



2020年塞力斯医疗科技股份有限公司公开发行可转换公司债券2022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.

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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年塞力斯医疗科技股份有限公司¹公开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
塞力转债	AA-	AA-

评级日期

2022年06月24日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持塞力斯医疗科技集团股份有限公司（以下简称“公司”，证券代码：603716.SH）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“塞力转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司下游客户较为分散且客户关系较为稳定，医用耗材集约化运营服务项目（简称“SPD”业务）拓展带动销售收入持续增长。同时中证鹏元也关注到，医用耗材流行业面临产品价格下行与行业竞争加剧压力，公司应收账款规模大，回款慢导致信用减值损失加大，2021年首次出现经营亏损；公司对外投资存在投资损失风险，并购形成的商誉面临商誉减值风险，面临较大的资金压力和偿债压力及募集资金使用存在不规范等风险因素。

未来展望

- 公司已中标 SPD 业务客户较多，客户关系稳定，业务收入有一定持续性。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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	44.89	42.94	39.06	30.07
归母所有者权益	15.79	15.62	16.48	14.89
总债务	15.56	16.29	14.14	8.82
营业收入	5.79	26.00	21.25	18.31
EBITDA 利息保障倍数	--	3.30	5.23	6.89
净利润	0.26	-0.38	0.82	1.42
经营活动现金流净额	-1.17	-1.34	0.10	0.94
销售毛利率	25.29%	21.08%	23.18%	28.47%
EBITDA 利润率	--	10.50%	14.22%	17.94%
总资产回报率	--	1.43%	4.80%	8.37%
资产负债率	60.69%	59.41%	53.86%	46.09%
净债务/EBITDA	--	4.16	2.49	1.23
总债务/总资本	46.86%	48.31%	43.96%	35.22%
FFO/净债务	--	4.46%	15.34%	37.74%
速动比率	1.55	1.60	1.82	1.42
现金短期债务比	0.65	0.68	1.01	0.63

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

¹2020年9月，公司名称变更为“塞力斯医疗科技集团股份有限公司”。

优势

- **公司营销渠道较为完善，下游客户较为分散且客户关系较为稳定。**通过战略合作以及渠道并购，公司基本完成了全国省域的业务区域覆盖；公司客户主要为公立医院，客户集中度水平仍较低，主要客户关系相对稳定，为业务发展提供良好基础。
- **公司 SPD 业务拓展带动销售收入持续增长。**SPD 业务实现较快增长，新签约医疗机构持续增加，截至 2021 年末，已实现销售收入的 SPD 客户有 19 家，其余项目尚处于建设期，随着 SPD 项目持续落地，SPD 业务收入规模增幅较大，带动 2021 年营业收入实现持续增长。

关注

- **在医保控费大环境下，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧。**耗材零加成、医保 DRGs 结算等政策促使医疗机构控制成本，医疗机构成本控制压力较大，随着耗材“两票制”、带量采购等政策在全国各省的全面推行，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险。
- **公司 2021 年首次出现经营亏损，参股公司面临投资风险。**公司 SPD 业务投入加大，疫情影响下游医院收入导致公司应收账款回款延长，造成信用减值损失加大和额外增加利息支出，同时叠加公司主要参股公司呈现不同程度的投资亏损影响，公司 2021 年归属于上市公司股东的净利润为-0.50 亿元。公司参股公司涉及工业大麻种植、创新仪器研发、疫苗等多个医药细分领域，行业跨度较大，经营状况复杂多变，需持续关注参股公司经营情况。
- **公司渠道型控股子公司较多，对管理水平形成一定的考验，且需关注商誉减值风险。**随着公司经营规模持续扩大，公司渠道型控股子公司持续增多，管理难度加大。2021 年公司销售、管理费用增长较快，对利润形成较大侵蚀。此外，2021 年末商誉规模达 1.55 亿元，后续需关注并购公司经营转差带来的商誉减值风险。
- **公司面临较大的资金压力和偿债压力。**受医院回款周期延长以及业务规模扩张影响，公司应收账款规模较大、快速增长，对营运资金形成较大占用。2021 年、2022 年 1-3 月公司经营活动现金流呈净流出。2021 年底建设期 SPD 项目尚需投入一定资金。2021 年底公司总债务规模继续增长，财务杠杆水平同比提高，现金短期债务比表现欠佳。
- **本期债券募集资金使用存在不规范情形。**根据 2022 年 4 月 26 日公司披露《关于 2021 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，发现本期债券募集资金使用存在不规范情形，部分募集资金超出其本身使用范围。截至目前相关不符合支出范畴的资金已转回相关可转债募集资金专户。

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
	行业风险	5		杠杆状况	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	5
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	5
业务状况	产品、服务和技术	3	财务状况	总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	3
	经营效率	2		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	中



		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	3
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	中等
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
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-	2021-6-28	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-	2020-1-15	张旻燊、刘书芸	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
塞力转债	5.43	5.43	2021-06-28	2026-08-21

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8月发行6年期5.43亿元可转换公司债券，募集资金拟用于SPD业务、研发办公大楼及仓储建设项目及补充流动资金。截至2021年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.01亿元。

2022年4月26日公司披露《关于2021年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，发现募集资金使用存在问题，部分的募集资金超出其本身使用范围，截至目前相关不符合支出范畴的资金已转回相关可转债募集资金专户。2022年4月27日公司收到上海证券交易所下发的《关于塞力斯医疗科技集团股份有限公司违规使用募集资金等事项的监管工作函》（上证公函【2022】0279号）（以下简称“《工作函》”），公司已就《工作函》中提出的问题及整改意见做出反馈。

三、发行主体概况

跟踪期内公司总股本发生变更，2021年度公司未将回购账户股份作为转股来源，部分债转股来源于新增加股份²，详见2021年3月公司披露的《关于“塞力转债”增加转股来源的公告》；此外公司回购注销部分限制性股票，合计减少7,716股，截至2022年3月末公司总股本为2.05亿股。2021年度公司控股股东赛海（上海）健康科技有限公司（以下简称“赛海健康”）持股数量合计减少0.21亿股，公司控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2022年3月末，温伟直接持有公司4.70%股份，并通过赛海健康间接拥有公司19.61%股权，合计拥有公司24.31%股权。

截至2022年6月5日，公司控股股东赛海健康未解押股权质押数量2,902.50万股，占其直接持有本公司股份总数的47.70%，占总股本的14.16%；温伟未解押股权质押数量481.00万股，占其直接持有本公司股份总数的49.93%，占总股本的2.35%。

2021年8月公司新聘任王政担任董事及总经理，刘文豪、雷先坤不再担任公司董事，温伟不再担任总经理；陈德担任公司监事及监事会主席，杜红阳不再担任监事及监事会主席职务，监事孙军变更为涂婧；杨赞代替刘文豪担任公司财务总监，王政、万里波、刘文豪、王文彬不再担任公司副总经理职务。2022年1月刘源不再担任公司董事会秘书职务，由温伟兼任；2022年5月黄咏喜不再担任公司副总经理职

