



2020年广州万孚生物技术股份有限公司向 不特定对象发行可转换公司债券2024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，但不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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年广州万孚生物技术股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
万孚转债	AA	AA

评级日期

2024年06月21日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广州万孚生物技术股份有限公司（以下简称“万孚生物”或“公司”，股票代码“300482.SZ”）产品线丰富，营销体系完善，海外市场具有一定先发优势，2023年常规检测业务同比快速增长，2024年3月成功向特定对象发行股票，财务杠杆水平进一步降低，整体偿债能力进一步增强；同时中证鹏元也关注到，2023年随着非常规传染病检测需求回落常态，公司营业收入、净利润同比大幅回落，而随着行业竞争加剧、集采等医保控费政策推进，国内市场公司产品未来仍面临一定降价压力，同时新增产能能否有效消化及产生预期收益存在不确定性，以及商誉仍存在一定的减值风险等。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	66.74	57.72	63.01	48.56
归母所有者权益	54.24	45.16	43.44	33.53
总债务	6.18	6.00	7.65	5.79
营业收入	8.61	27.65	56.81	33.61
净利润	2.20	4.87	11.90	6.33
经营活动现金流净额	1.13	3.29	16.82	6.65
净债务/EBITDA	--	-1.13	-0.71	-0.98
EBITDA利息保障倍数	--	26.88	54.86	34.04
总债务/总资本	10.05%	11.50%	14.43%	14.18%
FFO/净债务	--	-68.87%	-120.82%	-81.83%
EBITDA利润率	--	29.10%	30.00%	28.11%
总资产回报率	--	9.45%	25.02%	15.46%
速动比率	8.13	5.95	2.59	2.78
现金短期债务比	104.94	82.25	9.49	27.15
销售毛利率	66.30%	62.61%	51.82%	58.46%
资产负债率	17.22%	20.05%	27.99%	27.84%

注：公司净债务为负

资料来源：公司2021-2023年年报及未经审计的2024年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司产品线丰富，建立了“国内+国际”的营销体系，2023年常规检测业务收入快速增长。**公司拥有九大技术平台，形成了心脑血管疾病、炎症、肿瘤、传染病、毒检（药物滥用）、优生优育等检验领域的丰富产品线。2023年公司研发投入4.22亿元，为公司中长期持续发展提供一定支持。公司已建立国内事业部、国际事业部、北美公司三个营销体系，海外市场具有一定先发优势。2023年，受益于国内流感检测、慢性病化学发光检测产品收入快速增长，海外市场营销工作恢复、仪器投放力度加大且新增俄罗斯等区域，公司常规检测业务收入同比快速增长。
- **公司2024年3月向特定对象发行股票，财务杠杆水平进一步下降，整体偿债能力进一步增强。**公司2024年3月公司向特定对象发行股票，募集资金净额6.89亿元，财务杠杆水平将进一步下降，偿债能力进一步增强。截至2024年3月底，公司货币资金、理财产品、定期及大额存单等资产合计27.81亿元，占总资产比重为41.67%，能较好覆盖公司资金需求。

