



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2023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。

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：

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2023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	BBB+	A
评级展望	负面	稳定
思创转债	BBB+	A

评级观点

- 本次评级下调主要是基于：2022年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”）被中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）立案调查，连续三年被出具保留意见的审计报告，内部控制存在缺陷；公司股东部分股份被司法冻结；公司及多名相关人员被出具警示函并给予通报批评处分，董事、监事及高级管理人员发生较大变更，对未来经营发展影响有待观察；主业盈利能力继续下降，叠加计提大额商誉、长期股权投资及信用减值，利润大幅亏损，仍存在长期股权投资、商誉及信用减值风险；主要偿债能力指标弱化，偿债压力加大；以及公司可能存在技术创新风险和募投项目延期导致收益不达预期风险。同时也考虑到目前政策继续助推医疗卫生信息化行业发展，2022年及2023年一季度公司商业智能板块业绩保持增长。

评级日期

2023年6月21日

联系方式

项目负责人：王贞姬
wangzj@cspengyuan.com

项目组成员：何贺
heh@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	35.14	36.49	48.64	47.10
归母所有者权益	12.29	13.12	21.80	29.35
总债务	17.20	18.00	20.80	12.54
营业收入	2.35	11.09	9.62	14.55
净利润	-0.81	-8.86	-7.34	0.97
经营活动现金流净额	0.48	-1.05	1.34	-0.10
净债务/EBITDA	--	-11.38	-10.64	1.61
EBITDA利息保障倍数	--	-1.01	-0.88	8.97
总债务/总资本	57.92%	57.49%	48.55%	31.07%
FFO/净债务	--	-21.05%	-24.81%	41.76%
EBITDA利润率	--	-9.22%	-9.11%	23.57%
总资产回报率	--	-18.25%	-14.45%	3.43%
速动比率	1.24	1.35	1.59	1.89
现金短期债务比	0.93	0.99	1.37	1.09
销售毛利率	22.55%	15.81%	18.27%	41.14%
资产负债率	64.44%	63.52%	54.67%	36.55%

注：2021-2022年公司净债务/EBITDA指标为负由于EBITDA为负、2021-2022年FFO/净债务指标为负由于FFO为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **政策继续助推医疗卫生信息化行业发展，公司仍面临良好的行业环境。**在新一代信息技术的赋能下，围绕医疗卫生体系建设、持续深化医疗、医保、医药联动改革等重点工作，国务院、国家卫健委等机构出台了一系列政策和文件，推进智慧医疗体系建设，为行业内企业经营提供了良好的发展环境。
- **公司商业智能板块业绩持续增长。**2022年及2023年一季度公司通过采购国产芯片缓解国外芯片短缺问题，同时积极的产品开发以及市场开拓推动商业智能收入增长；受益于美元汇率升值以及产品价格上调，毛利率有所提升。

关注

- **公司被证监会立案调查。**因涉嫌信息披露违法违规等事项，2022年10月证监会决定对公司立案调查，截至本报告出具日，立案调查尚在进行中，公司尚未收到证监会就上述立案调查事项的结论性意见或决定。
- **公司连续被出具保留意见的审计报告。**因以前年度部分收入确认依据不足、信用资产减值及立案调查事项，公司被天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“审计机构”）出具了保留意见的2022年度审计报告，已连续三年被出具保留意见审计报告，需关注相关事项对公司的影响及涉及相关财务数据的准确性。
- **公司内部控制存在缺陷。**根据公司于2023年4月28日发布的《中信证券股份有限公司关于思创医惠科技股份有限公司2022年度内部控制评价报告的核查意见》，中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）通过对思创医惠内部控制制度的建立和实施情况的核查认为公司存在以前年度相关事项潜在影响尚未消除、立案事项尚需进一步落实从而导致公司2022年度财务报告被审计机构出具保留意见的情形，反映出公司内部控制存在缺陷，相关规则的落实需要进一步加强，公司内部控制于2022年12月31日未能在所有重大方面保持有效性。
- **公司股东部分股份被司法冻结。**截至2023年4月28日，公司股东杭州思创医惠集团有限公司（以下简称“医惠集团”）及自然人章笠中先生被冻结股份分别为28,883,882股和10,191,606股，分别占其持有股份的96.11%和41.43%，上述司法冻结股份存在被司法处置的风险，考虑到医惠集团和章笠中先生为公司第一大股东云海链控股股份有限公司的一致行动人，增加了公司第一大股东发生变更的不确定性。
- **跟踪期内公司及多名相关人员被出具警示函并予以通报批评处分，且公司董事、监事及高级管理人员发生较大变更。**公司因未按规定履行关联方资金占用信息披露义务及信息披露不准确，中国证券监督管理委员会浙江监管局（以下简称：“浙江监管局”）和深圳证券交易所分别于2022年6月和2022年8月对公司及相关人员出具警示函并予以通报批评处分，并将相关事项记入证券期货市场诚信档案和上市公司诚信档案。此外，2022年包括联席董事长、董事、独立董事、监事会主席、监事、副总经理、董事会秘书等在内的多名公司董事、监事和高级管理人员发生变动，上述人员变动对公司未来经营发展影响有待观察。
- **公司主业盈利能力继续下降，利润大幅亏损，短期内经营继续承压。**公司主业包括智慧医疗与商业智能两大板块，受行业政策、市场环境的冲击等多因素影响，公司智慧医疗项目建设进度缓慢、项目验收延后、成本支出增加等因素导致智慧医疗板块收入及毛利率均明显下降，2022年公司毛利率继续下降，叠加大额计提商誉、长期股权投资及信用减值，当年利润大幅亏损。2023年一季度由于公司尚处于业务调整期，经营业绩受上年度业绩亏损因素递延效应影响导致业绩继续亏损，预计公司在短期内经营继续承压。
- **2022年公司商誉和长期股权投资大规模减值，需持续关注公司收购及参股企业的经营业绩变动以及所面临的资产减值风险。**公司智慧医疗业务主要由子公司医惠科技有限公司（以下简称“医惠科技”）负责，2022年确认商誉减值损失2.87亿元；2022年对联营企业的投资收益继续亏损，同时部分子公司业绩亏损并增长乏力，对其合计计提资产减值损失1.03亿元。考虑到2022年医惠科技主导的智慧医疗板块业绩表现继续下滑，需继续关注公司收购及参股企业的经营业绩以及所面临的商誉、股权投资的减值风险。
- **2022年公司应收账款继续计提坏账准备，仍需关注应收账款坏账风险。**2022年公司应收账款计提坏账准备0.93亿元，主要来自智慧医疗业务板块，考虑到公司应收账款规模较大，部分账款账龄较长，未来仍需关注公司应收账款坏账风险。

- **公司主要偿债指标表现弱化，偿债压力加大。**2022 年以来公司经营业绩持续大幅亏损导致杠杆率提高、偿债能力指标弱化；主业盈利能力下降导致 FFO 及 EBITDA 均有所减少，现金生成能力下降，2022 年公司经营活动现金流净流出 1.05 亿元。
- **需关注公司可能面对的技术创新风险以及募投项目延期导致的收益不达预期风险。**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，受市场环境变化、研发进度等因素影响，本期债券募投项目实施时间延长，未来能否实现预期收益尚待观察。

