

武汉华康世纪医疗股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

中鹏信评【2024】第Z【2025】号01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

武汉华康世纪医疗股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2024-12-13

评级观点

本次等级的评定是考虑到武汉华康世纪医疗股份有限公司（以下简称“华康医疗”或“公司”，证券代码：301235.SZ）在医疗净化工程领域具有一定的专业技术实力，市场品牌形象较好，项目储备较充足，未来收入来源较有保障。同时中证鹏元也关注到，公司主业回款较慢，总债务规模快速增长，面临较大资金压力；期间费用和应收账款坏账损失对利润侵蚀较大；近年客户较集中且变化较大，对业绩稳定性不利等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 7.5 亿元（含）
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期归还未转股的债券本金和支付最后一年利息
发行目的：2.8 亿元用于洁净医疗专项工程建设项目，1.11 亿元用于洁净医疗配套产品生产基地建设项目，0.90 亿元用于耗材物流仓储配送中心建设项目，0.49 亿元用于智慧医疗物联网云平台升级项目，2.20 亿元用于补充营运资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.9	2023	2022	2021
总资产	31.92	28.90	23.70	12.39
归母所有者权益	17.77	17.54	16.53	5.92
总债务	6.41	5.00	0.17	1.70
营业收入	10.80	16.02	11.89	8.61
净利润	0.20	1.07	1.02	0.81
经营活动现金流净额	-1.16	-1.87	-3.42	0.45
净债务/EBITDA	--	1.06	-3.38	-0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	22.37	122.36	25.35
总债务/总资本	26.44%	22.17%	1.03%	22.29%
FFO/净债务	--	50.63%	-15.85%	-235.77%
EBITDA 利润率	--	14.50%	15.25%	16.65%
总资产回报率	--	5.00%	6.59%	9.48%
速动比率	1.63	1.69	2.71	1.61
现金短期债务比	0.49	0.60	68.73	1.52
销售毛利率	35.05%	38.04%	38.27%	37.26%
资产负债率	44.17%	39.32%	30.26%	52.21%

注：2021-2022 年公司净债务为负值。
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **医疗净化工程行业景气较好。**随着我国经济发展和医疗需求提升，以及国家持续出台政策支持“国家区域医疗中心”、“千县工程”、“医联体”等大型医疗新基建项目建设，推动医疗资源扩容和区域均衡布局，近年医疗净化工程市场空间增长较快，行业面临良好发展机遇。
- **公司在医疗净化工程领域具有一定的经验技术积累和项目承揽能力，未来预计可保持一定的市场份额。**公司在洁净送风回风等方面拥有专利技术，主编或参编了多个医疗净化工程建设行业标准及指导性文件，专业资质较齐全且设计等资质等级较高，专职技术人员储备较充足，承接的多个项目获得鲁班奖、中国建筑工程装饰奖等荣誉。近年公司医疗净化系统集成业务增长较快，医疗设备及耗材销售丰富了收入来源。截至 2024 年 9 月末，公司尚有较大规模的在手订单，且合同质量较好。

关注

- **公司营运资金需求大，总债务快速增长，存在较大资金压力。**公司客户以公立医院为主，受各地财政状况、工程验收结算进度等影响，近年项目回款较慢，经营净现金流表现不佳，截至 2024 年 9 月末应收账款占总资产比重约 48%，对营运资金占用大。公司通过短期借款弥补资金缺口，近年债务规模快速增长，2024 年 9 月末现金短期债务比较低。考虑到公司在手订单规模较大，部分订单为财政实力偏弱、回款更慢的县级项目，未来随着业务规模的扩张，资金压力将进一步上升。
- **期间费用及应收账款信用损失对利润侵蚀大。**2022-2023 年公司员工总数大幅增长，人员费用支出增长叠加上市后加大销售网络建设等，销售费用率和管理费用率快速攀升至较高水平；同时 2024 年 9 月末账龄 2 年以上的应收账款余额占比 29%，坏账计提比例提升至 15.67%，2021-2023 年及 2024 年前三季度信用减值损失分别为 0.27 亿元、0.46 亿元、0.72 亿元和 0.55 亿元。
- **客户较集中且变动较大，对业绩稳定性不利。**近年公司营销网络建设相对不健全，市场区域开拓不均衡，客户较集中且变动较大。公司在 2022 年上市后加快全国化营销布局，但新区域业务拓展成效尚待观察。若公司未来无法持续稳定地开拓新客户，经营业绩存在较大波动风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在医疗净化工程领域具备一定的经验技术积累，拥有一定的品牌认知度和市场占有率，项目承揽能力尚可，目前项目储备较充足，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	达实智能	尚荣医疗	华康医疗	港通医疗
总资产	96.66	39.32	28.90	19.97
资产负债率（%）	62.90	30.11	39.32	33.45
营业收入	38.33	11.93	16.02	8.42
销售毛利率（%）	23.89	16.57	38.04	27.26
净利润	1.12	-1.61	1.07	0.83
经营活动产生的现金流量净额	0.49	0.18	-1.87	-1.14
应收账款周转天数（天）	123.29	150.46	278.08	274.98
存货周转天数（天）	224.26	164.59	123.10	161.68
净营业周期（天）	122.92	201.54	297.56	352.76

注：以上各指标均为 2023 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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、 发行主体概况

公司前身为聂爱梅女士、胡小艳女士于2008年11月共同出资设立的武汉华康世纪洁净室技术工程有限公司，其中聂爱梅持股比例为80%。2008年11月，聂爱梅女士将其持有公司的全部股份无偿转让给其子谭平涛先生，谭平涛先生与胡小艳女士为夫妻关系。2022年1月公司在深交所上市，IPO共募集资金净额9.50亿元。

截至2024年9月末，公司控股股东为谭平涛，其直接持有公司44.23%的股权，实际控制人为谭平涛和胡小艳夫妇，二人合计控制公司51.75%的股份，所持股份不存在质押、冻结情形。

公司自成立以来一直从事医疗净化工程的研发、设计、实施、运维等业务，并依托医疗净化工程业务的客户积累，开展医疗耗材及医疗设备经销业务。截至2024年9月末，公司纳入合并范围的子公司共13家，主要子公司如附录四所示。

二、 本期债券概况及募集资金使用情况

债券名称：武汉华康世纪医疗股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（本文简称“本期债券”）；

发行规模：不超过7.5亿元（含）；

债券期限和利率：6年，票面利率提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：采用每年付息一次的付息方式，到期未转股的债券归还本金和支付最后一年利息；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前20个交易日均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日股票交易均价。初始转股价格不得向上修正；

