

2020 年上海润达医疗科技股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100534】

评级对象: 2020年上海润达医疗科技股份有限公司可转换公司债券

润达转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2021年6月24日

前次跟踪: —

首次评级: AA/稳定/AA/2020年5月25日

主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.65	3.19	3.17	1.74
刚性债务	18.93	21.90	26.65	25.82
所有者权益	19.51	19.93	22.24	23.49
经营性现金净流入量	4.16	2.57	4.81	-0.03
合并口径数据及指标:				
总资产	75.43	90.33	101.77	109.94
总负债	44.12	55.16	60.96	67.58
刚性债务	26.97	34.16	46.94	49.33
所有者权益	31.31	35.16	40.80	42.36
营业收入	59.64	70.52	70.69	20.64
净利润	4.32	5.11	5.04	1.50
经营性现金净流入量	5.39	2.47	3.23	-2.03
EBITDA	10.02	11.70	12.03	—
资产负债率[%]	58.49	61.07	59.91	61.47
权益资本与刚性债务 比率[%]	116.09	102.94	86.92	85.86
流动比率[%]	119.18	108.11	112.33	111.07
现金比率[%]	10.73	19.06	19.46	12.06
利息保障倍数[倍]	4.15	4.00	3.61	—
净资产收益率[%]	14.70	15.38	13.26	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	15.88	5.60	6.01	-3.54
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.42	-0.69	-11.88	-4.57
EBITDA/利息支出[倍]	5.34	5.11	4.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.38	0.30	—

注:根据润达医疗经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李一 liyi@shxsj.com
贾飞宇 jfy@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对2020年上海润达医疗科技股份有限公司(简称润达医疗、发行人、该公司或公司)可转换公司债券的跟踪评级反映了2020年以来润达医疗在外部环境、股东支持、创现能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在竞争压力、营运资金、短期债务压力、并购整合及商誉减值、存货跌价、再融资压力、贸易战升级等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,体外诊断市场需求大幅增加;现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大,润达医疗所处的外部环境良好。
- **股东支持。**润达医疗控股股东为杭州市下城区国有投资控股集团有限公司,实际控制人为杭州市拱墅区人民政府,有利于公司拓展融资渠道及与公有制医疗机构更好地开展合作。
- **创现能力较强。**润达医疗主业创现能力较强,可为债务偿付提供较好保障。

主要风险/关注:

- **市场竞争较为激烈。**润达医疗所处体外诊断产品的流通与服务行业集中度较低,市场竞争较为激烈。公司立足华东并逐步向全国范围扩展,亦将面临较大的市场拓展压力。
- **营运资金压力加大。**润达医疗下游客户的回款周期相对较长,跟踪期内东北、华北等地区受疫情影响回款速度下降,致使公司应收款项规模增大,营运资金压力继续加大。
- **短期刚性债务偿付压力。**润达医疗公司债务融资规模较大,且债务结构偏短期,面临较大的

短期刚性债务偿付压力。

- **并购整合压力及商誉减值风险。**润达医疗近年的投资规模较大、并购整合活动较多，且相关收购溢价已形成大额商誉，使公司面临一定的并购整合压力及商誉减值风险。
- **存货跌价风险。**体外诊断试剂及耗材产品有效期相对较短，随着润达医疗经营规模的扩大，相应增加了产品储备，近年存货报废金额持续增加，公司面临一定的存货跌价风险。
- **贸易摩擦风险。**润达医疗部分产品采购自美国市场，中美贸易摩擦的长期性和复杂性使得公司相关产品的进口难度或将上升。

➤ 未来展望

通过对润达医疗及其发行的本期公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债券还本付息安全性很高，并维持本期公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年上海润达医疗科技股份有限公司可转换公司债券 跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年上海润达医疗科技股份有限公司可转换公司债券（简称“润达转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据润达医疗提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对润达医疗的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司已发行但尚未到期的债券为“润达转债”，发行规模为 5.50 亿元，期限为 6 年，募集资金主要用于综合服务扩容项目。该债券已于 2020 年 12 月 23 日进入转股期，当前转股价格为 13.36 元/股。截至截至 2021 年 3 月 31 日，尚未转股的“润达转债”金额为人民币 549,957,000 元，占可转债发行总量的 99.99%。

图表 1. 公司历史注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	发行时间	到期日期	本息兑付情况
润达转债	5.50	6 年	20200617-20210616,0.3%; 20210617-20220616,0.6%; 20220617-20230616,1.0%; 20230617-20240616,1.5%; 20240617-20250616,1.8%; 20250617-20260616, 2.0%	2020 年 6 月	2026 年 6 月	正常付息，尚未到期
17 润达 01	6.30	3 年 (1+1+1)	6.50	2017 年 9 月	2018 年 9 月	已兑付
17 润达 02	3.00	3 年 (2+1)	6.70	2017 年 11 月	2019 年 11 月 /2020 年 11 月	已兑付

资料来源：润达医疗

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资

的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防

控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

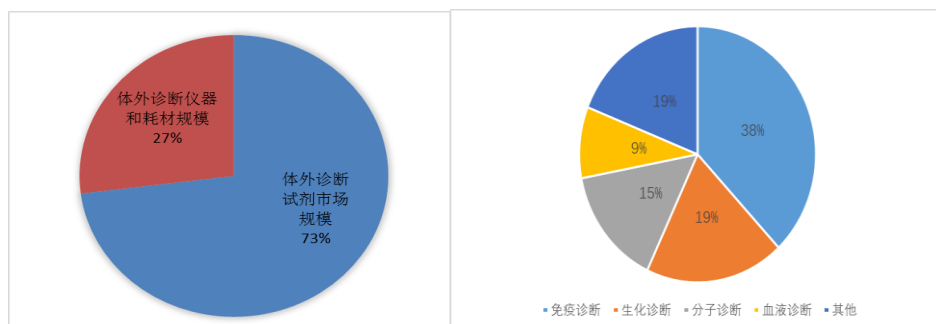
我国目前体外诊断市场发展程度不高，人均体外诊断支出水平普遍较低；但随着我国经济的持续发展，人民收入水平不断提高，同时人口老龄化带来的市场需求持续扩大，市场发展空间较广阔。

A. 行业概况

体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，可提供大部分临床诊断的决策信息，是人类疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。其产品按使用类型可分为检测仪器、试剂和耗材等；按检测原理和方法可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液学诊断和即时检验 (POCT) 等。

体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此在整个体外诊断市场中，试剂占绝大部分市场份额。根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年我国 IVD 产品市场规模约为 871 亿元。根据中国医疗器械蓝皮书，诊断试剂市场规模约为占体外诊断市场规模的 73%。从检测原理方法来看，由于我国技术基础较薄弱，因此技术门槛相对较低的生化诊断和免疫诊断产品目前市场份额较大，合计占比约 41%。近年随着我国生物科学的进步，免疫诊断、生化诊断及分子诊断也在不断提升市场占比。

图表 2. 我国体外诊断产品及诊断试剂市场细分占比情况

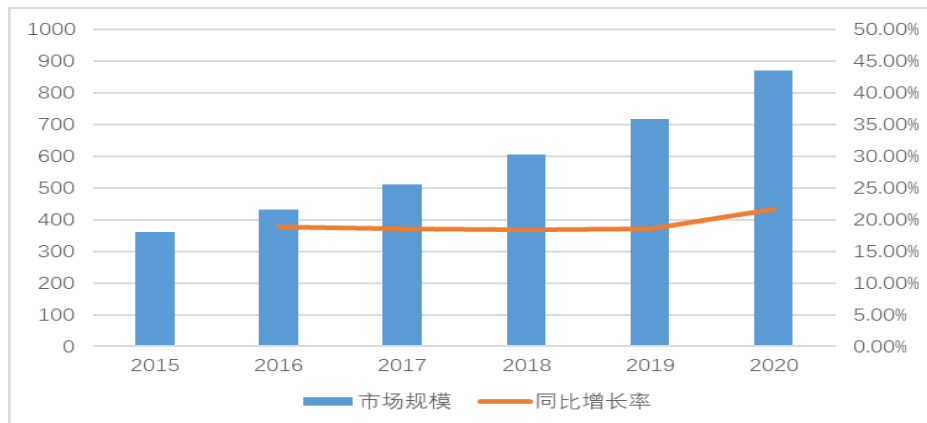


资料来源：Kalorama Information、工信部 IVD 市场蓝皮书

体外诊断市场规模与一国人口基数、人均医疗支出、医疗保障水平、医疗技术及服务水平等因素息息相关。从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为 41%、25%、9%；虽然我国为世界上人口最多的国家，但我国体外诊断市场仅占全球市场不足 7%。发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来增速在 2%~3%；而中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展，预计市场需求增速约为 10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

我国体外诊断行业起步较晚，近年来增长较快。历经数年发展，市场规模已由 2009 年的 108 亿元增长至 2020 年的 1,044 亿元，年复合增长率为 22.91%。其中，诊疗需求增加、常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及和疾病筛查的推广是国内体外诊断市场增长的主要动力。

图表 3. 2015 年以来中国体外诊断市场发展情况¹



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、Frost & Sullivan

体外诊断产品客户主要包括各种医疗机构、第三方检测中心、国家公共卫生检测中心及个人等。其中医疗机构占据 90% 的市场份额，包括各类医院、社区医疗服务中心、乡镇卫生院和体检中心等，其中医院是我国体外检测产品的主要需求市场。

近年来，政府不断加大对医疗卫生领域的资金投入，体外诊断市场面临了较好的外部发展机遇。

医疗保健消费作为人们的基本需求，具有明显的刚性需求特征，且往往随着居民收入的增长优先得到满足，政府也高度重视卫生事业的发展，逐年加大对卫生事业的财政投入，医疗服务行业发展迅速。2007 年，我国卫生总费用首次突破万亿元，达到 11,289.5 亿元。根据中华人民共和国国家统计局统计，2020 年我国 GDP 为 1,015,986 亿元，预计当年卫生总费用占 GDP 百分比为 6.5%~7.0%。

