



# 2021年思创医惠科技股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券 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：



# 2021年思创医惠科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-28	2021-3-25

## 债券概况

**债券简称:** 思创转债

**债券剩余规模:** 8.17 亿元

**债券到期日期:** 2027-1-26

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期一次还本, 另附债券赎回及回售条款

## 联系方式

**项目负责人:** 罗力  
luol@cspengyuan.com

**项目组成员:** 万蕾  
wanl@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对思创医惠科技股份有限公司（以下简称“思创医惠”或“公司”，股票代码“300078.SZ”）及其 2021 年 1 月 26 日发行的公司债券（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：医疗信息化行业建设不断发展，为公司提供良好行业环境，跟踪期内公司承接多项千万元级智慧医院建设项目，带动智慧医疗收入增长；同时中证鹏元也关注到，公司被出具保留意见的审计报告，内部控制有待加强，2020 年存在商誉减值情况，需关注商业智能业务经营情况、应收账款回收时间、坏账风险和 Company 可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况。

## 未来展望

- 公司所处行业有较好的发展前景，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险可控。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	53.60	47.22	42.25	34.24
归母所有者权益	31.94	29.46	28.92	21.92
总债务	17.37	12.54	9.20	8.83
营业收入	3.29	14.71	15.74	12.95
净利润	0.29	1.07	1.46	1.41
经营活动现金流净额	-1.80	-0.14	0.04	-0.02
销售毛利率	39.71%	41.53%	40.53%	42.71%
EBITDA 利润率	-	24.16%	21.65%	23.66%
总资产回报率	-	3.69%	5.52%	6.69%
资产负债率	39.79%	36.50%	30.31%	34.38%
净债务/EBITDA	-	1.90	1.19	1.39
EBITDA 利息保障倍数	-	9.29	10.79	12.75
总债务/总资本	36.01%	30.98%	25.50%	31.80%
FFO/净债务	-	34.99%	54.31%	37.33%
速动比率	3.39	1.90	1.99	1.45
现金短期债务比	2.21	0.91	0.85	0.70

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

## 优势

- **医疗信息化行业建设不断发展，为公司提供良好行业环境。**科技水平提高和政府政策引导助力我国医疗信息化行业建设不断发展。中国医疗行业 IT 支出持续增加，2020 年 5G 技术在医疗领域应用取得进步，国家卫生健康委及其他部委密切出台医疗相关政策，推进智慧医疗体系建设，行业市场具备较大发展潜力。
- **公司承接多项千万元级智慧医院建设项目，带动智慧医疗收入增长。**2020 年公司针对防疫工作发布相关解决方案，中标济南市妇幼保健院、苏州大学附属第二医院等多项千万元级智慧医院建设项目和浙江省新昌县数字化智能化医共体项目，陆续完成国家单病种质控平台、国家护理数据质量平台等 7 个国家级医疗业务监管平台承建任务，全年智慧医疗业务收入同比增长超过 20%。

## 关注

- **公司被出具保留意见的审计报告，内部控制有待加强。**2020 年公司自查发现存在大股东杭州思创医惠集团有限公司（以下简称“思创医惠集团”）资金占用问题，审计机构无法就公司思创医惠集团对公司资金占用金额的准确性获取充分、适当的审计证据，因此出具了保留意见的 2020 年度审计报告。截至 2021 年 4 月末，思创医惠集团已归还完毕全部占用资金，但公司需进一步加强和完善内部控制，强化内部审计力度，进一步规范关联方之间的交易和资金往来。
- **需关注商业智能业务未来经营情况。**公司商业智能产品销售覆盖国内市场和海外市场，2020 年在中美贸易战及疫情叠加影响下业务收入下降，考虑到公司商业智能业务销售集中度较高，国外疫情尚未得到有效控制，仍可能对业务需求带来负面影响，需关注业务未来经营情况。
- **需关注应收账款回收时间及坏账风险。**公司应收账款占总资产比重超过 20%，规模较大，需关注款项回收时间及坏账风险。
- **2020 年公司存在商誉减值情况，仍面临商誉减值风险。**2020 年子公司 EWELL HONGKONG LIMITED 发生减值，截至 2021 年 3 月末，公司商誉占期末总资产比重为 12.62%，其中医惠科技有限公司（以下简称“医惠科技”）商誉占比 96.08%，未来若被收购企业经营状况和盈利能力未达预期，公司仍将面临商誉减值风险。
- **需关注公司可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况。**公司业务领域专业技术门类较多、技术迭代速度较快，如果误判技术趋势或研发产出效益不达预期，将对公司发展产生不利影响，需关注公司可能面对的技术创新风险。此外，受资金到位情况、研发情况等因素影响，本期债券募投项目能否实现预期收益尚待观察。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	东华软件	东软集团	卫宁健康	思创医惠	创业慧康
总资产	188.83	164.08	60.57	<b>47.22</b>	52.49
营业收入	91.67	76.22	22.67	<b>14.71</b>	16.33
净利润	5.46	-0.17	5.06	<b>1.07</b>	3.36
经营性现金流	3.26	5.60	3.90	<b>-0.14</b>	2.71
销售毛利率	23.00%	26.21%	54.08%	<b>41.53%</b>	55.42%
资产负债率	46.92%	48.54%	22.17%	<b>36.50%</b>	20.43%

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
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 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2021年1月26日发行6年期8.17亿元公司债券，募集资金原计划用于“互联网+人工智能医疗创新运营服务项目”、“营销体系扩建项目”、“基于人工智能和微服务云架构新一代智慧医疗应用研发项目”和补充流动资金。

根据公司2021年3月发布公告，公司拟将“互联网+人工智能医疗创新运营服务项目”实施主体由公司变更为全资子公司医惠科技，拟使用募集资金33,300.00万元向医惠科技增资，其中5,000.00万元计入医惠科技注册资本，28,300.00万元计入医惠科技资本公积；拟使用“基于人工智能和微服务云架构新一代智慧医疗应用研发项目”募集资金17,000.00万元向医惠科技增资，其中1,200.00万元计入医惠科技注册资本，15,800.00万元计入医惠科技资本公积。

截至2021年3月16日，本期债券募集资金专项账户余额为6.33亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、股本无变化，截至2021年3月末，公司股本总额为869,411,466股，前十大股东合计持股306,709,881股，占总股份比重的35.28%，无控股股东及实际控制人。