² 塞力转债转股期间为2021年3月至2026年8月，截至2022年6月15日转股价格为16.98元/股。

务。

2021年公司主营业务未发生变动，营业收入仍主要来自体外诊断产品销售业务、医疗集约化运营服务业务以及自主体外诊断产品的研发、生产和销售。2021年，新纳入公司合并报表范围的子公司共5家，减少子公司1家，具体情况如下表。截至2021年末公司纳入合并范围共计64家子公司，详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021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
武汉力斯宏医疗科技有限公司	51%	2,000	生物技术开发	非同一控制下企业合并
力微拓（上海）生命科学有限公司	51%	500（美元）	生物技术开发	设立
北京爱智嘉诚科技有限公司	40%	2,000	生物技术开发	设立
道戎联智（上海）医疗科技有限公司	51%	1,000	医疗器械销售	设立
塞力斯（上海）医学检验所有限公司	51%	3,000	医学检验检测服务、医疗器械销售	设立

2、2021年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	股权处置比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
武汉市元景商贸有限公司	51%	600	-	转让

注：塞力斯（上海）医学检验所有限公司于2022年3月更名为上海塞力斯医学检验实验室有限公司

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

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、宽松货币政策温和收紧的格局。我国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。

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年医疗器械尤其是医疗设备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。如下表所示，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年医疗器械尤其是医疗设备相关市场的景气度向好。

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

目前国家层面医用耗材带量采购已有两轮，区域联盟集采为主要采购方式，脊柱耗材及种植牙为

今年集采的主要品种，集采对于医用耗材价格大幅下降是主要趋势

目前国家组织医用耗材类带量采购已有两轮，分别针对冠脉支架和人工关节产品。区域联盟的集采为现有耗材集采的主要方式，涉及的品种有血管介入类、骨科类、人工晶体、手术器械耗材、口腔种植体、体外循环及血液净化类等多个品种。采购规模较大的有血管介入类、骨科类及人工晶体。从中标价格（进院价格）降价幅度来看，血管介入类产品降价幅度最大、骨科类产品次之、人工晶体的降价幅度相对温和。

组织国采工作方面，2022年2月11日国务院政策例行吹风会中指出在预计今年高值医用耗材集采品种从3个增加到5个，重点聚焦骨科耗材、药物球囊和种植牙等品种，采购范围上要在去年部分省份已经组织联盟采购的基础上，今年进一步扩大范围。骨科耗材中2022年3月28日国采办已经完成了脊柱耗材部件信息整理，目前在开展部件信息确认工作，预计脊柱类医用耗材的国采将在今年落地。种植牙方面集采方案及基本成熟，其中3月22日江苏省医保局开始启动耗材集采的相关工作，预计种植牙集采将以省际联盟形式开展、年内有望落地。

集采对于医用耗材价格大幅下降是主要趋势，从已经采购的品种来看，随着集采轮次的增加耗材价格的降幅在逐步提升。以血管介入类和骨科类产品为例，血管介入类产品中冠脉支架降价幅度从2019年7月的51%提升至2020年11月份的95%左右，冠脉扩张球囊降价幅度从2019年9月的74%左右提升至2020年8月的96.00%；骨科产品中人工关节的降价幅度从2019年9月的47.20%提升至2021年9月国采的82.00%。主营业务包含上述品种的企业如微创医疗、赛诺医疗、凯利泰等在上述板块的收入及盈利中均受到不同程度的影响。

表3 近年来血管介入类产品和骨科产品的主要集采情况

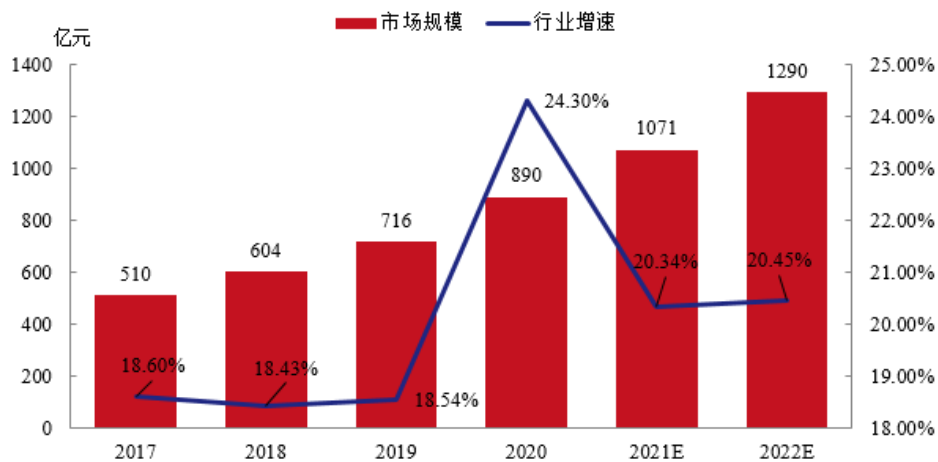
采购范围	年份	血管介入类	降幅	采购范围	年份	骨科类	降幅
国家	2020.11	冠脉支架	94.62%	河南十二省	2021.7	骨科创伤	88.65%
山西省	2020.6	冠脉支架	52.98%	山东省	2021.2	人工髋关节	86.26%
江苏省	2019.7	冠脉支架	51.01%	京津冀“3+N”	2022.3	骨科创伤	83.48%
湖北省	2020.8	冠脉扩张球囊	96.00%	国家	2021.9	人工关节	82.00%
广东七省	2020.12	冠脉扩张球囊	92.23%	安徽省	2020.8	骨科关节	81.97%
山东省	2021.2	冠脉扩张球囊	91.83%	安徽省	2021.7	骨科脊柱	75.00%
京津冀“3+N”	2022.3	冠脉扩张球囊	90.00%	淄博七市	2020.11	骨科创伤	67.30%
四川八省	2022.2	冠脉扩张球囊	89.80%	江苏省	2020.8	人工膝关节	67.30%
黔渝琼三省	2020.9	冠脉扩张球囊	85.32%	安徽省	2019.8	骨科脊柱	53.40%
江苏省	2019.9	冠脉扩张球囊	74.37%	江苏省	2019.9	人工髋关节	47.20%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

预计 2021 及 2022 年 IVD 行业增速有所放缓，抗原检测市场将面临供需两端的双重压力、给 IVD 行业带来的增量有限

《中国医疗器械蓝皮书（2021）》数据显示，近年来我国体外诊断试剂（IVD）行业增速整体较快，2017年以来行业增速均保持在18%以上，其中受新冠疫情的影响，2020年行业增速快速提升至24.30%。2021年上半年87家上市公司和新三板挂牌企业总营收746.5亿元，同比增长54.79%；归属净利润179.2亿元，同比增长82.06%。2021年前三季度48家主板、中小板、创业板和科创板上市公司总营收1,033.32亿元，同比增长43.57%；归属净利润291.4亿元，同比增长47.74%。整体来看2021年以来我国体外诊断试剂行业增速有所放缓。

图1 受疫情影响IVD行业2020年增速整体较好，2021及2022年增速有所放缓



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021）》，中证鹏元整理

新冠病毒抗原检测市场方面，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。从获批时间来看，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，其中3月份共有产品获批的公司有18家。先获批的企业在价格及市场份额方面已获得先发优势，部分企业已在第一季度数据中有所体现。

