




内部编号:2023060209

2020 年上海润达医疗科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

分析师: 熊桦  xh@shxsj.com
陈婷婷  ctt@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

评级声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100195】

评级对象：2020年上海润达医疗科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

润达转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2023年6月19日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2022年6月23日

首次评级：AA/稳定/AA/2020年5月25日



跟踪评级观点

主要优势：

- 经营面临良好的外部环境。在国内经济持续增长，人口老龄化趋势加剧及医疗消费结构升级等大环境下，体外诊断市场需求空间大且稳步增长，同时近年来国家对于医疗领域的投入力度较大，对于润达医疗而言面临较好的市场发展环境。
- 经营规模不断扩大。润达医疗专注于体外诊断领域发展，通过推进业务市场布局及整合，加强体外诊断商业流通及综合服务业务链建设，目前已基本形成全国性的业务布局，并积累了大量的客户及供应商资源。跟踪期内，公司经营规模继续扩大，收入保持增长。
- 股东支持。润达医疗引入国资控股股东以来，对于公司拓宽融资渠道、加强与公有制医疗机构业务合作等方面提供了助力。

主要风险：

- 市场风险。润达医疗所处体外诊断产品流通与服务行业面临医药行业市场监管政策变化的风险。同时公司所处行业集中度较低，市场竞争较为激烈，公司立足华东发展全国性业务，亦面临较大的市场拓展培育及竞争压力。
- 营运资金压力加大。受业务特点影响，润达医疗下游客户的回款期较长。公司在应收款、存货等环节沉淀较多资金，且随着业务规模扩大，面临的应收款回笼及营运资金压力进一步加大。
- 短期刚性债务偿付压力。润达医疗业务规模持续扩张，债务性融资不断增加，债务负担总体加重，且公司刚性债务主要集中于短期，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。润达医疗前期对外投资规模较大、并购整合活动较多，且相关收购溢价已形成大额商誉，公司相应面临一定的并购整合压力及商誉减值风险。
- 运营管控风险。随着润达医疗并表企业数量的增加，公司对下属企业运营质量的管控压力有所加大。此外，公司体外诊断产品流通业务市场主流制造商相对集中，公司产品供应会受其产销政策等影响。

未来展望

通过对润达医疗及其发行的上述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；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	3.17	4.07	4.75	5.55
刚性债务 (亿元)	26.65	31.02	37.11	38.69
所有者权益 (亿元)	22.24	24.83	25.45	26.10
经营性现金净流入量 (亿元)	4.81	-0.56	-1.31	1.14
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	101.77	120.17	145.19	146.74
总负债 (亿元)	60.96	76.25	95.09	95.76
刚性债务 (亿元)	46.94	56.20	68.81	72.53
所有者权益 (亿元)	40.80	43.92	50.10	50.98
营业收入 (亿元)	70.69	88.60	104.94	21.78
净利润 (亿元)	5.04	5.98	6.55	1.19
经营性现金净流入量 (亿元)	3.23	3.71	-4.29	-1.30
EBITDA (亿元)	12.03	14.53	15.53	—
资产负债率[%]	59.91	63.45	65.49	65.26
权益资本与刚性债务比率[%]	86.92	78.15	72.81	70.29
流动比率[%]	112.33	120.38	115.40	116.78
现金比率[%]	19.46	18.25	13.80	14.96
利息保障倍数[倍]	3.61	3.77	3.58	—
净资产收益率[%]	13.26	14.12	13.94	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.01	6.33	-5.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.88	-0.64	-8.77	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.93	5.15	4.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.28	0.25	—

注: 根据润达医疗经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型(通用版) FM-GS001 (2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由: 无			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由: 无		
主体信用级别		AA	

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	资产负债率 (%)	经营性净现金流 (亿元)
迪安诊断	210.56	202.82	21.94	54.87	16.39
润达医疗	145.19	104.94	13.94	65.49	-4.29

注：迪安诊断全称为迪安诊断技术集团股份有限公司。

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公开发行可转换公司债券（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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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 2023 年 3 月末，该公司已发行但尚未到期的债券仍为“润达转债”及“21 润达 MTN001”。其中，“润达转债”发行规模为 5.50 亿元，期限为 6 年，募集资金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 13.25 元/股。截至 2023 年 3 月末，尚未转股的“润达转债”金额为 549,858,000 元，占可转债发行总量的 99.9742%。“21 润达医疗 MTN001”发行规模为 3.00 亿元，期限为 2 年，将于 2023 年 7 月 22 日到期。

图表 1. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	本金余额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率	到期日期	本息兑付情况
润达转债	5.50	5.499	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%	2026 年 6 月 17 日	正常
21 润达医疗 MTN001	3.00	3.00	2 年	6.50%	2023 年 7 月 22 日	正常

资料来源：润达医疗

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔

除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

我国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

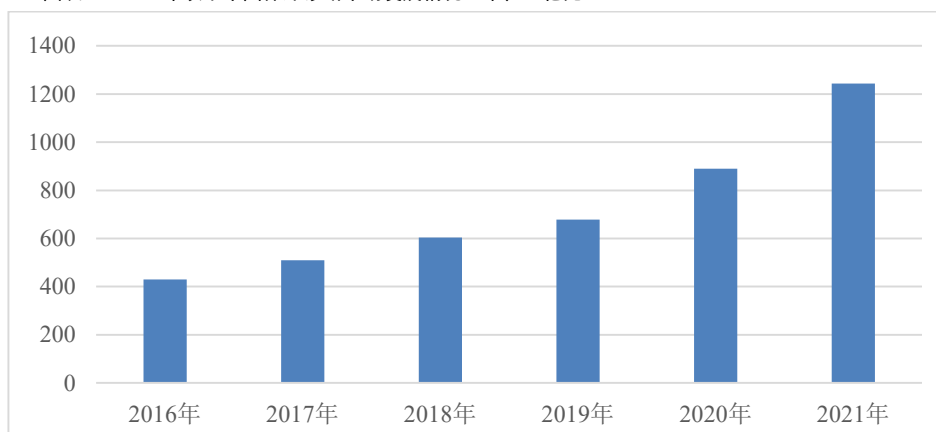
体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，可提供大部分临床诊断的决策信息，是人类疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。其产品按使用类型可分为检测仪器、试剂和耗材等；按检测原理和方法可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液学诊断和即时检验 (POCT) 等。体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此在整个体外诊断市场中，试剂占绝大部分市场份额。

体外诊断市场规模与人口基数、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。中国等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，但随着经济生活水平提高，体外诊断市场处于较快发展阶段。全球来看，全球体外诊断市场需求呈现增长态势。根据 Kalorama Information 发布的系列报告¹，2021 年全球体外诊断市场规模超过 1,117 亿美元，据估计未来全球 IVD 市场年复合增长率将保持约 4.5% 的速度；2022 年全球体外诊断市场销售规模可能接近 1,300 亿美元。