**表1 截至2021年3月末公司前十大股东情况**

股东名称	期末持股数量（股）	持股比例	持有有限售条件股份数量（股）	质押或冻结情况
杭州思创医惠集团有限公司	90,912,612	10.46%	0	质押 44,846,866 股
路楠	79,364,500	9.13%	0	-
章笠中	24,601,203	2.83%	18,450,902	质押 18,829,597 股
中国建设银行股份有限公司—中欧创业板两年定期开放混合型证券投资基金	23,562,705	2.71%	0	-
方振淳	21,336,760	2.45%	0	-
全国社保基金一零一组合	20,914,723	2.41%	0	-
浙江富浙股权投资基金管理有限公司—浙江深改产业发展合伙企业（有限合伙）	13,452,914	1.55%	0	-
中国农业银行股份有限公司—嘉实环保低碳股票型证券投资基金	12,293,100	1.41%	0	-



招商银行股份有限公司—中欧嘉和三年持有期混合型证券投资基金	10,836,531	1.25%	0	-
浙江鲲鹏资产管理有限公司—鲲鹏资本—中瑞思创定增1号证券投资基金	9,434,833	1.09%	0	-
<b>合计</b>	<b>306,709,881</b>	<b>35.28%</b>	<b>18,450,902</b>	<b>-</b>

注：（1）公司自然人股东路楠先生持有法人股东杭州博泰投资管理有限公司 59.02%的股权；（2）公司自然人股东章笠中先生持有法人股东杭州思创医惠集团有限公司 54.81%的股权。

资料来源：公司 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

管理层变动方面，2020年12月原监事会主席曾正因个人原因离职，同月公司聘任华松鹭为董事、聘任胡开言为监事、聘任温作客为副总经理。

2020年杭州医惠物联网科技有限公司股东由医惠科技变更为公司、新昌医惠数字科技有限公司股东由公司变更为医惠科技，此外，公司投资设立2家子公司，注销4家子公司；2021年公司对杭州慧胜科技有限公司持股比例下降，不再纳入合并范围。截至2021年3月末，公司合并范围内一级子公司共15家。

**表2 2020 年公司合并报表范围一级子公司变化情况（单位：万元）**

**1、2020 年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州思创医惠医用织物科技服务有限公司	62.00%	1,000.00	软件与信息服务	投资设立
杭州慧胜科技有限公司	65.00%	500.00	软件与信息服务	投资设立

注：杭州医惠物联网科技有限公司股东由医惠科技变更为公司，成为公司一级子公司；2021 年公司对杭州慧胜科技有限公司持股比例下降，2021 年 3 月末不再纳入合并范围。

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

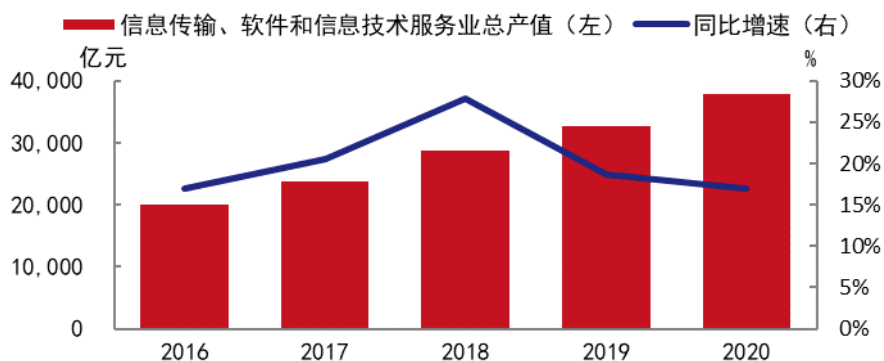
## 四、运营环境

### 行业及区域经济环境

#### 软件和信息技术服务业持续高速发展，云化、平台化、服务化趋势明显

软件与信息技术服务业业务形态包括但不限于信息技术咨询、信息技术系统集成、软件开发、信息技术外包、业务流程外包等。我国产业结构不断升级调整，软件和信息技术服务业发展迅速，近年信息传输、软件和信息技术服务业生产总值增速显著高于同期国内生产总值增速。2020年我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值为37,950.70亿元，同比增长16.9%。行业内信息技术服务加快云化发展，软件应用服务化、平台化趋势明显；西部地区软件业增速较快，东部地区保持集聚和领先发展态势。

图 1 我国信息传输、软件和信息技术服务业生产总值保持较高速增长

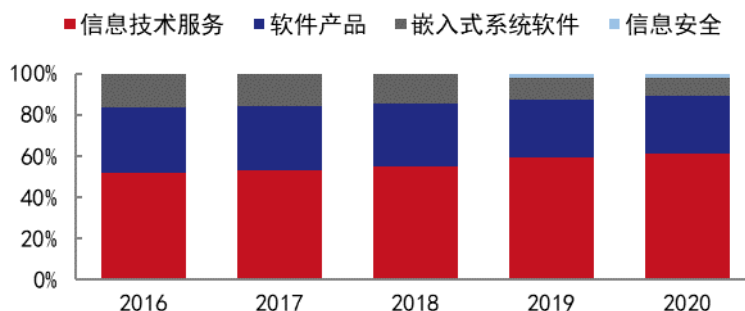


资料来源：wind，中证鹏元整理

2020年软件业务收入保持较快增长，全国软件和信息技术服务业规模以上企业超4万家，累计完成软件业务收入81,616亿元，同比增长13.3%，其中东部地区收入占比约为80%；行业实现利润总额10,676亿元，同比增长7.8%。

从行业收入构成看，信息技术服务、软件产品、嵌入式系统软件和信息安全四大板块收入均保持增长，除信息安全产品和服务外，其他板块收入增速均高于2019年。信息技术服务中，电子商务平台技术服务和云服务、大数据服务收入增速均超过10%；软件产品中，工业软件产品收入增速为11.2%，为支撑工业领域的自主可控发展发挥重要作用；嵌入式系统软件收入增速较2019年提高4.2个百分点至12.0%，成为产品和装备数字化改造、各领域智能化增值的关键性带动技术。

图 2 我国软件和信息技术服务业收入结构变化情况



资料来源：工信部，中证鹏元整理

### 我国医疗信息化不断发展，智慧医疗在技术推动和政策护航下有较大发展潜力

随着人口增长及老龄化趋势显现，提升医疗效率、提高医疗质量、优化医疗资源配置等医疗建设目标引导医疗信息化行业不断发展。2020年新冠疫情中，我国防控疫情阶段初步显现医疗信息化建设成果，

