

2020年广州万孚生物技术股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
万孚转债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持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”，股票代码“300482.SZ”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“万孚转债”的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到：公司研发投入持续增加，产品线进一步丰富，经营活动现金生成能力较强，整体偿债能力较好；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，新冠检测试剂业务变化较快、波动较大，未来仍存在较大不确定性，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。

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。

评级日期

2022年06月22日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻熳
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	66.45	48.56	43.06	29.44
归母所有者权益	42.70	33.53	28.42	22.23
总债务	7.77	5.79	5.96	0.34
营业收入	26.25	33.61	28.11	20.72
净利润	9.02	6.33	6.17	4.27
经营活动现金流净额	-3.57	6.65	10.62	3.10
销售毛利率	63.91%	58.46%	69.02%	65.21%
EBITDA 利润率	-	28.11%	36.57%	33.72%
总资产回报率	-	15.46%	20.47%	17.99%
资产负债率	33.50%	27.84%	30.48%	16.42%
净债务/EBITDA	-	-0.98	-0.84	-1.30
EBITDA 利息保障倍数	-	34.04	92.29	182.34
总债务/总资本	14.96%	14.18%	16.60%	1.37%
FFO/净债务	-	-79.48%	-98.12%	-62.02%
速动比率	2.07	2.78	2.39	3.42
现金短期债务比	4.37	27.15	16.05	77.47

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司研发投入加大、产品线进一步丰富。**公司形成了心脑血管疾病、炎症、肿瘤、传染病、毒检（药物滥用）、优生优育等检验领域的丰富产品线。公司的新冠抗原自测检测试剂 2021 年 6 月取得欧盟 CE 认证，2022 年一季度先后获得巴西 ANVISA、澳洲 TGA、泰国 TFDA、马来 MDA 的注册准入，2021 年以及 2022 年一季度新冠抗原自测检测试剂销量爆发增长。2022 年 5 月公司猴痘病毒检测产品通过欧盟 CE 认证。
- **公司经营活动现金生成能力较强，整体偿债能力较好。**2021 年公司收现比表现尚可，经营现金流表现较好，EBITDA、FFO 规模较大。2021 年底，公司财务杠杆水平仍较低，盈余现金规模较大、对总债务保障程度较好。

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，可能对公司产品销售产生一定影响。
- **新冠检测试剂业务变化较快、波动较大，未来仍存在较大不确定性。**2021 年公司新冠检测试剂业务德国等欧洲市场销量增长，但同时公司未取得美国新冠抗原检测产品注册认证、中国疫情得到有效控制，美国、中国新冠检测试剂销量同比大幅下降。此外，新冠抗原检测产品市场供应量较大、产品竞争激烈，价格呈下降趋势。
- **公司产品成本控制压力加大，仍存在一定的原材料短缺风险。**2021 年公司生物原料采购价格同比小幅增长；包装材料同比大幅增长，仪器材料继续小幅增长。公司部分核心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。
- **公司商誉仍存在一定的减值风险。**2022 年 3 月底，公司商誉规模 1.22 亿元，系收购北京莱尔生物医药科技有限公司、深圳天深医疗器械有限公司形成，若被收购企业未来经营不达预期，公司商誉仍面临一定的减值风险。

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	65.67	92.33	31.38	35.93	41.54	48.56
营业收入	39.81	37.66	14.02	22.52	23.61	33.61
净利润	10.02	9.80	4.12	1.90	1.07	6.33
销售毛利率	57.95%	59.49%	65.58%	40.48%	59.97%	58.46%
资产负债率	30.84%	19.82%	27.53%	33.46%	32.77%	27.84%
研发支出	2.64	4.86	1.87	1.51	1.82	4.59
研发支出占营业收入比例	6.64%	12.90%	13.34%	6.69%	7.73%	13.66%

注：以上各指标均为 2021 年/2021 年末数据。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素	重大特殊事项		调整幅度		-1
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-5-27	张旻燊、韩飞	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2020-5-9	秦凤明、张旻燊	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
万孚转债	6.00	5.98	2021-05-27	2026-09-01

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年9月1日向不特定对象发行6年期6.00亿元可转换公司债券，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2021年底，“万孚转债”募集资金专户余额1,327.36万元¹。

三、发行主体概况

“万孚转债”2021年3月进入转股期，截至2022年3月底，“万孚转债”转股合计增加股本1.79万元²。2021年4月，公司进行资本公积金转增股本，每10股转增3股，增加股本10,246.94万元。受资本公积金转增股本、本期债券转股以及限制性股票回购注销影响，2022年3月底公司股本增至44,482.74万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2022年3月底，控股股东和实际控制人仍为李文美、王继华夫妇，合计持有公司34.13%股份，同比略有下降。公司股权结构详见附录二。

跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事快速诊断试剂及配套仪器的研发、制造、营销及服务。2021年公司股权转让减少1家子公司厦门信德科创生物科技有限公司（以下简称“厦门信德”），2021年底公司纳入合并范围的子公司共有16家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内不再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	不再纳入的原因
厦门信德科创生物科技有限公司	51%	1,836.73	工程和技术研究和试验发展等	股权转让尚失控制权

注：2021年8月公司以560.70万将持有的厦门信德23.00%股权转让给王全胜，股权转让后公司对厦门信德的持股比例由51.00%变更为28.00%，股权变更已于2022年3月工商登记。

资料来源：公司2021年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

¹ 根据公司2022年4月25日发布的《2021年度募集资金存放与使用情况专项报告的鉴证报告》，2021年公司使用部分闲置募集资金购买短期保本型产品资金4.38亿元，短期保本型产品到期收回资金1.88亿元。

² “万孚转债”转股价2021年2月4日调整为93.57元/股，2021年5月26日调整为71.64元/股，2021年7月23日调整为71.65元/股，2022年2月10日调整为52.00元/股。

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，

随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

新冠疫情作为催化剂推动国家在医疗新基建领域发力，医疗机构的扩张带动了医疗设备采购需求的扩大，预计未来2-3年医疗器械相关市场景气度向好

近年来我国医疗器械行业增长势头良好，根据工信部等十部门于2021年12月联合发布的《“十四五”医疗装备产业发展规划》，“十三五”期间我国医疗装备产业年均复合增长率为11.8%，高于同期医药工业增加值年均增长9.5%的增速，其中规模以上工业企业2,300余家，主营业务收入4,134亿元，年均复合增长率为11.6%。整体来看，我国医疗器械行业发展良好，行业增速较快。