从市场供给来看，随着各地专项集中采购的进行，国内抗原检测市场的竞争进一步加剧，以天津、河北集采结果为例，自3月20日至4月21日地区共进行了8轮采购，共涉及获批企业中的27家，中选价格在一个月时间不断降低，中选价格从最高的9元降至7.87元，其中4月19日博科诊断采购价格为5元/人份，最大降幅为44.44%，此外，4月21日的采购中选价除精硕生物外，其余公司产品集体降价。从需求端来看，随着疫情防控的不断深入，长期看来对于抗原检测的需求将不断降低，未来国内抗原检测市场将面临供需两端的双重压力。

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。

五、经营与竞争

公司主营业务以集约化销售业务和体外诊断产品销售业务为主。公司SPD业务发展较快，受益于原有SPD项目的不断发展以及新增SPD项目的开拓，2021年SPD业务实现收入6.93亿元，同比增长95.63%；此外，2021年公司体外诊断产品销售业务收入同比增长16.37%。在SPD业务的带动下，2021年公司营业收入同比增长22.30%至26.00亿元。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率同比下降2.10个百分点至21.08%。分业务来看，公司医疗检验集约化运营服务（以下简称“IVD业务”）毛利率略有上升，SPD业务毛利率有所下降，主要系部分新增SPD业务毛利率降低所致，此外受医保控费和支付方式改革的常态化推进等影响，公司体外诊断产品销售业务毛利率较上年同期减少2.89个百分点。

表4 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
集约化销售：IVD业务	124,588.44	24.83%	120,338.93	24.35%
集约化销售：SPD业务	69,269.17	10.41%	35,408.94	11.35%
体外诊断产品销售业务	66,097.13	25.18%	56,799.28	28.07%
合计	259,954.73	21.08%	212,547.15	23.18%

资料来源：公司2020-2021年年报，中证鹏元整理

公司是国内体外诊断行业中产品种类较为齐全的医疗集约化整体解决方案服务提供商之一；SPD业务实现较快增长，实现销售收入的医疗机构持续增加，形成新的收入增长点；体外诊断产品销售业务收入保持增长

公司是国内体外诊断行业中产品种类较为齐全的医疗集约化整体解决方案服务提供商之一。公司通过战略合作及代理等方式与国内外1,800余家IVD生产厂商保持长期良好的合作关系，包括西门子、德国BE、奥地利TC、碧迪、迈瑞、希森美康、强生、雅培、贝克曼、梅里埃等，同时也能为客户提供凝血类试剂为主的自有产品，可供应体外诊断试剂耗材品类超过5.1万种、仪器设备1,100余种。

2021年公司SPD业务保持较快增速，实现销售收入6.93亿元，同比增长95.63%。毛利率方面，由于部分新增SPD业务的毛利率偏低，导致2021年公司SPD业务毛利率有所降低。截至2021年末，公司已实

现销售收入的SPD客户有19家，其余项目尚处于建设期，随着SPD项目持续落地，已逐渐成为新的收入增长点，但同时公司尚需投入项目的使得公司面临较大的资金压力。

表5 公司已实现收入 SPD 业务情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
已实现收入 SPD 客户的数量	19家	15家
收入	69,269.17	35,408.94
成本	62,059.74	31,391.77
毛利	7,209.43	4,017.17
毛利率	10.41%	11.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司IVD业务销售收入略有增长，实现IVD业务销售收入12.46亿元。截至2021年末，公司已累计向394家医疗机构提供诊断仪器设备，较2020年增长38家；仪器投放数量同比有所提升，但仪器投放净值有所下降，主要系计提折旧所致。整体来看，仪器的持续投放将带动相关诊断试剂的销售收入，对公司未来收入规模形成一定支撑；同时，在医疗集约化运营服务的商业模式下，公司与医疗机构客户签订中长期业务合同（5-10年），使得公司业绩存在一定的持续性，但仍需关注国家政策变化、业务拓展不利等因素影响，导致公司业务模式产生不稳定和不可持续的风险。

表6 公司向医疗机构提供的诊断仪器设备情况（单位：万元）

年份	客户数	仪器数量	原值	折旧	净值
2021年	394	5,392	51,319.57	35,510.27	15,809.30
2020年	356	5,364	51,699.14	31,541.53	20,157.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

体外诊断产品销售业务指公司向客户销售体外诊断产品，利润来源于体外诊断设备或试剂耗材的进销差价或自产产品销售。2021年公司体外诊断产品销售业务收入同比增长16.37%，毛利率同比下降2.89个百分点，主要系2021年公司新增强生骨科平台业务所致。强生骨科平台业务主要提供骨科手术配台物料管理、集采集配和京津冀强生骨科耗材仓储物流配送服务，2021年实现收入1.70亿元，占公司2021年单纯销售业务收入的26.00%；2021年，除强生骨科平台业务外其他单纯销售业务毛利率为31.48%。

公司营销渠道较为完善，主要客户关系较为稳定、客户集中度较为分散；但由于公司客户主要为医院，2020年以来因新冠疫情影响回款速度较慢，对公司资金形成较大占用

通过战略合作以及渠道并购，公司基本完成了全国省域的业务区域覆盖。从公司收入区域分布来看，主要集中在华中、华北、华东地区，上述地区均为公司布局较早的区域，具有良好的销售渠道和长期合作的客户资源。2021年华中地区业务缩减，使得收入同比略有下降；华北、华东、东北和西南地区受益于区域内SPD项目开拓运营，区域销售收入及占比同比有所上升。

表7 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2021年		营业收入比上年增减 (%)
	金额	占比	
华中	81,199.54	31.24%	-1.02
华北	90,276.61	34.73%	58.86
华东	56,300.92	21.66%	33.18
西北	11,134.17	4.28%	-37.03
东北	10,990.55	4.23%	13.64
西南	9,108.46	3.50%	157.10
华南	944.48	0.36%	84.20
合计	259,954.73	100.00%	-

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

从公司主要销售客户来看，主要为三甲医院，前五大客户较为稳定，2021年前五名客户销售占比同比上升至26.57%，客户集中度仍较为分散。跟踪期内公司结算方式未发生明显变化，但由于疫情等因素导致医院账期有所增加，针对集约化销售模式下的客户，客户的信用账期有所延长；针对单纯销售业务模式下的非医疗机构客户，一般为先款后货；整体来看2021年公司应收账款周转天数为242.24天³。2021年公司主营业务收入中来自于医院收入占比为81.38%，占比仍较高。由于公司SPD项目整体处于投入建设期，软硬件、人员投入较大，同时，受自2020年至今新冠疫情的持续影响，各地医保因新冠疫情支出较大，2020年及2021年医院整体常规收入规模下降，医保回款也遭受影响，导致公司的应收账款回款延期。

随着公司经营规模扩大，公司供应商集中度持续下降，主要供应商合作较为稳定，但面临一定的成本控制压力；自主产品以凝血类体外诊断试剂为主，占营业收入比重仍较小

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

公司营业成本主要为商业采购成本，2021年商品采购成本为20.26亿元，同比增长25.64%，占当期营业成本的98.73%。2021年，商品采购成本增幅较大，主要系商品和原料采购价格上涨及SPD业务规模增长所致。