但也暴露了公共卫生管理体系不完善、卫生应急处置能力不足、基层医疗体制不健全等问题，整体医疗生态有待完善。

目前我国基层医疗机构与本地医疗信息平台互通性、医院间协同性、医院内部不同条线信息融合性较弱，降低了医疗救治效率。打破医疗系统间数据孤岛、实现医疗数据资源共享、促进医疗资源高效配置，是医疗信息化建设的重要方向，行业市场发展潜力较大。根据IDC于2020年5月发布的报告，IDC预测2019年中国医疗行业IT总支出是548.2亿元，同比增长11.5%，预计到2024年市场规模将达到1,041.5亿元；2019年中国医疗应用软件解决方案市场规模为161.9亿元，同比增长17.5%，预计到2024年市场规模将达到327.2亿元，年均复合增长率超过15%。

智慧医疗融合人工智能、大数据、物联网等多项前沿技术，并不断利用新的技术手段实现产品及服务落地。2019年10月，中国正式进入5G商用时代，2020年“5G+智慧医疗”在远程医疗、患者服务、研究探索多方面取得进步。在此背景下，国家卫生健康委确立由中日友好医院牵头《5G技术在医疗卫生行业应用的标准研究》项目，联合各相关医院、科研院所和5G技术行业领军企业共同承担5G医疗卫生行业标准研究，智慧医疗发展开启新的阶段。

除技术推动外，国家颁布的相关政策也为智慧医疗行业发展保驾护航。2020年疫情影响下，国家卫生健康委及其他部委密切出台医疗相关政策，指引医疗卫生信息化行业发展方向，推进智慧医疗体系建设。

**表3 2020年医疗卫生信息化行业部分政策梳理**

发布时间	发布机构	政策名称	主要内容
2020.2	国家卫生健康委	《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	强化数据采集分析应用；积极开展远程医疗服务；规范互联网诊疗咨询服务；深化“互联网+”政务服务
2020.2	国家卫生健康委	《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	在疫情防控工作中充分利用“互联网+医疗”的优势作用，为人民群众提供优质便捷的诊疗咨询服务
2020.5	国家卫生健康委	《关于进一步推动互联网医疗服务发展和规范管理的通知》	各地要进一步推动互联网技术与医疗服务融合发展，发挥互联网医疗服务的积极作用
2020.5	国家卫生健康委	《关于进一步完善预约诊疗制度加强智慧医院建设的通知》	二级以上医院普遍建立预约诊疗制度；构建医疗、服务、管理“三位一体”的智慧医院系统；不断丰富线上服务内涵，缓解线下诊疗压力
2020.11	国家医疗保障局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	做好“互联网+”医疗服务医保协议管理；完善“互联网+”医疗服务医保支付政策；优化“互联网+”医疗服务医保经办管理服务；强化“互联网+”医疗服务监管措施



2020.12	国家卫生健康委、国家医疗保障局、国家中医药管理局	《关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知》	持续推动“互联网+医疗健康”便民惠民服务向纵深发展，推进“一体化”共享服务；推进“一码通”融合服务；推进“一站式”结算服务；推进“一网办”政务服务；推进“一盘棋”抗疫服务
---------	--------------------------	--------------------------------	---

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

市场竞争方面，国内软件商或系统集成商在医疗信息化行业中处于主导地位。综合IDC对中国医疗信息化规模以及前瞻产业研究院对东软集团股份有限公司（以下简称“东软集团”）、东华软件股份有限公司等上市公司企业医疗信息化业务营收统计情况，我国医疗信息化行业集中度呈上升趋势，但行业CR5为40%左右，CR10为56%左右，排名第一的东软集团市场份额不足14%，行业格局较为分散。未来用户对厂商的品牌信誉、服务能力、需求梳理能力、行业成功经验要求增强，头部企业凭借客户基础、技术储备、品牌和渠道以及项目经验等方面的先发优势，有利于在竞争中扩大领先优势，进一步提高市场占有率，区域性小型厂商将在竞争中逐渐被淘汰，整体市场集中度将趋于提升。

**表4 医疗卫生信息化行业内主要厂商财务指标情况（单位：亿元）**

项目	企业名称	2020年	2019年	2018年
总资产	东华软件	188.83	168.35	160.06
	东软集团	164.08	145.32	135.80
	卫宁健康	60.57	51.19	42.37
	思创医惠	47.22	42.25	34.24
	创业慧康	52.49	35.90	30.79
营业收入	东华软件	91.67	88.49	84.71
	东软集团	76.22	83.66	71.71
	卫宁健康	22.67	19.08	14.39
	思创医惠	14.71	15.74	12.95
	创业慧康	16.33	14.80	12.90
净利润	东华软件	5.46	5.78	7.98
	东软集团	-0.17	-1.67	-1.03
	卫宁健康	5.06	3.96	3.07
	思创医惠	1.07	1.46	1.41
	创业慧康	3.36	3.19	2.20
经营性净现金流	东华软件	3.26	3.02	3.51
	东软集团	5.60	4.16	3.29
	卫宁健康	3.90	2.33	1.24
	思创医惠	-0.14	0.04	-0.02
	创业慧康	2.71	0.80	1.70

资料来源：wind，中证鹏元整理

### RFID行业竞争方向多元，标准暂不统一，高附加值领域市场有待开拓

RFID（射频识别技术）是自动识别技术的一种，通过无线射频方式进行非接触双向数据通信，利

用无线射频方式对记录媒体进行读写，从而达到识别目标和数据交换的目的。RFID产业链主要包含标签及封装、读写器具、系统集成和软件四大板块，其中标签及封装包括标签芯片设计与制造、天线设计与制造以及标签封装技术与设备，读写器具包括读写模块设计与制造、读写器天线设计与制造以及读写器设计与制造。随着大规模集成电路、信息安全等技术发展，RFID技术逐渐渗透各大应用领域。