我国体外诊断行业起步较晚，产业化程度弱，但近年来增长较快。根据《中国医疗器械蓝皮书》数据，我国体外诊断市场从 2016 年的 430 亿元逐年增长至 2020 年的 890 亿元。另根据中商产业研究院数据，2021 年我国体外诊断市场规模超过 1,200 亿元。近年来，诊疗需求增加、常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及及疾病筛查的推广是国内体外诊断市场增长的主要动力。随着我国放开二胎政策和国内老龄人口的不断增长，增加了未来医疗诊断行业的刚性需求，同时国家加大预防投入以及居民自我保健意识增强带来的体外诊断需求增加等，使得我国体外诊断市场拥有着广阔的发展空间。

¹ 《The World wide Market for In Vitro Diagnostic Tests, 14th Edition》、《The World wide Market for In Vitro Diagnostic Tests, 15th Edition》

图表 2. 2016 年以来中国体外诊断市场发展情况（单位：亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、中商产业研究院、公开资料整理

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。

B. 政策环境

近年来，国内医药卫生体制改革的不断深化对行业发展态势和竞争格局产生深远影响。随着国家对医疗行业，生物技术产业化发展的重视，以及国内新医改的推行，严控药占比、分级诊疗制度、两票制等政策的不断落地，对体外诊断行业而言带来机遇与挑战。

一方面，随着我国重视行业产业化及技术提升，鼓励体外诊断国内企业产品替代进口产品等，体外诊断将在国内产业升级中获得快速发展的契机。根据 2021 年工信部、国家卫健委、国家发改委等十部委联合颁布的《“十四五”医疗装备产业发展规划》，诊断检验装备为 7 个重点领域之一。

同时，国家近年来推出“分级诊疗制度”、“两票制”、“带量采购”等医改政策，通过强化管理、规范行为等方式，推动医疗领域降本控费，同时鼓励生产流通企业做强做大，推动行业结构调整。2021 年以来国家药品监督管理局陆续颁布了《医疗器械监督管理条例》《体外诊断试剂注册与备案管理办法》等一系列法规制度，加强对体外诊断领域监管。医改带来的市场规则以及行业监管政策的变化，对诊断试剂领域企业经营相应带来了不确定性。

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，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。同时，体外诊断流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度较低，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、合富中国、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。

我国体外诊断行业生产型企业数量众多，但大多为中小企业，以经营单一领域或单一技术及产品为主，竞争能力存在不足。目前，国内体外诊断企业中，以迪安诊断、迈克生物、科华生物等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。

我国体外诊断行业流通型企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散。随着国内医改的不断推进，具备较强综合服务能力的流通企业有望受益，行业集中度存在进一步提升预期。目前上市的体外诊断流通型企业主要包括润达医疗、合富中国、塞力医疗等。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2022 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（合并口径）			核心财务数据（合并口径）						
	营业收入	毛利率	净利润	总资产	所有者权益	资产负债率	存货周转率	应收账款周转率	经营性净现金流	
体外诊断流通企业	润达医疗	104.94	27.99	6.55	145.19	50.10	65.49	4.85	2.18	-4.29
	合富中国	12.80	20.13	0.83	15.59	11.79	24.41	5.33	1.98	-0.30
体外诊断制造及流通企业	迪安诊断	202.82	37.16	18.62	210.56	95.02	54.87	8.90	2.50	16.39
	迈克生物	36.08	54.22	7.01	81.62	65.30	20.00	1.56	1.82	8.43
	科华生物	69.70	52.56	17.31	88.13	58.52	33.60	3.16	6.13	21.54

资料来源：wind、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营运资金压力；（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一定影响。

2. 业务运营

该公司为体外诊断领域流通和综合服务商，主要服务于各类终端医疗机构，为其提供体外诊断产品及综合技术服务。公司前期通过收购及新设子公司等形式实现了主业的不断扩张，业务现已覆盖了全国大部分的省市及地区，并已在华东地区形成了一定的经营优势，跟踪期内公司经营收入规模继续扩大。

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、专业技术服务支持、实验室运营管理等综合服务。同时，公司主业还涉及体外诊断产品研发生产、数字化检验信息系统开发、第三方实验室检测等产业链延伸业务。公司所处行业为体外诊断流通与服务行业，自产产品部分属于体外诊断产品制造行业。经过多年发展，公司业务现已经覆盖华东、东北、华北、西南、华南、华中中等国内大部分省市及地区，累计服务全国 5,000 余家各级医疗机构。

（1） 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
营业收入合计（亿元）	70.69	88.60	104.94	21.78	21.69
其中：核心业务营业收入（亿元）	70.62	88.53	104.87	21.76	21.67
在营业收入中所占比重（%）	99.90	99.92	99.93	99.92	99.92
其中：（1）商业（亿元）	66.48	83.52	100.03	20.47	20.56
在核心业务收入中所占比重（%）	94.14	94.33	95.38	94.06	94.87
（2）工业（亿元）	4.14	5.02	4.85	1.29	1.11
在核心业务收入中所占比重（%）	5.86	5.67	4.62	5.94	5.13
毛利率（%）	27.04	27.00	27.99	26.98	25.15
其中：商业（%）	24.93	24.80	26.14	24.76	23.06

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
工业 (%)	60.26	63.00	65.76	61.47	63.20

资料来源：润达医疗

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司分别实现营业收入 70.69 亿元、88.60 亿元、104.94 亿元和 21.78 亿元，跟踪期内收入规模继续扩大。2022 年上半年，上海、东北等区域受客观因素影响，医院日常就诊活动及相关检测需求阶段性受到影响，对公司上半年业务经营开展带来一定压力，但三季度以来公司各项业务恢复情况较好，当年营业收入同比增长 18.45%。公司 2023 年一季度收入同比增长 0.44%。

作为医学实验室综合服务商，该公司业绩受外部需求及行业政策的较大影响，一方面，随着国内人口老龄化加深，就医量增加，以及院内检验项目种类的不断扩容等会带来下游需求的稳定增长，另一方面，医保控费、集采等政策的推进也会对企业经营带来一定不确定性。为获取更大的市场份额，公司需要持续提升自身综合服务能力，公司业务竞争核心驱动因素在于规模、管理、成本、资本及技术。

规模方面，该公司目前主营业务划分为两大板块：1、商业综合服务板块，包括 IVD 供应链业务、集约化业务/区域检验中心业务，以及第三方实验室检测业务。2、工业板块，包括体外诊断产品研发生产业务、数字化检验信息系统业务等。公司主业之间存在较好的业务协同性。跟踪期内，公司商业收入占比仍在 90%以上，是公司核心收入来源；工业板块现阶段在收入中占比仍相对较小。

商业综合服务

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司商业板块分别实现收入 66.48 亿元、83.52 亿元、100.03 亿元和 20.47 亿元，总体保持增长；同期业务毛利率分别为 24.93%、24.80%、26.14%和 24.76%。

该公司成立以来专注为各类医学实验室客户提供 IVD 供应链服务，具体包括 IVD 试剂耗材产品供应、冷链仓储物流、仪器定期维护保养、属地化快速响应维修服务。该项业务主要通过商品贸易形式开展。