转股价格向下修正条款：在本期债券的存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本次可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；同时，修正后的转股价格不应低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

债券赎回条款：在本期债券期满后5个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值上浮一定比率（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的本次可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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：

（1）公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；

（2）本期债券未转股余额不足3,000万元时。

回售条款：

1、有条件回售条款

本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期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。

2、附加回售条款

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。

募集资金用途：本期债券募集资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	实施主体	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
洁净医疗专项工程建设	光谷人民医院医疗专项设计施工总承包项目	16,983.96	14,000.00	82.43%
项目	上海交通大学医学院浦东校区工程（标段二）科研集群工艺增加（安装+装饰装修工程）专业分包工程	16,024.83	14,000.00	87.36%
洁净医疗配套产品生产基地建设项目	湖北菲戈特	13,189.94	11,051.54	83.79%
耗材物流仓储配送中心建设项目	鄂西分仓	5,473.88	4,595.12	83.95%
	鄂东分仓	5,332.88	4,450.12	83.45%
智慧医疗物联网云平台升级项目	华康医疗	5,026.63	4,903.22	97.54%
补充营运资金	-	22,000.00	22,000.00	-
合计	-	84,032.12	75,000.00	-

注：湖北菲戈特为湖北菲戈特医疗科技有限公司的简称。

资料来源：公司提供

（一）智慧医疗物联网云平台升级项目

智慧医疗物联网云平台升级项目由公司本部负责实施，项目拟在新购置的总部办公大楼，通过购置研发设备、招募研发人员，强化公司在先进物联网、楼宇自动化、在线云监测等领域的技术积累，完善公司实施和运维一体化解决方案，提升公司医用净化环境管理平台高温监测报警系统、高温监测报警系统等系统模块的产品功能，以增强公司的智慧医疗技术实力和客户服务能力。该项目建设周期2年，截至2024年9月末，该项目已投资1,508.14万元。

中证鹏元注意到，公司拟建的智慧医疗物联网云平台升级项目投资规模较大，项目不直接产生经济效益。若公司无法通过该项目提升客户服务能力、进而提升盈利能力，项目建成后的人员开支、资产折旧摊销将对公司盈利形成一定侵蚀。

（二）洁净医疗专项工程建设项目

洁净医疗专项工程建设项目为公司本部承接的2个EPC医疗净化系统集成项目，公司拟通过本期债券募集资金，为优质EPC工程总承包项目提供资金支持，以保证项目按照规划进度顺利实施。截至2024年9月末，洁净医疗专项工程项目均已同业主方签订《工程总承包合同》，项目建设进度如表2所示。

根据公司披露的《武汉华康世纪医疗股份有限公司关于向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性报告》（以下简称“可行性报告”），洁净医疗专项工程建设项目收入测算情况如表2所示。中证鹏元注意到，截至2024年9月末洁净医疗专项工程项目尚处于建设期，若项目工期延误，项目管理成本和劳务成本将会上升，由此将对项目盈利状况产生不利影响。此外，该项目建设实施周期较长，若建设期间人工及材料等采购价格上涨，亦将对项目盈利水平产生不利影响。

表2 截至2024年9月末洁净医疗专项工程建设项目收入测算与建设进度情况（单位：万元）

项目	合同金额	总投资	预计收入	已投资	实施周期
光谷人民医院医疗专项设计施工总承包项目	26,421.20	16,983.96	24,239.63	7,989.70	790天
上海交通大学医学院浦东校区工程（标段二）科研集群工艺增加（安装+装饰装修工程）专业分包工程	24,099.57	16,024.83	22,109.70	9,459.38	436天
合计	50,520.77	33,008.79	46,349.33	17,449.08	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）洁净医疗配套产品生产基地建设项目

洁净医疗配套产品生产基地建设项目的实施主体为子公司湖北菲戈特，实施地点为湖北孝感市云梦县吴铺镇，项目通过新购置土地，搭建智能化、柔性化制造体系，实现净化材料装配式生产，提高自主研发产品产能。该项目建设周期为2年，项目达产后预计可新增一定规模的电解钢板年、送风天花年、镀锌风管和医用消声器年产能。截至2024年9月末，该项目已取得项目备案证、土地证和环评批复，项目累计已投资4,304.18万元。

根据可行性报告，该项目投资所得税后财务内部收益率为17.70%，财务净现值（ic=10%）为4,492.10万元，含建设期的投资回收期为6.58年。中证鹏元注意到，该项目尚未开工建设，项目能否顺利完工投产存在不确定性。此外，该项目建成投产后，将形成较大规模的净化材料产能，并规划配套供应给公司承接的医疗净化系统集成项目。若公司医疗净化系统集成业务对电解钢板等产品需求不足，而公司又无法将相关产品顺利对外销售，该项目将面临产能消化风险，进而导致项目收益不及预期。

（四）耗材物流仓储配送中心建设项目

耗材物流仓储配送中心建设项目包括鄂西分仓项目、鄂东分仓项目，其中鄂西分仓项目由湖北菲戈特在湖北省孝感市云梦县吴铺镇建设，鄂东分仓项目由公司本部在武汉市武汉东湖新技术开发区建设。公司拟通过本项目建设，满足公司辐射湖北全省的耗材配送需求，提升公司的医疗耗材吞吐能力。截至2024年9月末，鄂西分仓项目累计已投资2,152.09万元，鄂东分仓项目尚未开工建设，已取得项目备案证、土地证。

根据可行性报告，鄂西分仓项目投资所得税后财务内部收益率为18.52%，含建设期的投资回收期为5.73年。中证鹏元注意到，该项目尚未开工建设，项目能否顺利完工投产存在不确定性。此外，近年公司医疗耗材销售业务客户以公司承接的医疗净化系统集成项目客户为主，业务区域集中于湖北省，业务经营规模整体较小，且近年收入有所波动。该项目建成后公司将新增较大规模的医疗耗材物流仓储场地，若未来公司市场拓展不力，该项目收益可能不及预期。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年前三季度经济修复曲折，结构分化；四季度稳增长诉求强，加强逆周期调节力度，落实一揽子增量政策，推动经济平稳向上、结构向优

2024年以来国内经济运行有所波动，前三季度实际GDP同比增长4.8%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，房地产投资处于低谷，消费表现平淡，转型过程中存在矛盾和阵痛。四季度内外部环境依然复杂严峻，美国降息周期开启，大国博弈和地缘政治持续干扰，注意美国大选后的变化和贸易关税政策；国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步激发。9月底政治局会议强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”，加大财政货币政策逆周期调节力度，有效落实存量政策，加力推出增量政策。货币政策坚持支持性立场，配合政府债发行，保持流动性合理充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境；加大结构性货币政策工具的使用力度，持续推进货币政策新框架的改革，支持扩内需和促消费，维护房地产和资本市场稳定。财政政策加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，将出台大规模化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。新质生产力和高质量发展继续推进，经济发展的积极因素在累积，预计全