关注

- **公司非常规传染病检测业务回落常态、同比大幅下降。**随着非常规传染病检测需求回落常态，2023年公司分别实现营业收入27.65亿元、净利润4.87亿元，分别同比下降51.33%、59.04%。
- **随着行业竞争加剧、集采等医保控费政策推进，国内市场公司产品面临一定降价压力。**2023年国内耗材集采常态化持续、整体采购范围加大，体外诊断带量采购范围从生化类延伸到化学发光类。预计未来随着国内体外诊断行业竞争加剧，带量采购、DRG/DIP支付方式改革、阳光采购等政策逐步推进，公司国内市场仍面临一定产品降价压力，可能会对公司业绩产生一定不利影响。
- **公司新增产能能否有效消化并产生预期收益存在不确定性。**截至2024年3月底，公司主要在建项目为松山湖及知识城生产基地，预计总投资13.68亿元。其中，松山湖生产基地定位为仪器生产基地；知识城生产基地建设项目系定增募投项目，投产后预计新增免疫胶体金和免疫荧光常规检测试剂产能2.12亿人份。
- **若被投资的企业未来经营不达预期，公司仍面临一定资产减值风险。**由于Binx Health Limited、iCubate, Inc.经营欠佳，其他权益工具投资2023年计入其他综合收益的损失为1.11亿元。截至2023年底，公司商誉规模1.11亿元，系收购深圳天深医疗器械有限公司形成，若被收购企业未来经营不达预期，公司商誉仍面临一定的减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我国医疗器械发展环境仍较好，公司技术平台布局较多、产品线较为丰富，建立了“国内+国际”的营销体系、海外市场具有一定先发优势，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	迈克生物	安图生物	基蛋生物	美康生物	三诺生物	万孚生物
总资产	81.19	115.54	37.72	34.89	59.27	57.72
营业收入	28.96	44.44	13.69	18.86	40.59	27.65
净利润	3.05	12.24	2.84	2.60	1.96	4.87
销售毛利率	55.27%	65.07%	67.42%	44.60%	54.06%	62.61%
资产负债率	18.57%	24.99%	27.32%	22.43%	41.44%	20.05%
研发支出	4.14	6.56	2.66	1.50	3.56	4.22
研发支出占营业收入比例	14.30%	14.77%	19.40%	7.94%	8.78%	15.26%

注：以上各指标均为2023年/2023年末数据。

资料来源：公开资料，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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
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					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

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 aa，反映了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。

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
万孚转债	6.00	5.98	2023-05-26	2026-09-01

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年9月1日向不特定对象发行6年期6.00亿元可转换公司债券，募集资金拟用于化学发光技术平台产业化建设项目、分子诊断平台研发建设项目及补充流动资金。根据公司2024年4月21日发布的《2023年募集资金年度存放与使用情况专项报告》，截至2023年底，“万孚转债”募集资金专户余额为零、已销户。

三、发行主体概况

2023年及2024年一季度“万孚转债”转股合计增加股本0.09万元¹。2024年3月，公司向特定对象发行人民币普通股2,745.10万股，发行价格25.50元/股，募集资金净额6.89亿元。截至2024年3月底，公司股本增至47,196.66万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2024年5月底，控股股东和实际控制人仍为李文美、王继华夫妇，合计持有公司31.24%股份（无质押或冻结），股权结构详见附录二。公司主营业务亦无变化，仍主要从事快速诊断试剂及配套仪器的研发、制造、营销及服务。

公司下属子公司湖南万德善生物技术有限公司于2023年12月注销。2023年12月，公司通过全资子公司广州万信产业发展有限公司以12,317.81万元收购广州众美企业管理有限公司（以下简称“众美公司”，实际控制人为李文美、王继华夫妇）持有的广东万孚松山湖实业有限公司（以下简称“松山湖实业”）30%股权，本次收购股权完成后，松山湖实业由万信产业的控股子公司变更为全资子公司。

表1 2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
湖南万德善生物技术有限公司	100%	200	生物技术推广服务	注销

资料来源：公司2023年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

¹ “万孚转债”2021年3月进入转股期；“万孚转债”转股价2022年2月10日调整为52.00元/股，2022年6月6日调整为52.01元/股，2022年6月14日调整为51.71元/股，2022年9月14日调整为51.73元/股，2023年5月18日调整为51.23元/股，2024年4月调整为49.73元/股（定增），2024年5月调整为49.72元/股（股票回购注销）。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

我国医疗器械行业市场规模增长较快，国产化率不断提升，不同细分领域国产化率差异较大；分级诊疗、医疗新基建、财政贴息加速医疗器械行业扩容，2023 年开展的医疗反腐将加速行业洗牌、产