人口老龄化、社会经济进步、疫情等因素的叠加使得人民群众对健康生活的需求进一步提升，经第七次人口普查显示，目前我国60岁及以上人口为2.64亿人，占全国人口的比例为18.70%，与2010年相比十年时间上升了5.44个百分点。另一方面，除2020年受新冠疫情影响、门诊诊疗人次下降导致人均医疗保健消费支出有所降低外，其他年份我国人均医疗保健消费支出均保持较好的增长，2012-2021年十年年均复合增长率为10.83%，其中2021年我国人均医疗保健消费支出2,115元，支出规模创历史新高。

同时受新冠疫情推动，国家加强了公共卫生体系方面的建设，各地在补短板、医院改建扩建等方面加大投入。从宏观层面看，2020及2021年我国卫生和社会工作固定资产投资增速分别为26.8%和19.5%，增速均远高于以往年份。

在具体措施方面，从2020年初疫情蔓延开始，国家就在考虑“平疫结合”的长期规划，在疫苗、特效药的保护存在一定不确定性的背景下，以医院新建、改建、扩建等方向的医疗新基建成为了各地政府的亟待落实的方向。医院的建设往往由各地政府提出，以未来3-5年为规划期，对新增医院的数量或床位数提出了具体要求。如表2所示，各地政府提出的建设的医院等级较高，一般为三级和三甲医院，伴随着大型公立医院的建设，预计未来2-3年我国医疗设备的采购需求将进一步提升。

除大型医院外，国家在基层医疗机构的建设方面同样提出具体部署，2022年4月国家卫健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作县医院名单》，共1,233家县级医院将根据要求到2025年达到三级医院医疗服务能力水平。该政策落实除提升县级医院的综合服务能力外，可进一步推动分级诊疗，进一步释放基层医疗卫生资源需求的市场空间。我国大部分基层医疗机构由于预算有限，采购的设备多为性价比较高的设备，这为国产医疗设备生产企业带来新一波发展机遇。

此外，今年3月份以来新冠疫情不断反复，且此轮疫情以奥密克戎毒株造成的大量轻症及无症状感染者需要在具有一定医疗条件的场所集中隔离，由于各地集中隔离点不足等因素与患者隔离的需求产生矛盾，需要各地建设方舱医院来化解。3月22日国务院联防联控机制综合组印发了《方舱医院设置管理规范》（以下简称“《规范》”），《规范》对方舱医院配备的必要医疗设备和器械提出了明确要求。

因此，本轮医疗新基建的推动是国家对于公共医疗卫生领域的一次全方位提升，医疗机构的扩张带动了医疗设备采购需求的扩大，预计未来2-3年医疗器械市场的景气度向好。

表2 近年来医疗新基建领域相关具体政策

发布日期	发布机构	文件名称	具体内容
2020年3月	河南省卫健委	《河南省三级医疗机构设置规划（2020年—2025年）》	2025年规划新增三级医疗机构162所，全省三级医疗机构床位数达到27.1万张，千人口床位数达到2.7张
2020年3月	苏州市政府	《苏州市三级三甲医院建设方案》	“十四五”时期三级医院数量增长50%、三甲医院新增10家
2020年8月	西安市政府	《西安市卫生健康事业重点项目建设三年行动方案（2020—2022年）》	在2022年实施13个医院项目建设，新增床位13,375张
2021年6月	深圳市政府	《深圳市政府工作报告》	在“十四五”期间新增病床2万张，三甲医院从22家增加至30家
2021年10月	国家卫健委	《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》	在临床服务方面构建肿瘤防治、慢病管理、微创介入、麻醉疼痛诊疗、重症监护等临床服务五大中心，在急诊急救方面强化胸痛、卒中、创伤、危重孕产妇救治、危重儿童和新生儿救治等急诊急救
2022年3月	国务院联防联控机制综合组	《方舱医院设置管理规范》	配备必要的医疗设备、药品和器械，包括CT车、血氧饱和度检测仪、监护仪、除颤仪、无创呼吸机等

资料来源：各个政府网站，中证鹏元整理

医疗器械“两票制”逐步落地，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

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，甚至还有很多定制产品，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，国内大部分省、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。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。

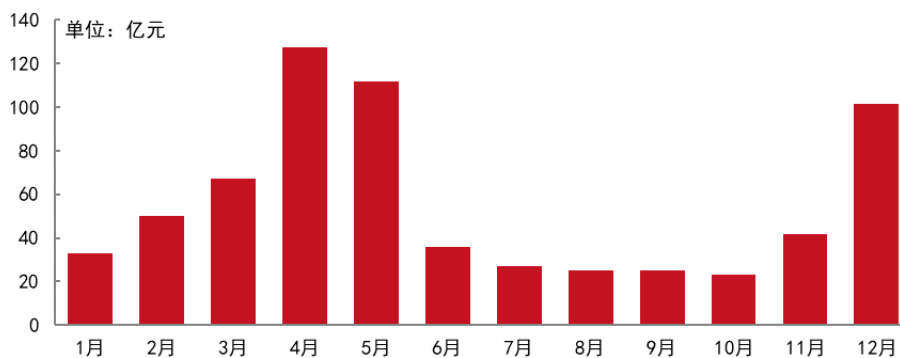
国内新冠抗原检测产品以政府采购为主、市场空间有限；海外放开新冠疫情管理、推行个人新冠检测，我国新冠抗原检测产品出口需求旺盛，但各国竞争格局差异较大

国内新冠抗原检测产品以政府采购为主、市场空间有限。截至2022年4月27日，国家药监局已批准30个新冠病毒抗原检测试剂产品。万孚生物、金沃夫生物、华大因源获批时间较早，分别于2020年11月3日和2020年12月4日获批；其他产品获批时间较为集中，陆续在2022年3月及4月获批；先获批的企业在价格及市场份额方面具有一定先发优势，短期内业绩得到一定提振。但随着集采推进、行业竞争加剧，国内新冠抗原检测产品价格持续下降。同时，国内新冠疫情管控政策未发生重大变动的情形下，预计未来新冠抗原检测产品仍以政府采购为主。随着疫情防治的深入，国内新冠抗原检测需求将呈下滑趋势，

