



2020年塞力斯医疗科技股份有限公司可 转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年塞力斯医疗科技股份有限公司¹可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-28	2020-10-19

评级观点

- 中证鹏元对塞力斯医疗科技集团股份有限公司（以下简称“塞力医疗”或“公司”，股票代码：603716.SH）及其 2020 年 8 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司营销渠道较为完善，下游客户较为分散且客户关系较为稳定，医用耗材集约化运营服务项目（以下简称“SPD”业务）拓展带动销售收入持续增长。同时中证鹏元也关注到，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧风险，公司管理水平面临一定的考验，商誉存在一定减值风险，且应收款项对公司营运资金形成较大占用，面临一定的偿债压力等风险因素。

债券概况

债券简称：塞力转债

债券剩余规模：5.43 亿元

债券到期日期：2026-08-21

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司已中标 SPD 业务客户较多，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@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	2021年3月	2020年	2019年	2018年
总资产	40.28	39.06	30.07	25.83
归母所有者权益	16.58	16.48	14.89	15.21
总债务	14.67	14.14	8.82	6.91
营业收入	5.17	21.25	18.31	13.17
净利润	0.14	0.82	1.42	1.16
经营活动现金流净额	-0.12	0.10	0.94	-0.64
销售毛利率	22.05%	23.18%	28.47%	31.73%
EBITDA 利润率	-	14.22%	17.94%	20.60%
总资产回报率	-	4.80%	8.37%	9.01%
资产负债率	54.81%	53.86%	46.09%	37.06%
净债务/EBITDA	-	2.49	1.23	-0.04
EBITDA 利息保障倍数	-	5.23	6.89	8.85
总债务/总资本	44.63%	43.96%	35.22%	29.81%
FFO/净债务	-	15.34%	37.74%	-1,086.57%
速动比率	1.87	1.82	1.42	1.79

¹ 2020 年 1 月，公司名称变更为“塞力斯医疗科技集团股份有限公司”

现金短期债务比	1.02	0.96	0.63	1.08
---------	------	------	------	------

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司营销渠道较为完善，下游客户较为分散且客户关系较为稳定。**通过战略合作以及渠道并购，公司基本完成了全国省域的业务区域覆盖；公司客户主要为公立医院，客户集中度水平仍较低，主要客户关系相对稳定，为业务发展提供良好基础。
- **公司 SPD 业务拓展带动销售收入持续增长。**SPD 业务实现较快增长，新签约医疗机构持续增加，截至 2020 年末，已实现销售收入的 SPD 客户有 15 家，其余项目尚处于建设期，随着 SPD 项目持续落地，SPD 业务收入规模增幅较大，带动 2020 年营业收入实现持续增长。

关注

- **在医保控费大环境下，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧风险。**耗材零加成、医保 DRGs 结算等政策促使医疗机构控制成本，医疗机构成本控制压力较大，未来随着耗材“两票制”、带量采购等政策在全国各省的全面推行，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险。
- **渠道并购、新设子公司较多，对公司管理水平形成一定的考验，且需关注商誉减值风险。**2020 年公司通过渠道并购和战略合作相结合方式新增子公司合计 12 家，2020 年末商誉规模达 1.55 亿元，对公司在组织结构、管理体系、资源整合、服务能力等方面形成一定的考验，且需关注商誉减值风险。
- **公司应收款项规模较大，且增速较快，对公司营运资金形成较大占用。**2020 年末公司应收款项同比增长 34.83%，占期末资产总额的 43.68%，对公司营运资金形成较大占用，且存在一定的回收风险。
- **公司面临一定的偿债压力。**2020 年末公司总债务规模同比增长 60.32%至 14.14 亿元，杠杆水平持续上升，经营利润对债务本息保障程度有所减弱，存在一定的偿债压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月发行6年期5.43亿元可转换公司债券，募集资金拟用于SPD业务、研发办公大楼及仓储建设项目及补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.49亿元。

三、发行主体概况

2020年1月，公司名称变更为“塞力斯医疗科技集团股份有限公司”。2020年11月，因4名限制性股票激励计划激励对象离职，公司回购注销股份11.70万股；2021年3月，累计2.18万元“塞力转债”转为公司普通股1,284股。截至2021年3月末，公司总股本为20,502.80万股，公司控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东仍为天津市瑞美科学仪器有限公司（更名为“赛海（上海）健康科技有限公司”，以下简称“赛海健康”），实际控制人仍为温伟。截至2021年3月末温伟直接持有公司4.70%股份，并通过赛海健康间接拥有公司26.48%股权，合计拥有公司31.18%股权。

截至2021年6月24日，公司控股股东赛海健康未解押股权质押数量2,400万股，占其直接持有本公司股份总数的30.13%，占总股本的11.71%；温伟未解押股权质押数量660.00万股，占其直接持有本公司股份总数的68.51%，占总股本的3.22%。

2020年公司主营业务未发生变动，营业收入仍主要来自体外诊断产品销售业务、医疗集约化运营服务业务以及自主体外诊断产品的研发、生产和销售。2020年，新纳入公司合并报表范围的子公司共12家，减少子公司2家，具体情况如下表。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
山西江河同辉医疗设备股份有限公司	51%	1,000	医疗器械	收购
万户良方塞力斯（武汉）健康管理有限公司	51%	1,000	健康管理	新设
塞力斯（山东）供应链有限公司	51%	500	医疗器械	新设
江西塞力斯医疗供应链管理有限公司	100%	1,000	供应链管理	新设
塞立世（上海）医疗科技有限公司	41%	1,000	医疗器械	新设
塞力斯众泽（北京）医疗科技有限公司	40%	3,380	技术开发	新设
福州塞力斯智慧医疗供应链有限公司	51%	500	供应链管理	新设