¹ 2015 年体外诊断市场规模数据来自于东兴证券研究所。

根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。根据《2020 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.60 亿人，同比增加 693 万人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.44 亿人，同比增长 1,498 万人。全年资助 8,990 万人参加基本医疗保险，医疗救助 7.300 万人次。截至 2020 年末，全国共有医疗卫生机构 102.3 万个，其中医院 3.5 万个，全年总诊疗人次 78.20 亿人次。此外，目前我国纳入医保目录的检测项目约 1,600 项，而欧美等发达国家大型医院检测项目在 3,000-4,000 项，未来随着国内医疗消费结构升级，居民健康意识提高，新的检验需求会持续增加。

图表 4. 我国行业重要影响因素变化情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
我国人口数（亿人）	13.83	13.90	13.95	14.00	14.12
60 岁以上人口占比（%）	16.70	17.30	17.90	18.10	18.70
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	7.44	11.77	13.45	13.54	13.60
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	10.77	14.42	17.82	20.85	21.03
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.36	3.64	3.93	4.24	4.38
国医疗卫生机构总诊疗人次（亿人次）	79.30	81.80	84.20	85.20	78.20
卫生费用（万亿元）	4.63	5.26	5.80	6.52	—

数据来源：中华人民共和国国家统计局、新世纪评级整理

B. 政策环境

由于我国逐渐步入老龄化社会，分级诊断制度逐步推进以及国家鼓励体外诊断国内企业产品替代进口产品等，我国体外诊断行业技术不断进步，市场需求持续增长。此外，2020 年以来体外诊断在新冠疫情抗疫工作中发挥了重要作用，同时体外诊断是检验医学的关键手段之一，行业向好。国务院办公厅在《2020 年政府工作报告》中提出，未来需要加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救助医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资设施保障，强化基层卫生防疫等。

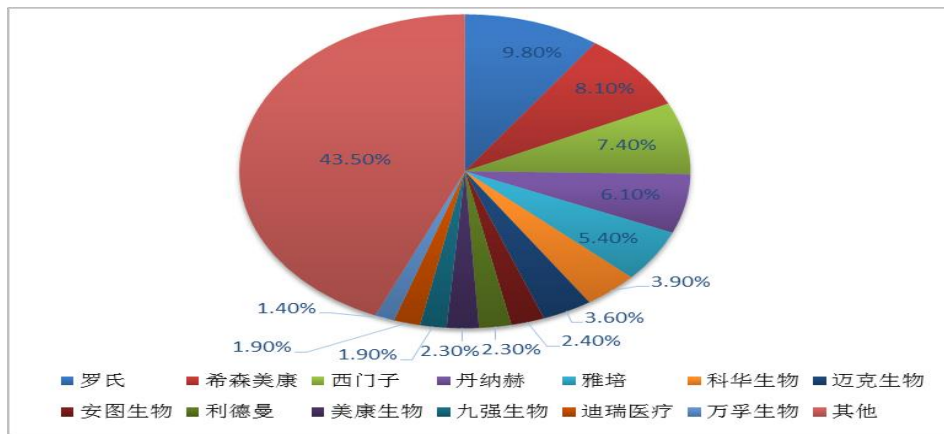
随着国家对医疗行业，生物技术产业化发展的重视，体外诊断将在国内产业升级中获得高速发展的契机。此外，随着新医改的推行、严控药占比的推进、分级诊疗制度及两票制的推广，体外诊断行业有望在中短期受益。总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为体外诊断行业提供了良好的发展环境。

C. 竞争格局/态势

我国体外诊断市场长期被国际诊断厂商占据。我国体外诊断产品生产企业数量众多，但绝大多数规模较小，产品主要集中于单一领域或单一技术。近年来，科华生物、迈克生物等我国体外诊断产品生产企业发展较快，但与国际产品相比竞争力仍偏弱。流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散，目前上市的体外诊断流通型企业主要包括润达医疗、塞力医疗等。

我国体外诊断企业技术水平、产品质量相对较低，致使国内体外诊断市场长期被罗氏、雅培、西门子等国际知名诊断厂商占据。国外体外诊断产品价格普遍比国产同类产品高 1~5 倍，同时多集中于三级医院等高端医疗机构；国内体外诊断产品价格较低，多集中于二级医院及其他基层市场。这种产品分布现象主要由医院特征所决定，其中三级医院由于临床检验样本多，为寻求更快更准确的诊断，对检验系统的集成和自动化水平要求高；而基层医疗机构出于成本压力，多追求检验产品的性价比以及易于操作的系统。

图表 5. 我国体外诊断市场竞争格局情况



资料来源：中国产业信息、东兴证券研究所

我国体外诊断产品生产企业数量众多，但绝大多数规模较小。近几年国内涌现出不少本土体外诊断企业，但大多为中小企业，处于起步阶段，主要经营单一领域或单一技术及产品，竞争能力不足。目前，国内体外诊断企业年营收额过亿的数量较少，以科华生物、迪安诊断、迈克生物、达安基因、瑞康医药为代表的领先企业正积极进行多元化发展，一是依托自身原有优势进入生化、免疫、分子诊断等多个领域，以丰富产品种类；二是开展上游核心原料以及配套诊断仪器的自主研发生产，以增强市场竞争实力；三是开始积极开拓国外市场，尤其是亚非拉等发展中国家及新兴市场。随着国内领先企业技术研发实力的提升和经营规模的壮大，预计行业市场竞争程度将逐步提高。

我国体外诊断行业流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散，目前上市的体外诊断流通型企业主要包括润达医疗、塞力医疗及合富医疗（台湾上市公司，证券代码：“4745”）。润达医疗为体外诊断渠道流通和综合服务商，业务涉及体外诊断产品流通和服务，以及自有体外诊断产品生产、销售

等。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称		核心经营指标 (产品或服务类别)			核心财务数据 (合并口径)					
		营业收入	毛利率	业务主要分布地区	总资产	应收账款	资产负债率	权益资本/刚性债务 (倍)	净利润	经营性净现金流
体外诊断流通企业	润达医疗	70.69	27.04	华东	101.77	30.09	59.91	0.87	5.04	3.23
	塞力医疗	21.25	23.18	华中、华南	39.06	15.15	53.86	1.29	0.82	0.10
体外诊断及流通企业	迪安诊断	106.49	38.22	华东、华北	123.99	45.30	51.38	1.60	10.70	15.47
	迈克生物	37.04	53.12	西南	63.65	20.21	37.07	3.03	8.21	10.94
	瑞康医药	272.04	18.29	华东、华北	312.90	137.14	66.51	1.10	6.25	3.65
	科华生物	41.55	58.29	国内	59.77	8.14	34.77	3.53	11.42	13.67

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

(1)国内主要的体外诊断产品流通与服务企业均在加大集成服务业务的扩展力度，市场竞争较为激烈；(2)体外诊断流通行业下游客户以医疗机构为主，回款周期较长，存在较大的资金占用情况，使行业内企业面临较大的资金营运压力；(3)医药行业受国家政策影响较大，随着近年医药相关行业政策和监管政策的调整和优化，可能会对行业内公司产生过一定影响。

2. 业务运营

该公司是体外诊断产品流通企业，在华东地区知名度较高。公司近年通过收购及新设子公司的形式实现了业务的快速扩张。2020 年上半年，新冠疫情爆发后终端门诊量、手术量、体检人数等出现阶段性的大幅减少，对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响。2020 年下半年起，随着全国疫情得到有效控制，医院逐步恢复正常就诊活动，公司各项业务快速恢复。

该公司为医学实验室综合服务商，主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。公司综合服务体系包括了产品组合选择方案、专业技术应用服务、信息化管理的物流仓储配送系统、全方位技术支持服务等各项医学实验室综合服务，同时也为产品制造商提供销售支持及客户渠道管理等服务。公司所处行业为体外诊断产品流通与服务行业，自产产品部分属于体外诊断产品制造行业。公司主要通过自建和投资合作等方式进行扩张，目前主要服务区域已经覆盖华东地区、东北地区、华北地区，并且在西南地区、华南地区和华中地区构建了服务网络，近年来资产规模及营收规模均实现了较快增长。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	核心业务范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
体外诊断产品流通及制造	华东/东北/华北	横向规模化	规模/渠道/管理/成本

资料来源：润达医疗

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

业务板块	2018 年度		2019 年度		2020 年		2021 年 第一季度		2020 年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销产品	57.48	96.37	67.72	96.03	66.55	94.14	19.53	94.63	12.34	95.00
其中：试剂、耗材	54.09	94.1	63.86	94.31	59.37	89.21	17.89	91.61	9.79	79.29
仪器	3.31	5.76	3.80	5.61	7.11	10.69	1.62	8.30	2.54	20.56
其他	0.08	0.14	0.06	0.08	0.07	0.10	0.02	0.09	0.02	0.14
自产产品	2.17	3.63	2.80	3.97	4.14	5.86	1.11	5.37	0.65	5.00
其中：试剂、耗材	2.07	95.57	2.41	85.84	2.87	69.26	0.77	69.15	0.43	66.00
仪器	0.10	4.43	0.14	4.86	0.20	4.73	0.04	3.95	0.04	5.49
软件销售及 服务	—	—	0.26	9.30	1.08	26.00	0.30	26.90	0.19	28.51
营业收入合计	59.64		70.52		70.69		20.64		12.99	
毛利率	2018 年度		2019 年度		2020 年		2021 年 第一季度		2020 年 第一季度	
经销产品	26.17		25.42		24.98		23.66		20.94	
其中：试剂、耗材	26.42		25.93		26.09		24.06		21.9	
仪器	21.13		16.21		15.22		18.66		17.24	
其他	69.86		60.02		69.77		69.05		69.77	
自产产品	63.01		69.32		60.26		67.21		53.39	
其中：试剂、耗材	65.02		71.67		60.99		65.44		65.34	
仪器	19.49		14.26		28.57		27.22		15.74	
软件销售及 服务	—		76.49		64.07		77.64		32.96	
综合毛利率	27.51		27.16		27.04		26.00		22.63	