未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为公司被证监会立案调查事项仍在进行中，连续被出具保留意见的事项尚未消除，公司经营业绩继续承压，债务偿付压力加大。

同业比较（单位：亿元）

指标	东华软件	东软集团	卫宁健康	创业慧康	思创医惠
总资产	222.26	188.72	78.22	57.84	36.49
营业收入	118.33	94.66	30.93	15.27	11.09
净利润	4.10	-3.47	0.15	0.41	-8.86
经营性净现金流	0.26	6.73	1.00	1.45	-1.05
销售毛利率	23.16%	20.78%	43.69%	49.39%	15.81%
资产负债率	48.36%	50.66%	34.46%	20.43%	63.52%

注：以上各指标均为 2022 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
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分要素	评分		
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	2/9	
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	杠杆状况	3/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	3/9		
调整因素	ESG 因素			-1	
	重大特殊事项			0	
	补充调整			1	
个体信用状况				bbb+	
外部特殊支持				0	

主体信用等级
BBB+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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
A/稳定	A/思创转债	2022-6-24	罗力、刘玮	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/思创转债	2020-6-22	罗力、万蕾	软件开发企业主体长期信用评级方法 (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
思创转债	8.17	8.1673	2022-6-24	2027-1-26

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2021年1月26日发行6年期8.17亿元可转换公司债券，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2023年3月末，“思创转债”募集资金账户余额2.47亿元¹。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务未发生变化。由于公司对不符合条件的激励对象已授予但尚未解除限售的2,362,400股限制性股票进行回购注销，2023年3月末公司总股本减至8.64亿股，其中前十大股东合计持有公司2.39亿股，占总股份的比重为27.71%，公司无控股股东及实际控制人。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东情况（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例	持有有限售条件股份数量	质押或冻结情况
路楠	62,739,500	7.26%	0	-
云海链控股股份有限公司	60,858,803	7.05%	60,858,803	-
杭州思创医惠集团有限公司	30,053,809	3.48%	0	质押 27,686,866 股 冻结 28,883,882 股
章笠中	24,601,203	2.85%	18,450,902	质押 24,409,597 股 冻结 10,191,606 股 ²
方振淳	23,578,971	2.73%	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	1.56%	0	-
全国社保基金一一八组合	6,457,399	0.75%	0	-

¹ 应结余募集资金 6.57 亿元，其中 1.10 亿元购买结构性理财产品尚未到期，3.00 亿元用于暂时补充流动资金。

² 该冻结股份数量为 2023 年 4 月 28 日公司公告数据。

杭州博泰投资管理有限公司	6,006,776	0.70%	4,505,082	-
张源	5,831,566	0.68%	0	-
陈武峰	5,580,100	0.65%	0	-
合计	239,161,041	27.71%	-	-

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。（3）2021 年 9 月 21 日，医惠集团、章笠中先生与云海链控股股份有限公司签署《一致行动协议》，构成一致行动人。

资料来源：公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

2022 年公司无新纳入合并范围的子公司；同年公司对杭州华洁医疗科技有限公司持股比例由 100% 降至 20%，注销医惠科技（南京）有限公司，上述原子公司不再纳入合并范围。截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司 14 家，详见附录三。

表2 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、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
杭州华洁医疗科技有限公司	20%	200	软件与信息服务	持股比例下降
医惠科技（南京）有限公司	0%	500	研究和试验发展	注销

资料来源：公司 2022 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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归

政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

近年国家陆续推出积极推动行业发展产业政策，继续为医疗卫生信息化行业提供良好的发展机遇

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。近年我国医疗信息化行业持续发展壮大，医疗信息化建设取得了长足进步，但仍面临诸多挑战和不足，整体医疗生态有待完善。2021年以来，国家卫生健康委及其他部委密集出台相关政策，推进智慧医疗体系建设，同时政策重心坚持以健康为中心，健全公共卫生应急管理体系，持续深化医疗、医保、医药联动改革，为行业提供了新的发展机遇。

表3 2022年医疗卫生信息化主要行业政策梳理

发布机构	发布时间	政策名称	主要内容
发改委	2022.1	《“十四五”公共服务规划》	在医疗数字化方面，明确积极发展智慧医疗，鼓励医疗机构提升信息化、智能化水平，支持健康医疗大数据资源开发应用。丰富商业健康保险产品。推动检验检查结果互认。同时，推动数字化服务普惠应用与服务数据互联互通，推动医疗卫生、养老等公共服务领域和政府部门数据有序开放。
卫健委、医保局、中医药局、军委后勤部	2022.2	《医疗机构检查检验结果互认管理办法》	要求医疗机构应当按照医院信息化建设标准与规范要求，加强以电子病历为核心医院信息平台建设。建立健全本机构内的互认工作管理制度，加强人员培训，规范工作流程，为有关医务人员开展互认工作提供必要的设备设施及保障措施。医联体头医院应当推进医联体内数据信息的互联互通，加强检查检验的质量控制，提升检查检验的同质化水平，实现检查检验结果的互认共享。
国务院	2022.3	《“十四五”中医药发展规划》	提升中医药信息化水平。依托现有资源持续推进国家和省级中医药数据中心建设。优化升级中医馆健康信息平台，扩大联通范围。落实医院信息化建设标准与规范要求，推进中医医院及中医馆健康信息平台规范接入全民健康信息平台。加强关键信息基础设施、数据应用服务的安全防护，增强自主可控技术应用。开展电子病历系统应用水平分级评价和医院信息互联互通标准化成熟度测评。鼓励中医辨证论治智能辅助诊疗系统等具有中医药特色的信息系统研发应用。
国务院	2022.4	《“十四五”国民健康规划》	促进全民健康信息联通应用，落实医疗卫生机构信息化建设标准与规范，依托实体医疗机构建设互联网医院，支持医疗联合体运用互联网技术便捷开展预约诊疗、双

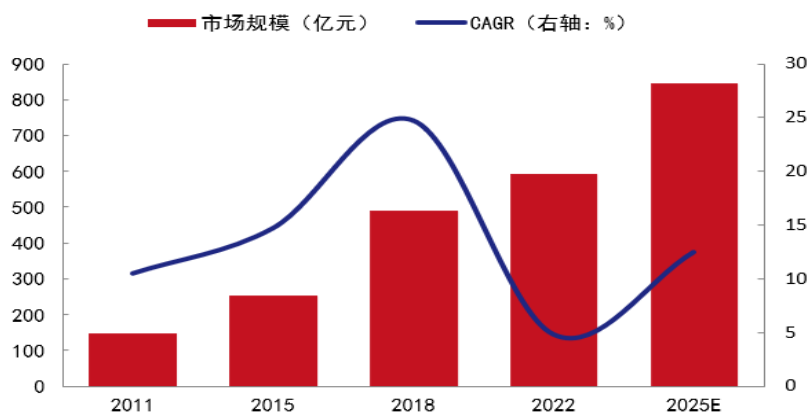
			向转诊、远程医疗等服务，优化“互联网+”签约服务。推广应用人工智能、大数据、第五代移动通信（5G）、区块链、物联网等新兴信息技术等，强化国民健康支撑与保障。
卫健委、中医药局、疾控局	2022.11	《“十四五”全民健康信息化规划》	明确全面推进医院信息化建设提档升级，鼓励医院信息系统云上部署，推进医学影像数据存储、互联网服务和应用信息系统分步上云。另外，在标准体系、“互联网+医疗健康”、医疗大数据、基层信息化、互通共享、数据安全等方面提出明确任务及行动要求。
中医药管理局	2022.12	《“十四五”中医药信息化发展规划》	明确到 2025 年，基本建成与中医药管理体制相适应、符合中医药自身发展规律、与医疗健康融合协同的中医药信息化体系，信息化将成为中医药传承创新发展的重要支撑。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