整体市场空间有限，对企业利润贡献较为有限。

海外放开新冠疫情管理、推行个人新冠抗原检测，2021 年我国新冠试剂出口转为以新冠抗原检测产品为主。根据海关数据统计显示，2021 年我国 HS 编码 30021500 的诊断试剂（主要为新冠抗原检测试剂）出口货值超过 600 亿元，出口国主要为德国、英国、奥地利、美国、法国、荷兰等，出口企业主要为东方生物（688298.SH）、艾康生物技术(杭州)有限公司（以下简称“艾康生物”）、热景生物（688068.SH）、厦门宝太生物科技股份有限公司（以下简称“宝太科技”）等。2021 年底及 2022 年初，海外需求快速增长主要系是美国市场爆发，美国政府于 2021 年 12 月宣布免费发放 5 亿人份家用新冠病毒快速测试试剂盒，并于 2022 年 1 月宣布在此前基础上继续采购 5 亿人份。

图1 2021 年我国 HS 编码 30021500 的诊断试剂（主要为新冠抗原监测试剂）出口货值



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

受审批门槛影响，新冠抗原检测产品各国竞争格局差异较大。审批门槛较高的国家，获批厂商相对较少，因而在疫情爆发期间易出现产品供不应求，产品售价相对较高。美国市场 EUA 获批厂家较少，仅有 12 家，其中中国只有艾康生物、九安医疗（002432.SZ）、东方生物（688298.SH）3 家公司，新冠抗原检测产品出厂价约为 30 元/人份。欧洲市场，由于获得欧盟 CE 注册相对容易，获批企业较多、竞争相对激烈，新冠抗原检测产品出厂价约为 6 元/人份，显著低于美国市场。

五、经营与竞争

公司主要从事快速诊断试剂及配套仪器的研发、制造、营销及服务。2021年公司实现营业收入 33.61 亿元，同比增长 19.57%。新冠检测业务方面，2021 年主要销售产品由抗体检测试剂转为抗原检测试剂，德国等欧洲市场销量爆发增长，美国、中国市场大幅下降，新冠检测试剂实现收入 11.45 亿元，

同比增长9.61%。常规检测³业务方面，国内市场受益于新品增加、市场拓展以及疫情冲击减弱，整体市场回暖；国外市场受新冠辅助诊断指标检测需求拉动，同比大幅增长。2021年公司常规检测业务实现收入22.09亿元，同比增长25.48%。

毛利率方面，2021年公司销售利率同比下降10.56个百分点至58.46%。其中，新冠检测试剂毛利率同比大幅下降，主要系欧洲新冠抗原检测产品竞争加剧、价格大幅下跌所致；毒品(滥用药物)检测毛利率同比有所下降主要系产品竞争加大、均价下滑以及原材料价格增长所致。常规传染病检测、慢性疾病检测、妊娠及优生优育检测等业务毛利率同比有所波动，主要系销售的产品结构变动所致。

2022年一季度，公司实现营业收入26.25亿元，同比增长276.87%，主要系香港爆发疫情、新冠抗原检测试剂需求大幅增长所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
传染病检测	166,782.35	55.24%	145,321.69	76.57%
其中：新冠检测试剂	114,487.02	51.80%	104,450.80	85.83%
常规传染病检测	52,295.33	62.77%	40,870.89	58.35%
慢性疾病检测	91,575.80	74.94%	56,980.21	79.11%
毒品(滥用药物)检测	26,983.05	50.10%	24,057.78	60.59%
妊娠及优生优育检测	20,746.48	44.25%	16,750.16	50.46%
其他类	29,305.20	42.45%	37,392.26	38.16%
其他业务	711.44	84.03%	582.03	62.67%
合计	336,104.33	58.46%	281,084.13	69.02%

注：2020年其他类收入包括已转让的渠道子公司收入，故2021年其他类收入同比下降、毛利率上升

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司主营业务国内外收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
国外	176,740.66	49.79%	126,303.91	73.71%
其中：新冠检测试剂	110,894.45	51.02%	84,382.20	85.06%
常规传染病检测	8,564.39	58.13%	4,799.28	47.67%
慢性疾病检测	25,161.67	53.88%	12,191.01	69.71%
其他	32,120.15	-	24,931.42	-
国内	158,652.23	68.01%	154,198.18	65.21%

³ 常规检测业务指除了新冠检测之外的业务，涵盖常规传染病检测、慢性疾病检测、毒品(滥用药物)检测、妊娠及优生优育检测以及其他类。

其中：新冠检测试剂	3,592.57	75.90%	20,068.60	86.06%
常规传染病检测	43,730.94	63.78%	36,071.61	59.57%
慢性疾病检测	66,414.13	82.92%	44,789.20	81.66%
其他	44,914.59	-	53,268.77	-
合计	335,392.89	58.41%	280,502.10	69.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司研发投入持续增加，产品线持续丰富

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，为国内POCT的龙头企业之一。公司现有免疫胶体金技术平台、免疫荧光技术平台、电化学技术平台、干式生化技术平台、化学发光技术平台、分子诊断技术平台，病理诊断技术平台，以及仪器技术平台和生物原材料平台，并依托上述九大技术平台形成了心脑血管疾病、炎症、肿瘤、传染病、毒检（药物滥用）、优生优育等检验领域的丰富产品线。

2021年，公司继续加大研发投入力度，获得产品注册证合计60个，其中新增国内产品注册证18个，海外产品注册证42个（欧盟CE注册证34个、MDALL产品注册证8个）。公司的新冠抗原自测检测试剂（胶体金法）陆续通过德国、西班牙、意大利、葡萄牙、卢森堡、奥地利等国认证，2021年6月初取得欧盟CE认证。截止到2021年12月31日，公司累计获得产品注册证合计540个，其中国内产品注册证232个，海外注册证308个（美国FDA产品注册证70个、欧盟CE产品注册证226个、加拿大MDALL产品注册证12个）。

2022年一季度，公司积极推进新冠抗原自测产品在全球若干国家和地区的注册准入，并先后获得巴西ANVISA、澳洲TGA、泰国TFDA、马来MDA的注册准入。2022年3月，公司成为国内新冠抗原自测产品首批获批企业之一。2022年5月，公司完成猴痘病毒检测产品的欧盟CE认证。

表5 公司研发投入情况

项目	2021年	2020年
研发人员数量（人）	831	706
研发人员数量占比	24.36%	24.13%
研发投入（万元）	45,903.87	31,937.09
研发投入占营业收入比例	13.66%	11.36%
研发支出资本化金额（万元）	6,794.40	3,994.48
资本化研发支出占研发投入的比例	14.80%	12.51%
资本化研发支出占当期净利润的比重	10.74%	6.48%