表8 公司成本构成及占比情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年

³来源为公司 2022 年 6 月 8 日披露的《关于 2021 年年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》

	金额	占比	金额	占比
商业	202,557.09	98.73%	161,220.27	98.73%
工业	2,610.95	1.27%	2,067.95	1.27%
合计	205,168.04	100.00%	163,288.22	100.00%

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

随着公司业务规模的不断扩大，供应商采购集中度持续下降，2021年前五大供应商采购占比同比下降至18.22%。公司较为稳定，主要为国外大型器械供应商，公司向其采购产品包括生化、免疫、特定蛋白和血球类等试剂、仪器和耗材。公司与供应商结算模式一般为先款后货，部分供应商存在一个月账期或授信额度，SPD业务采购付款账期相对略长，近年来随着SPD业务规模扩张，公司应付账款周转天数持续增长，2021年达84.66天。

公司自主产品生产、研发、销售主要由全资子公司武汉塞力斯生物技术有限公司（以下简称“塞力斯生物”）负责。截至2021年末，塞力斯生物已获得多项专利证书、二类医疗器械产品注册证、一类备案证等，主要致力于凝血类体外诊断试剂的研发，并逐步向生化、免疫诊断试剂拓展。公司自产产品采取以销定产、批量生产的生产模式，主要通过代理方式销售给非医疗机构或者分（经）销商。2021年产量和销量分别增长13.61%和21.77%，产能利用率和产销率均保持较高水平。

表9 公司自产产品产销情况（单位：升/年、升）

年份	设计产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2021年	10,000	9,076	9,275	90.76%	102.19%
2020年	10,000	7,989	7,617	79.89%	95.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通过新设及外延并购方式新增子公司较多，对管理层的资源整合及管理水平形成一定的考验，且公司参股企业行业跨度较大，部分参股公司产生投资亏损

在营销网络及渠道建设方面，公司业务模式偏向于与当地有资源优势的合作方成立子公司或直接收购股权，2021年公司通过新设及收购股权的方式新增子公司5家。截至2021年末合并范围子公司合计64家，且大部分为相对控股关系；2021年末公司合并范围在职员工数量合计1,637人，其中主要子公司在职员工数量合计1,230人。随着公司经营规模持续扩大，公司资产、业务及人员的迅速扩张，公司的组织架构和管理体系将趋于复杂，在组织结构、管理体系、资源整合、服务能力等方面形成一定的考验。2021年，公司财务费用、管理费用快速增长，对公司利润形成较大侵蚀。

参股公司方面，公司主要参股子公司主营业务涉及医疗器械销售、工业大麻种植、创新仪器研发、疫苗等多个领域，行业跨度较大。2021年公司主要参股公司均呈现不同程度的亏损、详见下表。2021年公司权益法核算的长期股权投资收益-0.27亿元，一定程度侵蚀公司利润，主要系公司于2020年12月投资入股LevitasBio，其产品尚处于市场导入早期、相关费用投入较大，导致公司2021年度对LevitasBio确认投资亏损0.19亿元。

表10 2021年度公司重要参股子公司经营情况（单位：万元、%）

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式	净资产	营业收入	净利润
华润塞力斯（武汉）医疗科技有限公司	区域医学检验中心、医疗器械销售	49.00	设立	3,366.89	3,177.64	-513.67
云南赛维汉普科技有限公司	工业大麻种植、加工及销售	14.80	增资	4,212.95	0.00	-368.04
广东医大智能科技有限公司	智慧医疗 SPD 物联网服务技术研发、服务、运营及咨询管理	18.00	收购	1,615.22	825.24	-724.28
LevitasBio	创新仪器、试剂的研发、生产	25.47	增资	4,614.73	1,173.77	-7,589.00
武汉华纪元生物技术开发有限公司	高血压疫苗	30.00	增资	-1,522.31	0.00	-878.63

资料来源：公司 2021 年年度报告

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及公司2022年1-3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，但应收款项规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用，仍需关注应收款项回收风险、存货跌价风险及商誉减值风险

2021年末公司资产规模同比增长9.93%至42.94亿元，2022年3月末进一步增长至44.89亿元，仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金余额同比有所降低，其中767.29万元因保证金使用受限。公司应收账款规模较大，2021年末应收账款占资产总额的比例达40.80%，主要系应收医院终端销售货款所致，其中医疗机构占比较高；账龄方面，受疫情影响，终端客户账期有所延长，一年以内应收账款占比80.06%，占比下降4.68个百分点，2021年末公司计提应收账款坏账准备1.46亿元，较去年有所提升，其中2021年新增计提金额0.60亿元。此外，2021年末公司应收账款中包含质押的应收账款2.23亿元，系公司通过应收账款转让类资管/信托产品的方式融资2亿元。随着医保控费政策逐步执行及疫情影响，公司应收账款规模较大，对营运资金形成较大占用。随着公司经营规模的不断增长，应收账款规模持续增长，若公司未能加强应收账款管理，仍将面临一定的坏账风险。

公司预付账款主要为预付诊断仪器、试剂采购款，随着公司经营规模扩大，预付款项余额持续增长。公司其他应收款主要由其他往来款、履约保函及无风险组合、备用金及员工借支构成，2021年末其他应收款余额增幅较大，主要系北京陆路晟畅医疗供应链管理有限公司（0.80亿元）、北京塞力斯川凉慧医疗科技有限公司（0.47亿元）、武汉联智赛维医疗服务有限公司（0.39亿元）、康露福医疗科技（北京）

有限公司（0.32亿元）、金豆（武汉）创业服务发展中心（有限合伙）（0.32亿元）等机构的保证金、押金以及往来借款增加所致，存在一定的回收风险。

公司存货以采购的诊断试剂及仪器、发出商品为主，近年来随着业务规模的扩大，公司存货规模保持增长；截至2021年末，计提存货跌价准备为69.26万元，若市场环境变化公司产品销售不及预期，存货仍存在一定的跌价风险。

2021年末公司其他权益工具投资同比有所下降，主要系将广西信禾通医疗投资有限公司所持有股权转让所致，2022年3月末其他权益工具投资大幅上升，主要系将对LevitasBio的投资由长期股权投资转入所致。

2022年3月末公司长期股权投资同比下降，主要系将对LevitasBio的投资转到其他权益工具投资列示所致，2021年公司权益法核算的长期股权投资收益为-0.27亿元，一定程度侵蚀公司利润。公司固定资产主要系向医疗机构投放的仪器，2021年末规模有所下降。

2021年末公司商誉账面价值1.55亿元，主要系并购北京京阳腾微科技发展有限公司、武汉汇信科技发展有限公司和山东润诚医学科技有限公司等渠道型公司形成，截至目前均已完成承诺期业绩承诺，但仍需关注业绩承诺期后相关公司销售收入、利润规模下滑风险，商誉仍存在一定的减值风险。

其他非流动资产系预付投资款、预付软件款和预付装修、设备款，2021年同比有所增加，主要系预付投资款增加所致。

整体来看，公司资产规模保持增长，需关注应收款项回收风险、存货跌价风险及商誉减值风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

