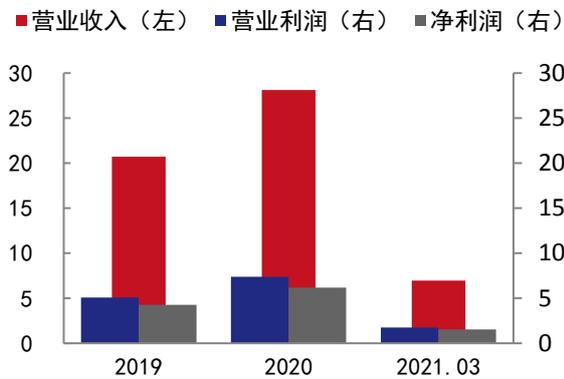
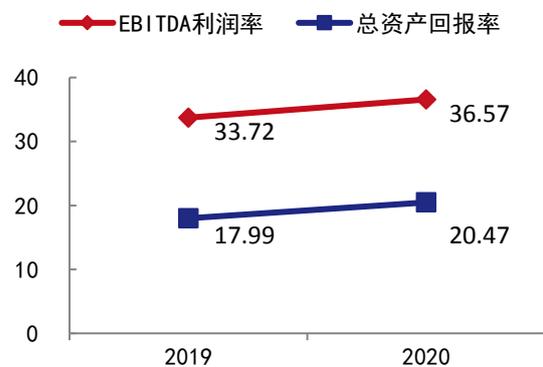
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.44	21.16%	14.08	32.71%	8.81	29.93%
交易性金融资产	3.75	8.41%	1.03	2.38%	0.99	3.38%
应收账款	3.97	8.90%	2.69	6.25%	4.19	14.22%
存货	4.35	9.76%	3.77	8.75%	2.24	7.59%
<b>流动资产合计</b>	<b>23.78</b>	<b>53.32%</b>	<b>22.70</b>	<b>52.72%</b>	<b>17.41</b>	<b>59.13%</b>
债权投资	5.59	12.54%	5.56	12.91%	0.00	0.00%
其他权益工具投资	1.88	4.21%	1.88	4.36%	1.61	5.47%
长期股权投资	2.82	6.32%	2.82	6.55%	1.59	5.40%
固定资产	5.30	11.88%	5.20	12.09%	4.26	14.47%
在建工程	1.66	3.72%	1.56	3.63%	0.80	2.71%
商誉	0.48	1.08%	0.48	1.12%	1.20	4.08%
<b>非流动资产合计</b>	<b>20.82</b>	<b>46.68%</b>	<b>20.36</b>	<b>47.28%</b>	<b>12.03</b>	<b>40.87%</b>
<b>资产总计</b>	<b>44.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.44</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 新冠系列产品销售带动公司收入、利润规模大幅增长，盈利能力持续增强

2020年及2021年一季度，受益于新冠系列产品销售带动及常规业务回暖，公司营业收入及利润规模同比均实现大幅增长，且利润端增速高于收入端；从盈利能力指标来看，公司盈利能力同比有所提升，主要系高毛利新冠试剂品种收入占比上升所致。2021年4月公司新冠病毒抗原检测试剂盒获得德国联邦药品和医疗器械管理局（BfArM）批准，进入自测清单，销售前景较好。但随着疫情影响逐渐消退，公司新冠产品收入增速能否保持有待观察。

**图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）**

**图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


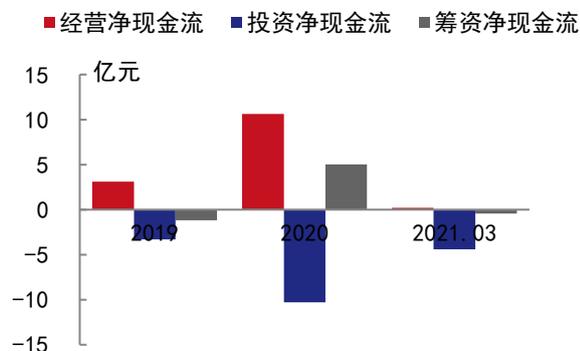
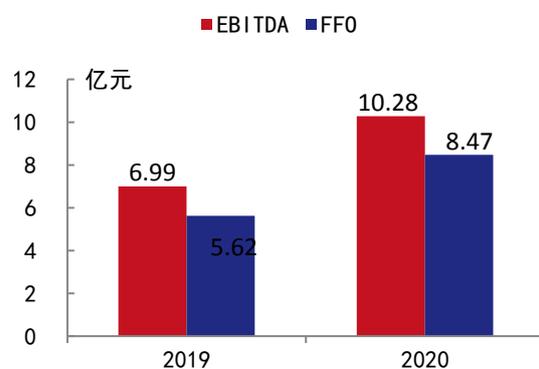
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金生成能力较强，资金压力不大