资料来源：公司 2020-2021 年年报，中证鹏元整理

2021年公司新冠检测业务销量继续快速增长但销售均价大幅下降，未来仍存在较大不确定性；国内常规检测收入回升，海外常规检测业务快速增长

2021 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。公司产品销售终端较为分散，包括医院、诊所、疾控中心、执法机关、世卫组织和 NGO 组织以及个人消费者。销售模式包括分销和直销⁴两种模式，以分销为主；其中，国内采用分销和直销共存、分销为主的销售模式；海外常规检测业务、新冠检测业务均主要采用分销的销售模式。需关注，随着医疗器械“两票制”政策陆续在各地的落地，可能会对公司国内经销网络形成一定冲击。

公司客户较为分散，前五大客户以海外经销商为主，2021 年公司前五大客户销售收入占营业收入的比重为 11.36%，同比下降 7.51 个百分点。款项结算方面，公司新冠检测试剂产品销售除给予香港政府 45 天信用账期外，其余基本为先款后货。其他常规检测产品给客户信用账期未发生变化；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。公司海外销售结算币种以美元、欧元为主，由于海外收入占比较高，公司面临一定的汇率风险。

新冠检测试剂业务变化较快、波动较大，未来仍存在较大不确定性。2021 年德国放开新冠抗原自测筛查较早、市场扩张较快，公司欧洲区域新冠抗原检测试剂销量同比爆发增长；同期，公司未取得美国新冠抗原检测产品注册认证、中国疫情得到有效控制，美国、中国新冠检测试剂销量同比大幅下降。受德国等欧洲市场拉动，2021 年公司新冠检测试剂销量同比增长 256.85%。销售均价方面，由于通过欧盟 CE 新冠抗原检测产品注册的企业较多，市场供应量较大、产品竞争激烈，2021 年公司新冠检测试剂销售均价同比下降 69.28%。

2022 年一季度，香港和国内吉林、上海等地爆发疫情，新冠抗原自测试剂需求大幅增长，公司实现新冠检测试剂收入 22.45 亿元，同比爆发增长；其中，香港、中国大陆分别实现新冠检测试剂收入 18.51 亿元、1.37 亿元。需关注，未来随着疫情影响下降，公司新冠产品需求可能面临较大的降幅。

表6 公司新冠检测业务情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
主要产品类型	新冠抗原检测试剂	新冠抗原检测试剂	上半年：新冠抗体检测试剂 下半年：新冠抗原检测试剂
主要销售区域	中国香港	欧洲、亚洲	欧洲、美国、中国大陆
产量（万人份）	-	18,615.40	5,634.03
销量（万人份）	-	18,595.26	5,211.00
产销率	-	99.89%	92.49%
销售均价同比	-	-69.28%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

⁴ 公司主营业务以下情况涉及到直销模式：1) 自我检测类产品通过在天猫、京东等电商平台的直营店销售产品给个人消费者；2) 传染病检测产品在国内通过各省级疾病预防控制中心和血站的招投标进行销售，在海外的非洲、亚洲等地区通过世卫组织、盖茨基金会等 NGO 组织的大宗采购进行销售；3) 现场执法类产品通过公安、司法机关等渠道进行销售。

常规检测业务方面，由于国内市场回暖、海外市场快速增长，2021年公司常规检测业务实现收入22.09亿元，同比增长25.48%，毛利率为61.83%，同比提高2.77个百分点。其中，国内市场受益于新品增加、市场拓展以及疫情冲击减弱，实现常规检测业务收入15.51亿元，同比增长15.60%，毛利率水平同比略有提高。国外市场2020年小幅下降后，2021年实现常规检测业务收入6.58亿元，同比增长57.07%，主要系炎症因子、IL-6、PCT、CRP、SA⁵等新冠辅助诊断指标检测需求快速增长所致；毛利率水平同比略有下降。

常规检测业务分产品大类来看，慢病管理检测国内外市场增长均较快，2021年销量同比增长59.54%，销售均价同比变动不大；常规传染病检测业务以国内市场为主，2021年国外炎症因子需求迅猛增长、国内市场平稳增长，销量同比增长41.56%，销售均价同比有所下降；毒品(滥用药物)检测仍以美国市场为主，市场规模持续增长，2021年销量同比增长25.90%，销售均价同比下降10.91%；妊娠及优生优育检测持续增长，2021年销量同比增长7.56%，销售均价同比增长15.15%。

表7 公司常规检测业务主要产品产销情况

产品	项目	2021年	2020年	同比增长
常规传染病检测	产量(万人份)	16,276.83	12,561.45	29.58%
	销量(万人份)	16,261.09	11,486.78	41.56%
	产销率	99.90%	91.44%	-
慢性疾病检测	产量(万人份)	6,833.93	4,520.87	51.16%
	销量(万人份)	6,808.70	4,267.77	59.54%
	产销率	99.63%	94.40%	-
毒品(滥用药物)检测	产量(万人份)	3,437.49	2,857.47	20.30%
	销量(万人份)	3,414.56	2,712.11	25.90%
	产销率	99.33%	94.91%	-
妊娠及优生优育检测	产量(万人份)	14,964.65	14,669.06	2.02%
	销量(万人份)	14,930.84	13,880.90	7.56%
	产销率	99.77%	94.63%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司产能同比大幅提升、产能利用率仍较饱和，在建项目完工后可进一步提高公司产能，但新增产能能否有效消化及产生预期收益存在不确定性

2021年10月万孚生物神舟路园区正式启用，目前公司共有本部、神舟路园区2个生产基地。公司仍实行以销定产、适量备货的生产模式，按不同技术平台划分成7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、分子诊断及病理车间、仪器车间。随着新

⁵ 炎症因子收入在常规传染病检测大类中核算；IL-6、PCT、CRP、SA等炎症检测指标在慢性疾病检测大类中核算。

生产基地投入使用，自动化产线的持续导入以及生产工序的持续改善，公司仪器、试剂产能2021年同比大幅增长，一定程度缓解了公司的生产压力，但产能利用率仍接近饱和。截至2021年末，公司主要在建项目系本期债券募投项目。项目完工后可进一步提高公司产能，但新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。