年经济增长目标有望顺利完成。

详见《[蹄疾步稳——2024年四季度宏观经济展望](#)》。

行业环境

近年我国医疗净化工程市场空间增长较快，未来受益于国家相关政策驱动，市场发展空间仍较广阔；医疗净化工程行业具有一定技术壁垒，目前竞争格局较分散，具备资金实力及丰富项目经验的企业更具竞争力

我国医疗净化工程应用领域以医院为主，近年随着经济发展及医疗需求提升，医疗净化工程市场不断渗透，市场空间快速发展。我国医疗净化工程应用起始于1989年上海长征医院利用空气洁净技术建造的国内第一个洁净手术室，近年随着我国医疗技术的发展，以及2014年行业性规范文件《综合医院建筑设计规范》发布后，医疗净化工程应用范围从手术室拓展至ICU、消毒供应中心、产房、血液病房、负压隔离病房等众多科室。而随着国内经济发展带动的医疗需求增长，医疗净化工程市场区域也逐步从东部、南部沿海发达地区逐步拓展到中部等地区，客户群体从三级医院逐步向二级医院、独立医学检验中心、疾控检验科室等其他医疗机构渗透，医疗净化工程市场空间得到较快发展。根据市场调查网的报告，目前医院仍为医疗净化工程最主要的应用领域，医院领域医疗净化工程的需求占比为85%左右，医院行业发展态势对医疗净化工程行业的影响非常大。2020年以来我国ICU病房等医疗资源凸显不足，医用洁净室的重要性凸显，促使医疗净化工程市场得到较快增长。

未来受益于政策驱动，医疗净化工程市场增长空间广阔。近年国家多项政策强调加强医疗资源建设，在医疗卫生服务体系完善方面设定了更加具体的目标，并推出包括千县工程、县域医联体等县医院综合能力提升计划，推动医疗资源扩容和区域均衡布局。此外，近年医疗新基建融资渠道日趋多元，除中央转移支付外，专项债、财政贴息贷款等模式陆续出现，有力保障了各项医疗工程的建设；其中近年各地使用专项债资金投资建设的医疗卫生项目较多，专项债成为医疗新基建重要的建设资金来源。在政策推动下，我国医疗卫生机构数量保持增长，根据《中华人民共和国2023年国民经济和社会发展统计公报》，2023年末全国共有医疗卫生机构107.1万个，较上年提升3.68%，其中医院3.9万个，较上年提升5.41%。未来随着医疗投入和资源不断下沉，县级及以下的医院和医疗机构也将逐步成为加大建设的重点方向，国内医疗新基建的持续时间和实施范围将进一步扩大，医疗净化工程面临较好的发展机遇。

表3 近年国家持续出台政策支持医疗新基建建设

时间	政策名称	主要内容
2021.7	“十四五”优质高效卫生服务体系建设实施方案	全面推进社区医院和基层医疗卫生机构建设，力争实现每个地级市都有三甲医院，服务人口超过百万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院
2022.3	有序扩大国家区域医疗中心建设工作方案	到2022年底基本完成全国范围内的规划布局，力争国家区域医疗中心建设覆盖全国所有省份

时间	政策名称	主要内容
2022.6	关于推进以县为重要载体的城镇化建设的意见	推进县级医院提标改造，支持县域人口达到一定规模的县完善县级医院，推动达到三级医院设施条件和服务能力
2023.3	中共中央办公厅、国务院《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	到 2025 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强
2023.5	国家卫健委《全面提升医疗质量行动计划（2023—2025 年）》	利用 3 年时间，进一步优化医疗资源配置和服务均衡性，提升重大疾病诊疗能力和医疗质量安全水平
2023.12	国家卫健委等 10 部门《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	到 2024 年 6 月底前，以省为单位全面推开紧密型县域医共体建设；到 2025 年底，力争全国 90% 以上的县（市）基本建成紧密型县域医共体；到 2027 年，紧密型县域医共体基本实现全覆盖

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

医疗净化工程行业具有一定的技术壁垒，丰富的项目经验等是行业竞争的关键。医疗净化工程行业是集生物医学工程、医院感染控制、消防工程、特殊装修、净化空调等多专业为一体的特殊行业，其具有专门的行业标准规范和要求。医疗净化工程项目需求集中在公立医院，设计上既要符合医院管理科室和疾控中心卫生学的评价审核要求，又要满足各类科室的专门标准规范，对投标方的专业设计能力、医疗净化核心关键技术的掌握和运用等项目实施能力，以及企业资质、项目经验等项目执行保障能力要求较高。因此，医疗净化工程行业具有一定技术壁垒，一般装修装饰工程企业在承接大型、复杂医疗净化工程方面竞争实力偏弱。此外，当前医疗专项工程发包模式存在由采购+施工承包模式逐步向医疗专项工程EPC模式转型升级的趋势；在EPC模式下，项目规模相对更大，投标方可通过参与项目设计等方式获得相对于施工阶段更高的利润率。但EPC模式下项目实施周期较长，对投标方实力要求更强，未具备丰富项目经验积累和资金实力的企业在项目投标过程中处于弱势。

我国医疗净化工程市场发展相对不平衡，行业竞争格局分散，对资金实力要求较大，行业内企业呈现区域性经营特征。目前我国医疗净化工程行业已初步形成全国性市场规模，但由于各地区经济发展水平不平衡，导致地区间医疗净化市场发展差异较大，从近年医疗净化项目中标公示情况看，主要市场份额以东部、南部等市场为主。医疗净化工程发包方以国内大中型公立医院为主，项目建设资金主要来源于政府财政拨款，受资金划拨及审批、工程验收等流程影响，建设资金回款周期较长，因此医疗净化工程企业通常需要较长时间垫资，对企业资金实力要求较高。此外，医疗净化工程企业的业务范围通常聚集于某一个集中区域，具备在全国范围内承接大型医疗净化工程项目的企业较少，根据公开信息，近年全国医疗净化工程项目中标金额较大的企业包括江苏环亚、达实智能（002421.SZ）子公司江苏久信、华康医疗、西安四腾、深圳汇健、四川环亚、尚荣等，市场竞争格局仍较为分散。