品价格更加合理化

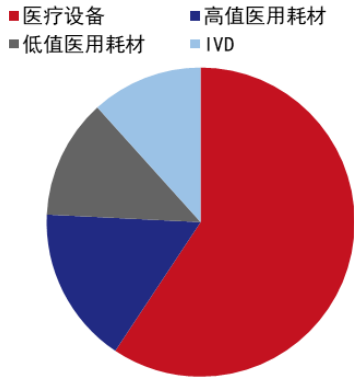
我国医疗器械行业增长迅速，增长空间较大。近年来随着国内经济发展、消费升级、人口老龄化提高、医疗保障体系不断完善，我国医疗器械持续快速增长，市场规模增速远高于全球医疗器械行业增速，也显著高于我国药品市场规模增速。中国已跃升为除美国外的全球第二大的医疗器械市场，但目前我国医疗器械费用支出占比远低于发达国家水平，美国医疗器械费用支出和药品费用支出规模相当，全球平均器械费用支出与药品费用支出的比例为1:1.5，而我国医疗器械消费占医药市场整体比例约25%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

受益于国家政策支持，近年来国家药监局批准上市的创新医疗器械快速增长，国产医疗器械技术快速提升。医疗设备多数产品结构复杂、组装周期长，且产业链多环节国产化率低、技术壁垒相对较高，超声高端产品及CT、MRI等与外资企业仍有差距，放疗、手术机器人的核心部件仍依赖进口。高值耗材方面，一半以上的高值耗材品类仍以进口产品为主；心血管、骨科、血液净化耗材中部分品种技术较为成熟、进口替代也较为完全，如冠脉支架、骨科创伤耗材国产化率水平较高，骨科关节耗材、人工晶体和血液透析器、心脏起搏器等国产化率水平较低。体外诊断（以下简称“IVD”）方面，生化诊断技术较为成熟、国产化率水平较高、替代空间较小；免疫诊断为体外诊断最大细分市场，中低端市场国产化率水平不断提高，化学发光市场仍由外资垄断；分子诊断技术国内外差距较小，部分领域已基本完成进口替代，市场份额占比最高的PCR国产化率水平较高。

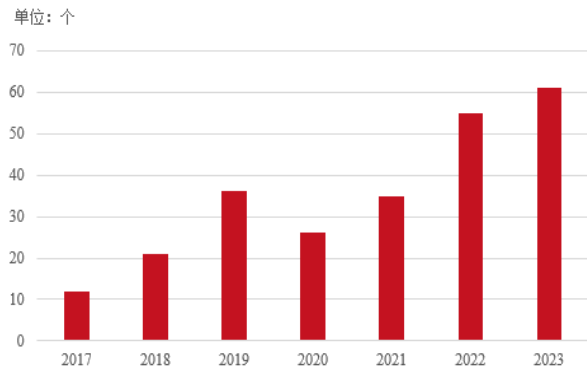
表2 医疗器械按产品形态和属性分类情况

大类	细分领域	代表性企业	
		外资	内资
医疗设备	医用医疗设备	西门子医疗、通用电气医疗、飞利浦医疗、强生医疗	迈瑞医疗、联影医疗
	家用医疗设备		鱼跃医疗、三诺生物、九安医疗
体外诊断	生化诊断、免疫诊断、分子诊断等等	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子医疗	迈瑞医疗、达安基因、华大基因、万孚生物
耗材	高值耗材	美敦力、强生、雅培、史赛克	乐普医疗、欧普康视、微创医疗、健帆生物、威高骨科
	低值耗材	国产化程度较高，国内市场以国内企业为主：稳健医疗、英科医疗、蓝帆医疗、振德医疗、奥美医疗	

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图1 医疗器械行业细分领域各自占比


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图2 国家药监局批准上市的创新医疗器械情况


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

分级诊疗、医疗新基建、财政贴息加速医疗器械行业扩容，为国有医疗器械企业发展提供了良好机遇。我国持续推动分级诊疗，实现“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”医疗服务体系，2022年4月国家卫健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作县医院名单》，共1,233家县级医院将根据要求到2025年达到三级医院医疗服务能力水平。分级诊疗政策将进一步推动国产医疗器械下沉至基层医疗机构。2020年开始，医院新建、改扩建等方向的医疗新基建成为了各地政府的亟待落实的方向。医院的建设往往由各地政府提出，一般为三级和三甲医院，以未来3-5年为规划期，对新增医院的数量或床位数提出了具体要求。伴随着大型公立医院的建设，我国医疗器械采购需求将进一步提升。2022年9月，国家卫健委重磅发布通知，拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，贷款使用方向包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置，医疗器械采购将加速放量。2023年末国家卫健委等10部门联合发布《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》，文件指出统筹建立县域内医学检验、医学影像、心电诊断、病理诊断、消毒供应等五大资源共享中心，加强县域医疗急救体系建设，强化牵头医院对基层的指导，提升基层医疗卫生服务能力。该政策有望提升医疗器械的新一轮采购。