医疗卫生信息化行业仍处于快速成长期，市场规模持续增长，行业的高度专业化以及系统复杂程度使得行业进入壁垒较高，客户粘性较强，市场集中度较低，下游需求对医疗卫生信息化投资需求将进一步提高

近年医疗卫生信息化行业持续快速增长。根据互联网数据中心（以下简称“IDC”）统计，2011、2015、2018以及2022年中国医疗行业IT市场规模分别为146.30亿元、253.60亿元、491.80亿元以及594.30亿元，2011-2015、2015-2018、2018-2022年医疗卫生信息化行业市场规模平均年复合增长率（以下简称“CAGR”）分别为14.70%、24.70%和4.85%。根据IDC《中国医疗行业IT市场预测，2021-2025》研究报告预测，2025年市场规模将达到845.70亿元，其2020-2025年的年复合增长率约为12.80%，保持较快增速。

图 1 医疗信息化市场规模持续增加



资料来源：IDC，中证鹏元整理

医疗卫生信息化行业是一个高度专业化的行业，需满足医疗学科严谨性和信息技术先进性的需要，产品功能具有较为明显的专家系统特征，要求产品研发团队有丰富的医学知识支撑，才能研发出合格的

产品，技术壁垒较高。因此该行业需要大量的拥有IT与医疗卫生双重知识背景的人才，而这类人才的培养却比较困难，专业人才的匮乏已成为行业发展的制约因素。同时，医疗卫生机构业务条线多、流程复杂，对应的信息系统功能繁多、架构复杂、数据源安全性要求高，加之医疗政策变动频繁，因此决定了医疗卫生机构与医疗卫生信息化厂商之间以长期合作为主，有利于市场先入者的业务持续发展，而对新的市场竞争者形成了较高的进入壁垒和品牌壁垒。

目前国内的独立软件商或者系统集成商在医疗信息化行业中处于主导地位，国内的医疗信息化企业以EMR、HIS、系统集成为主，医疗卫生健康领域医疗信息化及软件生产供应商较多，以区域性供应商为主。根据IDC统计的中国医疗信息化规模以及前瞻对东软集团股份有限公司（以下简称“东软集团”）、卫宁健康、东华软件股份有限公司（以下简称“东华软件”）、创业慧康科技股份有限公司（以下简称“创业慧康”）、万达信息股份有限公司、思创医惠科技股份有限公司（以下简称“思创医惠”）、浙江和仁科技股份有限公司、苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司八家上市企业医疗信息化业务营收统计可得，我国医疗信息化行业集中度虽然呈上升趋势，但总体偏低，目前行业CR5仅40%左右，CR10仅56%左右，IDC报告中排名第一的卫宁健康市场份额不足13%，整体而言行业格局分散，且区域分布较为明显，呈现“大行业、小企业”格局。

随着医疗信息化行业的快速发展，国内外市场参与者不断增加，像英特尔、IBM、Oracle、思科以及阿里、腾讯、华为等都通过战略合作或成立专业的医疗行业部门进军医疗信息化领域，竞争也将越来越激烈，用户对厂商的品牌信誉、服务能力、需求梳理能力、行业成功经验的要求越来越高，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，有利于在未来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。

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4 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，预计至2025年，我国RFID市场预计实现产值超350亿元。目前RFID行业在应用领域、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、流程自动化仍是行业发展目标，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

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。2022年受益于公司通过采购国产芯片缓解国外芯片短缺问题，同时公司积极推进商业智能新产品的开发以及国内外市场的不断开拓，推动商业智能收入同比增长34.07%；受行业政策、市场环境的冲击等多因素影响，公司智慧医疗项目建设进度缓慢、项目验收延后导致智慧医疗板块收入有所减少。综上，2022年公司营业收入同比增长15.32%至11.09亿元。毛利率方面，2022年受益于外汇波动出口产品汇兑成本下降以及产品价格上调，公司商业智能业务毛利率小幅提升；受项目评审要求趋严导致项目交付时间拉长、成本支出增加，同时2022年海南省人民医院等综合项目部分交付验收，此类项目毛利率较低等因素导致智慧医疗业务毛利率继续下滑至1.71%。2023年一季度公司经营业绩受上年度递延效应影响处于触底回升过程中导致营业收入同比下降39.09%，毛利率小幅上升至22.55%，主要系毛利率较低的智慧医疗板块收入占比下降所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商业智能	1.95	83.10%	25.77%	6.72	60.58%	25.00%	5.01	52.11%	24.64%
智慧医疗	0.40	16.90%	6.69%	4.37	39.42%	1.71%	4.61	47.89%	11.34%
合计	2.35	100.00%	22.55%	11.09	100.00%	15.81%	9.62	100.00%	18.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司承接多项千万元级智慧医疗建设项目，但受行业政策、市场环境的冲击，公司研发周期加长、项目实施及验收进度放缓以及成本支出加大等叠加影响，智慧医疗业务盈利能力继续下降

公司智慧医疗主要由子公司医惠科技负责，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。2022年公司中标西北妇女儿童医院、滨州医学院附属医院、中国中医科学院广安门医院等千万元级智慧医疗服务项目，重点参与国家级质控平台二期、三期的建设升级，推进海南省人民医院等信息化项目建设任务。受市场环境的冲击，2022年公司智慧医疗业务新增订单约5.04亿元，同比下降23.80%，同时公司项目建设进度缓慢、项目验收延后导致智慧医疗收入下滑至4.37亿元；毛利率方面，受项目评审要求趋严导致项目交付时间拉长、成本支出增加，同时2022年海南省人民医院等综合项目部分交付验收，此类项目毛利率较低等因素叠加影响导致毛利率下降至1.71%。2023年一季度由于影响2022年业绩下滑的因素仍存在，公司尚处于业务调整期，当季仅实现智慧医疗收入0.40亿元，同比大幅下滑83.05%，毛利率为6.69%，仍处于较低水平。