四、经营与竞争

受益于国内医院建设需求旺盛，近年公司营业收入呈快速增长态势，毛利率水平小幅波动。公司是国内主要医疗净化系统综合服务商之一，近年营业收入及毛利润均主要来自医疗净化系统集成业务。医

疗设备及耗材销售、运维服务主要来自医疗净化系统集成业务客户，属于公司主营业务的有效延伸，丰富了收入来源，并有利于增强客户黏性。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-9月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医疗净化系统集成业务	9.21	85.35%	34.70%	13.51	84.32%	37.77%
医疗设备销售	0.14	1.33%	26.87%	0.91	5.71%	52.38%
医疗耗材销售	1.10	10.20%	39.17%	1.33	8.32%	35.82%
运维服务	0.22	2.07%	34.64%	0.17	1.09%	11.74%
其他业务	0.11	1.04%	34.96%	0.09	0.56%	16.12%
合计	10.80	100%	35.05%	16.02	100%	38.04%

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医疗净化系统集成业务	9.88	83.07%	38.64%	7.06	81.99%	37.32%
医疗设备销售	0.41	3.42%	35.12%	0.41	4.76%	37.92%
医疗耗材销售	1.39	11.71%	35.64%	0.97	11.23%	34.59%
运维服务	0.13	1.07%	30.89%	0.10	1.16%	37.03%
其他业务	0.09	0.74%	63.63%	0.07	0.86%	62.50%
合计	11.89	100%	38.27%	8.61	100%	37.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在医疗净化工程领域的专业资质及人才储备较充足，具有一定的技术及项目经验积累，项目承揽能力尚可，但业务可替代性较高，面临较大市场竞争压力

公司深耕医疗净化工程领域多年，参与多项行业标准制定，拥有一定的技术积累。公司是国内主要的医疗专项与实验室集成化整体解决方案服务商之一，自成立以来一直从事各类医疗净化系统的研发、设计、实施和运维业务，近年围绕主营业务，研发并掌握了洁净送风回风、气密性检修口、层流送风等专利技术，以及净化机组一拖多系统独立控温技术、洁净手术室全景监控技术、洁净手术室标本可视技术等多项非专利核心技术，是国家级高新技术企业。此外，公司基于对行业技术发展方向的理解和把握能力，主编及参编了国家、行业技术标准和规范近40项，包括以主编名义编制《医院洁净手术部建设评价标准》，以副主编名义编制《应急医疗设施工程建设指南》，以参编委员的名义编制《按粒子浓度划分空气洁净度等级》等多个标准及指导性文件。2022年公司被授予省级专精特新“小巨人”称号。

公司具有较强的医疗净化项目设计及实施能力，专业资质较齐全，且有较大规模的专业人才队伍，项目承揽能力尚可，但仍面临较大的市场竞争压力。目前公司拥有“建筑装修装饰工程专业承包”等四个“一级资质”，所获专业资质涵盖细分领域众多，专业资质等级及齐全度在同行业中处于相对领先水平。此外，公司具备相关资质的人员数量较充足，持有“一级注册建造师”等高等级专业资质的人员较多，为公司承接项目提供了团队保障。但中证鹏元注意到，公司所处医疗净化系统领域市场参与者较多，

服务可替代性较高，市场竞争压力较大。

表5 公司主要专业资质及专业人才情况

(1) 截至 2024 年 9 月末公司获得的主要专业资质情况				
名称	编号	内容	发证机关	有效期限
建筑业企业资质 证书	D342019433	钢结构工程专业承包叁级	武汉市城乡建设局	2024.12.31
	D242036278	建筑工程施工总承包贰级	湖北省住房和城乡建设厅	2025.9.17
		电子与智能化工程专业承包壹级		
		消防设施工程专业承包壹级		
		防水防腐保温工程专业承包壹级		
		建筑装修装饰工程专业承包壹级		
		建筑机电安装工程专业承包壹级		
		环保工程专业承包贰级		
特种工程（结构补强）专业承包不分等级				
工程设计资质证书	A142011509	建筑装饰工程设计专项甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部	2028.12.28
医疗器械生产许可证	鄂食药监械生产许 20170764	二类，医用供气排气相关设备，与非血管内导管配套用体外器械	湖北省药品监督管理局	2027.4.23
(2) 截至 2023 年末公司主要专业人才情况				
设计研发团队	人数	项目管理团队	人数	
一级注册建造师	71	国家级优秀项目经理	5	
高级工程师职称	48	省级优秀项目经理	10	
国际洁净工程师资格认证	3	市级优秀项目经理	15	

资料来源：公司提供

公司在医疗净化系统集成领域具备一定的品牌认知度和市场占有率，目前项目储备较充足，但展业区域相对集中，且需关注资金压力及地方财政支出不及预期对在手订单释放的不利影响

近年公司施工经验较丰富，承接的项目多次获评“鲁班奖”“中国安装之星奖”等奖项，在医疗净化系统集成领域具有一定的品牌认知度。近年公司依托较强的项目设计及实施能力，承接了武汉火神山医院、湖北省人民医院、武汉大学中南医院、安徽医科大学第一附属医院、广东南方医科大学南方医院等全国多家三甲医院医疗净化系统项目，项目施工经验较丰富。截至2023年末，公司所承建项目共获得“国家级”奖项22项、“省级”奖项31项，其中东西湖区人民医院异地新建项目（一期）净化工程等多个项目荣获2020年度湖北省科学技术进步二等奖、中国建设工程鲁班奖、中国安装之星奖、武汉市建筑装饰优质黄鹤奖、中国建筑工程装饰奖、湖北省优良建筑装饰工程奖、中国医院建设十佳供应商等荣誉，品牌形象尚可。

表6 近年公司承接的项目获得代表性奖项情况

年度	项目或技术名称	所获奖项	授予单位
2023 年	湖北省妇幼保健院光谷分院项目一期门诊楼（机电安装工程）（参建）施工单位	中国安装之星奖	中国安装协会

年度	项目或技术名称	所获奖项	授予单位
2022年	潍坊市益都中心医院新院区医用净化工程标段三	中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
2022年	麻城市人民医院整体迁建工程净化及配套设备采购安装项目	2021-2022年度中国建筑工程装饰奖	中国建筑装饰协会
2022年	荆州市中心医院荆北新院（一期）通风空调工程（含净化工程）、给排水安装工程	中国安装之星奖	中国安装协会
2021年	荆州市第一人民医院门诊住院大楼医用净化项目	中国建筑工程装饰奖、湖北省优良建筑装饰工程奖	中国建筑装饰协会、湖北省建筑装饰协会
2020年	东西湖区人民医院异地新建项目（一期）净化工程	鲁班奖、中国建筑工程装饰奖	中国建筑业协会、中国建筑装饰协会