资料来源：润达医疗

2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别实现营业收入 70.69 亿元和 20.64 亿元，分别同比变动 0.24% 和 58.88%。2020 年公司营业收入小幅下滑，主要系上半年新冠疫情爆发后终端门诊量、手术量、体检人数等出现阶段性的大幅减少，对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响。2020 年下半年，随着全国疫情得到有效控制，医院逐步恢复正常就诊活动，公司各项业务快速恢复。2021 年第一季度，疫情的影响逐步消退，同时公司集约化和区检业务及自产产品业务的收入增幅较加，致使其营业收入增长较快。同期，公司毛利率分别为 27.04% 和 26.00%，整体较稳定。从细分行业来看，公司收入

主要来自于体外诊断产品流通与服务业务（商业业务），近年在收入中的比重超过 90%。

近年来该公司不断通过收购以及自建的方式开拓销售网络，完善辐射全国的销售网络。2020 年及 2021 年第一季度，公司经销业务实现营业收入 66.55 亿元和 19.53 亿元，其中，试剂、耗材收入分别为 59.37 亿元和 17.89 亿元，为其收入的主要来源。分产品来看，试剂和耗材使用频率高、单价低，销售成本可直接转嫁消费者，其毛利水平高于仪器类；其他产品主要为不成规模的非代理产品。

该公司工业业务包括 IVD 产品研发生产业务和软件销售及服务等²，目前业务规模尚小。2020 年及 2021 年第一季，公司工业分别实现收入 4.14 亿元和 1.11 亿元，分别同比变化 47.74%和 70.77%，呈增长趋势主要系 2019 年 10 月并表上海瑞美电脑科技有限公司³（简称“瑞美科技”）、2020 年 7 月并表 1077801B.C.LTD.公司⁴、同时自产业务放量所致。公司体外诊断自产产品业务属于高技术行业，整体利润水平较高，公司自产产品毛利率保持在较高水平，同期分别为 60.26%和 67.21%。但由于该类业务收入占比较低，对公司综合毛利贡献程度相对有限。

在体外诊断产品的经营中，该公司除传统的实验室综合服务业务外，还主要采用医学实验室整体综合服务（又称“集成服务业务”，简称“集成业务”）的形式进行推广。集成业务是指一家医院的检验科所需设备、试剂耗材、服务由同一个供应商提供。公司通过不断开拓集成销售客户占比，与医疗机构等客户签订中长期的业务合同，保证体外诊断试剂销量、提升公司的盈利能力和市场竞争力。由于医院替换供应商成本较高，致使公司医院客户粘性较好。2020 年及 2021 年第一季度，公司集成业务收入分别为 20.89 亿元和 5.69 亿元。2020 年公司新增集约化及区域检验中心客户 50 家，年末集成业务客户户达 378 家，其中二级以上医院共 254 家。

图表 9. 公司传统服务及集成服务收入情况（单位：亿元）

销售收入	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
传统服务	42.63	49.64	48.75	14.65	9.37

² 公司软件销售及服务主要是为医院检验系统的运营管理开发软件系统及提供相关软件服务。目前自主开发的软件系统有 LIS 系统，BIS 系统，SIMS 系统，B2B 系统等。

³ 瑞美科技是一家专业从事检验信息管理系统(LIS)和输血质量管理系统（BIS）的高新技术软件企业，公司成立于 2003 年，自成立之日起，始终致力于实验室信息化和输血领域信息化的研究和探索，为临床提供完整的检验和输血信息化解决方案。瑞美科技业务范围遍布全国 32 个省、市、自治区，现已建立 16 个事业部和服务中心，其中三甲用户 600 余家，区域化解决方案 60 余例，市场规模和增长速度行业内遥遥领先。

⁴ 2020 年 7 月 3 日公司出资 6,548,098.30 美元收购 1077801B.C.LTD(简称“RBM”)5,503,310 股股份，收购完成后公司持有 RBM87.70%股权，并穿透持有 Response Biomedical Corp.87.70%股权。RBM 为专门用于收购 Response Biomedical Corp.的 SPV 公司。RBM 公司设立于加拿大大不列颠哥伦比亚省温哥华市，从事 POCT 相关产品的研发、生产和销售。主要产品为 RAMP 系列快速诊断系统平台，用于心血管疾病、传染病、生物防卫以及环境监测等诊断项目的检测。截至 2020 年末 1077801B.C.LTD.公司资产总额为 0.58 亿元、净资产为-0.32 亿元。2020 年 7-12 月（合并期间）收入总额为 0.32 亿元。

销售收入	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
集成服务	17.01	20.63	20.87	5.69	3.44
软件开发及服务	—	0.26	1.08	0.30	0.19
合计	59.64	70.52	70.69	20.64	12.99

资料来源：润达医疗

规模方面，该公司产品主要销售区域为华东区域。华东区域为全国人口密集、经济发达区域，对体外诊断产品的需求量较大。经过多年的市场开拓，公司在华东区域的直销、分销渠道较为完善。2020年及2021年第一季度，公司在华东地区销售收入占当期营业收入的比例分别为59.06%和56.44%。跟踪期内，东北和华北区域受疫情影响较大，销售收入有所下滑，但随着疫情影响继续消退，所在区域下半年实现了快速增长。公司通过收购及设立子公司、开拓客户等，实现了西南地区和华南地区收入的增长。目前，公司已在全国设置了多个服务网点，根据公司立足华东，辐射全国的战略目标，公司将进一步拓展服务网络的覆盖范围，促进营业收入进一步增长。

图表 10. 公司主营业务分地区情况⁵（单位：亿元、%）

地区名称	2018年度		2019年度		2020年		2021年 第一季度		2020年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	34.70	58.25	40.84	57.96	41.71	59.06	11.64	56.44	6.95	53.61
东北地区	9.30	15.62	10.57	15.00	8.21	11.63	2.51	12.18	1.37	10.54
华北地区	8.42	14.13	9.67	13.72	8.52	12.06	2.84	13.77	1.34	10.31
西南地区	1.55	2.61	2.32	3.29	2.93	4.15	0.81	3.92	0.54	4.17
华中地区	4.54	7.62	6.05	8.58	7.70	10.90	2.19	10.64	2.53	19.50
其他	1.05	1.77	1.02	1.45	1.55	2.19	0.63	3.05	0.24	1.87
合计	59.56	100.00	70.46	100.00	70.62	100.00	20.62	100.00	12.97	100.00

资料来源：根据润达医疗提供的数据整理

产销情况方面，该公司自产产品主要包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和生化试剂等。公司自产体外诊断仪器的原材料主要包括机加工件、钣金件、电子物料、外购部件等；自产体外诊断试剂主要原料为试剂原料。公司主要原材料市场供应充足。跟踪期内，公司自产糖化试剂受疫情影响销量有所下滑；糖化仪器及生化试剂等随着合并范围增大及瑞美科技销售放量而有所增长。公司自产业务稳步开展，整体情况较为稳定。

图表 11. 公司主要自产产品销售情况

项目		2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
糖化仪器	销量（台）	191.00	375.00	473.00	52.00	62.00

⁵ 基于同审计报告财务分区一致考虑，此处未采用行政管理上的区域划分。

项目		2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
	产销率(%)	45.80	93.05	106.05	86.67	72.94
糖化试剂	销量(套)	11,076.00	11,187.00	9,268.00	1614	1,838.00
	产销率(%)	103.69	94.49	109.72	45.61	89.97
生化试剂	销量(升)	21,634.00	22,165.00	23,057.00	5,436.19	3,206.81
	产销率(%)	116.44	78.04	111.63	89.16	83.34

资料来源：润达医疗

成本方面，该公司营业成本主要为从品牌供应商采购产品的成本。近年，公司采购成本占营业成本的90%以上。公司持续根据对产品组合的需求选择制造商和产品，通过批量化集中采购方式获得较低的采购成本，同时通过拥有一定的信用期限和额度，降低采购资金压力。目前，公司采购客户相对集中，2018~2020年，公司前五名供应商合计采购金额分别为21.82亿元、24.92亿元和19.25亿元，占年采购总额的45.23%、45.97%和36.61%，集中度有所下降。

管理方面，该公司通过物流中心进行统一的体外诊断产品采购及仓储和配送相关业务的年度计划制定与考核。近年来，公司不断加强对上游供应商的合作，提升客户满意度，获得上游配送权的能力持续提升。公司已与OCD、雅培、西门子、希森美康、积水等众多国内外知名企业建立良好的业务合作关系。截至2020年末，公司上游供货商超过1,200家，经销品种超过19,000个，基本覆盖了体外诊断领域的主要检验项目。为了保障服务产品品种覆盖的全面性和产品供应的及时性，并且能够以相对优惠的价格获得采购商品，公司已与OCD、雅培等品牌制造商（或其一级代理商）签署了经销协议，建立了长期的合作关系。该协议为年度销售框架协议，通过约定产品采购价格、最低采购金额等主要采购条款以压低采购成本。公司与上游供应商货款以现金结算为主，信用额度为3个月左右。