2023年7月以来的“医药反腐”有助于加速企业经营策略调整，从依赖关系营销转向产品质量和技术创新；医院方面在进行医疗器械采购时将更加规范，将更加注重产品质量和性价比、而非其他不正当因素；此外反腐行动或将加速行业内企业的洗牌，不合规的企业将面临淘汰，合规经营的企业将获得更多发展机会。

国内耗材集采常态化持续、整体采购范围加大，2024年将进一步“扩围提质”，体外诊断带量采购范围从生化类延伸到化学发光类；预计未来随着DRG/DIP支付方式改革、阳光采购以及带量采购等政策逐步落地，医疗器械产品价格或将持续下降

集中带量采购按照覆盖范围可分为三个级别，包括国家医保局主导的全国层面集中采购、多省联盟组成的省际联盟集中采购和省内市级集中采购。截至2023年底，已开展集中带量采购的品种累计有

100余种，其中冠脉支架、人工关节、骨科脊柱类、口腔种植体、冠脉扩张球囊、冠脉药物球囊、人工晶体等已实现全国范围一轮及以上集中带量采购。在集中采购的不断实践下，其规则趋于完善，集中采购范围也将进一步提速扩面。

从采购品种来看，公开数据显示2023年国家层面组织的耗材集采主要集中于骨科耗材、人工晶体及运动医学类耗材²；省际联盟采购的品类涉及吻合器、电生理、药物球囊、正畸材料托槽类等；省市级单独带量采购的品类则更加丰富。2024年1月，全国医疗保障工作会议在北京召开。会议指出要推动集采“扩围提质”，开展新批次国家组织药品耗材集采，做好集采中选品种协议期满接续，实现国家和省级集采药品数合计至少达到500个。体外诊断试剂方面，继2022年江西医保局牵头生化类试剂联盟集中带量采购以来，2023年8月安徽省医保局牵头开展二十五省的化学发光试剂的带量采购工作，相关工作或将年内完成。

表3 2023年以来医疗器械各细分领域集采情况

指标名称	省级	区域联盟	国家层面	影响情况
医疗设备	安徽、四川、北京、江苏等	否	否	涉及品种、区域较少，利好国产替代，目前冲击相对较小
高值耗材	安徽、山东、山西、江苏省等	京津冀“3+N”、省际联盟	骨科耗材、人工晶体、运动医学	集采常态化，优质国产企业以价换量，国产替代加速
低值耗材	青海、河北、山西、黑龙江省等	株洲八市联盟、三明联盟	否	行业整合加速，盈利能力将进一步压缩
IVD	安徽省、江西省	江西牵头的22省际联盟、安徽牵头的25省际联盟	否	目前涉及品种主要为非常规传染病检测、生化检测试剂，2024年扩展到化学发光类，IVD试剂价格即将迎来新一轮调整

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

疾病诊断相关分组付费/病种分值付费(DRG/DIP)设立了每年医保支付的最上限，药品和医疗器械耗材从医院的利润中心转变为成本中心，从重要收入来源转变为主要控费目标，促使医院控费，注重成本控制和精细化管理。2021年国家医疗保障局制定了《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，明确了从2022年到2024年，要全面完成DRG/DIP支付方式改革任务。DRG/DIP医保支付方式逐步落地，到2023年底，全国超九成统筹地区已经开展DRG/DIP支付方式改革，改革地区住院医保基金按项目付费占比下降到四分之一左右，未来或进一步加大医疗器械产品的降价压力。