资料来源：公司提供

公司具有一定的市场占有率，但业务区域集中于华中地区，业务布局分散程度仍有提升空间。根据公司2023年年度报告，医疗净化系统集成业务国内平均每年约312.68亿元市场规模，按公司2023年医疗净化系统集成业务收入计算市场占有率约4.32%，按2023年中标金额20.39亿元计算公司的市占率约6.52%。华中地区系公司总部所在地，为公司医疗净化集成项目历年来重点开拓区域。上市以来公司通过建立“区域联合营运中心”等方式，持续加强重点展业区域的销售团队和营销网络建设，华东区域收入占比快速提升，但其余区域业务拓展成效尚待观察。

表7 近年公司收入区域分布情况（单位：万元、%）

业务区域	2024年1-9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华中	51,624.33	47.82	72,410.33	45.21	79,469.04	66.84	59,655.98	69.30
其中：湖北省	-	-	-	-	36,592.42	30.78	43,010.82	49.97
华东	44,090.40	40.84	58,555.52	36.56	16,560.42	13.93	13,464.44	15.64
华南	2,253.88	2.09	14,698.47	9.18	3,896.36	3.28	759.55	0.88
华北	9,937.79	9.20	5,331.78	3.33	8,274.85	6.96	6,557.73	7.62
东北	-	-	1,196.90	0.75	9,572.96	8.05	-	-
西北	-	-	33.15	0.02	708.79	0.60	4,401.92	5.11
西南	55.06	0.05	7,930.39	4.95	407.83	0.34	1,179.85	1.37
海外	-	-	-	-	-	-	61.14	0.07
合计	107,961.46	100.00	160,156.54	100.00	118,890.25	100.00	86,080.61	100.00

资料来源：公司提供

公司在手订单较多，后续收入来源较有保障，但需关注合同履行过程中的垫资和现金流压力，以及部分区域财政压力对订单释放的不利影响。截至2024年9月末公司在手订单规模26.91亿元，医疗净化系统集成业务在手订单的大型项目占比较高，而受益于国家推动实验室建设，公司在实验室净化系统集成服务领域亦取得一定订单。中证鹏元注意到，公司主要客户的建设资金来源于地方财政拨款，受宏观经济持续低迷、财政预算支出不及预期影响，公司在大连市、上海市、南京市等部分区域的项目建设工期延迟、收入确认节奏放缓，受此影响2024年前三季度公司营业收入同比下降约6%。此外，考虑到公司

主业回款速度较慢，在手订单在项目实施过程中将带来一定的资金压力。

公司业务条线及产品类型较为多样，但医疗净化工程客户变动较大，医疗耗材及设备销售业务客户集中度、劳务施工供应商集中度均较高，对业务稳定性不利

公司承揽的医疗净化工程项目质量较好，但近年客户变动较大。公司承接的医疗净化工程项目以公立医院为主，对于直接由医院发包的项目，公司通过公开招标、邀请招标、竞争性谈判和询价等方式获取订单；对于由政府代建机构代建或由工程总承包单位分包的项目，公司主要通过商业谈判等方式获取项目和订单。从2021-2023年前五大客户名单看，公司大型项目收入占比不断提升，合同承接及竞争能力有所增强，且大型标杆项目建设有利于公司专业品牌形象建设。同时中证鹏元也注意到，近年公司医疗净化工程客户较集中且变化较大，2023年末单个订单金额超过八千万的在手订单6个、订单金额约占年末在手订单的55%，若公司未来无法持续稳定地开拓新客户，公司经营业绩存在较大波动风险。

表8 近年公司医疗净化系统集成业务前五大客户名单（单位：万元）

年度	客户名称	项目区域	收入金额	占主营业务收入比重
2023年	襄阳市卫生健康委员会	湖北	19,207.73	12.06%
	中铁建工集团有限公司	山东	14,731.13	9.25%
	杭州市拱墅区京杭运河综合保护开发有限公司	浙江	11,654.74	7.32%
	厦门市东区开发有限公司	福建	11,134.55	6.99%
	合肥市第三人民医院	安徽	8,961.27	5.63%
	合计	-	65,689.42	41.25%
2022年	襄阳市疾病预防控制中心	湖北	11,476.28	9.72%
	洛阳市中心医院	河南	10,619.21	9.00%
	泰和县人民医院	江西	8,988.62	7.62%
	中国建筑第八工程局有限公司	辽宁	8,882.49	7.53%
	孝感市卫生健康委员会	湖北	4,950.92	4.20%
	合计	-	44,917.52	38.06%
2021年	麻城市人民医院	湖北	6,695.52	7.85%
	大悟县中医医院	湖北	5,604.25	6.57%
	中国建筑第七工程局有限公司	湖北	5,075.18	5.95%
	武汉市联发建设监理有限责任公司（代建）	湖北	4,623.68	5.42%
	丽水市人民医院	浙江	4,543.38	5.32%
合计		26,542.01	31.10%	

资料来源：公司提供

公司具有多样化的业务线条，依托医疗净化工程领域的客户积累，开展医疗耗材及设备销售，丰富了公司的收入来源。目前公司拥有医疗器械二级零售、批发资质及医疗器械第三方仓储物流资质，并在武汉、孝感设有医用耗材仓储物流中心。公司基于对所建设科室使用的医疗设备和医疗耗材较为熟悉，在市场开拓中向客户提供医疗耗材及设备经销服务，其中医疗耗材销售内容包括低值耗材、高值耗材和诊断试剂等，医疗设备则包括手术台、呼吸机、全自动生化分析仪等。公司医疗设备及耗材销售客户以

医疗净化工程项目客户为主，近年医疗净化工程业务的发展，带动了医疗耗材及设备销售业务的收入增长。但该业务客户多为湖北省内医院，医疗耗材销售业务的集中度持续处于较高水平。此外该业务毛利率表现尚可，对公司盈利亦有一定贡献。值得注意的是，相较于医疗耗材销售，医疗设备采购属于医院固定资产投资，采购后使用周期较长（一般为10年左右），因此同一客户需求不具备持续性，公司通过招投标取得客户设备采购订单，2023年受益于设备销售订单增长，业务收入有所增长，未来该业务收入规模能否持续增长，取决于公司的市场拓展情况。