该公司的服务对象为归属于各级医院的医学实验室（主要为医院的检验科，又称临床实验室），还包括第三方医学实验室、体检中心、疾控中心和血站等其他医疗单位所属的医学实验室。为充分利用专业分工优势，将更多资源集中在综合服务方面，公司在流通环节中搭建了“直销和分销相结合”的销售体系，对二级甲等及以上大型医院及第三方检验机构采取直销方式；对其他客户采取分销方式。2018~2020年及2021年第一季度，公司直销客户销售收入分别为30.85亿元、37.39亿元、37.52亿元和11.34亿元；分销客户销售收入分别为28.71亿元、33.07亿元、33.10亿元和9.28亿元。公司直销模式符合国家两票制政策要求，近年来发展较为迅速，但直销业务的账期较分销更长，使得其应收账款规模快速扩张，资产周转效率持续下降，面临了较大的营运资金压力。2018~2020年，公司前五名客户合计销售金额分别为6.37亿元、9.66亿元和4.35亿元，占年销售总额的10.68%、13.69%和6.15%。

图表 12. 公司直销、分销模式介绍

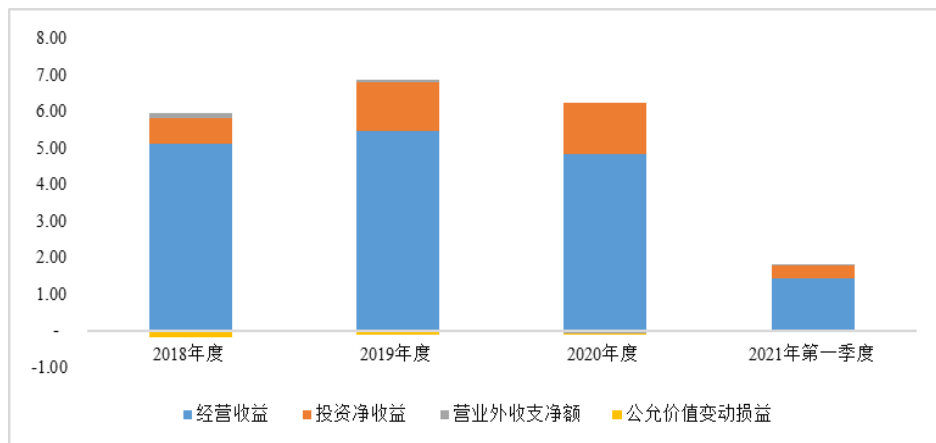
	直销模式	分销模式
适用客户	为华东地区为主的全国重点城市二级甲等及以上医院直接提供体外诊断产品和技术服务	利用各级分销商的销售渠道和分销能力, 扩大对医疗机构的销售和服务覆盖面, 有效降低销售成本和销售难度
服务模式	由润达医疗为终端客户提供综合服务	由润达医疗或分销商为终端客户提供技术服务
结算方式和账期	银行电汇或银行转账, 医院账期一般为 2-6 月	银行电汇或银行转账, 主要采取款到发货方式, 部分重要客户有 3 个月以内的信用期

资料来源: 润达医疗

技术方面, 该公司构建了以 SAP 为核心的软件和信息化管理系统, 以 LIMS (医学实验室信息管理系统) 为核心的客户端软件服务等信息化服务, 形成了高效、规范的信息化管理体系, 系统覆盖了采购销售、技术和物流服务、客户关系、财务管理、质量控制等各个方面, 实现了对数量庞大、品种繁多的仪器和试剂耗材的有效管理, 并且能够及时跟踪技术服务的效果, 实时掌握客户需求。

(1) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据润达医疗所提供数据绘制

该公司利润主要来源于主业盈利, 2020 年及 2021 年第一季度, 公司毛利润分别为 19.12 亿元和 5.37 亿元, 分别同比变化-0.04 亿元和 2.43 亿元。2020 年公司毛利润小幅下滑, 主要系受新冠疫情短期影响所致。随着疫情影响逐步消退及公司业务范围的进一步扩大, 公司利润水平有所上升。

从费用支出情况来看, 随着该公司经营规模的扩大, 公司期间费用规模有所增长, 但整体费用控制情况较好。2020 年及 2021 年第一季度, 公司期间费用合计分别为 13.35 亿元和 3.57 亿元, 期间费用率分别为 18.89% 和 17.32 %。公司期间费用以销售费用和管理费用为主, 财务费用支出较少。由于业务范围扩大, 公司员工数量快速增长, 员工数量从 2019 年末的 2,490 人增长至 2020 年末的 2,771 人, 员工薪酬费用相应增长, 同时由于公司业务拓

展力度加大及存货报废⁶增加等原因，公司销售费用和管理费用规模有所增长。同期，公司销售费用分别为 6.42 亿元和 1.75 亿元；管理费用分别为 4.52 亿元和 1.15 亿元。同期，公司资产减值损失及信用减值损失分别为 0.63 亿元和 0.27 亿元，主要系计提应收款项融资减值损失和应收账款坏账准备。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	59.64	70.52	70.69	20.64
毛利（亿元）	16.41	19.15	19.12	5.37
期间费用率（%）	16.65	17.70	18.89	17.32
其中：财务费用率（%）	3.16	3.28	3.42	3.25
全年利息支出总额（亿元）	1.88	2.29	2.44	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资收益分别为 1.40 亿元和 0.33 亿元，其投资收益主要来自于国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司⁷、云南赛力斯生物科技有限公司等股权的投资收益。同期，公司分别取得营业外收入为 0.11 亿元和 0.04 亿元，主要为政府补助。同期，公司分别实现净利润 5.04 亿元和 1.50 亿元。公司自成立以来专注于体外诊断产品领域，在多年的经营中，不断结合行业政策和市场发展，完善公司的服务体系，提升服务能力，扩大服务区域。公司具有一定整体综合服务优势、服务网络和客户资源优势、以及自产产品差异化的竞争优势，未来随着国家宏观经济的改善、公司发展战略的实施、公司综合服务的水平的不断提高、经营规模的不断扩大，公司市场竞争力和盈利能力有望获得进一步提升。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益（万元）	7,009.63	13,111.84	13,985.73	3,326.89
其中：理财产品（万元）	312.70	274.85	515.71	143.18
国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司	2,891.51	5,280.02	6,958.87	2,046.57
B. C. LTD.	-646.98	-467.32	-264.87	-

⁶ 该公司对自用固定资产进行了更新，同时根据《医疗器械监督管理条例》等规定，体外诊断试剂及耗材一旦过期不允许销售且无转让价值，故予以报废并送交相关机构进行焚烧处理。2020 年公司存货报废合计 6,559.89 万元，主要是体外诊断试剂及耗材过期。由于医院的试剂耗材用量与就诊人次相关，就诊人次的变化难免产生与公司订单预测的偏差，同时公司严格按照药监局的要求对过期产品进行报废处理，因此，随着公司业务规模的扩大，报废总量有所上升，但整体占比保持稳定。目前，公司一方面通过集团化采购平台的搭建，逐步优化库存结构，盘活集团各子公司库存商品的周转，降低报废总量；另一方面，通过 B2B 供应链管理信息系统的推广，提高客户需求预测的准确性，进一步降低备货风险。

⁷ 国药润达为该公司与国药控股医疗器械有限公司（简称“国药控股”）于 2015 年 8 月合资设立的参股公司，其中公司持股 49%，国药控股医疗器械有限公司持股 51%。国药润达与公司管理层共同设立了国润供应链，国润供应链主营业务为医学检验产品及综合服务集约化供应及集成服务。公司拟整合国药控股成熟的销售网络扩展公司上海地区业务范围。

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
上海润达盛瑚投资管理中心（有限合伙）	324.08	-455.93	-65.38	-
上海润祺投资管理中心（有限合伙）	20.93	-261.45	725.96	-
上海润帛投资管理中心（有限合伙）	-87.49	3,362.65	-706.39	-
云南赛力斯生物科技有限公司	1,263.81	1,377.40	1,182.00	359.51
芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）	824.88	3,222.59	813.34	-
上海瑞美电脑科技有限公司	773.05	584.45	-	-
营业外收入（万元）	1,551.07	1,277.77	1,135.11	356.12
其中：政府补助	1,406.77	1,243.82	1,111.48	292.90
公允价值变动损益（万元）	-1,975.50	-1,117.94	-358.92	-

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

(2) 运营规划/经营战略

根据战略规划，该公司计划未来 3~5 年内将持续深耕体外诊断服务领域，以传统流通服务为抓手、以医学实验室升级为契机、以医学实验室综合服务为纽带、以第三方实验室业务为补充，加快自主研发产品差异化布局进程，以实现成为我国医学实验室的整体综合解决方案服务商为战略目标，在以下三个方面持续发展：一是扩大经营规模，完善并加强全国化服务平台建设，将现有成熟的以综合服务为核心的经营模式推广复制到更多的区域中去，加强投资企业整合，提升业务协同；二是通过提升综合服务的水平，不断完善综合服务的模式，最终成为一个整体综合解决方案提供商；三是完善、加强自主品牌产品体系建设，提升竞争优势。

为完善并加强全国化服务平台建设，该公司不断通过收购及自建的方式拓展辐射全国的体外诊断流通网络，提升区域竞争能力。2020 年以来，公司以 4.00 亿元增资了杭州润达医疗管理有限公司 100% 股权（简称“杭州润达”），又以杭州润达为主体收购了上海润林医疗科技有限公司（简称“上海润林”）56% 股权、合肥三立医疗科技有限公司（简称“合肥三立”）65% 股权和苏州润赢医疗设备有限公司（简称“苏州润赢”）35% 股权。公司现阶段对外投资项目较多，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性，且使得公司面临了一定的商誉减值等投资风险。

图表 16. 公司 2020 年以来主要对外投资情况（单位：亿元、%）⁸

投资时间	被投资单位名称	业务介绍	投资对价	最新持股比例	已支付	尚未支付	是否并表
2020 年 6 月	杭州润达医疗管理有限公司	体外诊断产品流通与服务商	4.00	100.00	3.50	0.50	是
2020 年 4 月	上海润林医疗科技有限公司	以病理产品为主的体外诊断产品流通与服务商	0.54	15.00	0.54	0.70	是
2021 年 1 月			1.33	56.00	0.63		