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	4.14	9.22%	4.74	11.03%	6.62	16.94%
应收账款	18.69	41.64%	17.52	40.80%	15.15	38.77%
预付款项	1.20	2.67%	1.06	2.47%	0.89	2.27%
其他应收款	4.73	10.54%	3.46	8.07%	1.92	4.91%
存货	4.88	10.87%	4.64	10.80%	4.02	10.29%
流动资产合计	34.51	76.86%	32.42	75.51%	29.28	74.96%
其他权益工具投资	1.57	3.50%	0.84	1.95%	1.02	2.61%
长期股权投资	1.08	2.40%	1.83	4.27%	1.64	4.20%
固定资产	1.87	4.17%	1.94	4.51%	2.40	6.13%
商誉	1.55	3.45%	1.55	3.61%	1.55	3.96%
其他非流动资产	1.32	2.95%	1.42	3.31%	1.19	3.05%
非流动资产合计	10.39	23.14%	10.52	24.49%	9.78	25.04%
资产总计	44.89	100.00%	42.94	100.00%	39.06	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

盈利能力

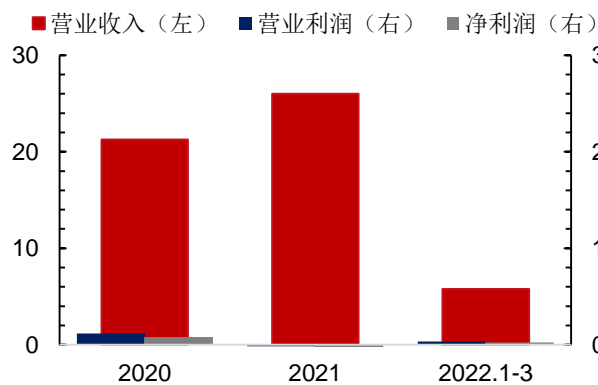
SPD业务发展推动公司收入规模的提升，同时也拉低了整体毛利率；2021年由于期间费用增长较快，投资亏损、信用减值损失增大，公司归属于上市公司股东的净利润出现亏损

受益于原有SPD项目的不断发展以及新增SPD项目的开拓，2021年公司收入规模保持增长，但受疫情影响及低毛利的SPD业务收入占比上升影响，公司销售毛利率同比有所下降。

随着业务规模扩张，2021年公司渠道型控股子公司进一步增多，管理费用、销售费用快速增长，2021年公司分别产生管理费用和研发费用2.04亿元和0.35亿元，分别同比增长36.22%和81.62%。同期，受疫情影响，医院回款周期延长，公司资金压力加大、对外融资规模增长，利息支出增加，2021年度公司财务费用为0.77亿元，同比增长58.05%。2021年公司投资收益为-0.26亿元，主要系当年对LevitasBio的投资亏损所致。此外，2021年公司应收账款账龄延长、计提的坏账准备增大，信用减值损失0.77亿元，同比大幅增长。受期间费用快速增长，投资亏损、信用减值损失增大影响，2021年公司归属于上市公司股东的净利润出现亏损，整体盈利能力下降，EBITDA利润率和总资产回报率有所下滑。

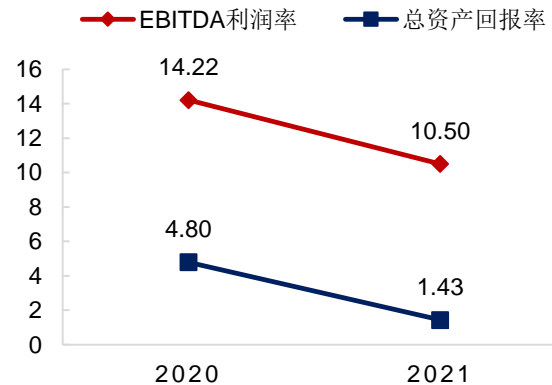
2022年1-3月公司实现营业收入5.79亿元、归属于上市公司股东的净利润0.21亿元，分别较去年同期增长12.01%和312.06%。

图2 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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

现金流

公司经营活动现金生成能力有所弱化，2021年及2022年1-3月经营活动现金持续净流出，面临较大的资金压力

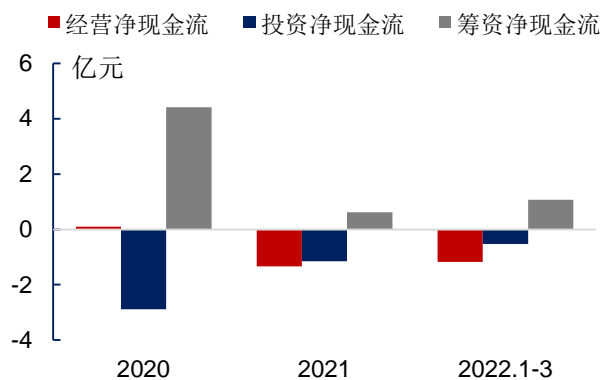
2021年公司收现比为96.99%，同比变动不大，主营业务资金回笼情况一般。尽管公司业务规模扩大，但由于盈利能力下降，2021年公司主营业务现金生成能力同比下降，FFO、EBITDA规模同比下滑。

2021年经营活动净现金流为-1.34亿元，主要系当年销售费用、管理费用支出增大（1.72亿元）及往来款、保证金支出（0.89亿元）增加所致。2022年1-3月公司经营活动净现金流为-1.17亿元、较去年同期净流出规模增大，结合公司SPD项目建设期尚需投入，公司面临较大的资金压力。

投资活动方面，2021年度公司投资活动现金净流出规模减少，主要系当年投资收回的现金增加且投资减少所致，2021年公司投资活动产生的现金流量金额为-1.15亿元；2021年公司产生支付其他与投资活动有关的现金1.28亿元，主要系对联营企业及子公司少数股东支付的投资类往来款。

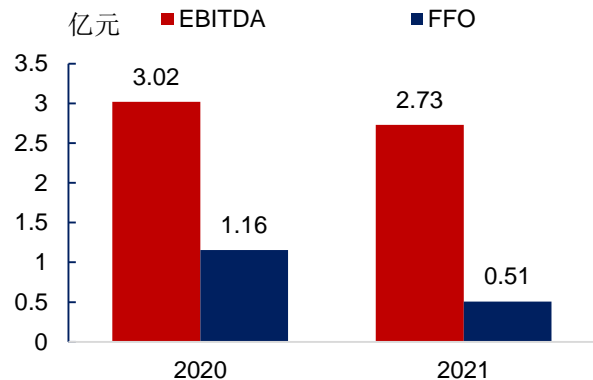
筹资活动方面，2021年度公司筹资活动现金净流入规模减少，主要系融资规模有所降低所致。受疫情及低毛利SPD业务收入占比上升影响，公司销售毛利率同比有所下降，此外公司管理费用、研发费用增长较大，EBITDA和FFO同比均有所下降，现金生成能力有所弱化。