**表5 RFID 部分行业应用及代表品牌**

应用领域	具体应用	代表品牌
物流	货物追踪，信息自动采集，仓储应用，港口运用，快递	远望谷、思创医惠、新大陆、达华智能、万达信息、华宇软件
零售	商品销售数据实时统计，补货，防盗	思创医惠、远望谷
交通	铁路机车识别，高速 ETC，公交车枢纽管理	远望谷
图书馆	借书管理	远望谷、上海阿法迪
服装	自动化生产，仓储管理，品牌管理，单品管理，渠道管理	信达物联
身份识别	护照，身份证，学生证	方卡科技

资料来源：华经情报网、前瞻产业研究院，中证鹏元整理

根据前瞻产业研究院数据显示，2019年我国超高频RFID产业产值为144亿元，2020年疫情影响采购、生产等环节，预估产值为136亿元，但此后预计市场规模仍将保持大幅度增长，至2025年，预计可实现产值超350亿元。目前RFID行业内在应用领域、产品及服务形式等多方面形成多元化竞争，整体行业标准暂不统一，企业在标签及封装、读写器具等产业附加值较低的领域较为集中，但系统集成、芯片制造等高附加值领域仍待开拓，未来应用广泛化、行业细分化、产品定制化、流程自动化仍将作为行业发展目标，引导企业竞争方向。

## 五、经营与竞争

公司是智慧医疗和物联网应用整体解决方案的供应商，主营业务分为智慧医疗与商业智能两大板块。2020年疫情因素导致公司智慧医疗项目招标、实施、交付周期延后，但多项千万元级订单签订带动收入规模提高；商业智能收入在中美贸易战及疫情叠加影响下下滑明显，受此影响，公司营业收入有所下降。2020年公司主业毛利率均有所下滑，但毛利率较高的智慧医疗收入占比提升，当年销售毛利率略有提高。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商业智能	5.90	28.10%	8.41	28.74%
智慧医疗	8.81	50.52%	7.33	54.05%
合计	14.71	41.53%	15.74	40.53%

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

**公司持续推进研发项目，需关注可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况**

公司智慧医疗业务依托物联网、大数据、人工智能等核心技术，为各级医院提供信息化整体解决方案，产品主要涉及智慧医院、智慧医共体、智慧养老、智能制造等板块；商业智能业务主要以RFID标签的研发生产为基础，物联网应用开放平台为生态体系，提供智慧门店、服装供应链、智慧城市的物联网解决方案，产品主要涉及智能防损、无人零售/智能结算、智慧城市物联网等板块。2020年公司通过KCSP认证，成为国内通过认证的二十多家服务商中，首家专业从事医疗业务软件开发的厂商。此外，跟踪期内公司发布了E-SMART智慧医疗3.0云生态服务体系，将原集成系统拆分为业务清晰的独立微模块，运用微服务框架重构医院业务系统，实现医院业务的快速部署和重构及一站式生命周期管理。

**表7 公司主要产品情况**

业务分类	主要板块	主要产品
智慧医疗	智慧医院	E-Smart 3.0 智慧医疗云生态服务平台（基于医院），电子病历、移动护理等临床业务系统，物联网共性开放平台、医院智慧后勤平台，医院运营管理相关系统，医疗大数据及人工智能服务等
	智慧医共体	E-Smart 3.0 智慧医疗云生态服务平台（基于医共体），基层医疗业务应用系统、智慧家医、协同系统，公共卫生监管系统、疾病控制分析、决策分析系统等
	医疗健康服务运营	日常预防保健、健康（慢病）管理、就诊就医、院后康复、医养结合等全全程的医疗健康智能化服务包等，此外可为第三方健康服务机构提供第三方接入服务和健康大数据服务
	大数据下的人工智能服务	运用自主知识产权的人工智能医疗认知引擎 THINKGO，结合国际标准的术语库，通过对真实世界的临床大数据进行统计分析建模，培育单病种临床辅助机器人，此外，公司承建国家级医疗业务监管大数据平台，提高医疗相关业务的质量管控水平，并为下一步医保费用监管提供数据依据
商业智能	智能防损	实现防损防盗产品展示功能的硬标签、软标签、电子标签及其配套设备、AM/RF 天线系统、展示保护类产品；以及 RFID 监测系统、智慧仓储系统、智慧门店系统等集成应用系统和平台
	无人零售/智能结算	无人零售解决方案
	智慧城市物联网	智慧窨井盖管理解决方案、智慧城市部件姿态管理方案、智能地下管网监测、智能排污预警管理、固定资产管理等

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

2020年公司完成“基于工业4.0的智能物联网平台的研究与开发”、“基于新零售门店的物联网平台的研究与开发”等项目研发工作，推进“智能医疗开放创新平台开发及应用示范”、“智能化运动康复系统研发与应用”等项目研发，当年研发投入及其占营业收入比重均有所提升，共获得软件著作权103项，实用新型专利29项，发明专利6项。

考虑到公司业务领域专业技术门类较多、技术迭代速度较快，如果误判技术趋势或研发产出效益不达预期，将对公司发展产生不利影响，需关注公司可能面对的技术创新风险。此外，本期债券募投项目处于研发、筹备阶段，建设完成后将有助于提升公司竞争实力，受资金到位情况、研发情况等因素影响，募投项目能否实现预期收益尚待观察。

**2020年公司承接多项千万元级智慧医院建设项目，带动智慧医疗收入增长；受中美贸易战及疫情**

### 叠加影响，商业智能收入下降，需关注国外疫情因素可能对业务需求带来的负面影响

公司智慧医疗产品主要面向国内市场，业务通常采用直营的模式，主要客户为国内及港澳地区的大中型医院及其他医疗养老机构。公司生产环节主要包括软件研发及服务平台构建和系统集成，软件研发及服务平台构建阶段，公司主要通过自行搭建的模拟研发环境或客户现场环境进行开发；系统集成阶段，公司将硬件设备及相关软件集中至客户现场完成集成工作。

智慧医疗项目实施周期与结算模式视项目内容及大小而定，对于大型、综合性项目，客户一般按照约定预付部分账款，剩余款项于阶段性验收、总体验收完成后结算。公司医疗信息化客户以国内公立医院、卫生管理部门等机构为主，合同签订、款项回收呈现不均衡的季节性分布，一般项目招标多于二、三季度开展，款项回收主要于三、四季度实现，整体而言此类客户付款流程严格、回款周期较长。2020年疫情因素导致公司智慧医疗项目招标、实施、交付周期延后。