⁸ 上海润林医疗科技有限公司、合肥三立医疗科技股份有限公司及苏州润赢医疗设备有限公司为杭州润达医疗管理有限公司投资，为杭州润达医疗管理有限公司的子公司。

投资时间	被投资单位名称	业务介绍	投资对价	最新持股比例	已支付	尚未支付	是否并表
2021年1月	合肥三立医疗科技有限公司	安徽地区体外诊断产品流通与服务商	1.95	65.00	0.95	1.00	是
2020年8月	苏州润赢医疗设备有限公司	江苏地区体外诊断产品流通与服务商	1.51	35.00	1.51	—	否

资料来源：根据润达医疗提供的数据整理

注：公司按照收购时的协议约定，按照被收购公司的近3年审计数据及其他约定情况进行分批支付相关投资款项。

该公司项目建设主要围绕可转债募投项目综合服务扩容项目展开，该项目投资金额为6.61亿元，建设内容主要包括采购仪器设备、信息化服务体系升级与开发和铺底流动资金，预计投入资金分别为4.96亿元、0.23亿元和1.42亿。其中采购仪器设备、铺底流动资金使用主要系为日常经营向医疗机构等客户提供体外诊断仪器设备及试剂、耗材，项目具体实施地点为各客户所在地。该项目完工时间预计为2023年3月，运营期为5年。预计项目达产后可实现年均销售收入90,611.78万元、年均净利润7,781.91万元；本项目税后内部收益率（IRR）为20.20%。项目建成后可进一步完善公司实验室综合服务能力。截至2021年3月末，公司已投入金额为2.78亿元，后续仍需投入3.82亿元。

图表 17. 项目投资概算（单位：万元）

项目名称	预计总投资金额	内容
采购仪器设备	49,578.33	分两年采购，其中第一年采购仪器设备金额25,156.67万元，第二年采购仪器设备金额24,421.67万元。
信息化服务体系升级与开发	2,324.50	SAP系统升级改造、SIMS系统及B2B系统升级改造、POCT管理系统开发等
铺底流动资金	14,182.60	—
合计	66,085.43	—

资料来源：润达医疗

目前，该公司已基本完成对全国的流通业务布局。未来将主要围绕子公司整合开展工作，暂无较大资本性支出计划。公司计划通过银行借款、债券融资的方式满足资金需求，关注投融资情况。

管理

2021年5月，由于杭州市区划调整，该公司实际控制人由杭州市下城区人民政府变更为杭州市拱墅区人民政府。公司控股股东下城区国有投资控股集团有限公司及其控股股东杭州市下城区财政局拟进行人员整合、名称变更等相关调整，目前相关调整仍在进行中，该事项未对公司经营产生重大影响。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。

该公司于2019年9月发生了实际控制人变更事项。杭州市下城区国有投

资控股集团有限公司（简称“下城国投”）通过持有公司 20.02% 的股份，并合计拥有股东大会 27% 的表决权⁹成为公司控股股东。公司实际控制人由刘辉和朱文怡变更为杭州市下城区人民政府。2021 年 5 月 9 日，根据《国务院关于同意浙江省调整杭州市部分行政区划的批复》（国函〔2021〕29 号），杭州市进行了区划调整，撤销原下城区、拱墅区，并新设立拱墅区。公司实际控制人由杭州市下城区人民政府变更为新的杭州市拱墅区人民政府。本次区划调整后，公司控股股东下城国投及国投集团的控股股东杭州市下城区财政局拟进行人员整合、名称变更等相关调整，目前相关调整仍在进行中，预计不会对公司经营产生重要影响。公司股权状况详见附录一。

按照《朱文怡、冯荣等 7 方与杭州市下城区国有投资控股集团有限公司、刘辉关于上海润达医疗科技股份有限公司之股份转让协议》的各方约定，朱文怡、冯荣、卫明及刘辉（作为补偿义务人承诺公司 2020 年度、2021 年度、2022 年度经审计的净利润分别不低于人民币 32,000 万元、35,000 万元、38,000 万元，每股收益分别不低于人民币 0.55 元、0.60 元、0.66 元（每股收益，即为当年度经审计合并报表项下的基本每股收益（扣非前后孰低））。若出现公积金转增股本、配股、送红股、股份回购等股本变动事项的，每股收益指标相应调整，若目标公司发行股份购买资产的，每股收益指标不做调整。因润达医疗实施再融资，是否调整每股收益由各方另行协商确定），且目标公司 2020 年至 2022 年各年度合并报表项下少数股东损益为正。该协议的签订对公司相关期限内的经营利润形成了较好保障。2020 年公司实现净利润 5.04 亿元，完成了当年业绩承诺。

该公司关联交易主要涉及与联营企业之间的商品购销、关联担保及与关联方的应收、应付款等，在购销活动占比不大，对公司经营业绩影响较为有限。公司关联购销主要为满足正常经营所发生的出售商品和提供劳务、采购商品和接受劳务等，其交易价格以市场价格为基础协商确定。2020 年度，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 6.45 亿元，占营业收入比例为 9.12%；向关联方购买商品和接受劳务的金额为 2.31 亿元，占营业成本的比例为 4.48%。公司关联担保主要为对青岛益信医学科技有限公司、上海惠中医疗科技有限公司（简称“上海惠中”）、济南润达生物科技有限公司、山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司、哈尔滨润达康泰生物科技有限公司等子公司的担保，2020 年末关联担保余额为 18.26 亿元。此外，公司作为被担保方，共获得朱文怡、刘辉、青岛益信、上海惠中等的关联担保金额为 9.41 亿元。截至 2020 年末，公司对关联方的应收账款、预付账款、其他应收款合计余额为 2.12 亿元，对关联方的应付账款及其他应付款余额为 1.28 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2021 年 5 月 25 日）及相关资料，公司及核心子公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外根据公开信息，公司债券偿付正常，无违约事项。

⁹ 根据《朱文怡、冯荣等 7 方与杭州市下城区国有投资控股集团有限公司、刘辉关于上海润达医疗科技股份有限公司之股份转让协议》及附件协议，冯荣、卫明将合计 6.98% 的表决权授权给下城国投，下城国投合计持有 27% 的公司股东大会表决权。

图表 18. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021/5/25	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/6/21	无	无	无	无
重大诉讼	公开信息披露	2021/6/21	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2021/6/21	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2021/6/21	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2021/6/21	无	无	无	无

资料来源：根据润达医疗所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司债务规模进一步增大，且结构偏短期，存在较大的即期偿债压力。公司下游客户回款周期较长，且应收账款及应收款项融资等规模持续上升，进一步增大了公司营运资金压力。此外，公司商誉资产规模大，面临减值风险。但公司主业创现能力较好，可为债务偿付提供较好保障。

1. 数据与调整

该公司原聘请的立信会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“立信”）已经连续 10 年为公司提供审计服务。由于公司控股股东于 2019 年 10 月发生变更，参考国资委相关规定，公司决定不再聘请立信为公司 2020 年度审计机构，决定聘任亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2020 年度的审计机构。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。公司 2021 年财务报表未经审计。

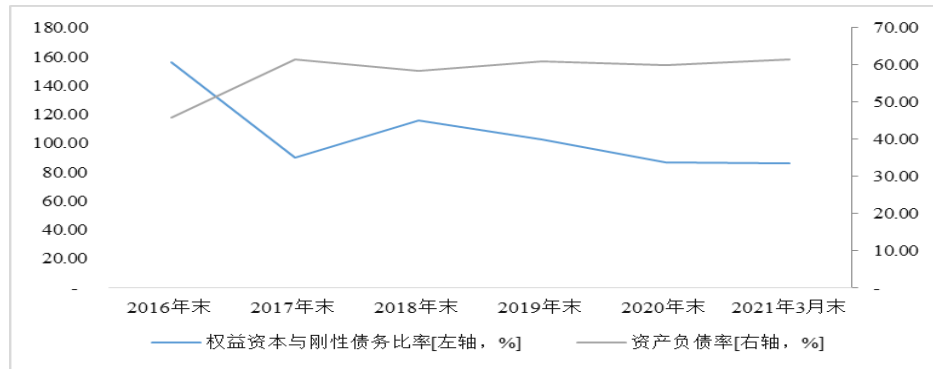
从该公司近年来投资并购活动较频繁，业务扩张较快，财务数据变化较大。2020 年合并范围新增 9 家子公司，当年通过非同一下合并新增重庆润达康泰医疗器械有限公司、077801B.C.LTD.2 家一级子公司，并新设长春金泽瑞祥医学科技有限公司、逸仙检验（广东）有限公司、青岛润达医疗科技有限公司、浙江橙原生物技术有限公司、惠中诊断技术股份有限公司、国润优科医疗恩施有限公司等 6 家子公司。2021 年第一季度，公司合并范围新增上海润林、成都润理医疗科技有限公司、润理供应链管理（上海）有限公司、润理人工智能科技（上海）有限公司、合肥三立、杭州平博生物技术有限公司等 6 个子公司，注销上海昆涑实业发展有限公司 1 家子公司。截至 2021

年3月末，公司纳入合并范围子公司共54家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

2020年末及2021年3月末，该公司资产负债率分别为59.91%和61.47%，较2019年末变化不。跟踪期内，公司业务规模扩大、对外投资增加，债务融资规模增大致使负债总额进一步上升，但总体财务杠杆仍处于合理范围。依托主业较好的盈利情况，公司近年盈余公积金及未分配利润均呈逐年增长趋势。此外，公司近年还多次通过上市、非公开发行股票等方式提升资本实力，整体权益资本补充能力较好。2020年公司现金分红数为0.66亿元，分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比率的20.02%。