塞力斯醫療科技(香港)有限公司	100%	1万港币	医疗器械	新设
塞力斯医疗管理(山东)有限公司	51%	1,000	医疗器械	新设
湖南赛迪亚生物科技有限公司	65%	1,000	生物医药	新设
湖南塞力斯生物技术有限公司	100%	1,000	生物制品	新设
湖南赛新生物科技有限公司	100%	500	生物制品	新设

2、2020年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
福建塞力斯医疗科技有限公司	51%	500万	医疗器械	清算
泰安塞力斯医疗科技有限公司	100%	1,000万	医疗器械	清算

资料来源：公司2020年年报，中证鹏元整理

四、运营环境

我国人口老龄化趋势日益明显、居民生活压力不断上升、健康意识不断增强，国家政策鼓励使用国产医疗设备，为我国医疗器械行业创造了良好的外部环境

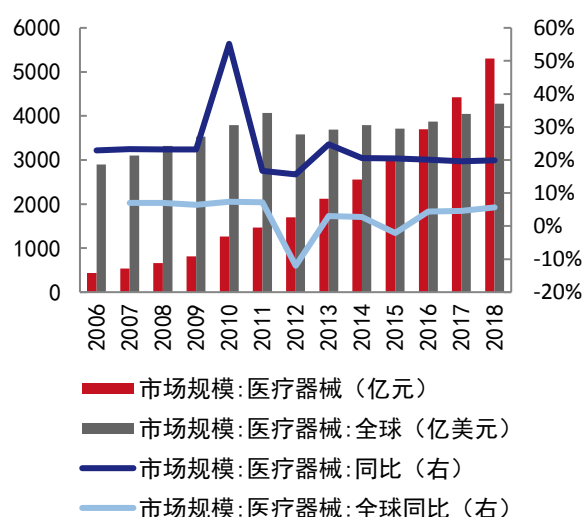
我国医疗器械行业增长迅速，远超全球医疗器械行业增速。2018年，我国医疗器械市场规模已超5,000亿元²，为全球第二大市场。从同比增速方面来看，近年来我国医疗器械市场规模增速维持在20%左右，远高于全球医疗器械行业增速，也显著高于我国药品市场规模增速。但目前我国医疗器械费用支出占比远低于发达国家水平，美国医疗器械费用支出和药品费用支出规模相当，全球平均器械费用支出与药品费用支出的比例为1:1.5，而我国医疗器械消费占医药市场整体比例约25%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

受人口老龄化趋势加剧、居民生活压力不断上升、健康意识的增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升，医疗器械市场仍将持续受益。我国老龄化趋势日益明显，根据国家统计局第七次人口普查数据，截至2020年末，我国人口总量已达到14.12亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为13.50%，同比增长0.93个百分点，老年人由于生理结构退变，生理机能普遍降低，患病率较高，对医疗服务的需求也较大。2013-2020年，我国居民年人均消费支出从13,220.40元增长至21,210.00元，居民的消费能力不断增强，2020年人均医疗保健消费支出1,843.00元，同比有所下降，主要系新冠疫情影响门诊诊疗人次下降所致，随着新冠疫情影响逐渐减弱，预计人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势。

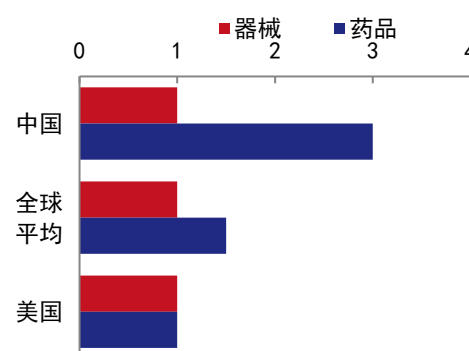
医疗政策大力支持医疗器械国产化，为国产医疗器械企业的发展创造良好的政策环境。2015年，国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。自2014年起，卫计委开始优秀国产医疗设备的遴选工作，至今已开展了四批。

²数据来源：WIND

从第一批的3个名目，到四批共计33个遴选名目，国产优秀医疗设备数量日益丰富涉及范围越来越广，有效促进优秀国产医疗器械产品快速放量。2018年4月，国家发改委印发《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》，共有32类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，入选产品在后续公立医院招标采购中将得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。另外，2016年发布了《关于医疗器械优先审批程序的公告》，对临床急需医疗器械、医疗器械储备品种、儿童或残障人士特有及多发疾病使用的医疗器械提供快速审批通道，缩短研发上市周期。2018年11月，国家药监局发布《关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告》，鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械产业高质量发展。2020年2月，科技部以通知的形式发布了《新型冠状病毒(2019-nCoV)现场快速检测产品研发应急项目申报指南》（以下简称《申报指南》），新冠检测产品审批速度大大加快。

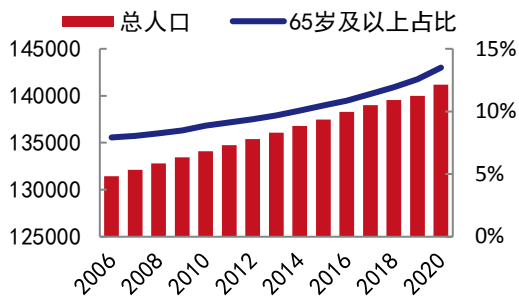
图 1 我国医疗器械市场规模不断上升，增速较快


资料来源：Wind，中证鹏元整理

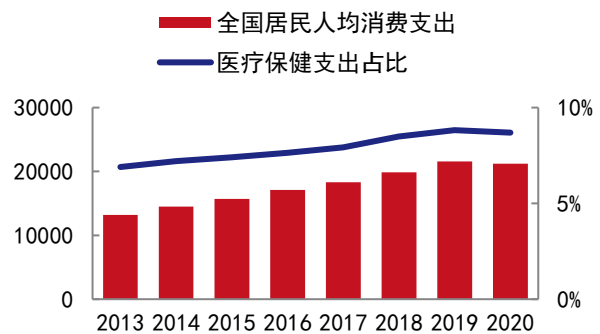
图 2 中国药械比偏低


资料来源：Evaluatemedtech，中证鹏元整理

图 3 我国人口老龄化趋势明显 (单位：万人)
图 4 我国人均消费支出、医疗保健支出保持增长趋势 (单位：元)