表6 2022年公司新签智慧医疗前十大订单情况（单位：万元）

客户	主要销售内容	合同金额
客户一	基础信息系统改造升级	1,850.00
客户二	新 HIS 等核心业务系统	1,696.60
客户三	业务应用系统升级	1,397.00
客户四	信息平台建设	1,235.00
客户五	智慧医院信息集成平台及 HRP 管理系统	1,135.00
客户六	集成平台	1,019.20
客户七	智能开放平台	985.00
客户八	信息平台	966.00
客户九	信息平台	820.00
客户十	互联网化架构升级	795.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司通过采购国产芯片缓解国外芯片短缺问题，同时积极进行产品开发以及市场开拓推动商业智能业务收入增长

公司商业智能产品分为物联网RFID和智能防损产品两大部分，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，公司于2023年3月8日召开第五届董事会第二十次会议和第五届监事会第十五次会议，审议通过了《关于开展外汇套期保值业务的议案》，同意公司及子公司根据境外业务的实际发生情况，自本次董事会审议通过后的12个月内，使用不超过人民币2.1亿元的自有资金开展外汇套期保值业务，未来需持续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。

2022年公司积极与国内芯片供应商开展合作，缓解国外芯片供应不足带来的负面影响，同时公司大力开发智能数据和物联网解决方案，通过Eco-System云生态系统和V-Prime平台，探索产品、技术服务和运营服务相结合的模式，并积极开拓新兴发展中国家市场，积极切入物流、畜牧、医疗等若干新的市场领域，积极拓展在防伪溯源领域的应用，对电力电网，农业等领域进行布局。上述因素推动商业智能收入增长至6.72亿元，同比增长34.07%。受益于外汇波动出口产品汇兑成本下降，同时产品价格上涨导致毛利率小幅提升至25.00%。2023年一季度公司实现商业智能收入1.95亿元，毛利率为25.77%，和2022年全年基本持平。

表7 公司商业智能产品产销情况（单位：万只）

项目	2022年	2021年
销售量	218,422	223,240
生产量	223,205	221,604
库存量	44,082	39,299

注：2022年商业智能收入增长但销售量下滑系当年销售增长幅度较大的产品是零售防损和RFID结合的双频电子标签及天线产品，这部分产品单价较原有的防损产品单价较高所致。

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

2022年公司下游客户集中度大幅上升，第一大客户保持稳定且销售金额有所提升；前五大供应商集中度小幅上升，部分供应商系公司关联方

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，国内销售收入以智慧医疗为主，受商业智能收入增加影响，2022年公司国外销售收入及占比均有所增长。公司下游客户相对分散，2022年商业智能业务受境外经济恢复引起的第一大客户销售增长以及合同金额较大的海南省人民医院项目交付导致客户集中度提升，2022年对前五大客户合计销售额占营业收入的比重增长至42.11%，其中对第一大客户销售收入占比上升至16.46%，合作关系较为稳定。

表8 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比

国外销售	5.24	47.25%	3.79	39.44%
国内销售	5.85	52.75%	5.82	60.56%
合计	11.09	100.00%	9.62	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

表9 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
2022 年	客户一	商业智能	1.83	16.46%
	客户二	智慧医疗	1.47	13.30%
	客户三	商业智能	0.88	7.90%
	客户四	智慧医疗	0.26	2.31%
	客户五	商业智能	0.24	2.14%
	合计	-	4.68	42.11%
2021 年	客户一	商业智能	1.31	13.67%
	客户二	智慧医疗	0.30	3.10%
	客户三	智慧医疗	0.25	2.58%
	客户四	智慧医疗	0.18	1.86%
	客户五	商业智能	0.16	1.63%
	合计	-	2.20	22.85%

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，2022年由于商业智能板块采购增加，前五大供应商集中度有所上升。

2021年医惠科技向杭州易捷医疗器械有限公司、浙江道一循信息技术有限公司及杭州菲诗奥医疗科技有限公司等多家公司采购了被服柜、睡眠仪6,001.66万元（不含税），并采购了其他软硬件2,781.43万元（不含税）及相关服务，截至2023年3月末，公司通过参股公司杭州盈网科技有限公司持有杭州菲诗奥医疗科技有限公司28.5%股权，系公司关联方。此外，2022年公司与杭州连帆科技有限公司、上海共阅信息技术有限公司等27家关联方形成关联采购金额合计约0.77亿元。

表10 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
2022 年	供应商一	商业智能	0.52	6.94%
	供应商二	商业智能	0.32	4.35%
	供应商三	商业智能	0.30	4.08%
	供应商四	商业智能	0.26	3.54%
	供应商五	智慧医疗	0.26	3.46%
	合计	-	1.68	22.38%
2021 年	供应商一	智慧医疗	0.35	5.25%

供应商二	智慧医疗	0.25	3.80%
供应商三	商业智能	0.25	3.73%
供应商四	智慧医疗	0.24	3.63%
供应商五	商业智能	0.22	3.36%
合计	-	1.32	19.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年子公司医惠科技继续计提大规模商誉减值，公司对联营企业和合营企业的投资持续亏损并计提减值准备，需持续关注公司收购及参股企业的经营业绩变动以及所面临的资产减值风险

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。根据公司聘请的中联资产评估集团（浙江）有限公司出具的《评估报告》（浙联评报字〔2023〕第171号），医惠科技包含商誉的资产组或资产组组合可收回金额为11.46亿元，账面价值14.33亿元，2022年应确认商誉减值损失2.87亿元，上述减值损失均归属于公司确认。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、杭州丰康医健股权投资合伙企业（有限合伙）等数十家企业，2022年对联营企业和合营企业的投资收益继续亏损，当年合计损失868.12万元，同时部分子公司业绩亏损并增长乏力，对其合计计提资产减值损失1.03亿元。

综上，2022年医惠科技主导的智慧医疗板块业绩表现继续下滑，且公司对外投资持续亏损，需继续关注公司收购及参股企业的经营业绩以及所面临的商誉、股权投资的减值风险。

表11 公司商誉构成（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
Comercial GL Group S.A.	946.36	7.62%	946.36	2.26%
杭州思创超讯科技发展有限公司	432.83	3.48%	432.83	1.03%
医惠科技有限公司	11,044.51	88.90%	39,774.14	94.84%
杭州华洁医疗科技有限公司	0.00	0.00%	782.78	1.87%
EWELL HONGKONG LIMITED	0.00	0.00%	0.00	0.00%
合计	12,423.70	100%	41,936.11	100%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表12 2022年末公司主要长期股权投资相关联营企业的财务状况和减值计提情况（单位：万元）

企业名称	账面价值 (不含减值)	减值准备余额	净资产	营业收入	净利润
江苏钜芯集成电路技术股份有限公司	8,478.02	866.1	18,776.29	3,439.70	-1,489.46
杭州丰康医健股权投资合伙企业（有限合伙）	7,965.68	2,994.75	8,224.20	0.00	0.23
杭州盈网科技有限公司	5,773.34	3,935.35	2,618.78	1,451.55	-813.42
上海泽信软件有限公司	2,516.89	0	5,621.09	4,124.48	132.46

杭州伯仲信息科技有限公司	2,475.56	121.82	12,428.39	442.2	-358.28
--------------	----------	--------	-----------	-------	---------