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

2016年12月，国务院医改办等八个部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。虽然医疗器械型号规格庞杂、种类繁多，甚至还有很多定制产品，价格体系难以平衡，配送成本高昂，因而医疗器械“两票制”的挑战非常大，但是医疗器械“两票制”全面铺开只是时间问

² 人工晶体和运动医学类耗材集采后平均降价70%。

题。截至目前，国内大部分省、市已实施耗材“两票制”，医疗器械中小经销商未来将面临直接出局的境地。医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险，医用耗材流通行业的领先企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，将考验流通企业现有的渠道整合能力和新渠道的开拓能力。

五、经营与竞争

公司拥有九大技术平台、研发投入较大、体外检测产品线丰富，建立了“国内+国际”的营销体系、海外市场具有一定先发优势；2023年公司主营业务回归常态化发展，非常规传染病检测收入同比大幅下降、常规检测收入同比快速增长；需关注随着行业竞争加剧、集采等医保控费政策推进，国内市场公司产品仍面临一定降价压力

公司主要从事快速诊断试剂及配套仪器的研发、制造、营销及服务。2023年公司非常规传染病检测回归常态化发展、同比大幅下降。同期，公司常规检测同比快速增长。其中，国内常规检测收入同比快速增长主要系流感检测收入、慢性病化学发光检测收入快速增长所致；国外常规检测收入同比快速增长主要系市场营销工作恢复、仪器投放力度加大且新增俄罗斯等区域所致。2023年、2024年一季度公司分别实现营业收入27.65亿元、8.61亿元，分别同比下降51.33%、增长3.54%。

毛利率方面，2023年公司销售毛利率为62.61%，同比提高10.79个百分点，主要系毛利率水平相对较高的流感产品、心标检测产品占比提高，毛利率水平相对较低的非常规传染病检测收入、贸易收入占比降低所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
传染病检测	95,160.83	34.42%	57.75%	393,632.65	69.30%	50.33%
其中：非常规检测试剂	9,011.91	3.26%	11.84%	350,623.36	61.72%	49.58%
常规传染病检测	86,148.92	31.16%	62.55%	43,009.29	7.57%	56.42%
慢性疾病检测	111,852.33	40.45%	75.31%	93,907.08	16.53%	65.02%
毒品(滥用药物)检测	33,074.07	11.96%	57.21%	29,351.65	5.17%	50.67%
妊娠及优生优育检测	26,692.40	9.65%	44.04%	24,247.28	4.27%	43.13%
其他	9,711.79	3.51%	33.46%	26,912.65	4.74%	36.79%
合计	276,491.42	100.00%	62.61%	568,051.32	100.00%	51.82%

注：其他收入主要为贸易类收入，2023年同比大幅下降主要系非常规传染病检测产品贸易下降以及贸易子公司逐步剥离所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 分区域公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	76,991.41	27.85%	51.36%	280,771.68	49.43%	59.09%
中国大陆	199,500.01	72.15%	66.95%	287,279.64	50.57%	44.73%
合计	276,491.42	100.00%	62.61%	568,051.32	100.00%	51.82%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有九大技术平台，2023年继续保持较大规模的研发投入，体外检测产品线进一步丰富

公司是国内POCT企业中技术平台布局较多、产品线较为丰富的企业之一，为国内POCT的龙头企业之一。公司现有免疫胶体金技术平台、免疫荧光技术平台、电化学技术平台、干式生化技术平台、化学发光技术平台、分子诊断技术平台，病理诊断技术平台，以及仪器技术平台和生物原材料平台，并依托上述九大技术平台形成了心脑血管疾病、炎症、肿瘤、传染病、毒检（药物滥用）、优生优育等检验领域的丰富产品线。

2023年，公司研发投入规模仍较大，共获得产品注册证合计25个，其中新增国内产品注册证 22个，加拿大注册证3个。截止到 2023 年 12 月 31 日，公司累计获得产品注册证合计 626个，其中国内产品注册证 300个，海外注册证 326个（美国 FDA 产品注册证 70个、欧盟 CE 产品注册证 241个、加拿大 MDALL 产品注册证 15个）。