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

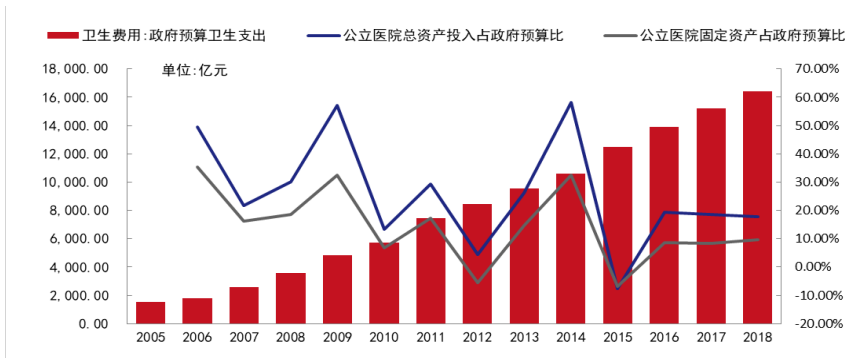
在医保控费、分级诊疗等政策背景下，新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，国产器械拥有成本优势，进口替代空间大

2019年12月8日，官方通报的首例不明原因肺炎患者发病，此次疫情传播速度和规模远超SARS病毒感染。短期内疫情防治相关产品需求暴增，包括口罩、消毒液、防护服、红外测温仪等防护类医疗器械；核酸检测和免疫检测及其配套分析仪器等检测类医疗器械；生命支持设备、影像设备等治疗康复类医疗器械。长期来看，将加速完善分级诊疗制度建设。早期新冠病毒肺炎病例认定权限和疫情缓报瞒报问题反映当前分级诊疗体系和医疗诊断资源缺失，公立医院对疑似病例和密切接触人员检测排查资源有限，疫情后国家有望加大基础医疗卫生资源投入，提高国内医疗水平；有望提高各级医院临床体外诊断能力，比如增配诊断设备、扩大检验人员队伍等，同时有望推动区域检测中心和第三方医学实验室建设。

全国卫生健康相关公共财政支出虽然逐年增长，实际用在公立医院中总资产和固定资产的比重很小。2018年政府公共预算卫生支出为1.64万亿元，占全国公共财政支出比重在7.56%左右，占当年GDP比重的1.82%，而2018年公立医院总资产为3.10万亿元，固定资产为1.69万亿元，分别较2017年增长2,934.91亿元和1,566.54亿元，占当年投入的公共预算支出的比重为17.90%和9.55%，自2003年非典疫情爆发以来，虽然这十来年政府在公共医疗领域投入明显增加，2018年政府预算卫生支出相比2005年增长10倍，但是公立医院总资产和固定资产仅仅增长4.96倍和3.88倍，公共卫生机构基础设施相对投入不足的短板凸显。

图 5 2005 年以来政府预算卫生支出情况及公立医院资产投入情况

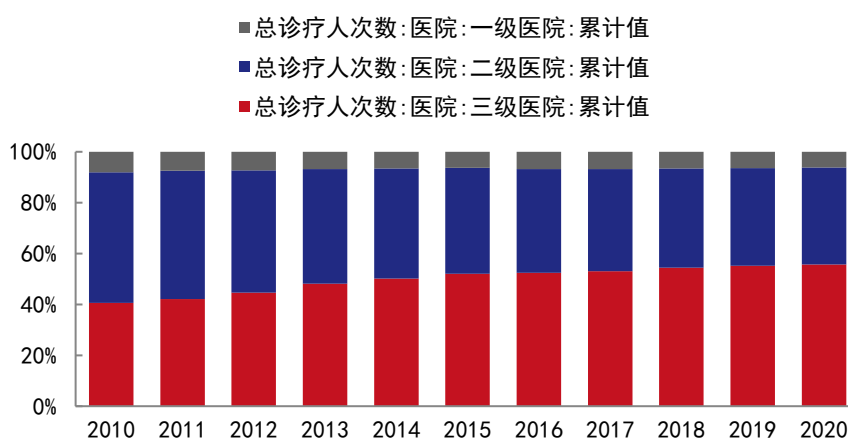
³ 2015年9月，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”的分级诊疗模式；《“十三五”深化医药卫生体制改革》：到2020年，力争覆盖所有社区卫生服务机构和乡镇卫生院以及70%的村卫生室具备中医药服务能力，同时具备相应的医疗康复能力以常见病、多发病的诊断和鉴别诊断为重点，提升乡镇卫生院开展急诊抢救、二级以下常规手术、正常分娩、高危孕产妇初筛、儿科、精神疾病、老年病、中医、康复等医疗服务能力。



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从各级医院诊疗人次占比来看，三级医院仍然承担了主要的诊疗量，且诊疗人次占比不断上升，需要加速落实分级诊疗制度建设，加强基层医疗投入，发挥分级诊疗真正效能。2020年是分级诊疗规定服务能力全面提升的目标年，新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设。对于基层市场而言，医疗设备配备水平较低，需求量大，市场空白需求和产品更新换代需求同在，而我国大部分基层医疗机构预算有限，采购的设备多为中低端设备，为国产医疗器械带来较大销售良机。我国医疗器械行业在多个细分领域国产化率较低，尤其是医疗设备，根据中国医学装备协会数据，超声、CT国产化率不到30%，核磁国产化率不到15%，DSA、消化内镜国产率仅10%左右，体外诊断领域中的生化50%、化学发光20%、POCT35%，本次疫情期间国家明确提出要加大卫生健康领域科技投入，有助于国内医疗设备领先企业加速核心技术的攻关突破，同时在医保基金不足、医保控费措施不断出台的背景下，国产医疗器械拥有成本优势，医疗器械进口替代空间大。