资料来源：《思创医惠科技股份有限公司关于 2022 年年报问询函的回复公告》，中证鹏元整理

2022年公司持续对智慧医疗和商业智能研发投入，但投入金额和研发人员数量均有所下降，需关注可能面对的技术创新风险以及募投项目延期导致的收益实现情况

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，业务主要涉及智慧医院解决方案、智慧医共体解决方案、医疗健康服务运营、大数据下的人工智能服务等板块；商业智能业务主要以EAS和RFID研发生产为基础，提供无人零售、智慧防损、服装供应链、智慧城市等行业深度应用的物联网解决方案，产品主要涉及智能防损、数字化零售、物联网行业应用板块。

研发方面，2022年智慧医疗业务中公司持续开发单病种人工智能服务等业务线，孵化质控管理系统，重点参与国家级质控平台二期、三期的建设升级，同期开始国家超声质控平台四期建设；商业智能业务中增强RFID 标签读取效率腔体研究取得成功，光电感应式防盗电子标签可下线量产，新型EAS+RFID 双频门禁将两种防盗技术深度融合且相互之间互不干扰，实现多场景多业务领域的综合应用等。此外，2022年公司及子公司共获得发明专利7项，实用新型专利38项，软件著作权113项，但研发人员和研发投入同比均有所下降。

表13 公司研发投入情况（单位：人、亿元）

项目	2022 年	2021 年
研发人员数量	1,173	1,207
研发人员数量占比	66.57%	57.42%
研发投入金额	2.04	2.14
研发投入占营业收入比例	18.38%	22.28%

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

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，“思创转债”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，但近年受市场环境、经济下行等因素影响，募投项目进展缓慢，公司第四届董事会第二十二次会议审议通过了《关于公司募集资金投资项目延期的议案》，同意公司结合目前募投项目的实际进展情况，在募投项目实施主体、实施方式、建设内容、募集资金投资用途及投资规模不发生变更的前提下，公司募投项目实施时间延长至2025年12月31日。未来受市场环境变化、研发进度等因素影响，募投项目能否实现预期收益尚待观察。

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）审计并出具保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2023年3月末，公司合并范围内二级子公司共14家。2022年公司被出具保留意见的审计报告理由如下：

1，思创医惠于2022年10月28日收到《中国证券监督管理委员会立案告知书》（证监立案字01120220017号）。因涉嫌信息披露违法违规，证监会决定对思创医惠立案。由于截至审计报告日立案调查尚在进行中，审计机构无法判断立案调查结果对财务报表整体的影响程度。

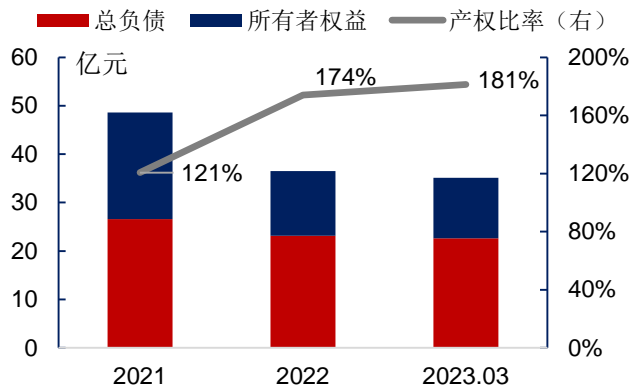
2，思创医惠及子公司以前年度以自有资金和募集资金向杭州易捷医疗器械有限公司、浙江道一循信息技术有限公司及杭州菲诗奥医疗科技有限公司等多家公司采购了用于开展物联网智慧医疗溯源管理等业务的被服柜、睡眠仪及其他软硬件。2021年思创医惠因发现上期部分收入确认依据不足，对相关收入成本进行了追溯重述调整。截至2022年末，思创医惠因上述交易等形成的资产已计提减值准备2,790.76万元，账面价值15,270.16万元。子公司医惠科技以前年度与上海洗凡科技服务有限公司、深圳市雨淋科技服务有限公司、涓滴海成(北京)科技有限公司等多家公司合作开展物联网智慧医疗溯源管理等业务，截至2022年末，因相关交易形成应收账款账面余额9,204.40万元，已计提坏账准备6,951.47万元，账面价值2,252.93万元。由于未能对上述事项实施必要的审计程序以获取充分、适当的审计证据，审计机构对2021年度财务报表发表了保留意见。2022年度，审计机构仍然无法判断上述相关交易的商业实质及其真实性、公允性、合理性，以及上述事项对本期财务报表可能产生的影响。该些事项反映思创医惠内部控制存在缺陷，对财务报表可能产生相关潜在影响。

2022年度审计机构无法判断上述相关交易的商业实质及其真实性、公允性、合理性，以及上述事项和立案调查事项对本期财务报表可能产生的影响。审计机构认为，上述错报如存在，对2022年度财务报表影响重大，但仅限于对应收账款、存货、固定资产、无形资产、未分配利润、资产减值损失、信用减值损失等项目产生影响，该等错报不会导致思创医惠盈亏性质发生变化，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。

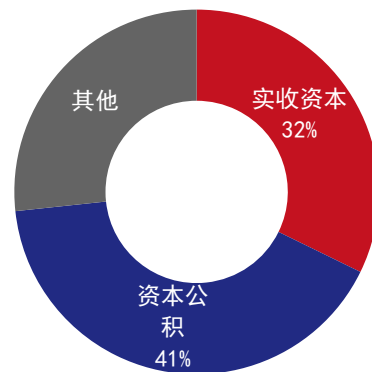
资本实力与资产质量

跟踪期内，占比较高的应收账款、长期股权投资和商誉计提大额坏账及减值准备以及经营业绩亏损导致公司资产规模和所有者权益均持续下降，产权比率大幅上升，未来仍需关注应收账款坏账及长期股权投资、商誉减值风险

受经营业绩亏损影响，2022年以来公司所有者权益持续下降；随着公司偿还借款，公司负债总额亦呈下降趋势。受所有者权益下降幅度较大影响，公司产权比率持续上升，权益资本对债务的保障能力持续下降。2023年3月末公司所有者权益主要由资本公积及实收资本构成。

图 2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受债务变化及经营业绩下滑综合影响，跟踪期内公司资产规模持续下降，2023年3月末公司资产总额35.14亿元，流动资产占比51.94%。跟踪期内由于偿还银行借款导致公司货币资金持续下降，2022年末0.36亿元货币资金因作为保证金使用受限。公司应收账款账面价值因计提坏账准备而持续下降，2022年新增计提坏账准备0.93亿元，主要来自智慧医疗业务板块，考虑到公司应收账款规模较大，部分账款账龄较长，未来仍需关注公司应收账款坏账风险。2022年末公司存货主要包括库存商品1.49亿元、合同履行成本0.99亿元和原材料0.47亿元，其中库存商品中包含公司向杭州易捷医疗器械有限公司、杭州菲诗奥医疗科技有限公司等公司采购的被服柜和睡眠仪0.53亿元，公司当期计提存货跌价准备0.11亿元。公司合同资产主要为智慧医疗合同项目投入，近年由于计提减值准备账面价值持续下降。