同时，近年来该公司也根据下游需求变化，持续对传统 IVD 供应链业务进行升级。其中，针对国内较大医院院内医学实验室对成本管控及效率提升需求的增加，公司将业务升级为集约化业务，为院内实验室提供整体运营管理服务，即医院检验科所需设备、试剂耗材、系统管理服务等均由公司统一进行提供；同时，还提供实验室 QA 过程管理、质量控制管理等服务，以及专科建设等增值服务。随着国内分级诊疗制度的推进，公司又将集约化业务进行进一步升级，将现有成熟的服务经验和模式由单体医院延伸到区域医联体医院，为其区域检测中心提供服务。2020-2022 年和 2023 年第一季度，公司集约化及区域检验中心业务收入分别为 20.87 亿元、25.15 亿元、26.66 亿元和 5.88 亿元，保持增长态势。

此外，作为集约化及区域检验中心业务的补充，为满足部分客户的检测项目需求，该公司近年来也布局了院外第三方实验室检测业务。公司在上海及黑龙江运营第三方实验室检测业务²，业务涵盖从常规到高端的主流检测技术领域，检验项目超过 2,000 项，其中包括分子诊断、远程病理诊断、冰冻病理、CTC 循环肿瘤细胞检测、染色体检测等高端检测项目。2020-2022 年和 2023 年第一季度，公司第三方实验室检测业务分别实现收入 1.57 亿元、3.53 亿元、13.52 亿元和 0.39 亿元。2021-2022 年间，受客观因素带动，第三方业务阶段性检测需求增长较快，带动收入规模增长，2023 年以来需求已回归常态化。

从客户规模来看，经过多年发展积累及业务不断拓展，该公司商业综合服务业务现已经覆盖华东、东北、华北、西南、华南、华中等国内大部分省市及地区，截至 2023 年 3 月末，服务的各级医疗机构 5,000 余家，期末集约化和区检中心客户 415 家。

工业板块

² 运营主体为上海中科润达精准医学检验有限公司和黑龙江龙卫精准医学检验中心有限公司。

该公司工业板块业务包括 IVD 产品研发生产业务、数字化检验信息系统业务³，该业务板块与商业板块可进行协同销售。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司工业板块分别实现收入 4.14 亿元、5.02 亿元、4.85 亿元和 1.29 亿元，目前业务规模总体尚小；2022 年收入同比略有减少主要受客观因素影响，上半年存在短期停产。但公司体外诊断自产产品及信息系统产品技术含量较高，整体毛利率保持在较高水平。同期，工业板块毛利率分别为 60.26%、63.00%、65.76%和 61.47%。

该公司自主品牌产品涉及糖化、质控、质谱仪、POCT、生化等领域，目前主要产品包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、生化试剂、血气分析仪及配套试剂等。其中，公司自主研发的糖化血红蛋白分析仪及配套试剂产品自 2011 年投放市场以来，经过多年的市场开拓，在糖化血红蛋白分析仪领域市场份额已仅次于占领高端市场的进口品牌，已具备一定的市场竞争力。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。公司自主产品销量变化受外部客观环境、产品规格构成等因素综合影响。

图表 5. 公司主要自产产品销售情况

主要产品	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
产品 A (台)	473	366	453	181
产品 B (套)	9,268	9,724	10,000	2,866
产品 C (升)	23,057	21,684	22,371	5,512

资料来源：润达医疗

管理方面，该公司主要服务对象为各类医疗机构。公司注重销售服务网络体系的构建与维护，通过对华东市场的深耕发展以及前期外延式并购拓展，已基本完成了对全国 IVD 流通业务的布局，并通过属地化技术服务支持团队为客户提供设备安装调试、应用培训、设备校准、现场检修及技术支持等服务。公司业务服务范围现已覆盖华东、东北、华北、西南、华南、华中等地区，其中华东区域为核心市场，近年来销售占比在一半以上。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。2022 年及 2023 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重分别为 61.98%和 51.64%。

图表 6. 公司主营业务分地区情况 (单位: 亿元、%)⁴

地区名称	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度		2022 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	41.71	59.06	52.40	59.18	65.00	61.98	11.24	51.64	12.85	59.28
东北地区	8.21	11.63	11.51	13.00	12.69	12.10	3.11	14.28	2.69	12.40
华北地区	8.52	12.06	11.02	12.45	12.08	11.52	3.04	13.98	2.92	13.47
西南地区	2.93	4.15	3.08	3.48	4.28	4.08	0.99	4.55	0.90	4.16
华中地区	7.70	10.90	8.49	9.60	7.70	7.34	2.16	9.93	1.72	7.93
其他	1.55	2.19	2.03	2.29	3.12	2.98	1.22	5.62	0.60	2.76
合计	70.62	100.00	88.53	100.00	104.87	100.00	21.76	100.00	21.67	100.00

资料来源：润达医疗

该公司在流通环节中搭建了“直销和分销相结合”的销售体系，一般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。公司直销模式符合国家两票制政策要求，但直销业务的账期较分销更长，随着业务规模扩大会带来更大的营运资金压力。2020-2022 年及 2023

³ 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。目前针对检验数据生产、检验数据信息传导、检验大数据分析解读等环节，自主开发了 POCT 智慧管理平台、SIMS 系统（实验室试剂库存管理系统）、LIS 系统（医学实验室信息系统），BIS 系统（临床输血质量管理体系）、润达慧检-人工智能解读检验报告系统等产品。

⁴ 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。

年第一季度，公司直销客户销售收入分别为 37.52 亿元、48.02 亿元、63.99 亿元和 12.45 亿元；分销客户销售收入分别为 33.10 亿元、40.51 亿元、40.88 亿元和 9.31 亿元。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司前五名客户合计销售金额分别为 9.15 亿元、10.18 亿元、13.65 亿元和 3.50 亿元，占当期销售总额的 12.94%、11.48%、13.00%和 16.06%。