图 6 各级医院诊疗人次占比情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

医疗器械“两票制”将逐步落地，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险

2016年12月，国务院医改办等八个部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”

的实施意见（试行）》，公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。虽然医疗器械型号规格庞杂、种类繁多，甚至还有很多定制品，价格体系难以平衡，配送成本高昂，因而医疗器械“两票制”的挑战非常大，但是医疗器械“两票制”全面铺开只是时间问题。截至目前，河北、宁夏、陕西、福建等部分省、市已实施耗材“两票制”，医疗器械中小经销商未来将面临直接出局的境地。医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险，医用耗材流通行业的领先企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，将考验流通企业现有的渠道整合能力和新渠道的开拓能力。

五、经营与竞争

公司主营业务以集约化销售业务和体外诊断产品销售业务为主。公司SPD业务发展较快，受益于原有SPD项目的不断发展以及新增SPD项目的开拓，2020年SPD业务实现收入3.54亿元，同比增长103.29%；此外，2020年公司体外诊断产品销售业务收入同比增长27.26%。在SPD业务的带动下，2020年公司营业收入同比增长16.10%至21.25亿元。

毛利率方面，受疫情影响，各医疗机构非新冠病毒检测的检验人数大幅下滑，但公司的集约化设备折旧摊销等固定成本正常列支，公司医疗检验集约化运营服务（以下简称“IVD业务”）毛利率有所下降，此外受低毛利的SPD业务收入占比上升影响，公司综合毛利率同比下降5.29个百分点至23.18%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
集约化销售业务	155,747.87	21.39%	138,445.20	27.42%
其中：IVD业务	120,338.93	24.35%	121,027.51	30.12%
SPD业务	35,408.94	11.35%	17,417.69	8.67%
体外诊断产品销售业务	56,799.28	28.07%	44,631.96	31.71%
合计	212,547.15	23.18%	183,077.16	28.47%

资料来源：公司2019-2020年年报，中证鹏元整理

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

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

2020年公司SPD业务保持较快增速，实现销售收入3.54亿元，同比增长103.29%。毛利率方面，随着公司运营管理能力提升及对上游供应商的不断整合，SPD的盈利能力不断提升，2020年SPD毛利率同比增长的2.68个百分点至11.35%。截至2021年4月末，公司整体已中标签约数量SPD客户数量35家，其中2020年新中标签约客户数量为17家，其中三级及以上医院数量占比超70%；截至2020年末，已实现销售收入的SPD客户有15家，其余项目尚处于建设期，随着SPD项目持续落地，将形成新的收入增长点。

表3 2019-2020 年公司 SPD 业务情况（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年
SPD 客户的数量	15 家	6 家
收入	35,408.94	17,417.69
成本	31,391.77	15,906.79
毛利	4,017.17	1,510.91
毛利率	11.35%	8.67%

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

2020年受新冠疫情影响IVD业务销售收入同比略有下降，2020年实现IVD业务销售收入12.03亿元。截至2020年末，公司已累计向324家医疗机构提供诊断仪器设备，同比增长42家；仪器投放数量、仪器投放原值分别同比增长13.97%和14.05%。整体来看，仪器的持续投放将带动相关诊断试剂的销售收入，对公司未来收入规模形成一定支撑；同时，在医疗集约化运营服务的商业模式下，公司与医疗机构客户签订中长期业务合同（5-10年），使得公司业绩存在一定的持续性，但仍需关注国家政策变化、业务拓展不利等因素影响，导致公司业务模式产生不稳定和不可持续的风险。

表4 公司向医疗机构提供的诊断仪器设备情况（单位：万元）

年份	客户数	仪器数量	原值	折旧	净值
2020 年	324	4,552	51,699.14	31,541.53	20,157.61
2019 年	282	3,994	45,330.99	25,503.11	19,827.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

体外诊断产品销售业务指公司向客户销售体外诊断产品，利润来源于体外诊断设备或试剂耗材的进销差价或自产产品销售。2020年公司体外诊断产品销售业务收入同比增长27.26%，主要系子公司北京京阳腾微科技发展有限公司（以下简称“京阳腾微”）和阿克苏咏林瑞福电子科技有限公司（以下简称“阿克苏咏林”）等单纯销售收入持续增长所致。

公司营销渠道较为完善，主要客户关系较为稳定、客户集中度较为分散

通过战略合作以及渠道并购，公司基本完成了全国省域的业务区域覆盖。从公司收入区域分布来看，主要集中在华中、华北、华东地区，上述地区均为公司布局较早的区域，具有良好的销售渠道和长期合作的客户资源。2020年华中地区受新冠疫情影响最为严重，华中地区销售收入占比同比有所下降；华北、华东、西北和东北地区受益于区域内SPD项目开拓运营，区域销售收入及占比同比有所上升。

表5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2020年		营业收入比上年增减
	金额	占比	
华中	82,035.47	38.60%	-9.48%
华北	56,828.26	26.74%	28.73%
华东	42,274.88	19.89%	24.54%
西北	17,681.85	8.32%	144.89%
东北	9,671.19	4.55%	84.48%
西南	3,542.75	1.67%	163.30%
华南	512.76	0.24%	-7.04%
合计	212,547.16	100.00%	-

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

从公司主要销售客户来看，主要为三甲医院，前五大客户较为稳定，2020年前五名客户销售占比同比上升1.53个百分点至20.88%，客户集中度仍较为分散。跟踪期内公司结算方式未发生明显变化，针对集约化销售模式下的客户，一般给予客户6个月信用账期；针对单纯销售业务模式下的非医疗机构客户，一般为先款后货；针对单纯销售业务销售模式下的医疗机构客户，信用账期一般为6个月左右。