2020年公司针对防疫工作发布新冠肺炎防控整体解决方案、基于AI的实时指挥调度方案、疫情风险人群AI追踪平台等新冠防控解决方案，中标济南市妇幼保健院、苏州大学附属第二医院、徐州医科大学附属医院、东莞市中医院、上海交通大学医学院附属新华医院等千万元级智慧医院建设项目和浙江省新昌县5,736万元数字化智能化医共体项目，陆续完成国家单病种质控平台、国家护理数据质量平台等7个国家级医疗业务监管平台承建任务，全年业务收入同比增长超过20%，受不同项目毛利率水平存在差异及成本增加影响，业务销售毛利率有所下降。

公司商业智能产品销售覆盖国内市场和海外市场，海外市场以ODM、OEM为主，部分区域为直营模式，客户主要为从事服装、零售等行业的应用系统集成商。国内市场均为自主品牌，以“一站式零售解决方案提供商”的定位，采用直营加代理的模式，主要客户包括大型商超、服装连锁企业、3C卖场、生鲜店、珠宝、物流、市政以及资产管理等行业客户。公司以自主生产为主，部分采取委外加工的方式，因产品种类较多，不同产品自接收订单到货物交付用时不等。

公司与长期合作的国际贸易客户有相对固定的结算账期，账期根据中国出口信用保险公司承保周期做相应锁定；与国内客户的结算视客户行业而异，不同客户的账期权限由公司统一制定。对于国内商业智能解决方案类项目，客户付款流程依据项目合同执行。考虑到各国贸易政策存在变化，且公司海外业务以美元、欧元、港币等货币结算，需关注贸易国外贸政策变动及国际货币市场汇率波动对公司收益的影响。2020年在中美贸易战及疫情叠加影响下，公司商业智能收入下降，目前订单需求逐步恢复至正常水平，但国外疫情尚未得到有效控制，仍可能对业务需求带来负面影响。

**表8 公司商业智能产品产销情况（单位：万只）**

项目	2020年	2019年
销售量	258,326	308,548
生产量	258,357	308,530

库存量

40,935

41,631

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

公司主业客户相对分散且不存在单一供应商依赖情况，但对第一大客户销售金额占比较高，经自查存在大股东通过采购款占用公司资金问题

销售区域方面，公司国外销售收入主要来自于商业智能业务，2020年国外商业智能订单减少，收入占比随之下降。公司主业客户相对分散，但对第一大客户销售金额占比较高，2020年前五大客户合计销售额占营业收入的比重降至22.33%。

**表9 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
国外销售	3.72	25.31%	4.61	29.27%
国内销售	10.99	74.69%	11.13	70.73%
<b>合计</b>	<b>14.71</b>	<b>100%</b>	<b>15.74</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

**表10 公司前五大客户情况（单位：亿元）**

时间	客户	业务类型	销售金额	占当年营业收入比重
2020年	客户一	商业智能	1.78	12.13%
	客户二	智慧医疗	0.49	3.35%
	客户三	智慧医疗	0.46	3.10%
	客户四	智慧医疗	0.29	1.94%
	客户五	智慧医疗	0.27	1.81%
	<b>合计</b>	-	<b>3.29</b>	<b>22.33%</b>
2019年	客户一	商业智能	2.64	16.79%
	客户二	商业智能	0.57	3.62%
	客户三	智慧医疗	0.30	1.91%
	客户四	智慧医疗	0.25	1.56%
	客户五	商业智能	0.22	1.38%
	<b>合计</b>	-	<b>3.97</b>	<b>25.25%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司智慧医疗产品主要原材料为服务器及存储器等软件运营所需的硬件设备和相关软件产品，主要成本为硬件及外包服务成本；商业智能产品成本主要为芯片、柔性天线、频率元件及注塑五金件等原材料成本，近年公司不存在单一供应商依赖情况。根据公司公告，公司经自查发现存在大股东通过采购款占用公司资金问题，目前上述股东占款均归还完毕。



**表11 公司前五大供应商情况（单位：亿元）**

时间	供应商	采购内容	采购金额	占当年总采购额比重
2020年	供应商一	商业智能	0.49	5.35%
	供应商二	商业智能	0.44	4.86%
	供应商三	智慧医疗	0.41	4.48%
	供应商四	智慧医疗	0.34	3.69%
	供应商五	智慧医疗	0.33	3.68%
	<b>合计</b>	-	<b>2.01</b>	<b>22.07%</b>
2019年	供应商一	商业智能	0.95	6.51%
	供应商二	商业智能	0.91	6.22%
	供应商三	智慧医疗	0.43	2.98%
	供应商四	商业智能	0.40	2.74%
	供应商五	商业智能	0.36	2.48%
	<b>合计</b>	-	<b>3.05</b>	<b>20.93%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2020年公司存在商誉减值情况，对联营企业和合营企业的投资损失增加，需关注业务发展协同性和商誉减值风险**

为完善智慧医疗及商业智能产业链，近年公司在并购及股权投资方面持续投入。2015年公司股东大会审议决定以现金支付方式收购医惠科技100%股权，根据《利润承诺补偿协议》，各方确认利润补偿期间（2015-2017年）医惠科技拟实现的净利润分别不低于7,000万元、9,500万元及12,000万元，上述各年度业绩承诺均已完成，需持续关注技术创新、市场环境等因素对医惠科技经营情况及其商誉的影响。2020年经执行减值测试，EWELL HONGKONG LIMITED发生减值423.03万元，公司按持股比例72%计算确认相应商誉减值准备。此外，公司长期股权投资对象包括江苏钜芯集成电路技术股份有限公司和上海瑞章投资有限公司等数十家企业，2020年对联营企业和合营企业的投资收益为-0.25亿元。

公司系列收购及投资有助于提高智慧医疗、商业智能业务竞争优势，未来仍需持续关注智慧医疗与商业智能发展协同性，同时需关注被收购企业经营业绩不达预期可能带来的商誉减值风险。

**表12 公司商誉构成（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
Comercial GL Group S.A.	946.36	1.40%	946.36	1.39%
杭州思创超讯科技发展有限公司	432.83	0.64%	432.83	0.64%
医惠科技有限公司	64,990.07	96.08%	64,990.07	95.65%
杭州华洁医疗科技有限公司	782.78	1.16%	782.78	1.15%
EWELL HONGKONG LIMITED	486.55	0.72%	791.13	1.16%
<b>合计</b>	<b>67,638.59</b>	<b>100%</b>	<b>67,943.18</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