图表 7. 公司直销、分销模式介绍

项目	直销	分销
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

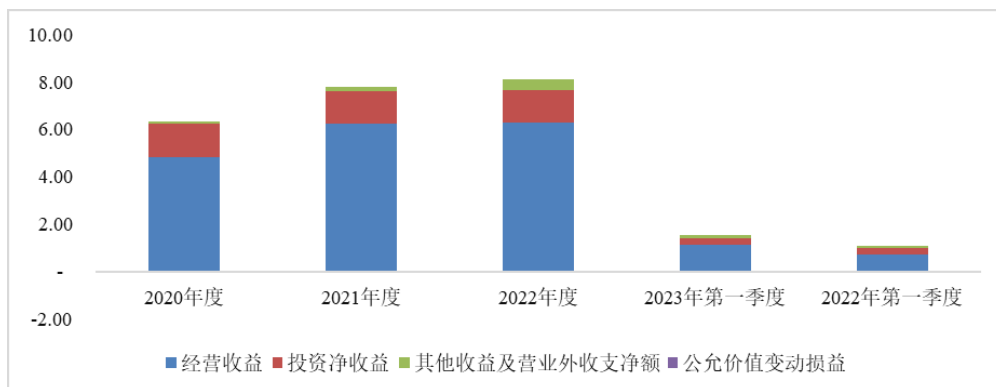
成本方面，该公司营业成本主要为从供应商处采购各类试剂耗材等产品的成本，近年来采购成本占营业成本的比重在 90%以上。公司在采购环节不断加强与上游供应商的合作，已与 OCD、雅培、BD、科宝、迈瑞、西门子、思塔高、积水、利德曼、A&T 等品牌制造商（或其一级代理商）建立了良好的合作关系。公司供应体系现已涵盖供货商约 1,200 家，品种近 19,000 个，基本实现业内主流供应商和产品的全覆盖，在满足大部分检验项目产品供应的基础上，也在不断导入推广更多国际国内领先的产品。为了保障服务产品品种覆盖的全面性和产品供应的及时性，并且能够以相对优惠的价格获得采购商品，公司与主流制造商（或其一级代理商）签署经销协议，相关协议为年度销售框架协议，约定产品采购价格、最低采购金额等主要采购条款。公司与上游供应商货款一般以现金结算为主，信用账期主要为 1-3 个月。公司根据对产品组合的需求选择制造商和产品，通过批量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。2020-2022 年，公司前五名供应商合计采购金额分别为 19.25 亿元、25.38 亿元和 22.70 亿元，占年采购总额的 36.61%、38.22%和 31.79%，供应商集中度有所降低。

资本方面，受业务模式影响，该公司主业下游回款周期普遍较长，应收环节持续占用较大资金，加之日常备货需求等，随着公司业务规模的不断拓展，对流动资金需求相应增加。近年来公司融资主要依赖债务融资，同时作为上市公司，公司也具备一定资本市场直接融资能力。随着 2019 年下半年引入国资背景控股股东后，公司融资能力得到提升，随着不断巩固和开拓融资渠道，公司获得的金融机构授信规模不断扩大，授信额度由 2019 年 3 月末 19.85 亿元增至 2023 年 3 月末 67.13 亿元。同时，公司通过发行可转债、中期票据等方式融入资金，调整债务结构。公司近年来融资成本总体有所下降。

技术方面，该公司专注 IVD 行业发展超过 20 年，已积累了较为丰富的产品供应链服务及技术服务经验。公司拥有 200 余人的 IT 技术团队，不断针对医院检验科管理服务领域以及公司内部精细化管理需求进行信息化平台的开发、升级。公司以信息化进销存管理系统为基础，以 LIS（医学实验室信息系统）、SIMS（实验室试剂库存管理系统）、B2B 供应链信息管理平台等为核心，构建了信息化服务支撑体系。研发方面，公司持续推进对自产 IVD 产品、信息化产品等的投入，2022 年研发支出 1.46 亿元，同比增长 19.16%，占当年营业收入的比重为 1.39%。公司在持续对现有产品进行升级的同时，不断研发新产品。2022 年，公司面向高端客户的新一代糖化血红蛋白仪 MQ-8000 正式上市进入推广期；同时针对客户需求，公司推出了临床质谱整体解决方案，开发了独有专利技术“谱易快”液液萃取小柱和“谱方达”全自动处理系统等产品。公司未来将积极争取在国产替代进程中，推进临床质谱技术领域自研产品的推广及市场份额的扩大。

(2) 盈利能力

图表 8. 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。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来源于主业盈利, 同时投资收益、其他收益等也能对利润形成一定补充。2020-2022 年及 2023 年第一季度, 公司毛利润分别为 19.12 亿元、23.92 亿元、29.37 亿元和 5.88 亿元, 跟踪期内随着业务规模的进一步扩大, 公司毛利润继续实现增长, 2022 年及 2023 年第一季度同比分别增长 22.80% 和 7.74%。

从费用支出情况来看, 2020-2022 年及 2023 年第一季度, 该公司期间费用合计分别 13.35 亿元、16.58 亿元、20.48 亿元和 4.37 亿元, 期间费用率分别为 18.89%、18.71%、19.51% 和 20.06%。公司期间费用以销售费用和管理费用 (含研发费用) 为主, 财务费用有所增长但占比相对较低。同期, 公司销售费用分别为 6.42 亿元、8.45 亿元、10.37 亿元和 2.13 亿元, 随着业务规模扩大及为了进一步提升客户服务管理水平, 公司用于开展服务的投入⁵进一步增加。同期管理费用 (含研发费用) 分别为 4.52 亿元、5.21 亿元、6.87 亿元和 1.41 亿元, 费用增长主要受职工薪酬及研发投入增长、存货报废等影响。同期, 公司资产减值损失及信用减值损失合计分别为 0.63 亿元、0.78 亿元、2.21 亿元和 0.26 亿元, 主要构成为计提应收款项融资减值损失、应收账款坏账准备等, 其中 2022 年受阶段性外部因素影响, 公司下游结算周期有所延长, 公司按照预期信用损失计量方法计提减值准备并确认信用减值损失, 导致当期信用减值损失大幅增加。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	70.69	88.60	104.94	21.78	21.69
毛利 (亿元)	19.12	23.92	29.37	5.88	5.45
期间费用率 (%)	18.89	18.71	19.51	20.06	19.48
其中: 财务费用率 (%)	3.42	3.29	3.08	3.83	3.31
全年利息支出总额 (亿元)	2.82	2.82	3.18	—	—
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。

2020-2022 年及 2023 年第一季度, 该公司投资收益分别为 1.40 亿元、1.38 亿元、1.37 亿元和 0.27 亿元, 主要来自于国药控股润达医疗器械发展 (上海) 有限公司 (简称“国药润达”)⁶、云南赛力斯生物科技有限公司 (简称“云南赛力斯”) 等股权的投资收益。此外, 公司能获得一定政府补助, 对利润形成一定补充。

⁵ 公司售后服务相关费用均归类在销售费用项下, 包括设备调试维修费用、技术服务费用等。

⁶ 为公司与国药控股医疗器械有限公司于 2015 年 8 月合资设立的公司, 其中公司持股比例为 49%。

图表 10. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益（万元）	13,985.73	13,787.60	13,704.79	2,747.76	2,928.62
其中：理财产品	515.71	397.77	211.56	3.90	18.08
国药控股润达医疗器械发展 （上海）有限公司	6,958.87	8,528.51	8,588.60	1,911.27	1,870.29
云南赛力斯生物科技有限公司	1,182.00	1,151.56	1,541.05	436.93	262.58
其他收益（万元）	1,878.63	1,614.58	4,264.29	905.22	488.12
营业外收入（万元）	1,135.11	1,462.15	1,905.99	713.83	126.45
其中：政府补助	1,111.48	1,388.96	1,605.87	711.08	17.60
公允价值变动损益（万元）	-358.92	-	-	-	-

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司净利润分别为 5.04 亿元、5.98 亿元、6.55 亿元和 1.19 亿元，跟踪期内总体盈利态势仍较好。2022 年和 2023 年第一季度公司净利润同比分别增长 9.51% 和 49.41%。2020-2022 年公司销售净利率分别为 7.13%、6.75% 和 6.24%，仍处于较好水平。