近年公司研发投入绝对数较大，在同类可比公司中处于前列，公司通过自主研发布局较多产品研发管线，为中长期持续发展提供支持，但同时亦需关注若在研品种未能研发成功、未能取得产品批件上市或者市场开拓不及预期，将对公司的产品布局规划和未来发展产生不利影响。

表6 公司研发投入情况

项目	2023年	2022年
研发人员数量（人）	755	805
研发人员数量占比	22.17%	23.27%
研发投入（万元）	42,180.67	44,685.30
研发投入占营业收入比例	15.26%	7.87%
研发支出资本化金额（万元）	5,105.26	3,763.27
资本化研发支出占研发投入的比例	12.10%	8.42%
资本化研发支出占当期净利润的比重	10.47%	3.16%

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

2023年公司非常规传染病检测试剂销量、销售均价同比大幅下降，预计未来将趋于平稳；常规检测试剂销量整体回升，但随着行业竞争加剧、集采政策推进，未来国内市场仍面临一定产品降价压力

2023 年公司营销体系未发生变化，销售人员数量亦无重大变化。公司设全球营销副总裁统筹营销工作，下辖国内事业部、国际事业部、北美公司三个营销体系。公司产品销售终端较为分散，包括医院、

诊所、疾控中心、执法机关、世卫组织和 NGO 组织以及个人消费者。销售模式包括分销和直销³两种模式，以分销为主；其中，国内采用分销和直销共存、分销为主的销售模式；海外业务主要采用分销的销售模式。需关注，随着医疗器械“两票制”政策陆续在各地的落地，可能会对公司国内经销网络形成一定冲击。

公司客户整体较为分散，前五大客户以海外经销商为主，2023 年公司前五大客户销售收入占营业收入的比重为 10.05%，同比大幅下降、回归常态。款项结算方面，公司非常规传染病检测试剂产品基本为先款后货。其他常规检测产品给客户信用账期未发生变化；常规品种经销商一般需预先以现金支付或银行汇款、支票等形式支付货款，款到发货，对于部分国内经销商存在临时授信情况，一般账期为 30-45 天左右；国外大型经销商给予 30-60 天不等的信用账期。公司海外销售结算币种以美元、欧元为主，海外收入占比较高，公司面临一定的汇率风险。随着公司主营业务发展回归常态，2023 年公司海外收入占比 27.85%，同比下降 21.58 个百分点。

2023 年公司非常规传染病检测业务回落常态化发展，销量、销售均价同比大幅下降，预计未来该板块收入将继续小幅下降、趋于平稳。常规传染病检测业务方面，由于国内呼吸道传染病增多，公司国内流感检测同比爆发增长，国外常规传染病检测有所恢复，2023 年公司常规传染病检测销量同比增长 38.85%；销售均价同比大幅增长主要系单价较高的流感检测产品占比提高所致。慢性疾病检测方面，由于跟踪期内海外业务市场营销工作恢复常态、基层市场拓展及仪器投放加大，公司国外慢性疾病检测快速增长，同期国内化学发光检测爆发增长，2023 年公司慢性疾病检测销量同比增长 6.79%；销售均价同比有所增长主要系单价较高的心标类产品占比提高所致。公司毒品（滥用药物）检测仍以美国市场为主，产品主要为联检产品，市场规模持续增长，2023 年销量同比下降 3.08%、销售均价同比增长 16.26%，主要系产品结构变化所致。妊娠及优生优育检测持续增长，2023 年销量同比增长 5.39%，销售均价同比增长 4.45%。

目前公司国内产品价格整体相对平稳，但需关注国内 IVD 检测竞争持续加剧，集采政策、按病种付费等医保控费政策不断推进，未来公司国内市场仍面临一定产品降价压力。

表7 公司常规检测业务主要产品产销情况

产品	项目	2023 年	2022 年	同比
非常规传染病检测	产量（万人份）	7,969.81	70,199.20	-88.65%
	销量（万人份）	6,136.31	69,242.76	-91.14%
	产销率	76.99%	98.64%	
常规传染病检测	产量（万人份）	24,501.87	20,081.61	22.01%