公司劳务分包供应商集中度较高，若相关供应商发生不利变动，将对公司承接的项目实施产生影响。公司医疗净化系统集成业务专注于项目设计及管理，劳务作业以及消防工程等非核心辅助配套工程均通过施工分包，近年公司施工分包采购规模约占净化系统集成业务采购总额的30%左右。中证鹏元关注到，2021-2023年公司前两名施工分包商采购金额占营业成本的比重分别为29.51%、28.04%和26.00%，施工分包领域的供应商集中度高，若公司对分包商监管不力，可能引发安全、质量和经济纠纷，会对项目质量和公司声誉产生影响，存在一定的专业分包风险。

公司原材料市场供应充足，且自产部分原料，有助于成本控制，但主业回款较慢导致营运资金管理表现较弱

公司主要原材料供应充分，并自产部分原材料，采购价格随行就市，有助于成本管控。公司原材料主要包括净化空调、净化装饰材料、医疗器械及专用设备、电气系统等，该等原料市场供应较充足。此外，公司子公司湖北菲戈特、上海菲歌特医疗科技有限公司（以下简称“上海菲歌特”）拥有医疗器械生产企业资质，并在湖北设有生产基地，可自产电解钢板、送风口、气密门、观片灯、隔离变压器等部分医疗净化集成业务配套产品。近年湖北菲戈特自产医疗净化集成业务配套产品规模基本维持平稳。公司基于湖北菲戈特的经营资质优势，陆续安排湖北菲戈特参与医院大型设备采购的招投标（业务模式为中标后，向医疗设备原厂采购设备，并向医院交付），受益于2023年湖北菲戈特中标并交付完成的医院设备采购订单规模较大，经营业绩有所增长。

表9 近年湖北菲戈特主要财务指标（单位：万元）

年度	总资产	净资产	营业收入	净利润
2023年	28,137.26	14,791.83	17,426.72	4,012.88
2022年	12,680.26	8,278.95	5,045.59	920.41

注：营业收入为合并抵销前收入。

资料来源：公司提供

医疗净化工程项目结算回款较缓慢，导致公司营运资金周转效率整体偏低。公司医疗净化工程项目交付周期平均在10个月左右（EPC模式下交付周期平均为1年以上），但项目业主方受财政预算管理等因素影响，进度款、竣工结算款等回收时间较长，竣工验收通过并交付到审计结算的平均周期约2年。此外，医疗耗材及设备流通行业竞争激烈，医院话语权强，且受医院结算流程、经营效益及资金状况等因素影响，医疗耗材销售业务回款周期通常在6个月以上。因此近年公司销售收现率均低于购货付现率。此外

值得注意的是，近年公司有一定的医疗净化系统集成业务收入来自区域层级较低、财政实力偏弱的县级项目，受区域财政资金状况影响，该类项目业主回款能力偏弱、回款速度更慢。综合影响下，近年公司营运资金周转天数维持在8-9个月左右，

表10 近年公司主要经营效率指标（单位：天）

指标名称	2023年	2022年	2021年
广义存货周转天数	60.77	50.05	72.42
经营性应收账款周转天数	278.08	270.26	240.58
营运资金周转天数	235.23	247.25	261.89
销售收现率	88.68%	66.08%	89.36%
购货付现率	105.05%	101.47%	92.27%

注：销售收现率=销售商品、提供劳务收到的现金/当期营业收入；购货付现率=购买商品、接受劳务支付的现金/当期营业成本；广义存货=存货+合同资产；经营性应收账款包括应收账款、应收票据；营运资金周转天数=广义存货周转天数+经营性应收账款周转天数-应付账款周转天数。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表。

资本实力与资产质量

近年公司资产规模快速增长，增量资产来自 IPO 和债务融资；资产以应收账款、新购置的总部大楼及存货为主；应收账款回款慢，存在坏账损失风险，并给公司带来了较大营运资金压力

受益于 IPO 及经营积累，公司所有者权益逐年提升，资本实力有所增强；而随着业务扩张，负债规模持续增长。综合影响下，2024 年 9 月末公司的产权比率 79%，但所有者权益对负债的保障程度仍尚可。

图1 公司资本结构

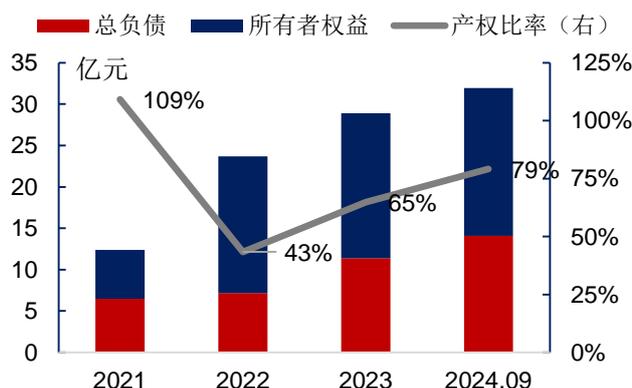
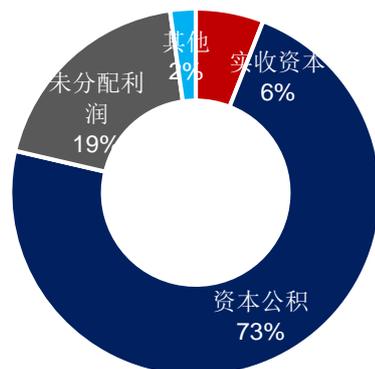


图2 2024年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司资产以流动资产为主，其中应收账款及存货占比较大，现金类资产规模减少，资产状况符合公司业务特征。

公司应收账款占资产比重大，主要系客户以公立医院为主，项目建设交付周期较长，且客户支付审批流程复杂，近年地方财政状况承压使得客户回款延迟，近年应收账款规模随着业务扩张而快速增长，对营运资金占用大且存在坏账风险。截至2024年9月末，公司账龄2年以上的应收账款余额占比约29%，期末公司已计提应收账款坏账准备2.97亿元，坏账计提比例为15.67%。受益于公司IPO募集资金，2022年末公司现金类资产规模大幅增长，2023年以来公司购置总部办公大楼，现金类资产大幅下降。截至2024年9月末货币资金中有用作保函保证金、三方监管账户存款、农民工工资专户余额等的受限资金6,520.43万元。公司存货主要为医疗净化系统集成项目合同履约成本，近年随着承接的业务规模扩大，存货规模逐年增长。