（3）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。

项目方面，该公司跟踪期内仍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，其中使用募集资金 5.38 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 亿元。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。该项目建成后可进一步完善公司实验室综合服务能力，预计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；项目税后内部收益率（IRR）为 20.20%。2020-2022 年间，部分医疗机构正常诊疗活动有所下滑，导致检验行业部分常规需求受到一定影响，公司项目推进速度相应有所放缓，项目预计完成时间延期至 2025 年 3 月。截至 2023 年 3 月末，项目已投入金额为 3.12 亿元。

管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定。因工作调动，以及董事会、监事会换届，公司董监高人员存在一定变动。公司关联交易规模总体不大。

跟踪期内，该公司产权结构稳定，截至 2023 年 3 月末拱墅国投仍持有公司 20.02% 股份，为公司控股股东⁷，其所持股份无质押/冻结情况，公司实际控制人为拱墅区人民政府。

跟踪期内，该公司治理及内控管理体系无重大变化。公司针对工业生产板块业务架构进行了优化调整。因工作调动，以及董事会、监事会完成换届，公司董监高人员存在一定变动。

该公司跟踪期关联交易主要涉及与关联企业之间的商品购销、关联租赁等。其中 2022 年，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额合计为 8.20 亿元，其中主要是对国润医疗供应链服务（上海）

⁷ 另因股东冯荣、卫明等将所持公司股份的股东表决权委托给拱墅国投，同期末拱墅国投在公司股东大会的表决权比例为 26.97%。

有限公司⁸销售商品 4.99 亿元；向关联方购买商品和接受劳务的金额合计为 3.44 亿元，总体规模不大。公司并表范围企业之间存在一定融资担保；截至 2023 年 3 月末公司无对外关联担保。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2023 年 5 月 8 日），公司跟踪期无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，随着运营规模的扩大，融资需求的增加，该公司债务规模不断增大，且期限结构主要集中于短期，存在加大的即期偿债压力。公司运营周期总体较长，在应收款、存货环节沉淀资金量较大，随着业务规模的扩大，公司营运资金压力进一步增加。需持续关注主业回款效率及对公司流动性表现的影响。此外，公司历年累积形成的商誉资产规模大，关注商誉减值风险。

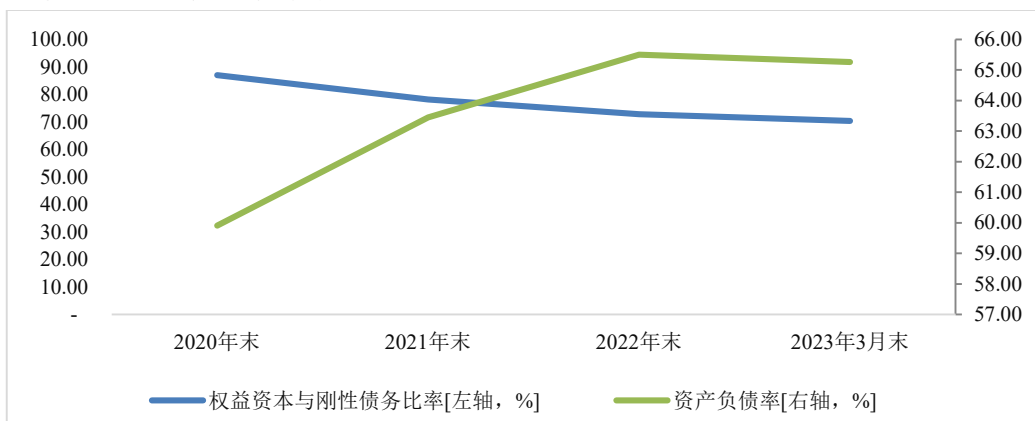
1. 数据与调整

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020-2022 年财务报表进行了审计，并均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 2023 年第一季度财务报表未经审计。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 11. 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。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司负债总额分别为 60.96 亿元、76.25 亿元、95.09 亿元和 95.76 亿元。随着公司业务规模扩大，运营资金需求增加，公司债务融资规模增大，致使负债总额不断增长。同期末，公司资产负债率分别为 59.91%、63.45%、65.49%和 65.26%，跟踪期内公司债务负担继续加重。

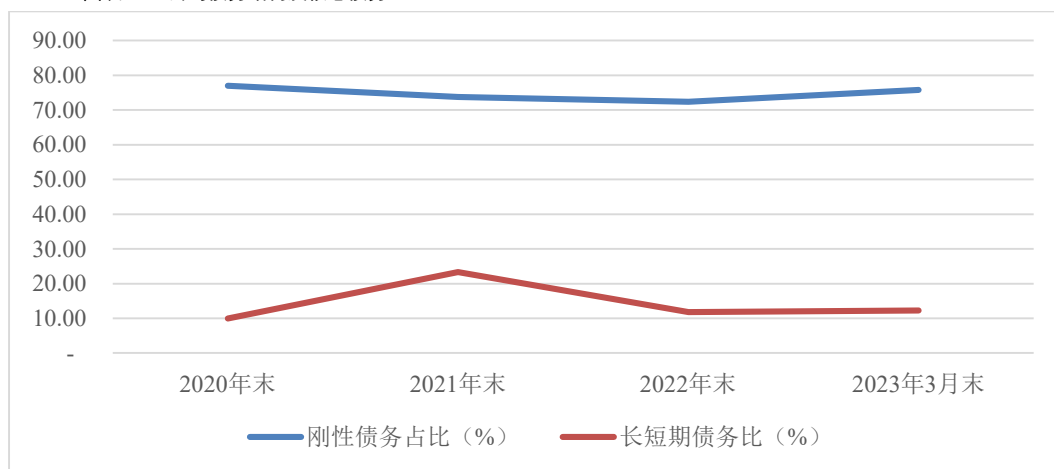
依托主业较好的盈利，该公司所有者权益继续有所增强，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 40.80 亿元、43.92 亿元、50.10 亿元和 50.98 亿元。截至 2022 年末和 2023 年 3 月末，公司未分配利润分别为 21.70 亿元和 22.51 亿元。考虑到 2022 年宏观环境不稳定因素，公司 2021 年度未进行现金分红。公司 2022 年度拟进行利润分配，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税），拟派发现

⁸ 为国药润达下属控股企业。

金红利 0.87 亿元（含税）。

（2） 债务结构

图表 12. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	46.94	56.20	68.81	72.53
应付账款 (亿元)	7.58	11.13	16.85	15.03
预收账款 (含合同负债、其他流动负债, 亿元)	2.57	2.18	2.07	1.64
其他应付款 ⁹ (亿元)	1.25	2.21	2.74	2.55
刚性债务占比 (%)	77.00	73.71	72.36	75.74
应付账款占比 (%)	12.43	14.60	17.72	15.70
预收账款占比 (含合同负债、其他流动负债, %)	4.22	2.86	2.18	1.71
其他应付款占比 (%)	2.05	2.89	2.89	2.66

资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制。

受运营模式影响，该公司债务期限结构呈现较明显短期化，2022 年末及 2023 年 3 月末，长短期债务比分别为 11.76% 和 12.30%，总体仍存在较大的即期偿债压力。公司计划通过增加长期流贷及发行中长期债券等方式改善债务期限结构。