³ 公司主营业务以下情况涉及到直销模式：1）自我检测类产品通过在天猫、京东等电商平台的直营店销售产品给个人消费者；2）传染病检测产品在国内通过各省级疾病预防控制中心和血站的招投标进行销售，在海外的非洲、亚洲等地区通过世卫组织、盖茨基金会等 NGO 组织的大宗采购进行销售；3）现场执法类产品通过公安、司法机关等渠道进行销售。

	销量（万人份）	25,926.49	18,672.11	38.85%
	产销率	105.81%	92.98%	
慢性疾病检测	产量（万人份）	9,975.00	9,162.22	8.87%
	销量（万人份）	9,374.14	8,778.51	6.79%
	产销率	93.98%	95.81%	
毒品（滥用药物）检测	产量（万人份）	2,830.20	2,868.54	-1.34%
	销量（万人份）	2,774.64	2,862.72	-3.08%
	产销率	98.04%	99.80%	
妊娠及优生优育检测	产量（万人份）	17,186.92	17,193.95	-0.04%
	销量（万人份）	17,542.56	16,644.72	5.39%
	产销率	102.07%	96.81%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司产能同比回落、产能利用率仍较饱和；松山湖生产基地、知识城生产基地建设项目完工后可进一步提高公司产能，但新增产能能否有效消化并产生预期收益存在不确定性

2021年10月万孚生物神舟路园区正式启用，目前公司共有本部、神舟路园区2个生产基地，其中公司本部主要仍主要负责传统核心的胶体金、免疫发光相关产品生产，神舟路园区侧重新技术平台产品的生产。公司仍实行以销定产、适量备货的生产模式，按不同技术平台划分成7个生产车间，分别为免疫胶体金车间、免疫荧光车间、电化学车间、干式生化车间、化学发光车间、分子诊断及病理车间、仪器车间。公司配液、包装等工序对人工依赖较大，产品产能具有一定弹性，可根据市场情况进行一定幅度调整。2023年公司根据市场情况，调整了非常规传染病检测产品的产能，故当年试剂产能同比大幅下降，但仍较2021年增加4,000万人份。

本期债券募投项目化学发光技术平台产业化建设项目、分子诊断平台研发建设项目均位于神舟路生产基地，2021年10月神舟路园区启用后逐步投产，分别于2023年6月、2023年9月达到预定可使用状态。

截至2024年3月末，公司在建、拟建项目如下表所示。松山湖生产基地定位为仪器生产基地，资金来源由公司自筹，预计于2024年8月底完工投入运营。知识城生产基地建设项目竣工后计划承接本部的生产平台及车间，将主要用于常规免疫胶体金和免疫荧光检测试剂的生产，投产后预计新增免疫胶体金和免疫荧光常规检测试剂产能 2.12 亿人份；生物原料研发项目主要用于生物原料研发投入，包括研发、检测设备投资以及质检与工艺转化过程中的设备投资以及相应的实验室装修，完成后将有助于提升公司未来生物原材料自主供应能力。知识城生产基地和生物原料研发项目系公司2024年3月定增的募投项目。在建项目完工后可进一步提高公司产能，但新增产能市场能否有效消化并产生预期收益存在不确定性。

表8 公司产品产能利用率情况

产品	项目	2023年	2022年	同比
仪器	产能（台）	36,000.00	36,000.00	0.00%
	产量（台）	34,132.00	34,421.00	-0.84%

	产能利用率	94.81%	95.61%	--
	产能（万人份）	65,000.00	125,000.00	-48.00%
试剂	产量（万人份）	62,463.80	119,505.50	-47.73%
	产能利用率	96.10%	95.60%	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2024 年 3 月末公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	募集资金拟使用金额	已使用募集资金	累计已投资
松山湖生产基地建设项目	60,000.00	--	--	41,771.00
知识城生产基地建设项目	76,797.86	45,000.00	0.00	20.00
生物原料研发项目	5,115.00	4,500.00	0.00	230.53
合计	141,912.86	49,500.00	0.00	42,021.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司原材料采购均价整体有所回落，成本控制压力有所下降，但需关注公司部分生物材料需从国外进口、采购周期相对较长，若短时间内安全库存无法满足生产需求，仍存在一定短缺风险