随着公司经营规模扩大，公司供应商集中度持续下降，主要供应商合作较为稳定，但面临一定的成本控制压力和资金压力；自主产品以凝血类体外诊断试剂为主，占营业收入比重仍较小，2020年受新冠疫情影响，自主产品销售收入有所下降

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

公司营业成本主要为商业采购成本，2020年商品采购成本为16.12亿元，同比增长25.36%，占当期营业成本的98.73%。2020年，商品采购成本增幅较大，主要系商品和原料采购价格上涨及SPD业务规模增长所致。

表6 公司成本构成及占比情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
商业	161,220.27	98.73%	128,602.02	98.20%
工业	2,067.95	1.27%	2,354.11	1.80%
合计	163,288.22	100.00%	130,956.12	100.00%

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

随着公司业务规模的不断扩大，供应商采购集中度持续下降，2020年采购占比同比下降2.26个百分点

点至21.18%。公司前五大供应商较为稳定，主要为国外大型器械供应商，公司向其采购产品包括生化、免疫、特定蛋白和血球类等试剂、仪器和耗材。公司与供应商结算模式一般为先款后货，部分供应商存在一个月账期或授信额度，SPD业务采购付款账期一般为6-12个月。随着公司业务规模持续扩大、采购规模增加，面临一定的资金压力。

公司自主产品生产、研发、销售主要由全资子公司武汉塞力斯生物技术有限公司（以下简称“塞力斯生物”）和武汉凯普瑞生物技术有限公司（以下简称“凯普瑞”）负责。截至2020年末，塞力斯生物和凯普瑞已获得17项专利证书和25项二类医疗器械产品注册证、30项一类备案证，主要致力于凝血类体外诊断试剂的研发，并逐步向生化、免疫诊断试剂拓展。

塞力斯生物采取以销定产、批量生产的生产模式，主要通过代理方式销售给非医疗机构或者分（经）销商。2020年受疫情影响自产试剂和耗材销售收入0.52亿元，同比有所下降，收入规模占比仍较小。从产能利用率来看，2020年受新冠疫情影响，产能利用率同比有所下降，产销率仍维持在较高水平。

表7 2019-2020年，公司自产产品产销情况（单位：升/年、升）

年份	设计产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2020年	10,000	7,989	7,617	79.89%	95.35%
2019年	10,000	9,600	9,934	96.00%	103.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通过新设及外延并购方式新增子公司较多，对管理层的资源整合及管理水平形成一定的考验，形成商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险

在营销网络及渠道建设方面，公司业务模式偏向于与当地有资源优势的合作方成立子公司，2020年公司通过新设及非同一控制企业合并子公司12家，新合并子公司业务区域涉及山西、山东、江西、上海、福州、北京、湖南等地。近年公司新增子公司较多，截至2020年末合并范围子公司合计60家，且大部分为相对控股关系；2020年末公司合并范围在职员工数量合计1,390人，其中主要子公司在职员工数量合计1,040人。随着公司经营规模持续扩大，公司资产、业务及人员的迅速扩张，公司的组织架构和管理体系将趋于复杂，在组织结构、管理体系、资源整合、服务能力等方面形成一定的考验。

此外，2020年末公司商誉账面价值1.55亿元，主要由京阳腾微、武汉汇信科技发展有限公司（以下简称“武汉汇信”）和山东润诚医学科技有限公司（以下简称“山东润诚”）并购形成，截至目前均已完成承诺期业绩承诺，但仍需关注业绩承诺期后相关公司销售收入、利润规模下滑风险，商誉仍存在一定的减值风险。

表8 截至2020年末，公司商誉主要构成情况（单位：万元）

被投资单位名称	收购日期	商誉账面价值	业绩承诺	业绩承诺完成情况

京阳腾微	2017.05	4,839.83	2017 年度经审计扣非后净利润不低于 1,200 万元；2018-2020 年度经审计的净利润（扣非后）复合增长率平均不低于 22.5%，三年经审计累计实现净利润（扣非后）不低于 5,476.67 万元，其中：2018 年-2020 年应实现净利润分别不低于 1,470 万元，1,800.75 万元，2,205.92 万元。	2017 年实现净利润 1,187.47 万元，2018 年实现净利润 1,605.94 万元，2019 年实现净利润 1,906.80 万元，2020 年实现净利润 2,378.07 万元。
武汉汇信	2017.06	5,562.16	2017-2019 年度经审计的净利润（扣非后）复合增长率平均不低于 21%，即三年经审计累计实现净利润（扣非后）不低于 5,511.15 万元，其中：2017 年不低于 1,500 万元，2018 年不低于 1,815 万元，2019 年 2,196.15 万元。	2017 年实现净利润 1,831.32 万元，2018 年实现净利润 2,254.00 万元，2019 年实现净利润 2,664.92 万元，2020 年实现净利润 2,704.36 万元。
山东润诚	2018.10	3,244.50	2018-2020 年度经审计的净利润（扣非后）复合增长率平均不低于 30%，即三年经审计累计实现净利润（扣非后）不低于 2,904.72 万元，其中：2018 年不低于 728 万元，2019 年不低于 946.40 万元，2020 年不低于 1,230.32 万元。	2018 年实现净利润 785.21 万元，2019 年实现净利润 1,097.22 万元，2020 年实现净利润 1,928.06 万元。

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但整体资产流动性一般；应收款项规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用，仍需关注应收款项回收风险、存货跌价风险及商誉减值风险