跟踪期内，该公司债务仍主要由刚性债务及应付账款构成。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司刚性债务分别为 68.81 亿元和 72.53 亿元，分别占负债总额的 72.36% 和 75.74%。2022 年末，公司应付账款 16.85 亿元，为应付货款，随着当年业务规模扩大，年末应付账款较上年末增长 51.33%；2023 年 3 月末略减至 15.03 亿元。此外，公司 2022 年末其他应付款为 2.74 亿元，主要为应付垫款、借款及往来款、押金及保证金、预提费用等。

图表 13. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	41.87	43.38	60.31	63.38
其中：短期借款	37.58	42.03	52.15	54.48
一年内到期的长期借款	1.30	0.31	3.12	3.58
应付票据	1.80	0.50	1.51	1.05
其他短期刚性债务	1.19	0.53	3.53	4.27
中长期刚性债务合计	5.08	12.82	8.50	9.15

⁹ 不含应付利息、应付股利。

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
其中：长期借款	0.40	4.48	3.38	3.38
应付债券	4.41	7.72	4.86	4.93
其他中长期刚性债务	0.27	0.62	0.26	0.84
综合融资成本（年化，%）	4.87	4.71	4.44	4.73

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 46.94 亿元、56.20 亿元、68.81 亿元和 72.53 亿元，随着公司业务规模扩大，运营资金需求增加而较快增长。同期末公司权益资本与刚性债务比率分别为 86.92%、78.15%、72.81%和 70.29%，随着刚性债务规模增长而相应出现弱化。公司刚性债务结构偏短期，同期末短期刚性债务分别为 41.87 亿元、43.38 亿元、60.31 亿元和 63.38 亿元，主要为短期借款。2023 年 3 月末公司短期借款主要为信用借款、保证借款及质押借款，保证借款主要为并表企业之间担保，质押借款质押物包括应收账款、股权等。

该公司中长期刚性债务主要为应付债券及长期借款。其中 2022 年末和 2023 年 3 月末应付债券主要为“润达转债”；跟踪期内“21 润达医疗 MTN001”转入一年内到期的非流动负债。同期末长期借款均为 3.38 亿元，主要由保证借款及信用借款构成。

图表 14. 公司 2023 年 3 月末银行借款构成（单位：亿元）

借款类别	信用借款	保证借款	质押借款	合计
短期借款	10.97	19.48	24.02	54.48
一年内到期的长期借款	1.32	2.17	0.09	3.58
长期借款	2.34	0.24	0.80	3.38
合计	14.63	21.89	24.91	61.43

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

近年来该公司综合融资成本主要在 4%-5%之间，公司融资成本自 2019 年引入国资控股股东后总体有所下降。

3. 现金流量

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	232.10	213.36	242.81	-	-
营业收入现金率（%）	108.27	102.29	94.65	105.62	95.38
业务现金收支净额（亿元）	8.06	8.80	2.69	0.52	-1.56
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.83	-5.09	-6.97	-1.82	-1.78
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.23	3.71	-4.29	-1.30	-3.34
EBITDA（亿元）	12.03	14.53	15.53	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.30	0.28	0.25	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.93	5.15	4.88	-	-

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。

该公司所处 IVD 流通行业，下游回款周期普遍较长，且随着公司业务规模扩大及回款相对较慢的直销模式业务增长，公司营业周期持续较长。公司注重库存及应收款管理，通过信息化手段及提高仓储配送服务能力等方式加快库存周转；同时公司成立了专门小组，对应收账款实施精细化回款管理。

2022 年受外部环境影响，公司下游回款周期整体延长，公司营业周期同比有所拉长，营业收入现金率有所下降。

2020-2022 年及 2023 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、3.71 亿元、-4.29 亿元和-1.30 亿元。2022 年度，受客观因素影响，医院端的结算周期有所延长，应收款回款速度放缓；第三方实验室业务增加较多应收款；加之公司采购产品设备和试剂、工资薪酬支出等增长，导致当期经营性现金流呈现净流出状态。2023 年第一季度，公司销售回款增加，当期经营环节现金净流出规模同比有所减少。

该公司 2022 年利润增长带动 EBITDA 增加，EBITDA 对全部利息支出的保障程度总体仍较好，但公司刚性债务增长较快，致使 EBITDA 对刚性债务的保障程度有所弱化。

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-6.95	-1.34	-0.81	-0.21	0.06
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.44	1.48	-0.79	-0.18	0.09
其中：与主业有关的投资净额	-6.51	-2.82	-0.03	-0.03	-0.03
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.18	-2.85	-2.51	-0.53	-0.52
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.01	0.04	0.10	0.50	0.05
投资环节产生的现金流量净额	-10.13	-4.15	-3.23	-0.24	-0.42

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 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、-4.15 亿元、-3.23 亿元和-0.24 亿元，跟踪期内净流出规模有所减少。公司前期围绕体外诊断流通领域进行区域布局拓展，存在较多股权收购，随着股权收购款的陆续支付，存在相应资本性支出。同时公司根据业务发展需求，持续存在仪器设备的投入，加之近年综合扩容项目建设的推进，公司投资活动现金流均呈现净流出状态。考虑到公司已基本完成全国性业务布局，近期经营重点为业务整合发展，暂无较大资本性支出计划。

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	0.07	0.00	-	-	-
取得借款、发行债券及偿还债务净额	12.67	10.53	11.60	2.33	3.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3.43	4.39	2.94	0.89	0.56
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-1.25	-5.19	-3.77	0.35	-1.33
筹资环节产生的现金流量净额	8.06	0.95	4.88	1.78	1.41

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司筹资性净现金流分别为 8.06 亿元、0.95 亿元、4.88 亿元和 1.78 亿元。为满足营运资金需求，公司近年来主要通过银行借款、发行债券等形式融入资金。2022 年以来，公司运营环节资金缺口增加，债务融资力度有所加大。公司“其他因素对筹资环节现金流量影响净额”主要受票据保证金、借款保证金、担保费、手续费等因素影响。

4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	62.27	74.42	98.19	99.58
	61.19	61.93	67.63	67.86
其中：货币资金（亿元）	8.35	10.24	10.07	10.83
交易性金融资产（亿元）	1.70	0.25	1.07	1.25
应收票据、应收账款及应收款项融资（亿元）	34.55	42.82	60.14	59.95
存货（亿元）	11.54	15.02	16.16	15.25
其他应收款（亿元）	1.63	2.20	2.33	2.39
预付款项（亿元）	3.92	3.55	8.09	9.34
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	39.49	45.74	47.00	47.16
	38.81	38.07	32.37	32.14
其中：固定资产（亿元）	9.11	9.76	9.62	9.60
在建工程（亿元）	0.21	0.19	0.41	0.35
商誉（亿元）	17.94	18.98	19.88	19.88
长期股权投资（亿元）	8.85	11.09	11.00	11.26
期末全部受限资产账面金额（亿元）	21.95	11.40	14.78	14.56
受限资产账面余额/总资产（%）	21.57	9.49	10.18	9.92