表8 公司产品产能利用率情况

产品	项目	2021年	2020年	同比
仪器	产能（台）	48,000.00	36,000.00	33.33%
	产量（台）	46,042.00	34,113.00	34.97%
	产能利用率	95.92%	94.76%	
试剂	产能（万人份）	61,000.00	41,000.00	48.78%
	产量（万人份）	60,128.30	40,242.88	49.41%
	产能利用率	98.57%	98.15%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2022 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	募集资金拟使用金额	已使用募集资金	累计已投资	达到预定可使用状态日期
化学发光技术平台产业化建设项目	34,295.79	29,161.86	16,323.68	16,323.68	2023.6.30
分子诊断平台研发建设项目	16,888.04	11,757.14	5,438.77	5,438.77	2023.9.30
合计	51,183.83	40,919.00	21,762.45	21,762.45	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要原材料采购均价继续增长，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

公司原材料采购主要分为三大类，生物原料（抗原抗体及膜材）、包材及仪器材料，2021 年包装材料、生物原料、仪器材料采购金额分别占采购总额的 50.04%、24.43%、14.74%。包材采购均为国内采购，主要采用 JIT 送货模式⁶（小批量、多频次），备货周期在一周左右。生物原料国内、国外均有采购，国外采购的生物原料备货周期一般在 3 个月左右，国内采购的生物原料备货周期在 1 个月左右。仪器材料采购以国内为主，芯片根据市场情况调整备货周期，除芯片外备货周期在一个月左右。公司部分关键生物原料需从国外进口，采购周期相对较长（3-6 个月），叠加国外疫情发展仍有较大不确定性，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。

公司供应商集中度尚可，2021 年前五大占比 23.38%，同比略有提高。2021 年，公司生物原料采购价格同比趋于平稳，同比小幅增长；包装材料同比大幅增长，仪器材料继续小幅增长。公司仍存在一定

⁶ JIT 送货模式是属于定时配送的一种,它强调准时,即在客户规定的时间,将合适的产品按准确的数量送到客户指定的地点。

产品成本控制压力。

表10 公司原材料采购情况

项目	原材料采购区域	供应商给予公司信用账期	公司备货周期
包装材料	国内	2个月	一周
生物原料	国内 60%，国际 40%	国内：1-3个月 国外：部分预付、1个月、	国外：3个月 国内：1个月
仪器材料	以国内为主	1-2个月	除芯片外 1个月

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 公司主要原材料采购均价变动情况

原材料名称	2021年	2020年
生物原料-抗原抗体	4.50%	17.70%
生物原料-膜材	3.57%	11.53%
包装材料	71.79%	22.22%
仪器材料	6.95%	6.43%

资料来源：公司提供，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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，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，仍需关注存货跌价风险、商誉减值风险

2021年底，公司资产规模继续增长，资产增长主要集中在交易性金融资产、固定资产、应收账款等科目。从资产构成来看，公司资产主要以流动资产为主。

2021年底，公司货币资金、理财产品等现金类资产总体规模同比略有增长，占比仍较高。受理财产品未赎回影响，货币资金同比下降，交易性金融资产同比大幅增长。货币资金中外币金额1.12亿元，同比略有增长，受限货币资金93.92万元，系保函保证金。应收账款主要为应收经销商、医疗机构货款，随着业务规模扩张，2021年底公司应收账款同比增长85.03%，应收账款周转天数同比有所下降，仍维持在合理水平。应收对象较为分散，但以经销商为主，仍需关注回收风险。存货主要系库存商品、原材料、半成品等，由于公司业务规模扩张较快，库存商品备货增加，原材料、半成品规模同比下降，2021年存货周转天数同比大幅下降。需关注，新冠抗原检测试剂价格呈下降趋势，公司存货存在一定跌价风险。

2022年3月底，由于香港抗原检测业务爆发增长，公司营运资金投入加大，货币资金较2021年底大

幅下降；应收账款较2021年底大幅增长，主要系应收香港财政部的款项，2022年5月该款项资金已回笼；存货亦大幅增长，主要系加大新冠抗原检测试剂备货所致。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,569.92	8.81%	99,615.25	20.51%	140,831.15	32.71%
交易性金融资产	51,232.15	7.71%	57,273.49	11.79%	10,259.93	2.38%
应收账款	205,646.32	30.95%	49,832.20	10.26%	26,931.93	6.25%
存货	75,836.85	11.41%	38,624.28	7.95%	37,666.50	8.75%
流动资产合计	413,055.34	62.16%	258,551.16	53.25%	227,029.39	52.72%
债权投资	41,363.17	6.22%	41,168.38	8.48%	55,577.23	12.91%
其他权益工具投资	22,603.50	3.40%	22,603.50	4.65%	18,771.00	4.36%
长期股权投资	33,253.64	5.00%	33,369.76	6.87%	28,185.71	6.55%
固定资产	85,172.66	12.82%	85,174.05	17.54%	52,044.65	12.09%
商誉	12,171.04	1.83%	4,251.31	0.88%	4,838.73	1.12%
非流动资产合计	251,431.07	37.84%	227,031.28	46.75%	203,580.33	47.28%
资产总计	664,486.41	100.00%	485,582.45	100.00%	430,609.72	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

债权投资主要系大额定期存单。其他权益工具投资仍主要系对 Binx Health Limited、iCubate, Inc. 的股权投资，按权益法计量。2021 年底长期股权投资同比有所增长，主要系新增对赛维森（广州）医疗科技服务有限公司等公司投资所致。公司长期股权投资涵盖对广州中孚懿德股权投资合伙企业(有限合伙)、万孚（吉林）生物技术有限公司等 16 家联营企业，以及万孚卡迪斯有限公司等 5 家合营企业的投资，需关注投资风险。固定资产主要系办公楼、生产车间以及对外投放的仪器，2021 年底广州万孚新生产基地建设项目竣工转入固定资产核算，固定资产规模同比大幅增长。2021 年底公司商誉主要系收购北京莱尔生物医药科技有限公司形成，2022 年 3 月底，公司商誉较 2021 年底大幅增长主要系收购深圳天深医疗器械有限公司所致。若被收购企业未来经营不达预期，公司面临一定的商誉减值风险。

总体看来，公司货币资金、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。

盈利能力

2021 年常规检测业务拉动公司收入继续增长，但新冠抗原检测产品竞争激烈、销售均价大幅下降，且研发费用、管理费用快速增长，公司整体盈利能力同比下降

公司常规检测业务 2021 年收入同比增长 25.48%，毛利率同比略有提高；新冠检测业务 2021 年销量受德国等欧洲市场拉动、同比继续增长，但国外新冠抗原检测竞争加剧、价格大幅下跌，新冠检测业务毛利润同比大幅下降。受常规检测业务拉动，2021 年公司营业收入同比增长 19.57%。但受新冠检测业务盈