## 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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告、保留意见的2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2021年3月末，公司合并范围内一级子公司共15家。

出具保留意见的审计报告的理由为：

1. 2020年度公司子公司与杭州闻然信息技术有限公司等供应商发生采购交易1.64亿元，公司通过自查发现，其支付给上述供应商的采购款有流向大股东思创医惠集团的情形，为了彻底解决大股东资金占用问题，公司与上述供应商协商，决定取消自查中发现的涉及大股东资金占用的异常采购交易7,464.00万元，并确认为其他应收款。审计机构无法就公司大股东对公司资金占用金额的准确性获取充分、适当的审计证据，以判断公司其他应收款的列报是否准确。

2. 2020年2月，公司向宁波梅山保税港区惠瑞投资管理合伙企业(有限合伙)收购杭州盈网科技有限公司4.3103%股权和杭州易捷医疗器械有限公司18%股权，并支付股权收购款6,478.00万元，其中5,400.00万元列报于其他非流动金融资产、1,078.00万元列报于长期股权投资，公司对大股东资金占用进行自查后发现，其支付给宁波梅山保税港区惠瑞投资管理合伙企业(有限合伙)股权转让款6,478.00万元有流向大股东思创医惠集团及其关联方的情形。审计机构无法就公司大股东对公司资金占用金额的准确性获取充分、适当的审计证据，以判断公司其他非流动金融资产和长期股权投资的列报是否准确。

审计机构无法获取充分、适当的审计证据以对上述事项中管理层的估计是否合理作出判断，因而无法确定上述事项对公司财务状况、经营成果和现金流量可能的影响金额。审计机构认为，上述错报如存在，对财务报表影响重大，但仅限于对其他应收款、长期股权投资、其他非流动金融资产、营业成本、信用减值损失项目产生影响，且不是财务报表的主要组成部分，该等错报不会影响公司退市指标、风险警示指标，也不会导致公司盈亏性质发生变化，因此不具有广泛性。根据审计准则的规定，审计机构就该等事项发表了保留意见。

根据公司公告，2021年4月28日，公司收到思创医惠集团归还资金占用款项2,405万元及利息69.86万元。2021年4月30日，公司收到思创医惠集团归还的1.15亿元资金占用款项。至此，思创医惠集团已归还完毕全部占用资金1.39亿元。未来公司需进一步加强和完善公司的内部控制，强化内部审计力度，进一步规范关联方之间的交易和资金往来。

### 资产结构与质量

**公司资产规模提升，需关注应收账款回收时间与坏账风险以及商誉减值风险**

跟踪期内公司资产规模提升，资产结构无重大调整。2020年末公司2.01亿元货币资金系信用保证金及承兑汇票保证金，使用受限。2020年按新收入准则分类调整后，部分智慧医疗项目列入合同资产核算。跟踪期内公司应收账款占总资产比重下降，2020年末智慧医疗业务应收余额占比超过86%，账龄方面，受业务性质及客户结算情况影响，商业智能和智慧医疗账龄2年以内的应收账款余额占各自板块比重约为98%和72%。截至2020年末，公司前五名应收客户主要系医院，其欠款合计占应收账款余额的11.12%，应收对象较分散。考虑到公司应收账款规模较大，仍需关注款项回收时间及其对现金周转情况的影响和坏账风险。

2020年公司减少对天津医康互联科技有限公司、杭州健海科技有限公司投资，增加对上海慈欣健康科技有限公司、杭州盈网科技有限公司投资，年末长期股权投资账面价值提升，但当年对联营企业和合营企业的投资损失增加。公司在建工程主要系新办公大楼医惠中心项目，2020年公司增加建设投资，年末在建工程基本用于抵押借款。公司商誉主要系并入医惠科技所产生，跟踪期内EWELL HONGKONG LIMITED发生减值，2021年3月末商誉合计6.76亿元。

整体来看，跟踪期内公司资产规模提升，但应收账款账面价值较高，需关注款项回收时间及坏账风险，同时公司商誉规模较大且存在减值情况，仍需关注减值风险。

**表13 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	17.61%	6.08	12.88%	5.32	12.59%
应收账款	11.15	20.81%	10.29	21.79%	10.57	25.02%
存货	1.94	3.61%	2.14	4.54%	2.45	5.81%
合同资产	1.64	3.07%	1.64	3.48%	0.00	0.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>29.41</b>	<b>54.87%</b>	<b>23.63</b>	<b>50.05%</b>	<b>22.55</b>	<b>53.39%</b>
长期股权投资	3.80	7.09%	3.77	7.97%	3.74	8.85%
固定资产	4.05	7.57%	4.18	8.85%	3.50	8.28%
在建工程	3.84	7.17%	3.51	7.44%	1.07	2.53%
商誉	6.76	12.62%	6.76	14.32%	6.79	16.08%
<b>非流动资产合计</b>	<b>24.19</b>	<b>45.13%</b>	<b>23.59</b>	<b>49.95%</b>	<b>19.69</b>	<b>46.61%</b>
<b>资产总计</b>	<b>53.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>47.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>42.25</b>	<b>100.00%</b>

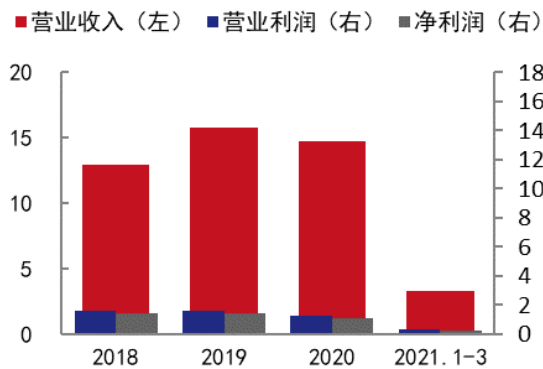
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

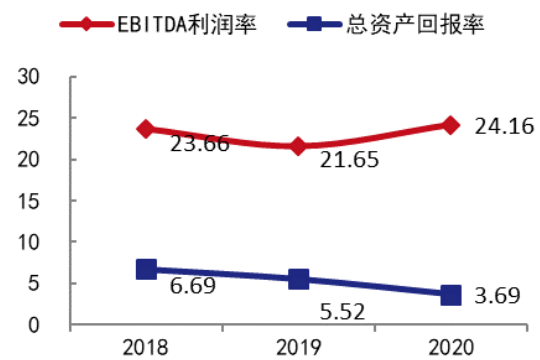
### 商业智能收入下滑导致公司营业收入下降，收入构成变动使得销售毛利率提高

公司主营业务分为智慧医疗与商业智能两大板块，2020年智慧医疗收入提升，但商业智能收入在中美贸易战及疫情叠加影响下下降，整体营业收入减少，2021年一季度公司营业收入略低于上年同期。毛