2020 年末公司资产规模同比增长 29.90% 至 39.06 亿元，以流动资产为主。

2020 年末公司货币资金余额同比有所增长，系可转换债券发行成功所致，其中 899.94 万元因保函/贷款保证金使用受限。公司应收账款规模较大，2020 年末应收账款占资产总额的比例达 38.77%，主要系应收医院终端销售货款所致，其中医疗机构占比达 95.85%；账龄方面，受疫情影响，终端客户账期有所延长，一年以内应收账款占比 84.74%，总体账龄有所延长，2020 年末公司计提应收账款坏账准备 0.86 亿元，综合计提比例为 5.38%。随着医保控费政策逐步执行及疫情影响，2020 年行业整体回款周期有所延长，公司应收账款规模较大，对营运资金形成较大占用。随着公司经营规模的不断增长，应收账款规模持续增长，若公司未能加强应收账款管理，仍将面临一定的坏账风险。

公司预付账款主要为预付诊断仪器、试剂采购款，随着公司经营规模扩大，预付款项余额持续增长。公司其他应收款主要由其他往来款、履约保函及无风险组合、备用金及员工借支构成，2020 年末其他应收款余额增幅较大，主要系武汉金豆医疗数据科技有限公司（0.30 亿元）、武汉联智赛维医疗服务有限公司（0.20 亿元）往来借款增加所致，存在一定的回收风险。

公司存货以采购的诊断试剂及仪器、发出商品为主，近年来随着业务规模的扩大，公司存货规模增长较快；截至2020年末，计提存货跌价准备为71.15万元，若市场环境变化公司产品销售不及预期，存货仍存在一定的跌价风险。

2020年末公司其他权益工具投资同比有所增长，系增加对武汉金豆医疗数据科技有限公司、派乐吉病理科技（武汉）中心（有限合作）股权投资款，其他权益工具均按公允价值计量，2020年末累计利得合计685.73万元。

2020年末公司长期股权投资同比增幅较大，主要系增加对Levita s Inc 0.98亿元投资款所致，2020年长期股权投资实现投资收益201.80万元。公司固定资产主要系向医疗机构投放的仪器，2020年购置投放仪器规模达0.72亿元。2020年末公司商誉主要系收购山东润诚、武汉汇信、京阳腾微所致，目前均已完成业绩承诺，但仍需关注承诺期后相关公司的收益不及预期产生的商誉减值风险。其他非流动资产系预付投资款、预付软件款和预付装修、设备款，2020年同比增幅较大，主要系预付力迩斯区块链安防科技（武汉）有限公司设备和软件款项所致。

整体来看，公司资产规模增长较快，资产整体流动性一般，需关注应收账款回收风险、存货跌价风险及商誉减值风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.46	16.03%	6.62	16.94%	5.08	16.90%
应收账款	15.51	38.51%	15.15	38.77%	11.43	38.00%
预付款项	1.18	2.92%	0.89	2.27%	0.77	2.55%
其他应收款	2.15	5.33%	1.92	4.91%	1.23	4.09%
存货	4.64	11.52%	4.02	10.29%	3.49	11.61%
流动资产合计	30.59	75.95%	29.28	74.96%	22.29	74.13%
其他权益工具投资	1.01	2.50%	1.02	2.61%	0.68	2.26%
长期股权投资	1.72	4.28%	1.64	4.20%	0.62	2.08%
固定资产	2.30	5.71%	2.40	6.13%	2.36	7.85%
商誉	1.55	3.84%	1.55	3.96%	1.54	5.13%
其他非流动资产	1.15	2.86%	1.19	3.05%	0.81	2.68%
非流动资产合计	9.69	24.05%	9.78	25.04%	7.78	25.87%
资产总计	40.28	100.00%	39.06	100.00%	30.07	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受疫情影响及毛利较低的SPD业务占比上升影响，公司盈利能力有所弱化

受益于原有SPD项目的不断发展以及新增SPD项目的开拓，2020年公司收入规模保持增长，但受疫

情影响及低毛利的SPD业务收入占比上升影响，公司销售毛利率同比下降5.29个百分点，导致2020年营业利润及净利润同比均有所下降。

同时，受销售毛利率下降影响，2020年公司盈利能力指标均有所弱化。随着新增SPD项目持续落地，未来收入规模有望保持增长，但盈利能力存在进一步下滑的可能。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）

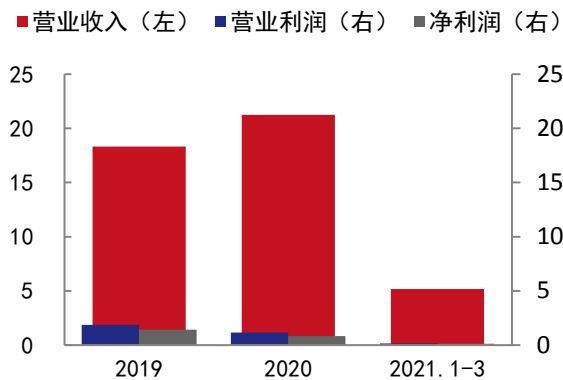
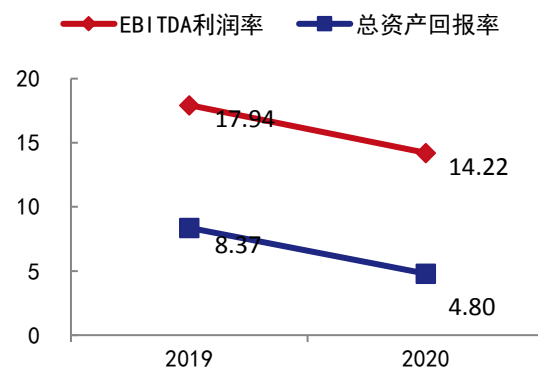