利能力下降，以及研发费用、管理费用增长较快等因素影响，2021年公司营业利润同比下降6.51%，同期所得税同比下降58.02%⁷，净利润同比增长2.56%。盈利能力指标EBITDA利润率、总资产回报率均同比下降。

2022年一季度，香港爆发疫情，公司香港地区新冠抗原检测试剂收入大幅增长，拉动公司当期业绩爆发增长；当期公司分别实现营业收入、净利润26.25亿元、9.02亿元，分别同比增长276.87%、491.50%。需关注新冠检测业务变化较快、波动较大，未来仍存在较大不确定性。

图2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

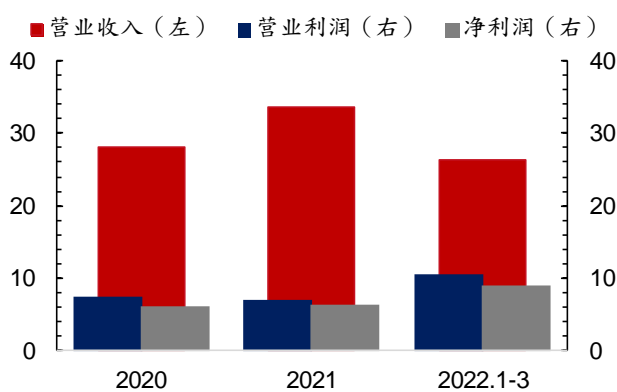
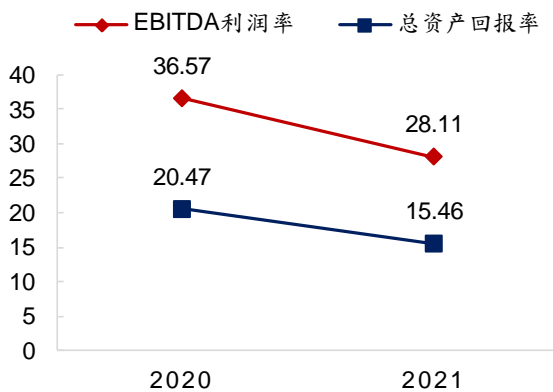


图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

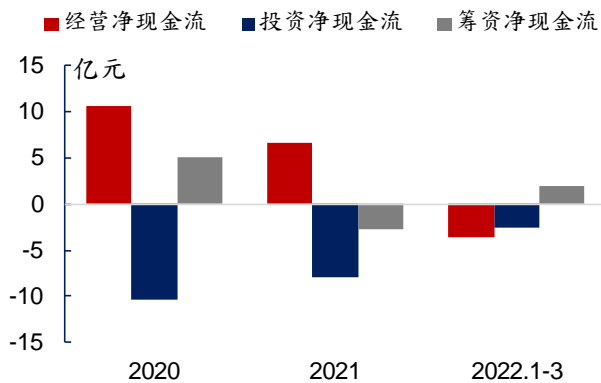
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

现金流

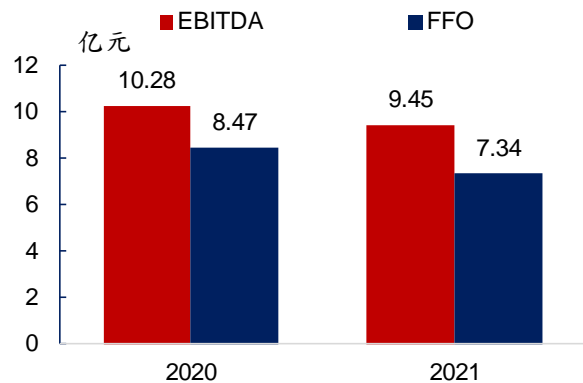
2021年公司经营活动现金生成能力同比有所下降，但仍较强，整体资金压力不大

2021年公司经营业务资金回笼情况尚可，收现比为95.26%，同比略有下降；同期公司支付给职工以及为职工支付的现金同比大幅增长，经营净现金流净额同比下降。公司投资活动主要系购买、赎回理财产品，投资建设万孚生物新生产基地等项目，以及投放仪器等，投资活动现金持续净流出。2021年由于净购买理财产品规模有所下降，公司投资活动净流出规模同比下降。2021年公司偿付了部分债务，同时现金分红金额同比大幅增长，筹资活动呈净流出。由于新冠抗原检测试剂竞争加剧、产品均价大幅下降，同期公司研发费用、管理费用同比大幅增长，故EBITDA、FFO均同比下降，经营活动现金生成能力有所下降，但整体仍较强。2022年1-3月，公司经营活动现金净流为负，主要由于应收香港财政部采购新冠检测试剂有一定账期，2022年5月该款项资金已回笼。截至2022年3月底，公司在建项目尚需投入一定资金，但账面资金较为充裕、融资弹性较高、现金生成能力较强，资金压力不大。

⁷ 所得税下降主要系：1、研发费用增长；2、研发加计扣除 2021 年按 100%加计扣除，2020 年及以前为按 75%加计扣除。

图4 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

图5 公司 EBITDA 和 FFO 情况


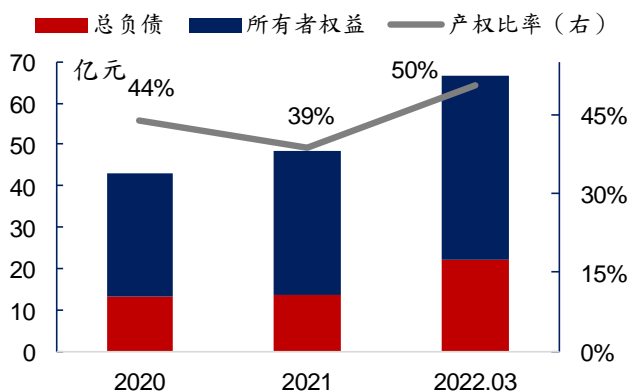
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

资本结构与偿债能力

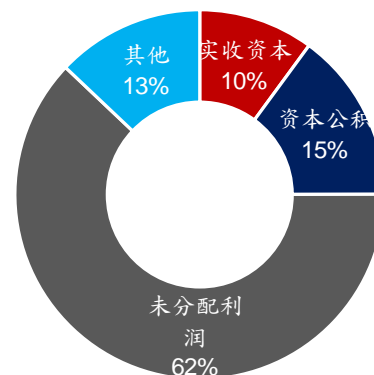
公司财务杠杆水平较低，盈余现金能较好覆盖总债务，整体偿债能力强

随着业务规模扩张，公司应付账款增长较快，2021年底公司总负债同比增长2.99%；同期受益于日常经营利润的积累，公司所有者权益同比增长17.05%，产权比率同比有所下降。