其他资产方面，公司主营业务核心环节为医疗净化系统集成项目的设计，无需购建大规模的厂房及生产设备，因此2022年及以前固定资产规模整体较小。2023年公司以4.35亿元对价购置总部办公大楼，固定资产大幅增长。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.83	5.72%	2.68	9.27%	2.52	10.65%	2.36	19.02%
交易性金融资产	0.23	0.72%	0.00	0.00%	4.06	17.11%	0.00	0.00%
应收账款	15.22	47.69%	13.72	47.45%	11.03	46.52%	6.80	54.92%
存货	4.11	12.89%	2.75	9.51%	2.66	11.21%	1.50	12.10%
流动资产合计	23.71	74.28%	21.14	73.14%	21.33	90.02%	11.40	92.05%
固定资产	5.74	17.99%	5.78	20.00%	0.41	1.72%	0.35	2.85%
非流动资产合计	8.21	25.72%	7.76	26.86%	2.37	9.98%	0.98	7.95%
资产总计	31.92	100.00%	28.90	100.00%	23.70	100.00%	12.39	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司在手订单储备较充足，未来收入来源较有保障；但期间费用及应收账款坏账损失对盈利侵蚀较大，盈利能力有所弱化，且需关注地方财政压力对在手订单释放的不利影响

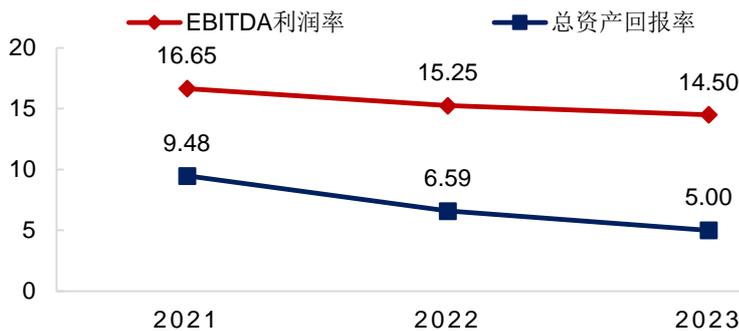
近年公司收入结构稳定，收入规模及销售毛利率小幅波动。公司营业收入及毛利润主要来自医疗净化系统集成业务，近年公司抓住医院建设需求大幅增长的机遇，承接项目的质量和数量不断提升，业务发展趋势整体较好。此外，公司依托医疗净化系统集成业务积累的客户资源，向客户提供医疗设备和医疗耗材销售业务，近年该业务主要集中在湖北省内，客户拓展进度较缓慢，近年收入增速趋缓。近年公

司销售毛利率存在小幅波动，其中2023年医疗净化系统集成业务小幅下降，主要系当年公司为建设标杆项目投入成本较大所致。

公司期间费用率呈上升态势，且应收账款坏账损失规模较大，对盈利能力形成侵蚀。2021-2023年公司期间费用占营业收入的比例分别为22.60%、24.60%和25.83%，其中管理费用率和销售费用率上涨较快，主要系近年公司人员大幅增长导致薪酬支出增加、加大销售网络建设导致支出增加、实施股权激励确认股份支付费用规模较大所致。此外，2021-2023年公司应收账款坏账损失较大，对当期利润总额形成了一定侵蚀。综合影响下，近年公司EBITDA利润率、总资产回报率均有所下降。

公司医疗净化系统集成业务在手订单较为充足，未来收入来源仍较有保障，但需关注地方财政压力对订单释放的不利影响。2024年前三季度公司营业收入同比下降约6%，主要受宏观经济低迷导致财政预算支出不及预期影响，公司在大连市、上海市等承接的项目建设工期延迟、收入确认节奏放缓影响。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司现金生成能力有所波动，总债务规模快速增长，现金短期债务比低，存在较大偿债压力；未来随着营运资金与资本开支需求不断加大，杠杆水平将继续攀升

近年受业务扩张，公司负债规模快速增长。负债以流动负债为主，其中短期借款、应付账款及合同负债占比较大。

近年公司刚性债务规模增长较快，且以短期债务为主。近年随着业务规模快速发展叠加下游客户回款速度放缓，营运资金需求加大，公司通过短期借款弥补资金缺口。截至2024年9月末公司短期借款以保证借款、信用借款为主，银行借款利率区间为2.5%-3.5%。2024年9月末公司一年内到期的非流动负债均为一年内到期的租赁负债，系由公司租赁办公场所形成。

经营性负债方面，应付账款均为施工分包、原材料、医用耗材和医用设备的采购款；合同负债则主要为医疗净化系统集成项目预收款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.40	31.21%	4.10	36.03%	0.00	0.00%	1.13	17.45%
应付账款	3.24	22.99%	2.53	22.25%	3.18	44.39%	1.64	25.39%
合同负债	3.03	21.49%	2.22	19.56%	2.35	32.84%	1.97	30.45%
一年内到期的非流动负债	0.05	0.37%	0.06	0.51%	0.10	1.34%	0.09	1.32%
流动负债合计	12.03	85.34%	10.86	95.55%	6.90	96.26%	6.16	95.33%
长期借款	1.53	10.85%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.09	1.32%
非流动负债合计	2.07	14.66%	0.51	4.45%	0.27	3.74%	0.30	4.67%
负债合计	14.10	100.00%	11.37	100.00%	7.17	100.00%	6.47	100.00%
总债务	6.41	45.44%	5.00	43.97%	0.17	2.40%	1.70	26.26%
其中：短期债务	4.71	73.59%	4.87	97.43%	0.10	55.86%	1.56	91.94%
长期债务	1.69	26.41%	0.13	2.57%	0.08	44.14%	0.14	8.06%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金生成能力有所波动。近年公司经营活动净现金流表现较弱，2022年以来呈较大规模净流出，主要系受地方财政承压导致部分项目验收进度后延、客户回款较慢所致。

未来随着本期债券发行及主营业务持续扩张，公司杠杆水平将有所攀升。2022年公司成功IPO使得资产负债率明显下降，但2023年以来随着业务扩张及主业回款缓慢，公司资产负债率持续攀升。公司主业持续发展使得EBITDA保持在一定规模，利息支出规模相对不大，EBITDA利息保障倍数表现较好。公司资金需求以营运资金为主，经营活动净现金流/净债务可较好反映公司的杠杆比率波动性。当前公司积极承接EPC类型项目，项目建设周期进一步拉长，经营活动现金流表现预计持续较弱；此外，近年公司总债务规模较小，净债务持续为负；但考虑到如本期债券成功发行，公司债务规模将大幅增加，杠杆水平将有所抬升。