图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



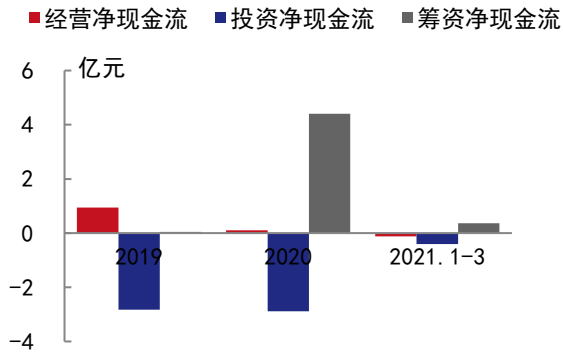
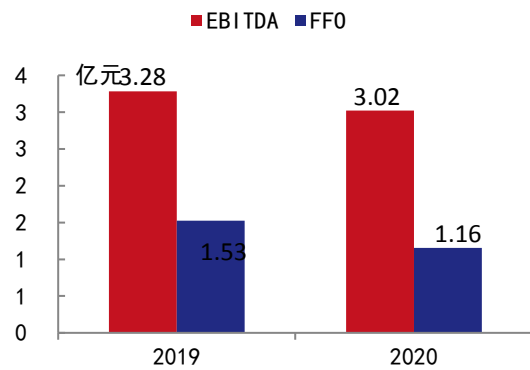
资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

2020年经营活动现金净流入规模大幅下降，经营活动现金生成能力有所弱化

公司经营业务资金回笼情况一般，2020年受疫情影响终端客户账期有所延长；同时，SPD业务尚处于成长阶段，前期投入支付现金规模较大，综合影响下，2020年经营活动现金净流入规模大幅下降。投资活动主要由购置向医疗机构提供的体外诊断仪器设备支付的现金（0.72亿元）以及新设子公司及其他股权投资款（其中Levita s Inc投资款0.98亿元）构成，2020年仍保持较大规模投资活动净流出。2020年公司5.43亿可转债发行成功，且新增银行借款规模达14.61亿元，当期筹资活动净流入规模大幅增加，公司资金需求较大程度依赖外部融资。

受疫情及低毛利SPD业务收入占比上升影响，公司销售毛利率同比有所下降，EBITDA和FFO同比均有所下降，现金生成能力有所弱化。

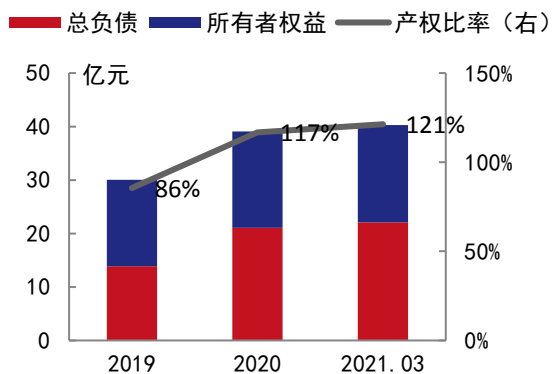
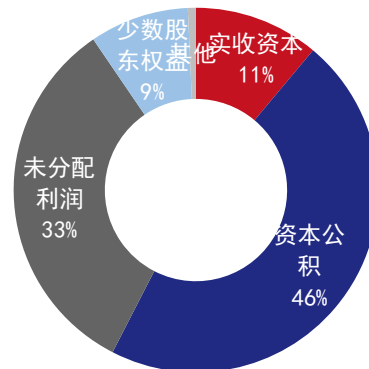
图 9 公司现金流结构

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020 年公司总债务规模同比增幅较大，仍面临一定的偿债压力

2021 年 3 月末，公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成。随着负债规模的持续增长，公司产权比率持续上升，权益对负债的保障程度持续下降。

图 11 公司资本结构

图 12 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020 年末公司短期借款规模有所下降，主要由保证借款和质押借款构成。2020 年应付账款规模大幅增长，主要系 SPD 业务采购结算账期较长所致。

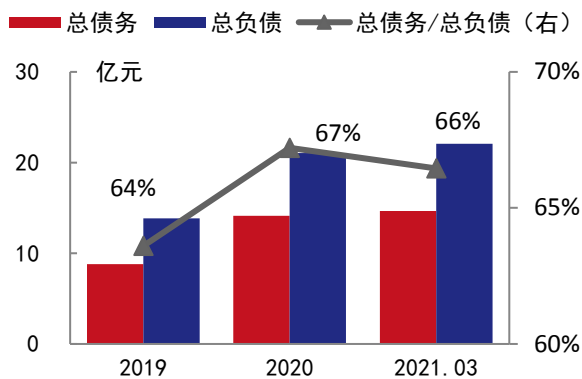
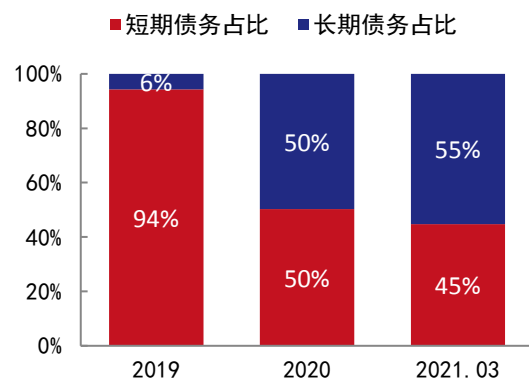
长期借款主要由保证及抵押借款构成，2020 年同比大幅增长，主要系业务开展资金需求增大所致，2021 年 3 月末进一步增长至 3.54 亿元。应付债券系本期债券。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.42	29.07%	6.95	33.02%	8.09	58.38%
应付账款	4.52	20.48%	4.00	19.02%	2.36	17.01%
其他应付款	1.55	7.03%	1.55	7.35%	1.39	10.04%
流动负债合计	13.86	62.76%	13.88	65.98%	13.20	95.25%
长期借款	3.54	16.03%	2.54	12.09%	0.50	3.61%
应付债券	4.57	20.68%	4.49	21.36%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.22	37.24%	7.16	34.02%	0.66	4.75%
负债合计	22.08	100.00%	21.04	100.00%	13.86	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