利率方面，2020年公司主业毛利率均有所下滑，但毛利率较高的智慧医疗收入占比提升，当年销售毛利率略有提高。近年公司总资产回报率走低，EBITDA利润率波动增长，未来商业智能业务订单表现将对公司收入产生较大影响，利润需通过智慧医疗业务发展带动提升。

**图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


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

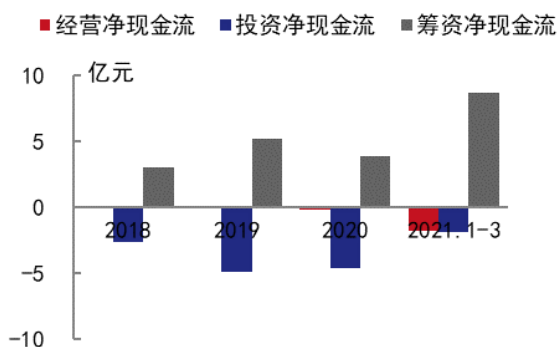
**图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

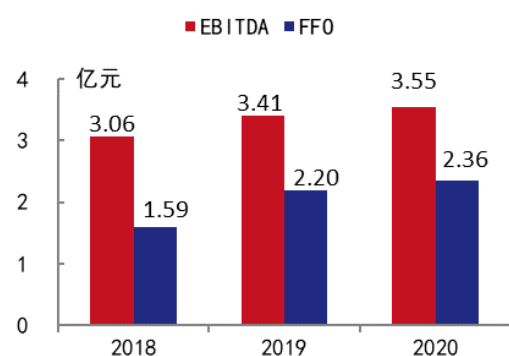
## 现金流

### 公司经营性现金流表现不佳，投资资金需求通过外部筹资缓解

2020年公司票据、保函、承兑保证金等其他与经营活动有关的现金支出较多，当年经营性现金净流出。公司投资活动现金支出主要为投资、购买长期资产以及购买理财产品和结构性存款支付的现金，近年投资活动持续为现金净流出状态。2020年公司EBITDA提高，扣除净利息支出及税费影响，FFO亦有所增强。近年公司经营性现金流表现不佳，未来如有资产购置、对外投资、项目研发需求等，需通过外部筹资满足资金需要。

**图5 公司现金流结构**


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

**图6 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


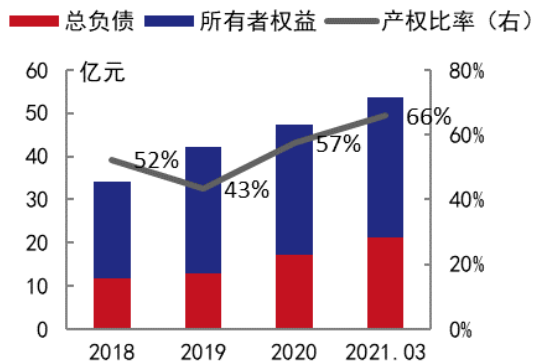
资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

长期债务增加导致公司杠杆指标表现减弱，但债务结构随之优化，公司仍具备一定融资弹性

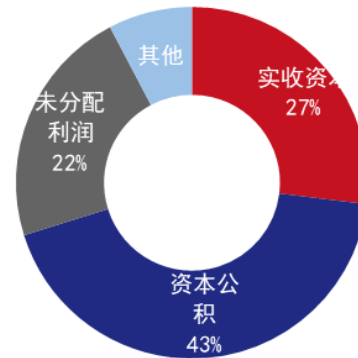
跟踪期内公司负债和所有者权益均有所提升，所有者权益对负债覆盖性较好。

图 7 公司资本结构



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

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

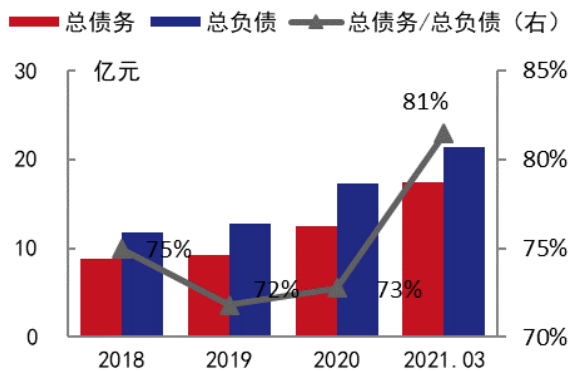
跟踪期内公司负债结构随着长期借款增加及本期债券发行调整，非流动负债占比大幅提升。公司短期借款主要包含信用借款，应付账款系应付供应商货款和长期资产购置款，一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。为满足项目建设和研发投入需要，公司长期债务规模增长，债务结构有所优化。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

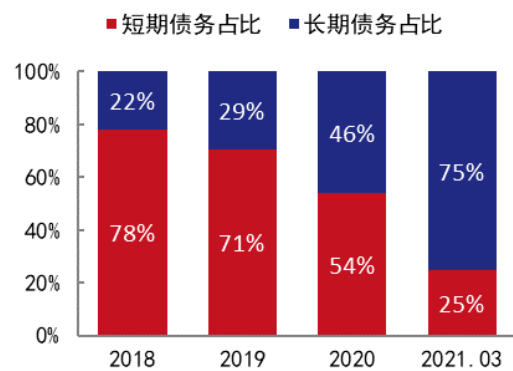
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.86	13.39%	5.36	31.07%	5.07	39.57%
应付账款	1.62	7.61%	2.12	12.27%	1.78	13.91%
一年内到期的非流动负债	1.11	5.22%	1.23	7.11%	1.08	8.44%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.10</b>	<b>37.98%</b>	<b>11.30</b>	<b>65.55%</b>	<b>10.11</b>	<b>78.98%</b>
长期借款	7.17	33.60%	5.79	33.59%	2.69	20.98%
应付债券	5.91	27.72%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>13.23</b>	<b>62.02%</b>	<b>5.94</b>	<b>34.45%</b>	<b>2.69</b>	<b>21.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>21.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