公司经营业务资金回笼情况较好，2020年新冠产品业务爆发增长，且新冠产品先款后货，部分客户需预付货款，2020年经营活动现金净流入规模大幅增长。2020年受购买理财及定期存款规模上升、在建工程投入、仪器投放及新增股权投资影响，投资活动现金净流出规模较大。2020年受可转债发行影响，筹资活动现金净流入规模同比增幅较大。公司账面资产均未用于抵押借款，银行融资渠道通畅，且上市后融资渠道更加多样，整体融资弹性较高。

2020年公司收入规模、销售毛利率同比均有所增长，其他费用支出较为稳定，公司EBITDA、FFO规模持续增长，现金生成能力进一步增强。整体来看，公司在建项目规模较大，但公司账面资金较为充裕、融资弹性较高、现金生成能力较强等因素，资金压力不大。

**图9 公司现金流结构**

**图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 2020年底公司杠杆水平有所提高，但仍处较低水平，整体偿债能力强

受益于新冠产品业务爆发增长，2020年底公司所有者权益同比增长21.66%。2020年底公司负债规模同比增长171.48%，增幅较大，主要系可转债发行及应付账款增长所致。整体来看，公司产权比率同比有所增长，但仍维持在较低水平，净资产对负债的保障程度仍较强。

图 11 公司资本结构

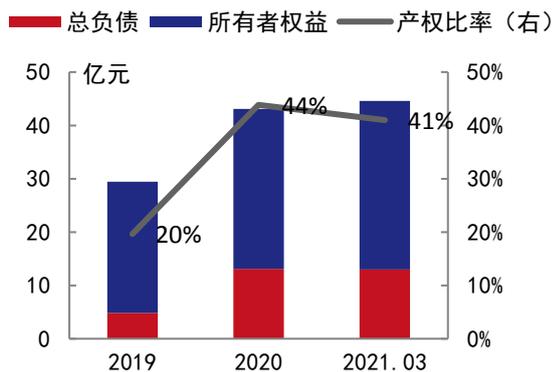
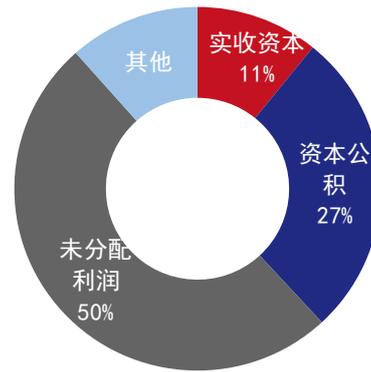


图 12 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主。2020年公司新增0.8亿元新冠专项借款，短期借款余额增至0.85亿元。2020年末应付账款余额增幅较大，主要系未结算原材料、设备采购款增长所致。2020年末合同负债增幅较大，主要系预收新冠产品货款及应付返利增长所致。2020年末其他应付款的增长主要由预提费用增长构成。2020年可转债发行导致应付债券余额增至4.89亿元。

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
短期借款	0.10	0.77%	0.85	6.48%	0.04	0.82%
应付账款	3.71	28.58%	3.00	22.82%	1.56	32.37%
合同负债	1.04	7.99%	0.98	7.44%	0.00	0.00%
其他应付款	1.01	7.78%	0.91	6.91%	0.87	18.05%
<b>流动负债合计</b>	<b>7.32</b>	<b>56.48%</b>	<b>7.93</b>	<b>60.45%</b>	<b>4.43</b>	<b>91.72%</b>
应付债券	4.95	38.21%	4.89	37.29%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.64</b>	<b>43.52%</b>	<b>5.19</b>	<b>39.55%</b>	<b>0.40</b>	<b>8.28%</b>
<b>负债合计</b>	<b>12.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.83</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

受可转债发行影响，公司总债务规模同比增幅较大，2021年3月末公司总债务合计5.24亿元，主要以长期债务为主，整体债务规模不大。此外，2020年公司境外收入占比达44.93%，期末外币资产合计达