2022年一季度，由于香港新冠抗原检测业务爆发增长，公司短期资金需求迅速增加、对外融资加大，短期借款同比大幅增长，同时公司加大原材料采购，应付账款、合同负债亦大幅增长。2022年3月底公司总负债较2021年底增长64.69%，产权比率较2021年底大幅提高。

图6 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

图7 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度报告

公司短期借款均系银行借款，2021年底同比大幅下降，主要系0.8亿元新冠专项借款到期偿还所致。2022年3月底，公司向银行新增2.00亿短期借款用于支付香港订单的采购款，短期借款大幅增长。应付账款系应付供应商原材料货款及设备采购款；随着业务规模扩张，公司应付账款规模持续增长，2021

年应付账款周转率同比变动不大。合同负债主要系预收新冠产品货款及应付返利。其他应付款主要系预提的新冠营销费用、限制性股票回购义务以及应付往来款，2022年3月底，随着香港新冠抗原检测业务增长，公司其他应付款大幅增长。一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期应付款和租赁负债。应付债券系应付“万孚转债”。租赁负债系租用仓库、办事处形成。

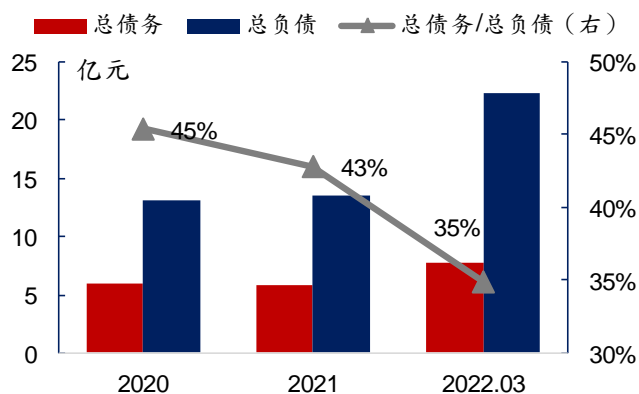
表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22,012.95	9.89%	1,710.54	1.27%	8,502.91	6.48%
应付账款	61,593.67	27.67%	39,998.68	29.59%	29,950.86	22.82%
合同负债	21,370.75	9.60%	8,054.92	5.96%	9,768.11	7.44%
其他应付款	24,394.26	10.96%	8,775.68	6.49%	9,068.61	6.91%
一年内到期的非流动负债	3,132.97	1.41%	4,076.49	3.02%	907.42	0.69%
流动负债合计	162,906.96	73.18%	79,154.21	58.56%	79,344.95	60.45%
应付债券	51,631.43	23.19%	51,068.64	37.78%	48,939.73	37.29%
租赁负债	944.39	0.42%	1,042.48	0.77%	-	-
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1,241.59	0.95%
非流动负债合计	59,709.96	26.82%	56,021.00	41.44%	51,901.76	39.55%
负债合计	222,616.92	100.00%	135,175.21	100.00%	131,246.71	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

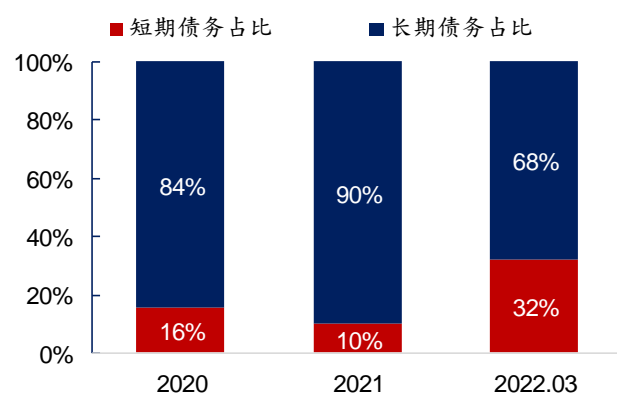
2021年底，公司总债务主要系应付“万孚转债”，整体债务规模不大，长短期债务较为合理。2022年3月底，公司短期借款大幅增长，总债务规模提升至7.77亿元，占总负债的34.91%，短期债务占比较2021年底大幅提升，考虑到公司现金类资产规模较大，短期偿债压力较小。

图8 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

图9 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

2021年底，公司偿付了疫情专项贷款，财务杠杆水平同比下降，处于较低水平。公司盈余现金规模较大，仍能较好覆盖总债务，净债务仍为负值。2021年公司利息支出增长，EBITDA利息保障倍数同比

大幅下降，但仍处较好水平。整体来看，公司财务杠杆水平较低，整体偿债能力较强。

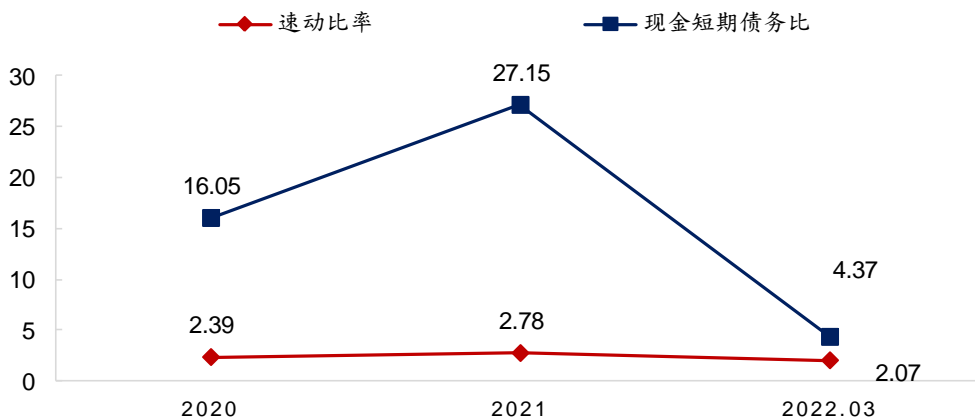
表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	33.50%	27.84%	30.48%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-0.84
EBITDA 利息保障倍数	--	34.04	92.29
总债务/总资本	14.96%	14.18%	16.60%
FFO/净债务	--	-79.48%	-98.12%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