**图 9 公司债务占负债比重**


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

**图 10 公司长短期债务结构**


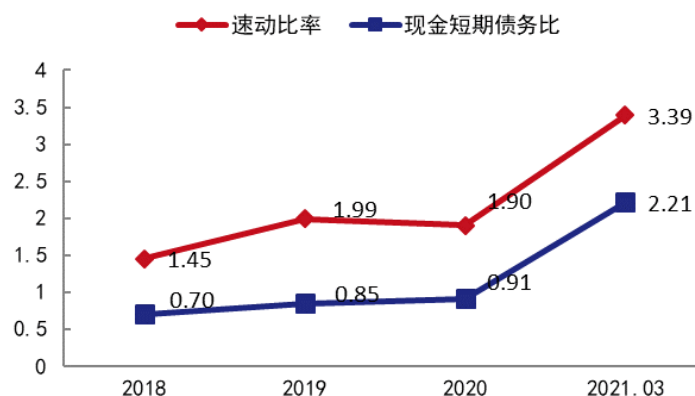
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受债务增加影响，公司杠杆指标表现减弱，但流动性指标表现增强，2020年末公司本部及医惠科技剩余授信额度合计超过15亿元，仍具备一定融资弹性。

**表15 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	39.79%	36.50%	30.31%
净债务/EBITDA	-	1.90	1.19
EBITDA 利息保障倍数	-	9.29	10.79
总债务/总资本	36.01%	30.98%	25.50%
FFO/净债务	-	34.99%	54.31%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 11 公司流动性比率情况**


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

## 七、其他事项分析

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月7日），公司本部和子公司医惠科技均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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

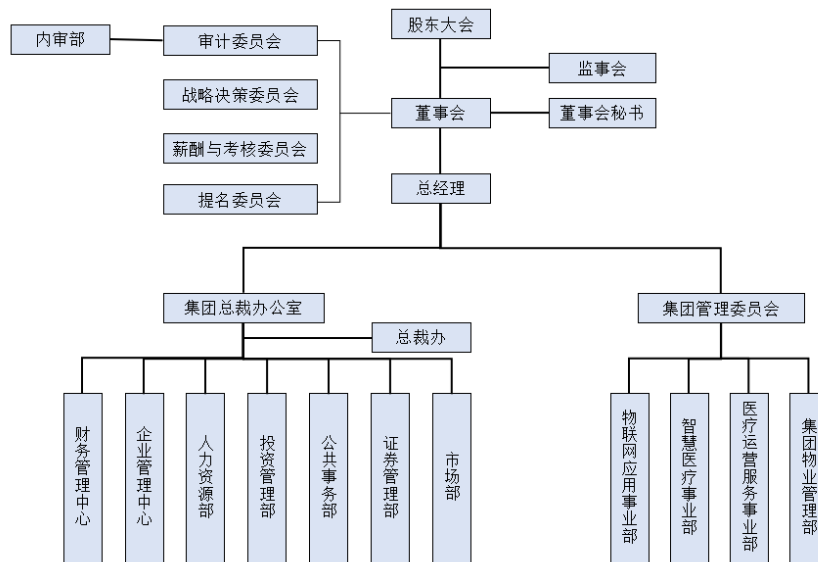
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 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	6.08	5.32	4.83
应收账款	11.15	10.29	10.57	7.76
流动资产合计	29.41	23.63	22.55	16.74
商誉	6.76	6.76	6.79	6.96
非流动资产合计	24.19	23.59	19.69	17.50
资产总计	53.60	47.22	42.25	34.24
短期借款	2.86	5.36	5.07	5.67
一年内到期的非流动负债	1.11	1.23	1.08	0.96
流动负债合计	8.10	11.30	10.11	9.83
长期借款	7.17	5.79	2.69	1.93
应付债券	5.91	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	13.23	5.94	2.69	1.94
负债合计	21.33	17.24	12.80	11.77
总债务	17.37	12.54	9.20	8.83
归属于母公司的所有者权益	31.94	29.46	28.92	21.92
营业收入	3.29	14.71	15.74	12.95
净利润	0.29	1.07	1.46	1.41
经营活动产生的现金流量净额	-1.80	-0.14	0.04	-0.02
投资活动产生的现金流量净额	-1.91	-4.60	-4.90	-2.62
筹资活动产生的现金流量净额	8.75	3.87	5.24	3.08
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	39.71%	41.53%	40.53%	42.71%
EBITDA 利润率	-	24.16%	21.65%	23.66%
总资产回报率	-	3.69%	5.52%	6.69%
产权比率	66.09%	57.48%	43.49%	52.40%
资产负债率	39.79%	36.50%	30.31%	34.38%
净债务/EBITDA	-	1.90	1.19	1.39
EBITDA 利息保障倍数	-	9.29	10.79	12.75
总债务/总资本	36.01%	30.98%	25.50%	31.80%
FFO/净债务	-	34.99%	54.31%	37.33%
速动比率	3.39	1.90	1.99	1.45

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

## 附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

### 附录三 2021年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	直接持股比例	业务性质
杭州思越科技有限公司	500.00	100.00%	制造业
杭州思创汇联科技有限公司	20,000.00	100.00%	制造业
上扬无线射频科技扬州有限公司	16,000.00	100.00%	制造业
杭州中科思创射频识别技术有限公司	500.00	90.00%	制造业
杭州思创超讯科技发展有限公司	817.00	70.01%	制造业
杭州中瑞思创物联科技有限公司	3,000.00	100.00%	系统集成业
浙江省华卫智慧医疗研究院	200.00	100.00%	软件与信息服务
中瑞思创（香港）国际有限公司	1,185（港币）	100.00%	商贸业
杭州华洁医疗科技有限公司	200.00	60.00%	软件与信息服务
杭州认知投资管理有限公司	200.00	80.00%	软件与信息服务
杭州医惠医用织物管理有限公司	500.00	100.00%	软件与信息服务
杭州思创医惠孵化器有限公司	500.00	100.00%	软件与信息服务
医惠科技有限公司	8,800.00	100.00%	软件与信息服务
杭州医惠物联网科技有限公司	500.00	100.00%	软件与信息服务
杭州思创医惠医用织物科技服务有限公司	1,000.00	62.00%	洗染服务；护理机构服务 （不含医疗服务）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录四 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。

## 附录五 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。