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 1-3 月财务报表

图5 公司EBITDA和FFO情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

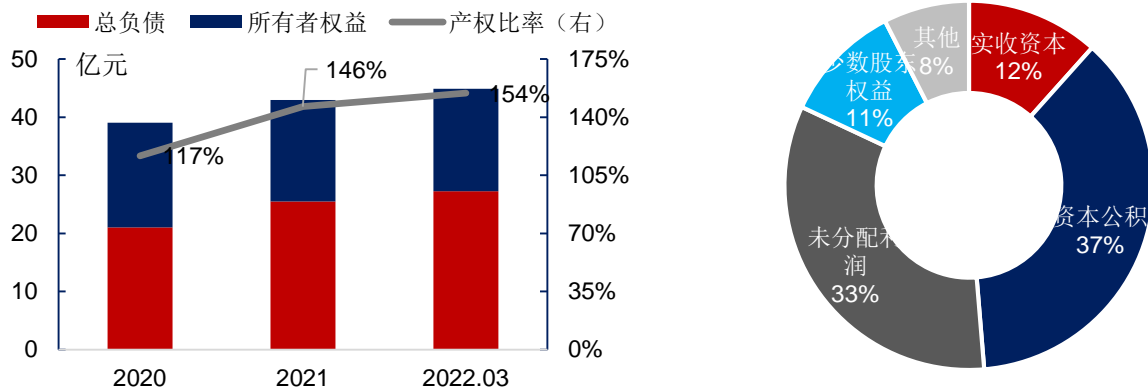
资本结构与偿债能力

2021年公司总债务规模同比增长，面临较大的偿债压力

2022年3月末，公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成。随着负债规模的持续增长，公司产权比率持续上升，权益对负债的保障程度持续下降。

图6 公司资本结构

图7 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年末公司短期借款规模变化不大，主要由保证借款和质押借款构成。2021年应付账款规模大幅增长，主要系SPD业务采购结算账期较长所致。2021年末其他应付款规模增加27.10%，主要系对非关联方应付款项增加所致，2022年3月末其他应付款规模大幅增加，主要系应付往来款增加所致。2021年末一年内到期的非流动负债有所增加，主要系一年内到期的长期借款、长期应付款及租赁负债增加所致。

长期借款主要由保证及抵押借款构成，2021年同比略有增长；应付债券系发行的本期债券。2021年公司新增0.47亿元租赁负债，主要系执行新租赁准则所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

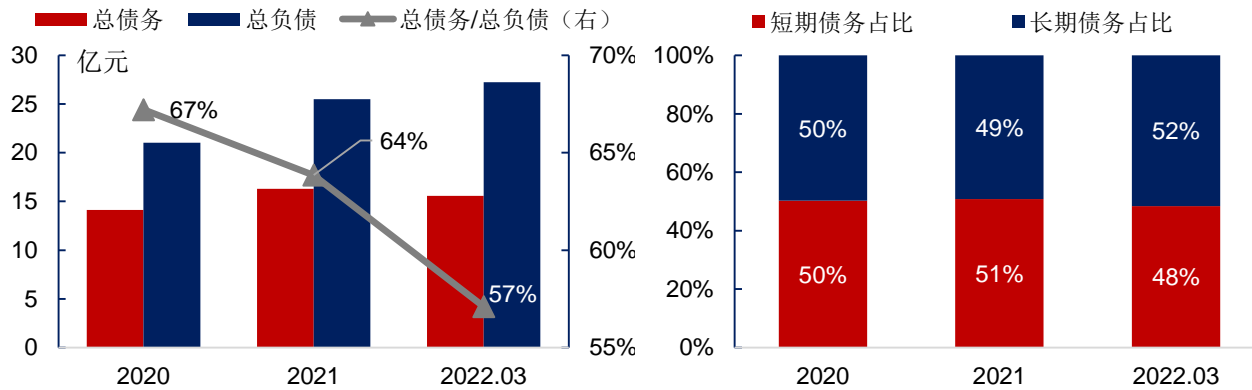
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.08	22.30%	6.90	27.06%	6.95	33.02%
应付账款	6.29	23.10%	5.65	22.15%	4.00	19.02%
其他应付款	4.11	15.08%	1.97	7.72%	1.55	7.35%
一年内到期的非流动负债	1.36	4.98%	1.33	5.21%	0.01	0.03%
流动负债合计	19.10	70.11%	17.37	68.08%	13.88	65.98%
长期借款	2.73	10.01%	2.73	10.71%	2.54	12.09%
应付债券	4.86	17.82%	4.78	18.75%	4.49	21.36%
租赁负债	0.39	1.44%	0.47	1.86%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.14	29.89%	8.14	31.92%	7.16	34.02%
负债合计	27.25	100.00%	25.51	100.00%	21.04	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年公司总债务规模持续增长，年末总债务规模为16.29亿元，2022年3月末有所下降。2021年末公司债务结构占比变化不大。

图8 公司债务占负债比重

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 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

随着公司负债规模持续增长，公司杠杆水平持续上升，EBITDA 利息保障倍数及 FFO/净债务同比均有所下降，经营利润对债务本息保障程度有所减弱。

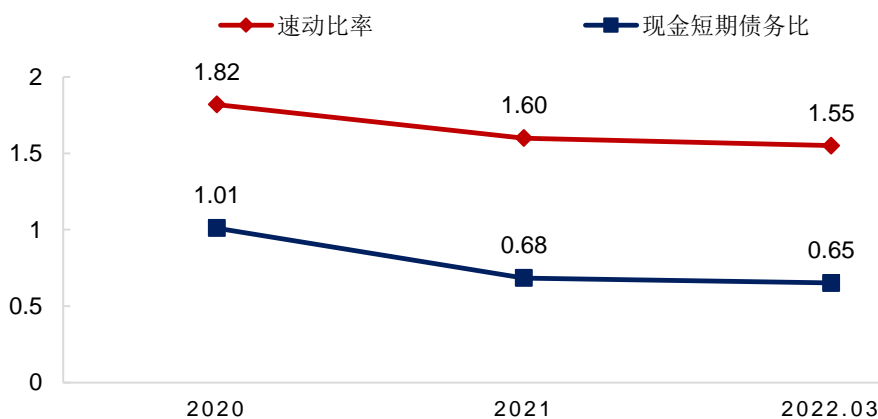
表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	60.69%	59.41%	53.86%
净债务/EBITDA	--	4.16	2.49
EBITDA 利息保障倍数	--	3.30	5.23
总债务/总资本	46.86%	48.31%	43.96%
FFO/净债务	--	4.46%	15.34%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

流动性指标来看，2021 年公司速动比率和现金短期债务比均有所降低。截至 2022 年 3 月末公司合并范围银行授信规模合计 19.09 亿元，尚未使用 8.75 亿元，总体来看，公司融资弹性尚可，但债务规模持续增长，经营活动现金生成能力有所弱化，仍面临一定的债务偿付压力。

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 1-3 月财务报表

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5月23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。

根据公司于2022年6月21日披露的《关于公司及子公司累计涉及诉讼事项的公告》，截至公告披露日，公司及子公司近12个月内累计新增涉案金额为1.85亿元，占公司2021年末归属于母公司所有者权益的11.81%。金额较大的诉讼事项见下表，其中公司作为原告涉及金额为1.16亿元、作为第三人涉及金额合计为0.68亿元。需关注公司诉讼情况可能对公司后续利润产生的不利影响。