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 101.77 亿元、120.17 亿元、145.19 亿元和 146.74 亿元，跟踪期内资产规模持续扩大。2020-2022 年公司总资产周转速度分别为 0.74 次、0.80 次和 0.79 次，资产运营效率尚好。从资产结构来看，仍主要集中于流动资产，2022 年末及 2023 年 3 月末流动资产占比分别为 67.63%和 67.86%。

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、应收账款及应收款项融资、存货、预付款项等构成。截至 2022 年末，公司货币资金为 10.07 亿元，其中受限货币资金 5.65 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款等；年末未受限货币资金较少。2022 年末，公司应收票据、应收账款及应收款项融资合计为 60.14 亿元，主要为应收终端医院及经销商的货款，受当年业务规模扩大以及回款期延长等因素影响，余额较上年末出现较明显增长。公司 2022 年末应收账款账面余额为 63.89 亿元，累计提坏账准备 4.68 亿元，年末账龄集中在 1 年以内的应收账款占比为 83.88%。年末应收账款中，医院占比约为 58.35%；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，占比分别约为 57.37%、17.27%和 10.73%。受业务特点影响，公司应收款规模大，占用大量资金，需持续关注账款回款情况。2022 年末，公司预付款项为 8.09 亿元，为保证主要供应商品的价格稳定和及时供应，公司预付货款增加等；存货为 16.16 亿元，主要为库存商品（以试剂和耗材为主），当年存货周转速度为 4.85 次，较上年 4.87 次变化不大；年末其他应收款账面余额主要系押金及保证金（1.63 亿元）、往来款及借款（0.59 亿元）等。此外，公司年末交易性金融资产为 1.07 亿元，为购买的银行结构性存款。2023 年 3 月末，公司流动资产构成变化不大。

从非流动资产构成来看，由于该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。2022 年末，公司固定资产为 9.62 亿元，主要为仪器设备、房屋及建筑物等；长期股权投资为 11.00 亿元，仍主要系对国药润达、云南赛力斯、苏州润赢医疗设备有限公司等公司的投资，2022 年公司长期股权投资权益法下确认投资收益 1.38 亿元、分红收益 0.42 亿元。公司 2022 年末商誉为 19.88 亿元，新增并表上海润林医疗科技有限公司¹⁰导致商誉增长；公司前期并购活动已形

¹⁰ 公司 2020 年开始分步投资上海润林医疗科技有限公司，先后持有其 15%、20%股权；2022 年经其他

成较大规模商誉，相关资产组均无业绩承诺，需关注相关资产未来减值风险；经测试 2022 年公司商誉相关资产组均未发生减值。2023 年 3 月末，公司非流动资产构成变化不大。

截至 2022 年末，该公司受限资产账面价值合计 14.78 亿元，除货币资金外，受限原因主要为质押子公司股权用于获取并购贷款及应收账款保理等。2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 14.56 亿元。

图表 19. 截至 2023 年 3 月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	6.17	质押及其他
交易性金融资产	0.50	质押
合肥三立 65%股权	1.72	质押
固定资产	1.42	售后回租
本公司应收账款	3.23	质押
合肥三立应收账款	0.43	质押
武汉优科联盛应收账款	0.90	质押
润达榕嘉应收账款	0.14	质押
鑫海润邦应收账款	0.02	质押
云南润达应收账款	0.04	质押
合计	14.56	-

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 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	112.33	120.38	115.40	116.78
速动比率（%）	84.45	90.34	86.90	87.94
现金比率（%）	19.46	18.25	13.80	14.96

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理。

2022 年末和 2023 年 3 月末，该公司流动比率分别为 115.40%和 116.78%；现金比率分别为 13.80%和 14.96%。受主业经营特点影响，公司运营资金需求量大，债务结构偏短期；同时公司在应收环节、存货环节沉淀资金量大，运营周期总体偏长。需持续关注应收环节资金回笼情况对公司流动性表现的影响。

6. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司无重大或有负债事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部除管控职能外，也从事体外诊断流通及服务业务的经营。2022 年本部实现营业收入 29.09 亿元、投资收益 1.76 亿元、净利润 0.59 亿元。

截至 2022 年末，该公司本部资产总额为 80.68 亿元，其中以长期股权投资为主，年末为 43.34 亿元，主要系对子公司的投资，年末为 34.90 亿元。其它资产还主要包括货币资金 4.75 亿元、应收账款 12.49 亿元、预付款项 5.94 亿元、存货 5.79 亿元等。

股东减资退出，公司取得其 100%控股权。其为以病理产品为主的体外诊断产品流通与服务商。

截至 2022 年末，该公司本部负债总额为 55.24 亿元，债务以流动负债为主，年末为 48.54 亿元。年末债务构成来看，主要是刚性债务，余额为 37.11 亿元。公司本部承担着大量的融资职能，年末刚性债务占合并口径刚性债务的比重为 53.93%。2022 年末，公司本部资产负债率为 68.46%。公司本部资产以非流动资产为主，债务结构偏短期，存在一定偿付压力。

外部支持

该公司近年来所获得的银行授信规模不断增加，截至 2023 年 3 月末合计为 67.13 亿元，其中尚未使用授信额度合计 13.03 亿元，后续仍具备一定融资空间。

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格的 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。

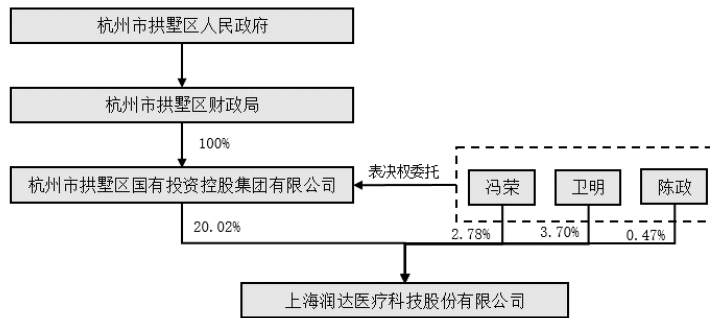
跟踪评级结论

该公司现为国有控股上市公司，跟踪期内产权稳定。作为体外诊断领域流通和综合服务商，公司主要服务于各类终端医疗机构，为其提供体外诊断产品及综合技术服务。公司前期通过收购及新设子公司等形式实现了主业的不断扩张，业务现已覆盖了全国大部分的省市及地区，并已在华东地区形成了一定的经营优势，跟踪期内公司经营收入规模继续扩大。

跟踪期内，随着运营规模的扩大，融资需求的增加，该公司债务规模不断增大，且期限结构主要集中于短期，存在加大的即期偿债压力。公司运营周期总体较长，在应收款、存货环节沉淀资金量较大，随着业务规模的扩大，公司营运资金压力进一步增加。需持续关注主业回款效率及对公司流动性表现的影响。此外，公司历年累积形成的商誉资产规模大，关注商誉减值风险。