其他资产方面，2022年末公司交易性金融资产大幅增加，主要系由其他流动资产转入所致。公司长期股权投资主要系对联营企业投资，2022年由于对杭州丰康医健股权投资合伙企业(有限合伙)、杭州盈网科技有限公司等公司的股权合计计提减值准备1.03亿元而有所下降，需持续关注长期股权投资减值风险。公司投资性房地产主要系医惠中心项目，采用成本法计量，2022年由于部分原计入固定资产的房屋及建筑物转入而有所增加；医惠中心位于杭州市滨江区物联网小镇，建筑面积2.6万平方米，2022年末账面价值3.17亿元已抵押。公司固定资产主要为厂房、办公楼和专用设备，其中包含向杭州易捷医疗器械有限公司、杭州菲诗奥医疗科技有限公司等公司采购的睡眠仪、被服等设备，账面原值合计1.85亿元，其中有528台睡眠仪、3,765台被服设备因公司业务转型目前处于闲置状态，已累计计提减值准备0.17亿元。2022年末公司固定资产账面价值下降至5.14亿元，主要系部分房屋及建筑物转入投资性房地产，并对部分房屋及建筑物、专用设备 etc 计提折旧所致；此外，杭州上城区科技经济开发有限公司拟收购的坐落在杭州市拱墅区莫干山路 1418-25号和1418-48 号的土地房屋及所属设施价值合计1.51亿元。公司无形资产主要系软件及土地使用权，由于摊销而持续下降。受医惠科技计提商誉减值准备2.87亿元影响，2022年末公司商誉规模继续减少，未来仍需关注业绩波动引起的商誉减值风险。

受限资产方面，2022年末公司包括部分货币资金、固定资产、无形资产和投资性房地产在内的账面价值合计5.76亿元资产使用受限，占总资产的15.79%。

表14 公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.36	信用证保证金 500.00 万元，银行承兑汇票保证金 779.70 万元，保函保证金 2,276.63 万元，锁汇保证金 173.22 元
固定资产	2.18	抵押借款
无形资产	0.07	抵押借款
投资性房地产	3.17	抵押借款
合计	5.76	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.57	13.00%	4.70	12.88%	7.81	16.07%
交易性金融资产	1.53	4.36%	2.02	5.53%	0.09	0.18%
应收账款	6.79	19.32%	7.47	20.47%	8.78	18.06%
存货	3.34	9.50%	3.18	8.72%	3.14	6.45%
合同资产	0.94	2.69%	0.97	2.66%	1.24	2.55%
流动资产合计	18.25	51.94%	19.32	52.94%	26.05	53.56%
长期股权投资	2.76	7.86%	2.81	7.71%	4.00	8.23%
投资性房地产	3.73	10.62%	3.78	10.36%	3.69	7.60%
固定资产	4.99	14.20%	5.14	14.08%	6.11	12.57%
无形资产	1.48	4.23%	1.58	4.32%	1.72	3.53%
商誉	1.24	3.54%	1.24	3.41%	4.19	8.62%
非流动资产合计	16.89	48.06%	17.17	47.06%	22.58	46.44%
资产总计	35.14	100.00%	36.49	100.00%	48.64	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

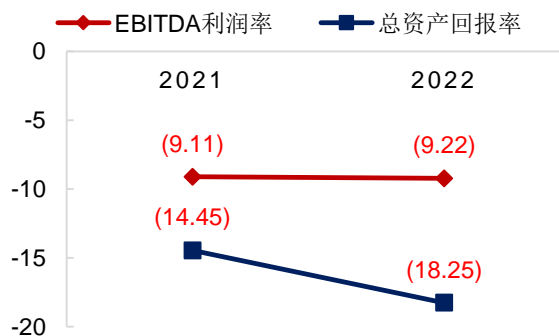
盈利能力

跟踪期内公司主业盈利能力下降、计提大额坏账及减值损失导致经营业绩大幅亏损

2022年受益于公司通过采购国产芯片缓解国外芯片短缺问题，同时公司积极推进商业智能新产品的开发以及国内外市场的不断开拓，推动商业智能收入同比增长34.07%；受行业政策、市场环境的冲击等多因素影响，公司智慧医疗项目建设进度缓慢、项目验收延后导致智慧医疗板块收入有所减少。综上，2022年公司营业收入同比增长15.32%至11.09亿元。毛利率方面，2022年受益于美元汇率的升值以及产品价格上调，公司商业智能业务毛利率小幅提升；受项目评审要求趋严导致项目交付时间拉长、成本支出增加，同时2022年海南省人民医院等综合项目部分交付验收，此类项目毛利率较低等因素影响，智慧医疗业务毛利率继续下滑至1.71%。2022年公司市场推广费减少及汇兑收益导致销售费用及财务费用减

少，期间费用有所下降。同年公司计提信用减值损失1.07亿元、长期股权投资减值损失1.03亿元以及商誉减值损失2.87亿元，对利润形成较大侵蚀。2023年一季度，公司经营业绩受上年度递延效应影响处于触底回升过程中导致营业收入同比下降39.09%，毛利率小幅上升至22.55%，主要系毛利率较低的智慧医疗板块收入占比下降所致。上述因素综合导致公司2022年及2023年一季度净利润分别亏损8.86亿元和0.81亿元。受经营亏损影响，2022年公司EBITDA利润率及总资产回报率均继续下降且为负。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务有所下降，但持续大幅亏损导致公司杠杆率提高、偿债能力指标弱化，偿债压力加大

随着公司偿还银行借款，近年公司总负债规模持续下降，主要包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券等。2022年末公司短期借款主要为保证借款、信用借款；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款；长期借款包括抵押借款2.79亿元、保证借款0.78亿元、信用借款0.92亿元；应付债券为“思创转债”。

经营性负债方面，应付账款主要系应付上游采购货款及工程款；合同负债主要系预收下游客户货款。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.54	15.65%	4.06	17.52%	4.64	17.44%
应付账款	3.38	14.94%	3.15	13.59%	3.23	12.14%
合同负债	0.58	2.55%	0.53	2.29%	0.89	3.33%
一年内到期的非流动负债	2.62	11.56%	2.50	10.80%	3.54	13.32%
流动负债合计	12.00	52.97%	11.92	51.45%	14.37	54.04%
长期借款	3.83	16.90%	4.49	19.39%	5.85	21.99%
应付债券	6.77	29.92%	6.71	28.96%	6.32	23.77%

非流动负债合计	10.65	47.03%	11.25	48.55%	12.22	45.96%
负债合计	22.65	100.00%	23.17	100.00%	26.59	100.00%
总债务合计	17.20	75.94%	18.00	77.69%	20.80	78.23%
其中：短期债务	6.56	28.96%	6.76	29.18%	8.59	32.30%
长期债务	10.64	46.98%	11.24	48.51%	12.21	45.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司主业盈利能力下降导致FFO及EBITDA均有所减少，现金生成能力有所下降，经营活动现金流转为净流出状态。2022年末公司总债务规模有所下降，但业绩大幅亏损导致总资本减少，资产负债率上升至较高水平，EBITDA及FFO对债务本息的保障能力减弱，总资本对总债务保障能力亦趋弱。