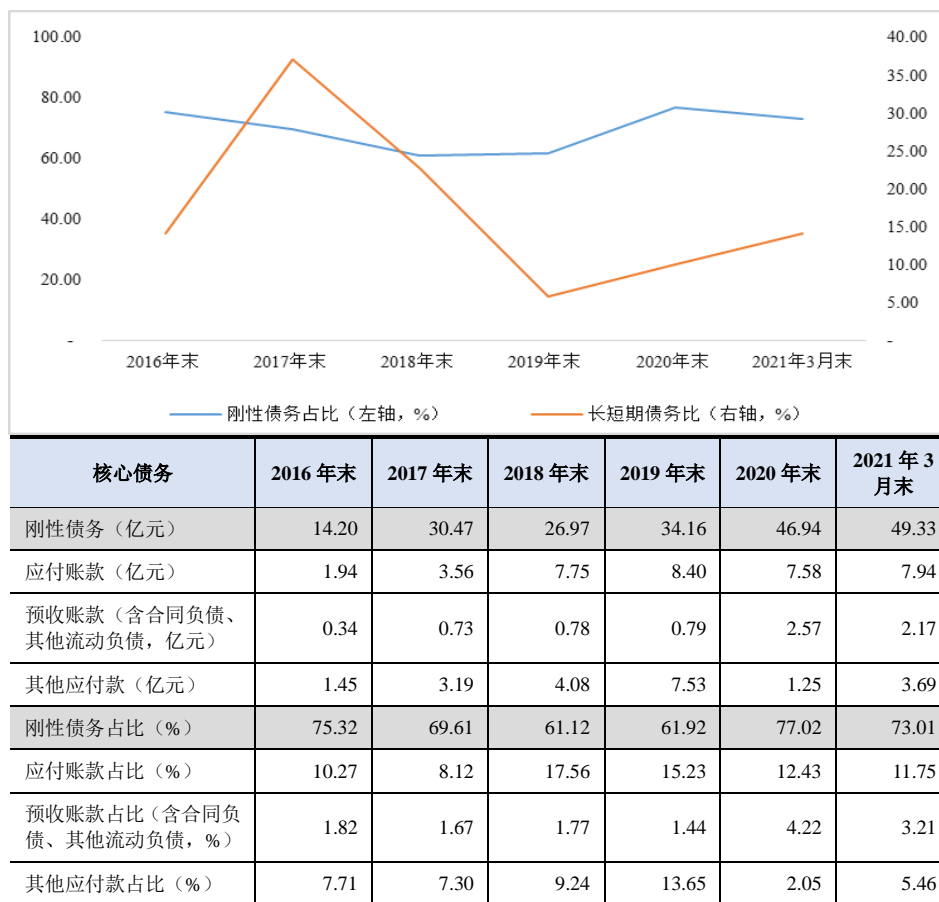
图表 20. 公司近年分红情况

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
现金分红数（亿元）	0.24	0.44	0.55	—	0.66
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	1.16	2.19	2.62	3.10	3.30
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	20.74	20.09	21.02	—	20.02

资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务及应付账款构成。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司刚性债务总额分别为 46.94 亿元和 49.33 亿元，分别占负债总额的 77.02%和 73.01%。2020 年末，公司应付账款余额为 7.58 亿元，主要为应付货款；其他应付款余额为 1.25 亿元，主要为应付垫款、借款及往来款、押金及保证金等。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	11.98	18.72	18.89	31.50	41.87	42.89
其中：短期借款	10.98	16.93	15.46	23.17	37.58	38.30
一年內到期的长期借款	0.01	0.64	0.81	1.40	1.30	1.50
应付票据	0.17	0.00	0.19	2.04	1.80	1.80
其他短期刚性债务	0.83	1.15	2.44	4.88	1.19	1.29
中长期刚性债务合计	2.22	11.75	8.07	2.66	5.08	6.45
其中：长期借款	1.13	1.85	2.52	1.29	0.40	1.20

刚性债务种类	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
应付债券	-	9.27	3.06	-	4.41	4.47
其他中长期刚性债务	1.09	0.63	2.49	1.37	0.27	0.78
综合融资成本（年化，%）	5.00	5.80	6.65	5.88	4.87	4.97

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

该公司刚性债务结构偏短期，跟踪期内债务规模随公司业务范围的扩大有所增长。2020年末及2021年3月末，公司刚性债务总额分别为46.94亿元和49.33亿元；同期末，公司应付债券分别为4.41亿元和4.47亿元，主要为“润达转债”；一年内到期的长期应付款分别为1.19亿元和1.29亿元，主要为应付融资租赁款。截至2021年3月末，公司银行借款规模为41.00亿元，其中短期借款为38.30亿元，规模有所增大，主要系2020年取得低成本疫情专项贷款置换高成本融资租赁款、支付预付货款等满足运营资金需求所致；长期借款为1.20亿元，主要由保证借款构成；一年内到期的长期借款为1.50亿元，以质押借款为主。公司银行借款融资成本在2.85%-10.20%之间。

图表 23. 公司 2021 年 3 月末银行借款构成（单位：亿元）

借款类别	信用借款	抵押借款	保证借款	质押借款	合计	利率区间
短期借款	9.93	0.12	17.41	10.84	38.30	2.85%-10.20%
一年内到期的长期借款	—	—	0.20	1.30	1.50	4.65%-7.20%
长期借款	—	—	1.10	0.11	1.20	4.65%-7.20%
合计	9.93	0.12	18.71	12.24	41.00	—

资料来源：润达医疗

该公司融资成本主要在4%-5%之间，公司融资成本自2019年引入国资控股股东后有所下降。截至2021年3月末，公司一年以内的刚性债务占比为86.23%，占比较高，存在较高的短期债务偿付压力。

图表 24. 公司 2021 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)	2~3年(不含3年)	3~5年(不含5年)	5年及以上
3%以内	0.24	—	—	—	—
3%~4% (不含4%)	3.28	—	—	—	—
4%~5% (不含5%)	28.15	0.43	0.46	0.32	0.16
5%~6% (不含6%)	3.15	—	—	—	4.47
6%~7% (不含7%)	2.56	0.02	0.39	0.01	0.12
7%及以上	4.17	0.20	0.06	—	—
合计	41.55	0.65	0.91	0.33	4.75

资料来源：润达医疗

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	251.45	218.86	223.28	222.91	246.29	—
营业收入现金率（%）	108.34	103.09	105.89	106.22	108.27	92.58
业务现金收支净额（亿元）	0.69	1.91	9.34	9.12	8.06	-0.87
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.94	-2.79	-3.95	-6.65	-4.83	-1.16
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-1.25	-0.88	5.39	2.47	3.23	-2.03
EBITDA（亿元）	3.36	6.59	10.02	11.70	12.03	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.34	0.29	0.35	0.38	0.30	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.52	6.02	5.34	5.11	4.93	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2020 年，该公司营业周期为 246.29 天，营运周期较长主要系公司所处商业流通行业下游回款周期较长，同时公司不断由华东市场向全国范围扩展，新增的控股子公司应收账款合并及回款相对较慢的直销业务占比较大所致。2020 年，公司营业周期较上年增加 23.38 天，主要系应收账款由于东北、华北等局部地区受疫情影响应收账款增加，周转速度下降所致。此外随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款存在进一步增大的可能性，关注账款回款情况。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.23 亿元和-2.03 亿元，整体较稳定。2021 年第一季度，经营性现金流呈净流出状态，主要系回款集中于下半年，且当期公司应收款项规模增大所致。2020 年，该公司 EBITDA 为 12.03 亿元，整体随业务范围的扩大而增加。但公司刚性债务增长较快，致使 EBITDA 对债务的保障程度有所下降。同期，EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.30 倍；EBITDA 对全部利息支出的保障倍数为 4.93 倍。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.45	-13.18	-1.48	-0.51	-6.95	-0.47
其中：理财产品投资回收与支付净额	—	-0.30	0.13	0.13	-0.44	0.74
其中：与主业有关的投资净额	-5.45	-12.88	-1.61	-0.38	-6.51	-1.21
购建与处置固定资产、无形资产及其他	-2.83	-3.43	-2.52	-2.30	-3.18	-0.44

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
长期资产形成的净流入额						
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.01	-0.89	0.99	-0.00	-0.01	-0.01
投资环节产生的现金流量净额	-8.29	-17.50	-3.01	-2.81	-10.13	-0.91

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

2020年及2021年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-10.13亿元和-0.91亿元。其中2020年公司收购苏州润赢、上海润林、合肥三立等公司股权、新设子公司、支付分期股权收购款、推进综合扩容项目建设，同时公司根据业务发展需求增加了仪器设备的投入，致使投资活动现金流呈净流出状态。公司近年投资均围绕体外诊断流通领域区域布局及生产业务领域，已基本完成对全国的流通业务布局，未来将主要围绕子公司整合开展工作，暂无较大资本性支出计划。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
权益类净融资额	10.39	-0.62	-2.17	-3.19	-3.36	-1.23
债务类净融资额	6.27	16.23	-5.54	8.33	12.67	1.17
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.02	-1.16	3.44	-2.56	-1.25	-0.03
筹资环节产生的现金流量净额	16.68	14.45	-4.28	2.58	8.06	-0.09

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

注：其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要为融资租赁款融资额

2020年及2021年第一季度，该公司筹资性净现金流分别为8.06亿元和-0.09亿元，其中2020年公司发行5.50亿元“润达转债”同时取得借款规模增大，致使筹资活动现金流呈大额净流入状态。公司未来无较大资本支出需求，但为满足营运资金需求，公司仍将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，关注财务杠杆变化情况。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年 末	2017年 末	2018年 末	2019年 末	2020年 末	2021年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	27.22	38.39	42.84	56.37	62.27	65.77
	66.25	53.88	56.80	62.40	61.19	59.83
其中：货币资金（亿元）	9.20	5.50	3.73	8.44	8.35	5.42
应收款项（亿元）	9.33	18.94	24.37	30.74	34.55	40.20
存货（亿元）	6.74	10.41	11.48	11.77	11.54	12.70
其他应收款（亿元）	0.79	0.77	0.69	1.41	1.63	1.82