表14 公司及子公司近 12 个月内新增主要涉及诉讼事项

序号	案件号	原告/申请仲裁方/上诉人	被告/被申请人/被上诉人	第三人	案由	涉案金额（万元）	案件阶段
1	(2022)鄂0112民初1797号	浙江泉溪资产管理有限公司	徐州市中心医院	塞力医疗	买卖合同纠纷	3,739.48	一审未开庭
2	(2022)鄂0112民初1798号	浙江泉溪资产管理有限公司	徐州市中医院	塞力医疗	买卖合同纠纷	3,091.70	一审未开庭
3	(2022)鲁02民初794号	塞力医疗、山东塞力斯医疗科技有限公司	青岛市妇女儿童医院	华润山东医药有限公司	买卖合同纠纷	11,055.54	一审未开庭

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司是国内体外诊断行业中产品种类较为齐全的医疗集约化整体解决方案服务提供商之一，主营业务以集约化销售业务和体外诊断产品销售业务为主。随着耗材“两票制”、带量采购等政策在全国各省的全面推行，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧，公司渠道型控股子公司持续增多且涉及行业跨度较大，对管理水平形成一定的考验；受期间费用快速增长，投资亏损、信用减值损失增大影响，2021年公司净利润出现亏损；2021年底公司总债务规模继续增长，财务杠杆水平同比提高，现金短期债务比表现欠佳，公司面临较大的资金压力和偿债压力。但公司营销渠道较为完善，客户主要为公立医院，主要的客户关系相对稳定，且客户集中度仍较低；此外，随着SPD业务的不断落地，收入规模不断提升，带动营业收入持续增长，且预计未来会继续有新的SPD客户产生收入，综合来看，公司具有一定的抗风险能力。

九、结论

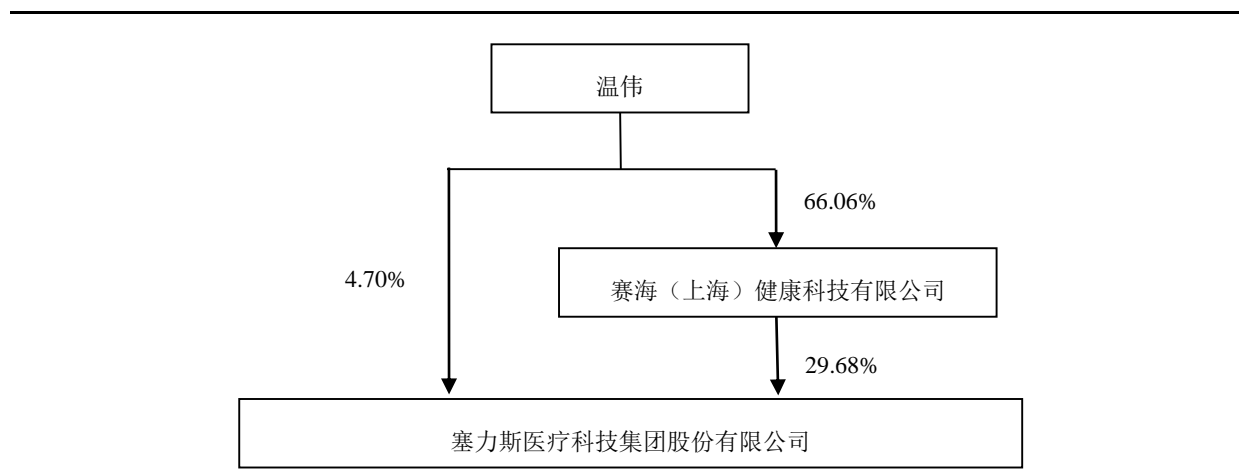
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“塞力转债”的信用等级为AA-。

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	4.14	4.74	6.62	5.08
应收账款	18.69	17.52	15.15	11.43
其他应收款	4.73	3.46	1.92	1.23
存货	4.88	4.64	4.02	3.49
流动资产合计	34.51	32.42	29.28	22.29
非流动资产合计	10.39	10.52	9.78	7.78
资产总计	44.89	42.94	39.06	30.07
短期借款	6.08	6.90	6.95	8.09
应付账款	6.29	5.65	4.00	2.36
其他应付款	4.11	1.97	1.55	1.39
一年内到期的非流动负债	1.36	1.33	0.01	0.22
流动负债合计	19.10	17.37	13.88	13.20
长期借款	2.73	2.73	2.54	0.50
应付债券	4.86	4.78	4.49	0.00
非流动负债合计	8.14	8.14	7.16	0.66
负债合计	27.25	25.51	21.04	13.86
总债务	15.56	16.29	14.14	8.82
归属于母公司的所有者权益	15.79	15.62	16.48	14.89
营业收入	5.79	26.00	21.25	18.31
净利润	0.26	-0.38	0.82	1.42
经营活动产生的现金流量净额	-1.17	-1.34	0.10	0.94
投资活动产生的现金流量净额	-0.53	-1.15	-2.89	-2.82
筹资活动产生的现金流量净额	1.07	0.61	4.41	0.05
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	25.29%	21.08%	23.18%	28.47%
EBITDA 利润率	--	10.50%	14.22%	17.94%
总资产回报率	--	1.43%	4.80%	8.37%
产权比率	154.40%	146.34%	116.71%	85.50%
资产负债率	60.69%	59.41%	53.86%	46.09%
净债务/EBITDA	--	4.16	2.49	1.23
EBITDA 利息保障倍数	--	3.30	5.23	6.89
总债务/总资本	46.86%	48.31%	43.96%	35.22%
FFO/净债务	--	4.46%	15.34%	37.74%
速动比率	1.55	1.60	1.82	1.42
现金短期债务比	0.65	0.68	1.01	0.63