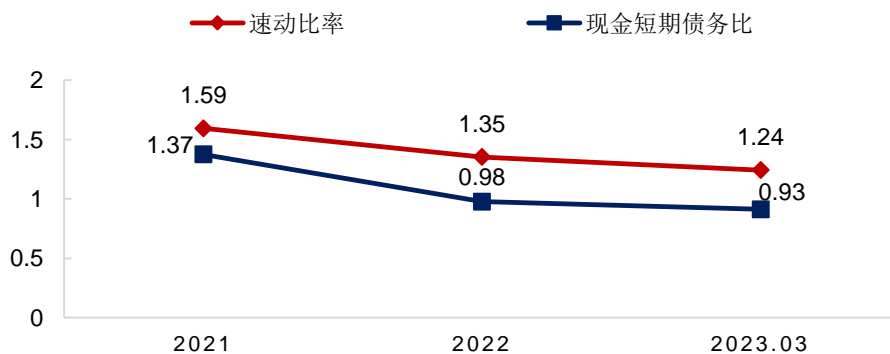
表17 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	0.48	-1.05	1.34
FFO(亿元)	--	-2.45	-2.31
资产负债率	64.44%	63.52%	54.67%
净债务/EBITDA	--	-11.38	-10.64
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.01	-0.88
总债务/总资本	57.92%	57.49%	48.55%
FFO/净债务	--	-21.05%	-24.81%
经营活动净现金流/净债务	4.33%	-9.04%	14.39%
自由现金流/净债务	3.77%	-18.98%	-9.07%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受现金类资产下降的影响，2022年以来公司速动比率及现金短期债务比均持续下降。作为上市公司，公司可通过发行股票等方式进行股权融资，同时截至2022年末公司尚未使用银行授信额度约6.73亿元，但考虑到2022年公司经营业绩继续大幅亏损，已连续三年被审计机构出具保留意见的审计报告，且被证监会立案调查，将对公司再融资能力产生较大不利影响。

图 5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司收到中国证券监督管理委员会立案告知书，公司及多名相关人员被出具警示函并给予通报批评处分，公司内部控制存在缺陷

环境因素

环境方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体、废水排放、废弃物排放等方面受到相关部门的处罚。

社会因素

社会方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，未发生拖欠员工工资、社保以及员工安全事故等。

公司治理

公司设股东会、董事会和监事会，2022 年公司共召开了 3 次股东大会、11 次董事会、8 次监事会。2022 年公司董事、监事及高级管理人员发生较大变更。具体变动情况如下表所示：

表18 2022 年以来公司董事、监事及高级管理人员变动情况

姓名	担任职务	类型	日期	原因
朱以明	董事	被选举	2022年05月23日	经股东大会选举
朱以明	联席董事长	被选举	2022年05月31日	经公司董事会选举
丁燕	董事	被选举	2022年05月23日	经股东大会选举
赵合宇	独立董事	被选举	2022年05月23日	经股东大会选举
刘银	独立董事	被选举	2022年05月23日	经股东大会选举
曾爱民	原独立董事	离任	2022年05月23日	公司第一大股东变更
陈磊	原独立董事	离任	2022年05月23日	公司第一大股东变更
华松鹭	副董事长	任免	2022年05月31日	岗位调整
鲁丽娟	董事	任免	2022年05月12日	岗位调整
鲁丽娟	副总经理	聘任	2022年05月12日	经公司董事会聘任
温作客	董事	任免	2022年05月12日	岗位调整
彭军	副总经理	聘任	2022年08月26日	经公司董事会聘任
刘名章	副总经理	聘任	2022年11月21日	经公司董事会聘任
申东华	监事会主席	被选举	2022年12月08日	经股东大会选举
李倩	监事	被选举	2022年12月08日	经股东大会选举

楼翔	职工代表监事	被选举	2022年12月08日	因公司第一大股东变更，由股东代表监事变更为职工代表监事
徐方娇	原监事会主席、职工代表监事	离任	2022年12月08日	公司第一大股东变更
胡开言	原监事	离任	2022年12月08日	公司第一大股东变更
温作客	原副总经理	离任	2023年02月20日	因个人原因离职
鲁丽娟	原副总经理、董事会秘书	离任	2023年4月24日	因个人原因离职

资料来源：公司 2022 年年度报告

2022 年 6 月，公司收到浙江监管局下发的《关于对思创医惠科技股份有限公司及相关人员采取出具警示函措施的决定》（[2022]58 号），因公司 2022 年 1 月 28 日披露的《2021 年度业绩预告》与 2022 年 4 月 29 日披露的《2021 年年度报告》归属于上市公司股东的净利润差异较大，以及公司 2022 年 4 月 29 日披露《关于前期会计差错更正及追溯调整的公告》，对 2020 年度收入进行了差错更正，导致公司定期报告相关信息披露不准确，分别对公司及相关人员章笠中、华松鸳、陈云昌、鲁丽娟、王凇、孙新军等采取出具警示函的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。

2022 年 8 月，公司收到深圳证券交易所下发的《关于对思创医惠科技股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，因公司 2022 年 1 月 28 日披露的《2021 年度业绩预告》与 2022 年 4 月 29 日披露的《2021 年年度报告》归属于上市公司股东的净利润差异较大，对公司给予通报批评的处分，对公司董事长章笠中、总经理华松鸳、财务总监陈云昌给予通报批评的处分，并记入上市公司诚信档案。

2022 年 10 月，公司收到《中国证券监督管理委员会立案告知书》（证监立案字 01120220017 号），因公司涉嫌信息披露违法违规，2022 年 9 月 20 日，中国证券监督管理委员会决定对公司立案。

根据公司于 2023 年 4 月 28 日发布的《中信证券股份有限公司关于思创医惠科技股份有限公司 2022 年度内部控制评价报告的核查意见》，中信证券通过对思创医惠内部控制制度的建立和实施情况的核查，重点关注以下事项：

（1）2022 年 10 月 28 日，公司收到了中国证券监督管理委员会《中国证券监督管理委员会立案告知书》（证监立案字 01120220017 号），公司因涉嫌信息披露违法违规，被中国证券监督管理委员会立案调查，截至 2023 年 4 月 28 日，立案调查尚在进行中。

（2）2021 年度，由于公司存在无法判断交易商业实质而形成的存货及应收账款，中信证券对公司内部控制出具了“公司内部控制于 2021 年 12 月 31 日未能在所有重大方面保持有效性”的评价意见。截至 2022 年末，前述存货未能完全对外销售、前述应收账款亦未能完全收回。

经核查，中信证券认为：公司存在 2021 年度相关事项潜在影响尚未消除、立案事项尚需进一步落实从而导致公司 2022 年度财务报告被审计机构出具保留意见的情形，反映出公司内部控制存在缺陷，相关规则的落实需要进一步加强。公司内部控制于 2022 年 12 月 31 日未能在所有重大方面保持有效性。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（公司本部2023年6月1日，子公司医惠科技2023年6月1日，子公司上扬无线射频科技扬州有限公司2023年5月31日），公司本部和重要子公司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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（三）其他需说明的事项