附录一：

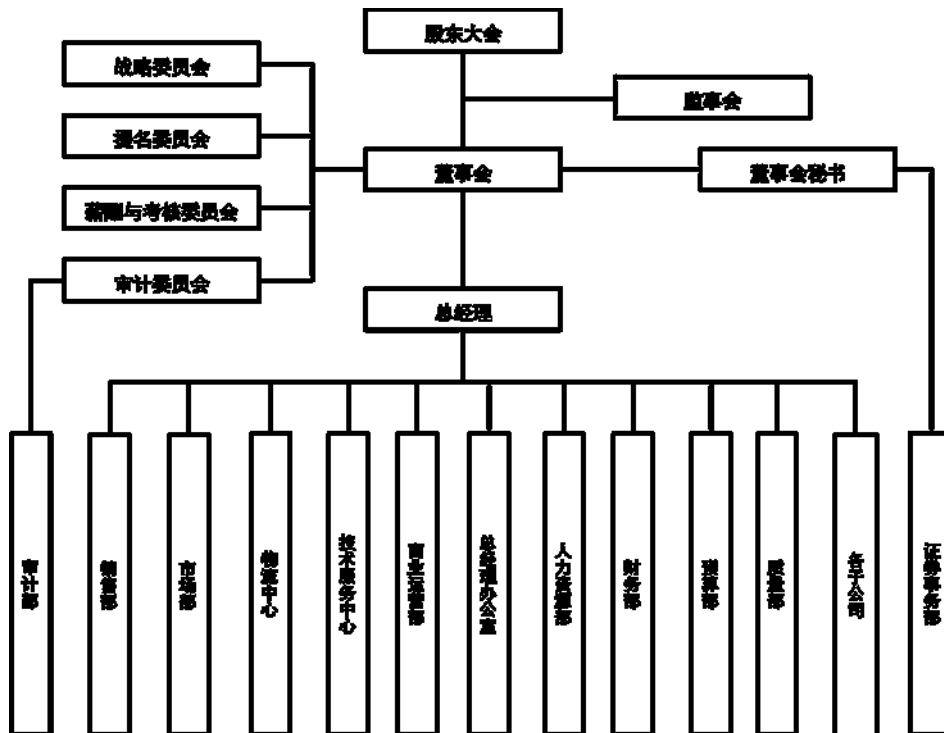
公司与实际控制人关系图



注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年(末)主要财务数据(亿元)					
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流量	备注
杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司	拱墅国投	控股股东	—	产业投资、资产营运	260.24	141.99	108.07	5.23	-16.02	
上海润达医疗科技股份有限公司	润达医疗	本级	—	流通	37.11	26.45	29.09	0.59	-1.31	母公司口径
上海惠中医疗科技有限公司	惠中医疗	子公司	100%	生产、研发	0.78	2.46	1.14	0.15	-0.02	
杭州惠中诊断技术有限公司	惠中诊断	子公司	100%	流通	0.37	-0.32	2.27	-0.24	0.12	
上海惠中生物科技有限公司	惠中生物	子公司	100%	生产、研发	0.86	1.06	1.78	0.27	0.05	
青岛益信医学科技有限公司	青岛益信	子公司	100%	流通	2.48	3.26	8.15	0.27	-0.41	
济南润达生物科技有限公司	济南润达	子公司	70%	流通	1.23	1.22	2.48	0.12	0.12	
哈尔滨润达康泰生物科技有限公司	哈尔滨润达	子公司	100%	流通	3.01	1.36	4.39	0.26	0.38	
上海昆涑生物科技有限公司	昆涑生物	子公司	60%	生产、研发	0.17	0.75	1.50	0.27	0.14	
上海润达榕嘉生物科技有限公司	润达榕嘉	子公司	51%	流通	2.02	1.32	8.02	0.88	-0.63	
苏州润达汇昌生物科技有限公司	苏州润达	子公司	51%	流通	0.28	0.66	1.42	0.12	0.01	
杭州怡丹生物技术有限公司	怡丹生物	子公司	57%	流通	1.78	2.36	5.31	0.36	0.29	
山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司	鑫海润邦	子公司	100%	流通	2.27	2.90	7.05	0.29	0.21	
合肥润达万通医疗科技有限公司	合肥润达	子公司	40%	流通	1.70	1.35	3.35	0.09	0.09	
北京东南悦达医疗器械有限公司	北京东南	子公司	60%	流通	0.00	4.94	7.94	0.85	0.42	
长春金泽瑞医学科技有限公司	长春金泽瑞	子公司	60%	流通	0.03	7.16	8.37	1.34	0.10	
云南润达康泰医疗科技有限公司	云南润达康泰	子公司	51%	流通	0.40	0.67	2.18	0.19	0.11	
武汉润达尚检医疗科技有限公司	武汉润达尚检	子公司	51%	流通	0.79	2.28	2.80	0.36	-0.13	
武汉优科联盛科贸有限公司	武汉优科联盛	子公司	51%	流通	1.01	2.63	4.31	0.42	0.11	
上海康夏医疗科技有限公司	上海康夏	子公司	100%	流通	0.00	-0.04	0.80	-0.02	0.03	
上海瑞美电脑科技有限公司	上海瑞美	子公司	60%	信息科技	0.10	0.60	1.22	0.05	0.21	
杭州润达医疗管理有限公司	杭州润达管理	子公司	100%	流通	10.35	5.78	23.95	0.31	-1.32	

注：根据润达医疗 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

发行人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	101.77	120.17	145.19	146.74
货币资金 [亿元]	8.35	10.24	10.07	10.83
刚性债务[亿元]	46.94	56.20	68.81	72.53
所有者权益 [亿元]	40.80	43.92	50.10	50.98
营业收入[亿元]	70.69	88.60	104.94	21.78
净利润 [亿元]	5.04	5.98	6.55	1.19
EBITDA[亿元]	12.03	14.53	15.53	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.23	3.71	-4.29	-1.30
投资性现金净流入量[亿元]	-10.13	-4.15	-3.23	-0.24
资产负债率[%]	59.91	63.45	65.49	65.26
权益资本与刚性债务比率[%]	86.92	78.15	72.81	70.29
流动比率[%]	112.33	120.38	115.40	116.78
现金比率[%]	19.46	18.25	13.80	14.96
利息保障倍数[倍]	3.61	3.77	3.58	—
担保比率[%]	—	0.61	—	—
营业周期[天]	232.10	213.36	242.81	—
毛利率[%]	27.04	27.00	27.99	26.98
营业利润率[%]	9.11	8.78	7.78	6.99
总资产报酬率[%]	9.16	9.57	8.57	—
净资产收益率[%]	13.26	14.12	13.94	—
净资产收益率*[%]	11.07	11.41	11.37	—
营业收入现金率[%]	108.27	102.29	94.65	105.62
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.01	6.33	-5.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.88	-0.64	-8.77	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.93	5.15	4.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.28	0.25	—

注：表中数据依据润达医疗经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、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、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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

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	2023年4月20日	AA/稳定	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-
	本次评级	2023年6月19日	AA/稳定	熊桦、陈婷婷	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-
债项评级 （润达转债）	首次评级	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
	前次评级	2022年6月23日	AA	熊桦、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	2023年6月19日	AA	熊桦、陈婷婷	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。