表13 公司偿债能力指标

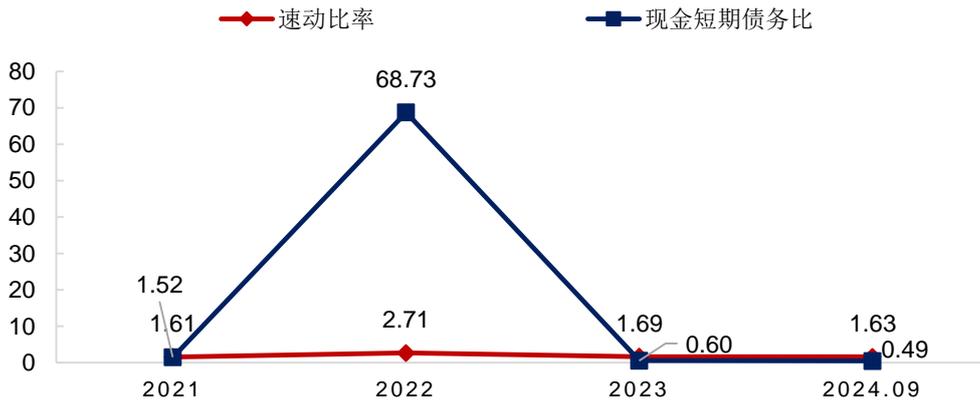
指标名称	2024年9月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.16	-1.87	-3.42	0.45
FFO（亿元）	--	1.25	0.97	1.09
资产负债率	44.17%	39.32%	30.26%	52.21%
净债务/EBITDA	--	1.06	-3.38	-0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	22.37	122.36	25.35
总债务/总资本	26.44%	22.17%	1.03%	22.29%
FFO/净债务	--	50.63%	-15.85%	-235.77%
经营活动现金流净额/净债务	-26.52%	-75.87%	55.76%	-96.28%
自由现金流/净债务	-52.56%	-297.52%	76.12%	-82.17%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金短期债务比较低，存在较大的短期偿债压力。近年公司速动比率均大于1，但速动资产中

应收账款占比较高、回款慢，需关注应收账款的变现能力。受2023年购置办公大楼消耗现金、营运资金需求增加导致短期债务快速增长影响，2024年9月末现金短期债务比为0.49。公司作为上市公司，融资渠道较为多样且通畅，截至2024年9月末，公司已获批准尚未使用授信额度为20.25亿元，具有一定的融资弹性。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2021年1月1日至报告查询日（2024年10月21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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2024年12月9日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

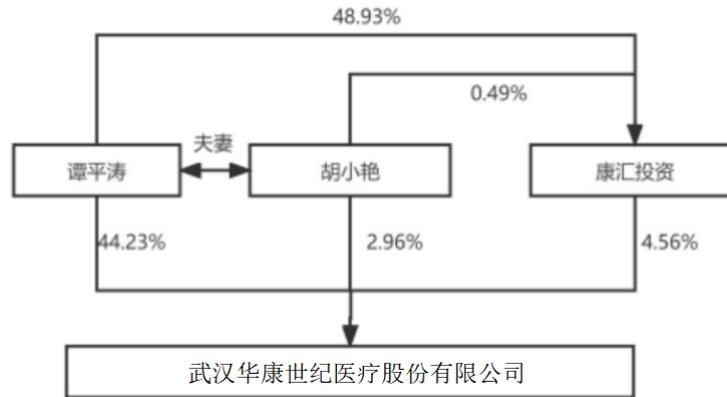
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年9月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.83	2.68	2.52	2.36
应收账款	15.22	13.72	11.03	6.80
存货	4.11	2.75	2.66	1.50
流动资产合计	23.71	21.14	21.33	11.40
固定资产	5.74	5.78	0.41	0.35
非流动资产合计	8.21	7.76	2.37	0.98
资产总计	31.92	28.90	23.70	12.39
短期借款	4.40	4.10	0.00	1.13
应付账款	3.24	2.53	3.18	1.64
合同负债	3.03	2.22	2.35	1.97
一年内到期的非流动负债	0.05	0.06	0.10	0.09
流动负债合计	12.03	10.86	6.90	6.16
长期借款	1.53	0.00	0.00	0.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.07	0.51	0.27	0.30
负债合计	14.10	11.37	7.17	6.47
总债务	6.41	5.00	0.17	1.70
其中：短期债务	4.71	4.87	0.10	1.56
长期债务	1.69	0.13	0.08	0.14
所有者权益	17.82	17.54	16.53	5.92
营业收入	10.80	16.02	11.89	8.61
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.55	-0.72	-0.47	-0.26
营业利润	0.22	1.23	1.14	0.93
净利润	0.20	1.07	1.02	0.81
经营活动产生的现金流量净额	-1.16	-1.87	-3.42	0.45
投资活动产生的现金流量净额	-1.23	-1.46	-5.21	-0.07
筹资活动产生的现金流量净额	1.83	3.72	8.08	0.57
财务指标	2024年9月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	2.32	1.81	1.43
FFO（亿元）	--	1.25	0.97	1.09
净债务（亿元）	4.36	2.47	-6.14	-0.46
销售毛利率	35.05%	38.04%	38.27%	37.26%
EBITDA 利润率	--	14.50%	15.25%	16.65%
总资产回报率	--	5.00%	6.59%	9.48%
资产负债率	44.17%	39.32%	30.26%	52.21%
净债务/EBITDA	--	1.06	-3.38	-0.32

EBITDA 利息保障倍数	--	22.37	122.36	25.35
总债务/总资本	26.44%	22.17%	1.03%	22.29%
FFO/净债务	--	50.63%	-15.85%	-235.77%
经营活动现金流净额/净债务	-26.52%	-75.87%	55.76%	-96.28%
自由现金流/净债务	-52.56%	-297.52%	76.12%	-82.17%
速动比率	1.63	1.69	2.71	1.61
现金短期债务比	0.49	0.60	68.73	1.52

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月末）



注：图中“康汇投资”系统武汉康汇投资管理中心（有限合伙）的简称。

资料来源：公司提供

附录三 2024年9月末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：亿元）

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
武汉黄陂华晨康医疗科技有限公司	0.02	100%	医疗耗材销售
深圳华康世纪软件科技有限公司	0.05	100%	智慧医疗
湖北菲尔特医疗科技有限公司	0.02	100%	工程物资销售
武汉华思康世纪医疗科技有限公司	0.02	100%	医疗耗材销售
湖北菲浠特医疗科技有限公司	0.02	100%	工程物资销售
深圳市华康世纪医疗科技有限公司	0.03	100%	医疗净化系统集成业务
湖北菲戈特医疗科技有限公司	0.60	100%	电解钢板、送风口的加工与销售
河北华康世纪医疗科技有限责任公司	0.10	100%	医疗器械的销售
北京华康世纪医疗科技有限公司	0.20	100%	医疗净化系统集成业务
武汉光谷大健康医疗服务有限责任公司	1.00	80%	医疗设备耗材销售

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号