经公司第五届董事会第二十一次会议审议和 2023 年第一次临时股东大会审议通过，因杭州钱塘智慧城城北园区改造提升项目建设需要，公司拟与杭州上城区科技经济开发建设有限公司（以下简称“经济开发公司”）分别签署《国有土地非住宅房屋收购补偿协议》和《资产收购合同》，经济开发公司拟收购公司坐落在杭州市拱墅区莫干山路 1418-25 号和 1418-48 号的土地房屋及所属设施，本次收购补偿金额分别为 0.87 亿元和 0.92 亿元。截至 2023 年 6 月 7 日，公司已与经济开发公司签署《资产收购合同》，已收到第一期款项 0.37 亿元；《国有土地非住宅房屋收购补偿协议》尚未正式签署，已完成相关权证注销所需资料盖章，且收到第一期款项 0.45 亿元。

八、结论

公司主营业务分为智慧医疗与商业智能两大板块，2022年国务院、国家卫健委等机构出台系列政策及文件，持续推动医疗卫生信息化行业发展，为公司业务开展提供良好行业环境；2022年公司智慧医疗板块承接多项千万元级智慧医院建设项目，商业智能板块业绩有所增长。但公司被证监会立案调查，连续被出具保留意见的审计报告，内部控制存在缺陷；公司股东部分股份被司法冻结；公司及多名相关人员被出具警示函并给予通报批评处分，董事、监事及高级管理人员发生较大变更，对未来经营发展影响有待观察；公司主业盈利能力继续下降，叠加计提大额商誉、长期股权投资及信用减值，利润大幅亏损，导致现金生成能力有所下降，经营活动现金流转为净流出状态；业绩亏损同时导致偿债能力指标弱化，偿债压力加大；考虑到智慧医疗板块业绩明显下滑及部分应收账款账龄较长，公司仍存在长期股权投资、商誉及信用减值风险；此外，需关注公司可能存在技术创新风险和募投项目延期导致的收益不达预期风险。受上述因素综合影响，公司抗风险能力下降。

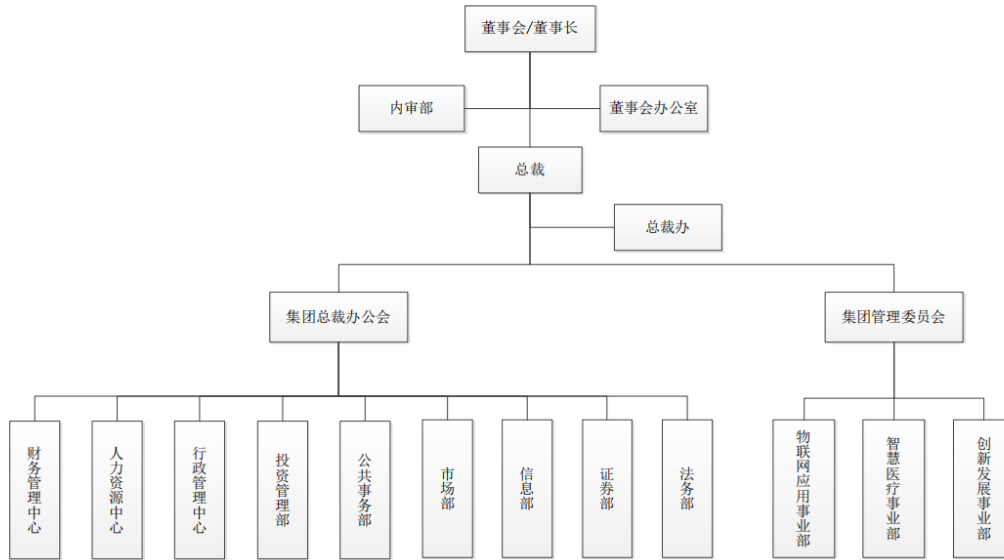
综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为BBB+，调整评级展望为负面，下调“思创转债”的信用等级为BBB+。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.57	4.70	7.81	6.08
应收账款	6.79	7.47	8.78	10.13
流动资产合计	18.25	19.32	26.05	23.47
固定资产	4.99	5.14	6.11	4.18
非流动资产合计	16.89	17.17	22.58	23.62
资产总计	35.14	36.49	48.64	47.10
短期借款	3.54	4.06	4.64	5.36
应付账款	3.38	3.15	3.23	2.12
一年内到期的非流动负债	2.62	2.50	3.54	1.23
流动负债合计	12.00	11.92	14.37	11.28
长期借款	3.83	4.49	5.85	5.79
应付债券	6.77	6.71	6.32	0.00
非流动负债合计	10.65	11.25	12.22	5.94
负债合计	22.65	23.17	26.59	17.21
总债务	17.20	18.00	20.80	12.54
归母所有者权益	12.29	13.12	21.80	29.35
营业收入	2.35	11.09	9.62	14.55
营业利润	-0.80	-8.78	-7.52	1.14
净利润	-0.81	-8.86	-7.34	0.97
经营活动产生的现金流量净额	0.48	-1.05	1.34	-0.10
投资活动产生的现金流量净额	0.47	1.58	-4.12	-4.63
筹资活动产生的现金流量净额	-1.03	-3.77	6.30	3.87
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA (亿元)	-0.36	-1.02	-0.88	3.43
FFO (亿元)	--	-2.45	-2.31	2.30
净债务 (亿元)	11.16	11.64	9.32	5.51
销售毛利率	22.55%	15.81%	18.27%	41.14%
EBITDA 利润率	--	-9.22%	-9.11%	23.57%
总资产回报率	--	-18.25%	-14.45%	3.43%
资产负债率	64.44%	63.52%	54.67%	36.55%
净债务/EBITDA	--	-11.38	-10.64	1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.01	-0.88	8.97
总债务/总资本	57.92%	57.49%	48.55%	31.07%
FFO/净债务	--	-21.05%	-24.81%	41.76%
速动比率	1.24	1.35	1.59	1.89
现金短期债务比	0.93	0.99	1.37	1.09

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2022 年末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况（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	100.00%	制造业
杭州思创汇联科技有限公司	20,000	100.00%	制造业
上扬无线射频科技扬州有限公司	16,000	100.00%	制造业
杭州中科思创射频识别技术有限公司	500	90.00%	制造业
杭州思创超讯科技发展有限公司	817	70.01%	制造业
杭州中瑞思创物联科技有限公司	3,000	100.00%	系统集成业
浙江省华卫智慧医疗研究院	200	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
杭州认知投资管理有限公司	200	80.00%	软件与信息服务
杭州医惠医用织物管理有限公司	500	100.00%	软件与信息服务
杭州思创医惠孵化器有限公司	500	100.00%	软件与信息服务
医惠科技有限公司	8,800	100.00%	软件与信息服务
杭州医惠物联网科技有限公司	500	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	62.00%	洗染服务；护理机构服务（不含医疗服务）

资料来源：公司 2022 年年度报告，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。