2.93亿元<sup>4</sup>，面临一定的汇率风险。

图 13 公司债务占负债比重

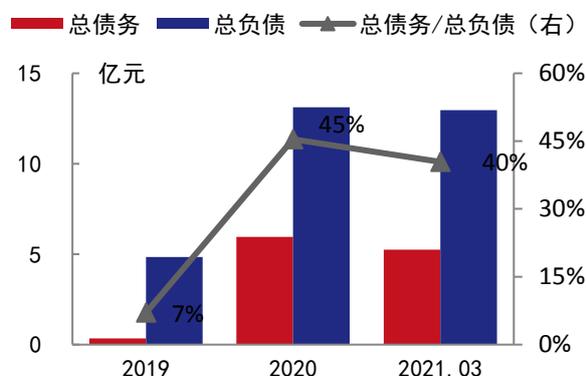
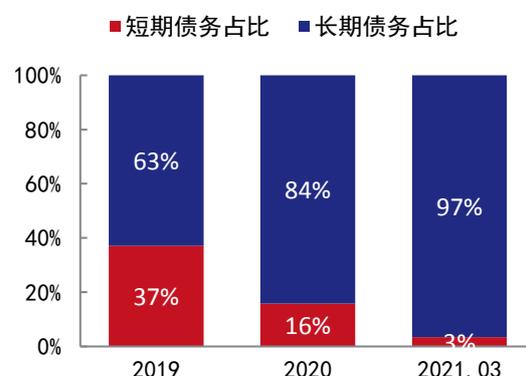


图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

受可转债发行及新增疫情专项贷款，2020年资产负债率大幅增长至30.48%，仍处于较低水平。公司账面盈余资金可完全覆盖总债务，公司净债务为负，盈利对债务利息偿付的保障程度高，总资本对总债务的保障能力较强。整体来看，公司杠杆水平较低，财务风险很小。

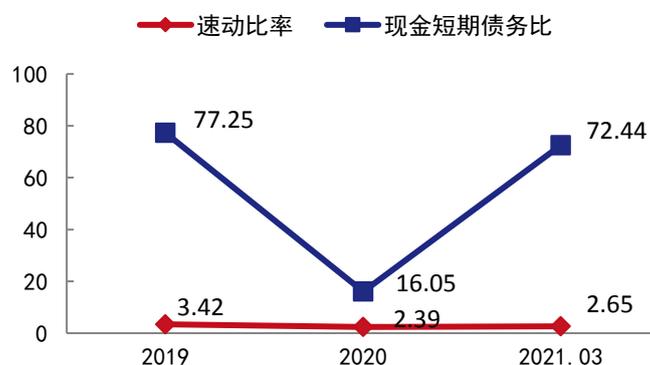
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	29.07%	30.48%	16.42%
净债务/EBITDA	--	-0.84	-1.29
EBITDA 利息保障倍数	--	92.29	182.34
总债务/总资本	14.22%	16.60%	1.37%
FFO/净债务	--	-98.12%	-62.21%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务规模较现金类资产规模较小，2020年受新增疫情专项借款影响，现金短期债务覆盖比率同比有所下降，2021年一季度疫情专项借款到期偿还后，现金短期债务比恢复至较高水平；随着经营规模扩大，2020年应付账款规模增幅较大，导致公司速动比率同比有所下降，总体来看，公司短期偿付能力较强，考虑到债务规模不大，账面资金充裕，经营活动现金生成能力较强，融资弹性较高，公司偿付压力较小。

<sup>4</sup> 主要来源以美元计价，已按期末汇率折算成人民币。

**图 15 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月末未经审计财务报表，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，自2018年1月1日至报告查询日（2021年5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。。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额为199.90万元，对外担保对象为经销商，存在一定的或有负债风险。

**表13 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
河南民泰医疗科技有限公司	199.90	2019.9.24-2021.6.16	是
<b>合计</b>	<b>199.90</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、结论

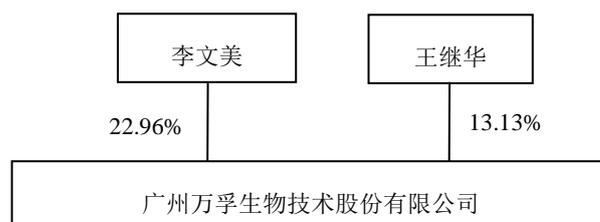
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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	9.44	14.08	8.81	10.90
流动资产合计	23.78	22.70	17.41	17.73
债权投资	5.59	5.56	0.00	0.00
固定资产	5.30	5.20	4.26	3.70
非流动资产合计	20.82	20.36	12.03	9.18
资产总计	44.60	43.06	29.44	26.91
短期借款	0.10	0.85	0.04	0.31
应付账款	3.71	3.00	1.56	1.50
一年内到期的非流动负债	0.08	0.09	0.09	0.73
流动负债合计	7.32	7.93	4.43	5.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	4.95	4.89	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.12	0.21	0.03
非流动负债合计	5.64	5.19	0.40	0.16
负债合计	12.97	13.12	4.83	5.40
总债务	5.24	5.96	0.34	1.02
归属于母公司的所有者权益	30.15	28.42	22.23	19.34
营业收入	6.97	28.11	20.72	16.50
净利润	1.52	6.17	4.27	3.47
经营活动产生的现金流量净额	0.20	10.62	3.10	2.48
投资活动产生的现金流量净额	-4.42	-10.28	-3.32	-2.10
筹资活动产生的现金流量净额	-0.44	5.03	-1.16	6.32
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	70.50%	69.02%	65.21%	60.99%
EBITDA 利润率	--	36.57%	33.72%	29.24%
总资产回报率	--	20.47%	17.99%	18.87%
产权比率	40.99%	43.84%	19.65%	25.10%
资产负债率	29.07%	30.48%	16.42%	20.06%
净债务/EBITDA	--	-0.84	-1.29	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	--	92.29	182.34	103.24
总债务/总资本	14.22%	16.60%	1.37%	4.53%
FFO/净债务	--	-98.12%	-62.21%	-40.35%
速动比率	2.65	2.39	3.42	3.07
现金短期债务比	72.44	16.05	77.25	10.22