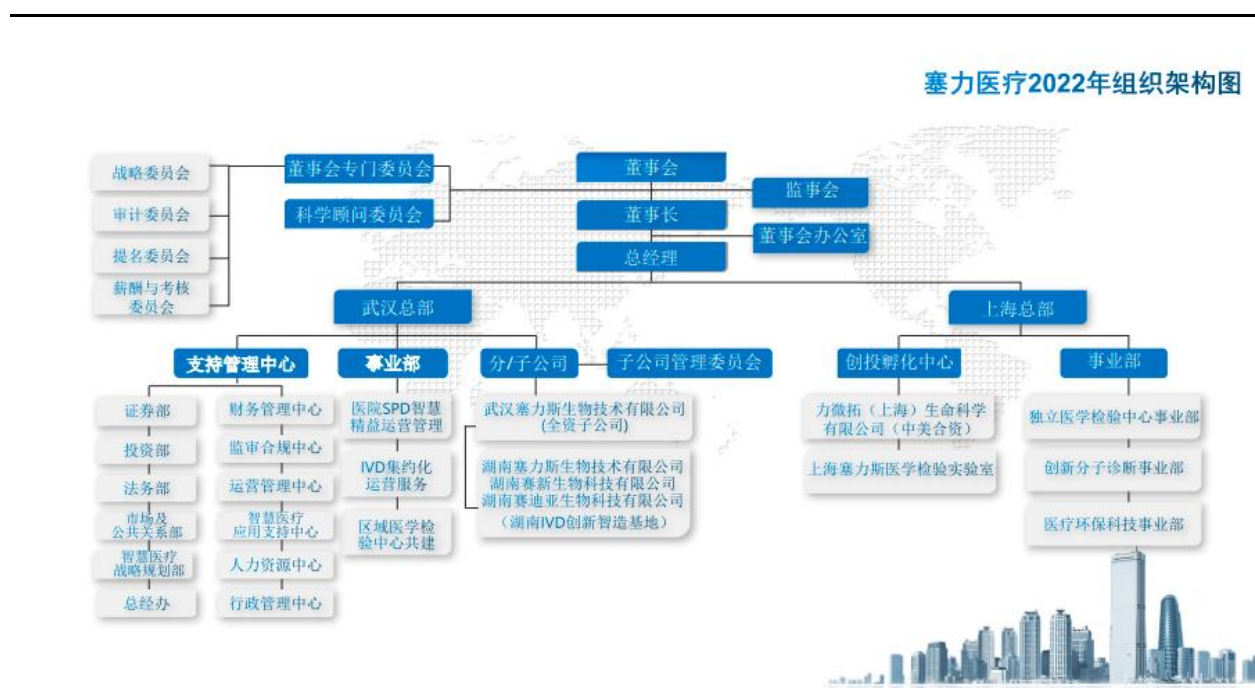
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
武汉塞力斯生物技术有限公司	武汉市	医疗器械销售	100		同一控制下企业合并
郑州朗润医疗器械有限公司	郑州市	医疗器械销售	73		非同一控制企业合并
湖南捷盈生物科技有限公司	长沙市	医疗器械销售	94		设立
山东塞力斯医疗科技有限公司	青岛市	医疗器械销售	51		设立
胶州市塞力斯医学检验实验室有限公司	胶州市	医学检验检测服务		100	设立
平度市华塞医学检验实验室有限公司	平度市	医学检验检测服务		80	设立
南昌塞力斯医疗器械有限公司	南昌市	医疗器械销售	51		设立
河南华裕正和实业有限公司	郑州市	医疗器械销售	51		非同一控制企业合并
天津信诺恒宏医疗科技有限公司	天津市	医疗器械销售	51		非同一控制企业合并
北京京阳腾微科技发展有限公司	北京市	医疗器械销售	51		非同一控制企业合并
武汉汇信科技发展有限责任公司	武汉市	医疗器械销售	80		非同一控制企业合并
武汉奥申博科技有限公司	武汉市	医疗器械销售	80		非同一控制企业合并
广东塞力斯医疗科技有限公司	广州市	医疗器械销售	51		设立
重庆塞力斯医疗科技有限公司	重庆市	医疗器械销售	51		设立
黑龙江塞力斯医疗科技有限公司	哈尔滨市	医疗器械销售	51		设立
黄石塞力斯医学检验实验室有限公司	黄石市	医学检验检测服务	100		设立
北京塞力斯医疗科技有限公司	北京市	医疗器械销售	51		设立
江苏塞力斯医疗科技有限公司	南京市	医疗器械销售	51		设立
成都塞力斯医疗科技有限公司	成都市	医疗器械销售	51		设立
河南塞力斯医疗科技有限公司	郑州市	医疗器械销售	51		设立
河北塞力斯医疗科技有限公司	石家庄市	生物技术开发、医疗器械销售	51		设立
济南塞力斯医疗科技有限公司	济南市	医疗器械销售	100		设立
内蒙古塞力斯医疗科技有限公司	呼和浩特市	医疗器械销售	51		设立
塞力斯(上海)医疗科技有限公司	上海市	医疗器械销售	100		设立
南京赛鼎医疗科技有限公司	南京市	医疗器械销售	51		设立
南京塞尚医疗科有限公司	南京市	医疗器械销售	51		设立
南京塞诚医疗科技有限公司	南京市	医疗器械销售	51		设立
塞力斯(江门)医疗科技有限公司	台山市	医疗器械销售	51		设立
提喀科技有限公司	武汉市	信息技术服务	51		设立
武汉凯普瑞生物技术有限公司	武汉市	生物技术开发		100	设立
阿克苏咏林瑞福电子科技有限公司	阿克苏市	医疗器械销售	51		非同一控制企业合并
新疆塞力斯医疗科技有限公司	乌鲁木齐市	医疗器械销售	51		设立

浙江塞力斯医疗科技有限公司	杭州市	医疗器械销售	100	非同一控制企业合并
达碧清诊断技术（上海）有限公司	上海市	糖尿病诊断	65	设立
山东润诚医学科技有限公司	济南市	医疗器械销售	51	非同一控制企业合并
济南北方医学检验实验室有限公司	济南市	医学检验检测服务	100	非同一控制企业合并
淄博塞力斯医疗科技有限公司	淄博市	医疗器械销售	51	非同一控制企业合并
山东润诚医学检验实验室有限公司	济南市	医疗器械销售	80	非同一控制企业合并
新疆塞力斯通达医疗科技有限公司	乌鲁木齐市	医疗器械销售	51	设立
山西塞力斯医疗科技有限公司	太原市	医疗器械销售	51	设立
塞力斯（宁夏）医疗科技有限公司	银川市	医疗器械销售	51	设立
塞力斯（深圳）医疗科技有限公司	深圳市	医疗器械销售	51	非同一控制企业合并
武汉瑞楚医疗科技有限公司	武汉市	医疗器械销售	51	设立
塞力斯医疗供应链管理（北京）有限公司	北京市	医疗器械销售	51	设立
大连塞力斯医疗科技有限公司	大连市	医疗器械销售	51	设立
上海亥起医疗科技有限公司	上海市	医疗器械销售	51	非同一控制企业合并
济宁市康之益医疗 器械有限公司	济宁市	医疗器械销售	40	非同一控制企业合并
万户良方 塞力斯（武汉）健康管理有限公司	武汉市	慢病管理服务	51	设立
塞力斯（山东）供应链有限公司	济宁市	医疗器械销售	51	设立
江西塞力斯医疗供应链管理有限公司	南昌市	医疗器械销售	100	设立
塞立世（上海）医疗科技有限公司	上海市	医疗器械销售	41	设立
塞力斯众泽（北京）医疗科技有限公司	北京市	医疗器械销售	40	设立
福州塞力斯智慧医疗供应链有限公司	福州市	医疗器械销售	51	设立
塞力斯醫療科技(香港)有限公司	香港	医疗器械销售	100	设立
山西江河同辉医疗设备股份有限公司	长治市	医疗器械销售	51	非同一控制企业合并
湖南赛迪亚生物科技有限公司	津市市	生物技术开发	65	设立
湖南塞力斯生物技术有限公司	浏阳市	生物技术开发	100	设立
湖南赛新生物科技有限公司	浏阳市	生物技术开发	100	设立
塞力斯医疗管理（山东）有限公司	济南市	医疗器械销售、医学检验检测服务	51	设立
塞力斯（上海）医学检验所有限公司	上海市	医学检验检测服务、医疗器械销售	51	设立
力微拓（上海）生命科学有限公司	上海市	生物技术开发	51	设立
武汉力斯宏医疗科技有限公司	武汉市	生物技术开发	51	非同一控制企业合并
北京爱智嘉诚科技有限公司	北京市	生物技术开发	40	设立
道戎联智（上海）医疗科技有限公司	上海市	医疗器械销售	51	设立

资料来源：公司 2021 年年度报告，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。