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
其他流动资产（亿元）	0.11	1.32	1.29	0.30	0.32	0.41
预付款项（亿元）	1.05	1.38	1.26	2.40	3.92	3.98
应收款项融资（亿元）	-	-	-	2.70	3.94	4.91
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	13.86	32.86	32.59	33.96	39.49	44.17
	33.75	46.12	43.20	37.60	38.81	40.17
其中：固定资产（亿元）	5.67	7.62	8.68	8.63	9.11	7.15
在建工程（亿元）	0.19	0.07	0.01	0.25	0.21	0.23
商誉（亿元）	4.81	16.70	16.56	17.14	17.94	20.17
长期股权投资（亿元）	1.94	5.52	4.88	5.06	8.85	8.69
期末全部受限资产账面金额（亿元）	8.34	12.34	27.51	29.06	21.95	22.99
受限资产账面余额/总资产（%）	20.30	17.32	36.47	32.17	21.57	20.91

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

注：应收款项包括应收票据、应收账款、应收款项融资

截至2020年末及2021年3月末，该公司总资产分别为101.77亿元和109.94亿元。从资产期限结构来看，跟踪期内公司资产仍主要集中于流动资产，同期末流动资产占比分别为61.19%和59.83%。

从流动资产构成来看，该公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、存货、预付款项和应收款项融资等构成。截至2020年末，公司货币资金为8.35亿元，年末受限货币资金1.79亿元，主要为用于担保的定期存款或通知存款、银行承兑汇票保证金，此外公司募集资金账户余额为0.12亿元；年末，应收款项为34.55亿元，应收账款中医院占比约为71.06%（其中二级及三级医院为主，占比超过90%），整体信誉较好。按照区域划分，公司应收账款主要集中于华东地区、东北地区及华北地区，占比分别为47.84%、20.70%和13.97%。由于行业特性，公司应收账款余额规模很大。公司应收账款账龄集中在1年以内，公司近年应收账款增幅较快，主要是公司收入规模增长、投资新增的控股子公司应收账款合并及回款相对较慢的直销业务占比上升等因素所致。由于业务范围扩大，公司计提应收账款坏账准备也有所增长，年末公司累计计提应收账款坏账准备2.08亿元。此外，公司针对应收账款回收还成立了专门的催收小组并实施了奖惩考核机制。公司直销业务客户的回款周期偏长，未来随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款压力进一步增大的可能性，关注账款回款情况。年末，公司预付款项为3.92亿元，主要为预付货款及融资租赁款等，较上年末增长63.43%，主要系公司为2020年末续贷资金受托支付、尚未到货结算所致；存货为11.54亿元，主要为库存商品（以试剂和耗材为主），年末存货跌价准备为493.58万元。公司存货规模较大，主

要系经营规模扩大，且为加快供应链响应速度，公司加大了库存备货额¹⁰，加之新增控股子公司存货合并等因素影响所致，需关注市场原因、质量问题和周转速度导致的存货跌价风险。此外，公司交易性金融资产为 1.70 亿元，主要包括银行理财产品；其他应收款为 1.63 亿元，主要系招投标、业务合作保证金。

从非流动资产构成来看，由于公司近年投资并购活动较多，因此非流动资产主要集中于固定资产、商誉和长期股权投资等。2020 年末，公司固定资产为 9.11 亿元，主要由仪器设备及融资租入的固定资产构成。商誉资产为 17.94 亿元，主要为收购长春金泽瑞祥医学科技有限公司（简称“长春金泽瑞”）、北京东南悦达医疗器械有限公司、杭州怡丹生物技术有限公司（简称“杭州怡丹”）、山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司和 1077801B.C.LTD. 等公司股权溢价，相关公司不涉及业绩承诺。截至 2020 年末，公司累计对北京惠中医疗器械有限公司计提商誉减值 0.38 亿元¹¹。公司商誉资产规模较大，仍存一定减值风险。同年末，公司长期股权投资为 8.85 亿元，由于新增苏州润赢、上海通用润达、上海润林等参股公司股权，较上年末增长 74.82%。此外，公司长期待摊费用为 1.14 亿元，主要由装修费及黑龙江龙卫精准医疗中心建造装修工程组成；年末递延所得税资产为 1.12 亿元，主要为资产减值准备、可抵扣亏损等构成。

2021 年 3 月末，该公司货币资金较上年末下降 35.11% 至 5.42 亿元，主要是上年受疫情影响部分地区回款速度有所下降，公司使用货币资金账户用于日常经营所致；交易性金融资产由于理财产品到期赎回较上年末减少 43.02% 至 0.97 亿元；由于会计科目调整，公司将经营非豁免租赁资产入表、固定资产融资租赁净值由“固定资产”重分类入“使用权资产”，致使使用权资产增加至 4.44 亿元。同期末，公司其他资产会计科目未发生较大变化。

截至 2020 年末，该公司受限资产账面价值合计 21.95 亿元，主要由抵押受限的杭州怡丹 45% 股权、长春金泽瑞 60% 股权、货币资金、固定资产及应收账款等构成，其中质押的子公司股权主要系用于获取并购贷款。公司受限资产规模较大，关注后续再融资能力。

图表 29. 截至 2020 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	1.79	抵押及冻结
杭州怡丹 45% 股权	2.81	质押
长春金泽瑞 60% 股权	10.62	质押
无形资产-土地使用权	0.13	抵押

¹⁰ 该公司的业务围绕着各类医院检验科的日常需求开展，须及时、准确地为客户提供产品和服务，以确保医院（尤其是急诊检验）对病患及时响应和正常运作，公司所提供的产品多为原装进口的仪器、试剂及耗材，其订货到货周期平均为 2-3 个月。因此，按照行业惯例以及公司保障客户服务的及时性和有效性，公司一般会根据预计客户的需求情况准备 2-3 个月安全库存。

¹¹ 国内同类产品纷纷上市，市场竞争加剧，公司当年未对其进行商誉减值。

受限资产	账面价值	受限原因
固定资产-房屋建筑物	0.94	抵押
固定资产-融资租入固定资产	1.42	融资租赁
本公司应收账款	1.48	质押
青岛益信应收账款	1.08	质押
山东鑫海应收账款	0.61	质押
武汉优科联盛应收账款	0.80	质押
云南润达康泰应收账款	0.03	质押
上海惠中生物应收账款	0.24	质押
合计	21.95	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	164.68	120.30	119.18	108.11	112.33	111.07
速动比率 (%)	117.55	83.36	83.73	80.93	84.45	82.90
现金比率 (%)	56.12	17.72	10.73	19.06	19.46	12.06

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

跟踪期内，该公司发行可转债后债务结构有所好转，资产流动指标有所提升。2020 年及 2021 年第一季度，公司流动比率分别为 112.33% 和 111.07%；速动比率分别为 84.45% 和 82.90%；现金比率分别为 19.46% 和 12.06%。2020 年，公司剔除受限资产后的流动比率和速动比率分别为 101.47% 和 73.59%。

6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2021 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事体外诊断流通及服务业务的经营，能获得一定营业利润。但公司资产以较难变现的非流动资产为主，债务结构偏短期，存在一定资金偿付压力。

该公司本部资产以非流动资产为主，截至 2020 年末，公司本部资产总额为 67.85 亿元，其中流动资产 24.69 亿元，非流动资产 43.16 亿元。公司本部流动资产以应收账款、存货和其他流动资产为主。2020 年末，公司本部应收账款 8.21 亿元，主要为二级以上医院的应收款项，其中应收账款前五名占比为 24.77%；存货为 4.30 亿元，以库存商品为主；其他流动资产为 2.04 亿元，主要为银行理财和结构化存款。公司本部非流动资产以长期股权投资为主，

2020 年末账面价值为 38.68 亿元，主要系对青岛益信、山东鑫海、北京惠中、杭州怡丹、东南悦达、长春金泽瑞等子公司的投资款。2020 年末，公司本部资产负债率为 67.22%，处于偏高水平。

该公司刚性债务主要集中于母公司，2020 年末刚性债务合计数为 26.65 亿元，占公司合并口径的 56.78%。截至 2020 年末，公司本部负债总额为 45.61 亿元，其中流动负债 40.88 亿元，非流动负债 4.73 亿元。公司本部流动负债以短期借款、预收账款（含合同负债）及一年内到期的非流动负债为主。2020 年末，公司本部短期借款为 18.44 亿元；预收账款（含合同负债）为 9.45 亿元，主要为预收货款；一年到期的非流动负债为 2.17 亿元，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的融资租赁款。公司本部非流动负债以应付债券为主，2020 年末金额为 4.41 亿元。

外部支持因素

截至 2021 年 3 月末，该公司共获得银行授信合计人民币 42.38 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币 6.68 亿元。公司于 2019 年发生实际控制人变更事项，由民营企业变为地方国有企业，融资能力得到提升，获得授信规模有所增加。同时，作为地方国有企业，能获得一定金融机构信贷支持。其中，公司获得工农中建交五大商业银行综合授信 8.23 亿元。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	42.38	42.38	35.7	2.85%-6.45%	质押/抵押/公司担保/自然人担保/信用
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	8.23	8.23	8.01	3.45%-4.79%	抵押/公司担保/自然人担保/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	19.42	19.42	22.44	—	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。