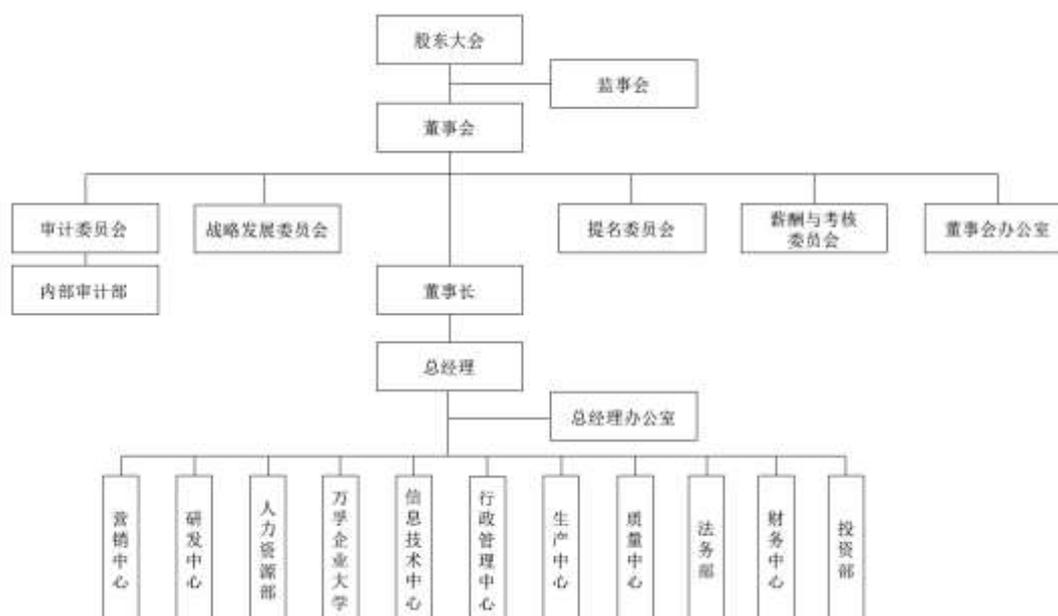
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司 2021 年一季报，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 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比	主营业务
广州正孚检测技术有限公司	430.00	100.00%	检测服务等
万孚美国有限公司	910 万美元	100.00%	医疗器械销售等
万孚生物（香港）有限公司	25,892.20 万港币	100.00%	海外投资管理等
广州众孚医疗科技有限公司	1,000.00	100.00%	医疗诊断设备制造等
广州万德康科技有限公司	1,000.00	100.00%	医疗管理等
广州万孚维康医学科技有限公司	7,000.00	95.00%	医疗器械销售等
厦门信德科创生物科技有限公司	1,836.73	51.00%	工程和技术研究和试验发展等
广州万孚健康科技有限公司	2,000.00	51.00%	检测仪器制造等
北京万孚智能科技有限公司	2,000.00	51.00%	医疗器械销售等
达成生物科技发展（苏州）有限公司	3,270.52	51.00%	医疗器械体外诊断试剂生产、研发等
北京莱尔生物医药科技有限公司	4,285.71	53.33%	医药科技开发等
广州万孚倍特生物技术有限公司	800 万美元	65.00%	生物技术转让服务等
广州为安生物技术有限公司	500.00	100.00%	生物医疗技术研究等
宁波百士康生物科技有限公司	642.86	98.50%	生物医疗技术研究等
湖南万德善生物技术有限公司	200	100%	生物技术推广服务
广州万信产业发展有限公司	3500	100%	投资
广东万孚智造科技有限公司	3000	100%	生物技术开发、技术转让、技术咨询、技术推广服务

资料来源：公司 2020 年年报，公开资料，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

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。