随着可转债的发行及长期借款规模增长，2020年公司长期债务占比有所上升，债务结构有所优化，但总债务规模同比增幅较大，总债务占总负债的比例有所上升。

图 13 公司债务占负债比重

图 14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

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

表11 公司杠杆状况指标

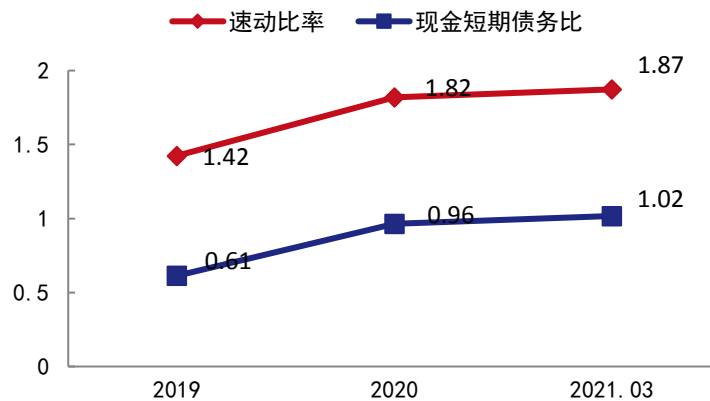
项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	54.81%	53.86%	46.09%
净债务/EBITDA	-	2.49	1.23
EBITDA 利息保障倍数	-	5.23	6.89
总债务/总资本	44.63%	43.96%	35.22%
FFO/净债务	-	15.34%	37.74%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

受益于可转债发行成功及长期借款占比提升，2020年公司现金类资产规模同比有所增长，速动比率

和现金短期债务比同比均有所增长。总体来看，公司融资弹性尚可，但债务规模持续增长，经营活动现金生成能力有所弱化，仍面临一定的债务偿付压力。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月8日），公司本部及子公司京阳腾微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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

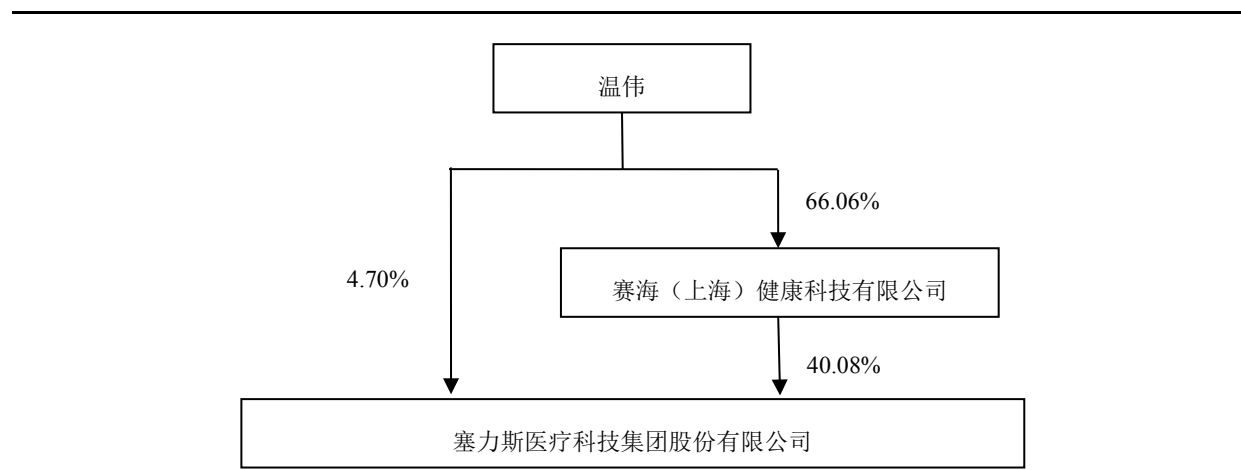
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.46	6.62	5.08	7.03
应收账款	15.51	15.15	11.43	8.52
存货	4.64	4.02	3.49	2.74
流动资产合计	30.59	29.28	22.29	19.51
非流动资产合计	9.69	9.78	7.78	6.32
资产总计	40.28	39.06	30.07	25.83
短期借款	6.42	6.95	8.09	6.71
应付账款	4.52	4.00	2.36	0.99
一年内到期的非流动负债	0.00	0.01	0.22	0.10
流动负债合计	13.86	13.88	13.20	9.34
长期借款	3.54	2.54	0.50	0.09
应付债券	4.57	4.49	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.22	7.16	0.66	0.23
负债合计	22.08	21.04	13.86	9.57
总债务	14.67	14.14	8.82	6.91
归属于母公司的所有者权益	16.58	16.48	14.89	15.21
营业收入	5.17	21.25	18.31	13.17
净利润	0.14	0.82	1.42	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-0.12	0.10	0.94	-0.64
投资活动产生的现金流量净额	-0.40	-2.89	-2.82	-2.29
筹资活动产生的现金流量净额	0.37	4.41	0.05	7.76
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	22.05%	23.18%	28.47%	31.73%
EBITDA 利润率	-	14.22%	17.94%	20.60%
总资产回报率	-	4.80%	8.37%	9.01%
产权比率	121.29%	116.71%	85.50%	58.88%
资产负债率	54.81%	53.86%	46.09%	37.06%
净债务/EBITDA	-	2.49	1.23	-0.04
EBITDA 利息保障倍数	-	5.23	6.89	8.85
总债务/总资本	44.63%	43.96%	35.22%	29.81%
FFO/净债务	-	15.34%	37.74%	-1,086.57%
速动比率	1.87	1.82	1.42	1.79
现金短期债务比	1.06	1.01	0.63	1.08

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三 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	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录四 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。