本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

跟踪评级结论

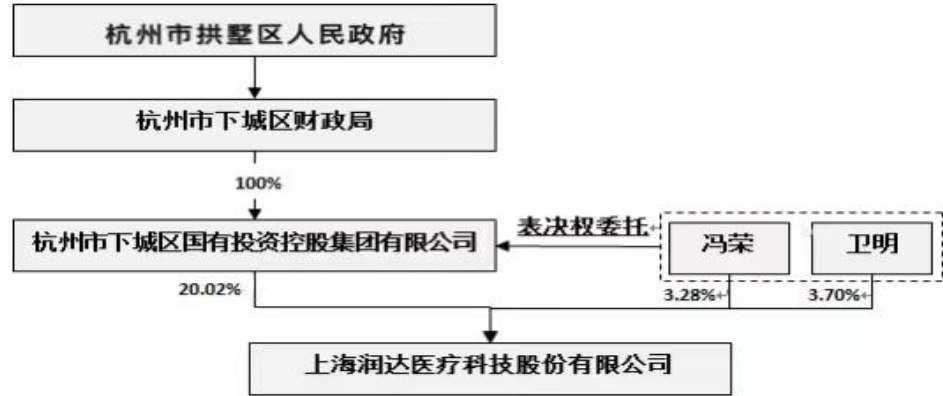
该公司是体外诊断产品流通企业，在华东地区知名度较高。公司近年通过收购及新设子公司的形式实现了业务的快速扩张。2020 年上半年，新冠疫情爆发后终端门诊量、手术量、体检人数等出现阶段性的大幅减少，对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响。2020 年下半年起，随着全国疫情得到有效控制，医院逐步恢复正常就诊活动，公司各项业务快速恢复。

2021 年 5 月，由于杭州市区划调整，该公司实际控制人由杭州市下城区人民政府变更为杭州市拱墅区人民政府。公司控股股东下城区国有投资控股集团有限公司及其控股股东杭州市下城区财政局拟进行人员整合、名称变更等相关调整，目前相关调整仍在进行中，该事项未对公司经营产生重大影响。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。

跟踪期内，该公司债务规模进一步增大，且结构偏短期，存在较大的即期偿债压力。公司下游客户回款周期较长，且应收账款及应收款项融资等规模持续上升，进一步增大了公司营运资金压力。此外，公司商誉资产规模大，面临减值风险。但公司主业创现能力较好，经营性现金流持续净流入，可为债务偿付提供较好保障。

附录一：

公司与实际控制人关系图

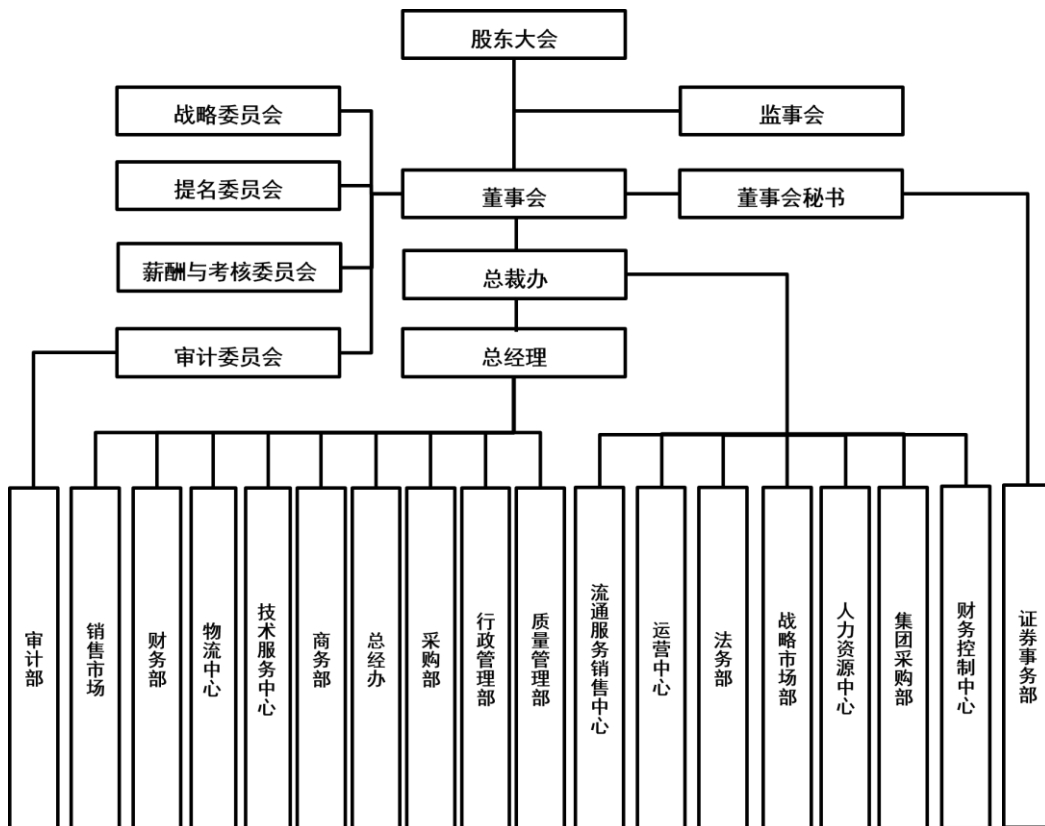


注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至报告日）

注：杭州市下城区国有投资控股集团有限公司及杭州市下城区财政厅相关名称调整待明确

附录二：

公司组织结构图



注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例	主营业务	2020年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海润达医疗科技股份有限公司	润达医疗	本级	—	流通	26.65	22.24	22.51	1.19	4.81	
上海惠中医疗科技有限公司	惠中医疗	一级子公司	100%	生产、研发	0.66	2.21	0.86	0.04	-0.12	
上海惠中诊断技术有限公司	惠中诊断	一级子公司	100%	流通	0.44	0.17	1.77	-0.01	0.20	
上海惠中生物科技有限公司	惠中生物	一级子公司	100%	生产、研发	0.48	0.64	1.08	0.10	-0.30	
青岛益信医学科技有限公司	青岛益信	一级子公司	100%	流通	3.20	2.73	6.05	0.27	0.55	
济南润达生物科技有限公司	济南润达	一级子公司	70%	流通	0.96	1.00	2.12	0.17	0.14	
哈尔滨润达康泰生物科技有限公司	哈尔滨润达	一级子公司	100%	流通	1.61	1.52	1.44	-0.07	-0.08	
上海昆涑生物科技有限公司	昆涑生物	一级子公司	60%	生产、研发	0.15	0.30	0.85	0.12	0.00	
上海润达榕嘉生物科技有限公司	润达榕嘉	一级子公司	51%	流通	0.80	0.28	2.91	0.08	0.35	
苏州润达汇昌生物科技有限公司	苏州润达	一级子公司	51%	流通	0.16	0.49	1.12	0.10	0.05	
黑龙江龙卫精准医学检验中心有限公司	黑龙江龙卫	二级子公司	70%	实验室	1.49	-0.11	0.89	-0.21	-0.24	
杭州怡丹生物技术有限公司	杭州怡丹	一级子公司	57%	流通	1.60	2.01	5.25	0.48	-0.50	
山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司	鑫海润邦	一级子公司	100%	流通	1.65	2.27	5.70	0.24	1.07	
合肥润达万通医疗科技有限公司	合肥润达	一级子公司	40%	流通	0.85	1.19	3.69	0.24	0.38	
北京东南悦达医疗器械有限公司	北京东南	一级子公司	60%	流通	0.00	4.22	6.01	0.56	0.33	
长春金泽瑞医学科技有限公司	长春金泽瑞	一级子公司	60%	流通	0.00	4.87	5.82	1.06	1.41	
云南润达康泰医疗科技有限公司	云南润达康泰	一级子公司	51%	流通	0.34	0.46	1.37	0.15	0.01	
武汉润达尚检医疗科技有限公司	武汉润达尚检	一级子公司	51%	流通	0.15	2.31	3.88	0.54	0.23	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务 余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量	
武汉优科联盛科贸有限公司	武汉优科联盛	一级子公司	51%	流通	0.60	2.26	2.60	0.42	0.44	
上海康复医疗科技有限公司	上海康复	一级子公司	100%	流通	0.00	-0.01	0.72	-0.01	0.05	
上海瑞美电脑科技有限公司	瑞美科技	一级子公司	60%	信息科技	0.00	0.92	1.11	0.19	0.17	
杭州润达医疗管理有限公司	杭州润达管理	一级子公司	100%	流通	7.20	3.37	4.53	0.11	-5.11	

注：根据润达医疗 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额[亿元]	75.43	90.33	101.77	109.94
货币资金[亿元]	3.73	8.44	8.35	5.42
刚性债务[亿元]	26.97	34.16	46.94	49.33
所有者权益[亿元]	31.31	35.16	40.80	42.36
营业收入[亿元]	59.64	70.52	70.69	20.64
净利润[亿元]	4.32	5.11	5.04	1.50
EBITDA[亿元]	10.02	11.70	12.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.39	2.47	3.23	-2.03
投资性现金净流入量[亿元]	-3.01	-2.81	-10.13	-0.91
资产负债率[%]	58.49	61.07	59.91	61.47
权益资本与刚性债务比率[%]	116.09	102.94	86.92	85.86
流动比率[%]	119.18	108.11	112.33	111.07
现金比率[%]	10.73	19.06	19.46	12.06
利息保障倍数[倍]	4.15	4.00	3.61	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	223.28	222.91	246.29	—
毛利率[%]	27.51	27.16	27.04	26.00
营业利润率[%]	9.69	9.60	9.11	8.98
总资产报酬率[%]	10.63	11.04	9.16	—
净资产收益率[%]	14.70	15.38	13.26	—
净资产收益率*[%]	10.93	11.76	11.07	—
营业收入现金率[%]	105.89	106.22	108.27	92.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.88	5.60	6.01	-3.54
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.42	-0.69	-11.88	-4.57
EBITDA/利息支出[倍]	5.34	5.11	4.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.38	0.30	—

注：表中数据依据润达医疗经审计的2018~2020年及2021年第一季度度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	3
		盈利能力	1
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	4
		流动性	8
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2018年5月9日	AA/稳定	贾飞宇、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月25日	AA/稳定	贾飞宇、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AA/稳定	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级	首次评级(含前次评级)	2020年5月25日	AA	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AA	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。