2021年底公司偿付了疫情专项贷款，速动比率、现金短期债务比同比提高。2022年3月底，由于香港抗原业务爆发增长，营运资金投入加大、短期借款大幅增长，公司速动比率、现金短期债务比较2021年底大幅下降，但表现仍较好，短期偿债能力仍较好。

图10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告

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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月7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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

新冠疫情作为催化剂推动国家在医疗新基建领域发力，医疗机构的扩张带动了医疗设备采购需求的

扩大，预计未来2-3年医疗器械相关市场景气度向好。国内新冠抗原检测产品以政府采购为主，先获批的企业短期内业绩得到一定提振。但随着疫情防治的深入，国内新冠抗原检测需求将呈下滑趋势，整体市场空间有限，对企业利润贡献较为有限。海外放开新冠疫情管理、推行个人新冠抗原检测，我国新冠抗原检测产品出口需求旺盛，但需关注各国竞争格局差异较大。公司研发投入较大，产品线持续丰富。公司获得产品注册证较多，公司的新冠抗原自测检测试剂（胶体金法）2021年6月初取得欧盟CE认证，2022年一季度先后获得巴西ANVISA、澳洲TGA、泰国TFDA、马来MDA的注册准入。2022年5月，公司猴痘病毒检测产品通过欧盟 CE 认证。后续这些认证产品可能还会给公司带来一定增量。但需关注，新冠检测试剂业务变化较快、波动较大，未来仍存在较大不确定性，国家医保政策调整可能会对公司盈利会产生一定负面影响，主要原材料价格上涨带来成本控制压力。

整体来看，公司抗风险能力较强。

九、结论

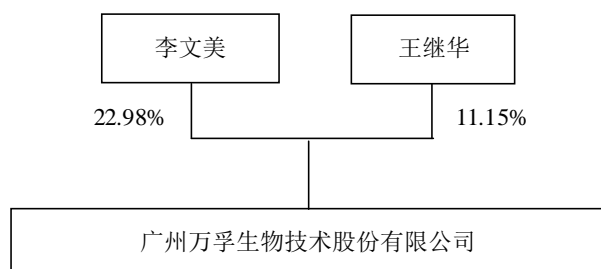
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“万孚转债”的信用等级为AA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.86	9.96	14.08	8.81
应收账款	20.56	4.98	2.69	4.19
存货	7.58	3.86	3.77	2.24
流动资产合计	41.31	25.86	22.70	17.41
固定资产	8.52	8.52	5.20	4.26
非流动资产合计	25.14	22.70	20.36	12.03
资产总计	66.45	48.56	43.06	29.44
短期借款	2.20	0.17	0.85	0.04
应付账款	6.16	4.00	3.00	1.56
其他应付款	2.44	0.88	0.91	0.89
一年内到期的非流动负债	0.31	0.41	0.09	0.09
流动负债合计	16.29	7.92	7.93	4.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	5.16	5.11	4.89	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.12	0.21
非流动负债合计	5.97	5.60	5.19	0.40
负债合计	22.26	13.52	13.12	4.83
总债务	7.77	5.79	5.96	0.34
归属于母公司的所有者权益	42.70	33.53	28.42	22.23
营业收入	26.25	33.61	28.11	20.72
净利润	9.02	6.33	6.17	4.27
经营活动产生的现金流量净额	-3.57	6.65	10.62	3.10
投资活动产生的现金流量净额	-2.53	-7.85	-10.28	-3.32
筹资活动产生的现金流量净额	2.00	-2.71	5.03	-1.16
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	63.91%	58.46%	69.02%	65.21%
EBITDA 利润率	--	28.11%	36.57%	33.72%
总资产回报率	--	15.46%	20.47%	17.99%
产权比率	50.38%	38.58%	43.84%	19.65%
资产负债率	33.50%	27.84%	30.48%	16.42%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-0.84	-1.30
EBITDA 利息保障倍数	--	34.04	92.29	182.34
总债务/总资本	14.96%	14.18%	16.60%	1.37%
FFO/净债务	--	-79.48%	-98.12%	-62.02%
速动比率	2.07	2.78	2.39	3.42
现金短期债务比	4.37	27.15	16.05	77.47

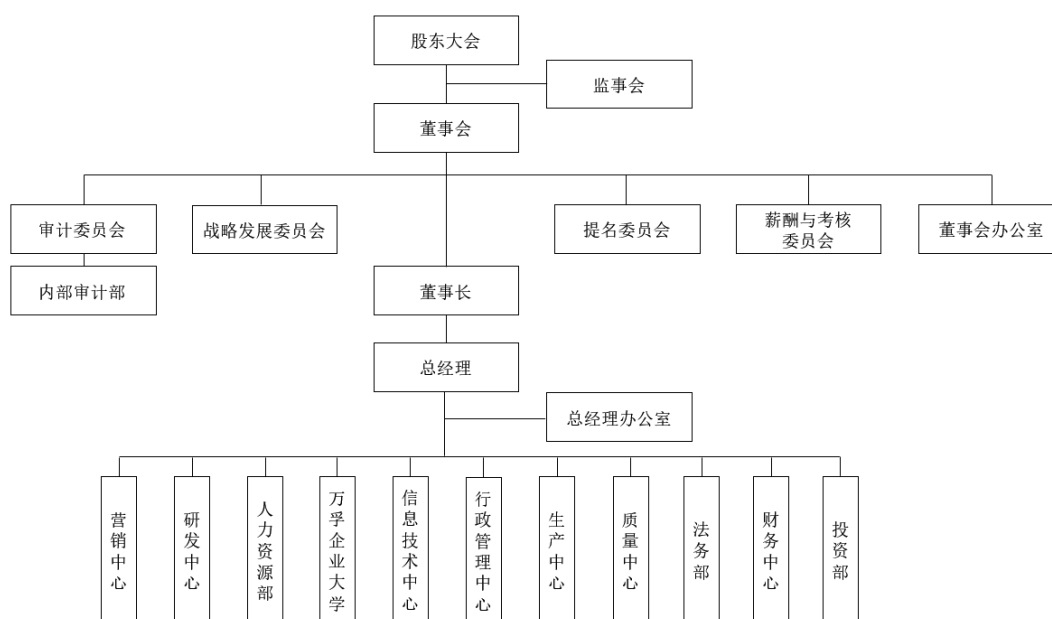
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年 12 月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	持股比例	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
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 2021 年年报、全国企业信息查询系统，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	未受限货币资金+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。