公司原材料采购主要分为三大类，生物原料（抗原抗体及膜材）、包材及仪器材料，2023 年公司原材料采购模式同比无重大变化，包装材料、生物原料、仪器材料采购金额分别占采购总额的 42.96%、26.65%、18.31%。包材采购均为国内采购，主要采用 JIT 送货模式⁴（小批量、多频次），备货周期在一周左右。生物原料国内、国外均有采购，国外采购的生物原料备货周期一般在 3 个月左右，国内采购的生物原料备货周期在 1 个月左右。仪器材料采购以国内为主，芯片根据市场情况调整备货周期，除芯片外备货周期在一个月左右。公司部分关键生物原料需从国外进口，采购周期相对较长（3-6 个月），若短时间内纤维膜等生物材料库存无法满足生产需求，则存在一定的关键原材料短缺风险。公司供应商集中度尚可，2023 年前五大占比 25.25%，同比略有下降。2023 年，除膜材价格同比继续增长，其余主要原材料采购价格均同比下降，公司产品成本控制压力有所下降。

表10 公司原材料采购情况

项目	原材料采购区域	供应商给予公司信用账期	公司备货周期
包装材料	国内	2 个月	一周
生物原料	国内 60%，国际 40%	国内：1-3 个月 国外：部分预付、1 个月、	国外：3 个月 国内：1 个月
仪器材料	以国内为主	1-2 个月	除芯片外 1 个月

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

⁴JIT 送货模式是属于定时配送的一种,它强调准时,即在客户规定的时间,将合适的产品按准确的数量送到客户指定的地点。

表11 公司主要原材料采购均价变动情况

原材料名称	2023年	2022年
生物原料-抗原抗体	-16.14%	22.60%
生物原料-膜材	7.83%	1.82%
包装材料	-17.66%	-11.23%
仪器材料	-21.03%	-26.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

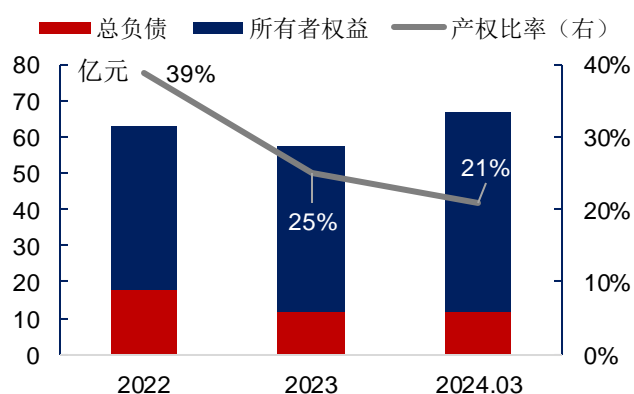
财务分析基础说明

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司注销1家子公司湖南万德善生物技术有限公司，对公司财务影响较小。

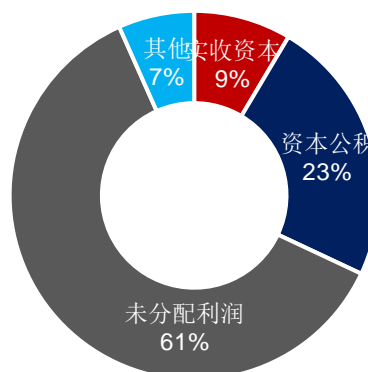
资本实力与资产质量

受益于业务规模增长、盈余积累增加，2023年底公司净资产规模继续增长，资产中货币资金、理财产品、存单等资产占比仍较高，资产整体流动性较好，仍需关注存货跌价风险、商誉减值风险

公司财务政策较为稳健，主要以募集资金、自有资金进行产能扩张，财务杠杆水平较低、整体财务安全性较高。2023年底，随着非常规传染病业务回归常态，公司偿付了短期借款、经营性负债亦同比下降，产权比率水平同比下降。2024年3月底，公司向特定对象发行股票，所有者权益较2023年底大幅增长，产权比率进一步下降至20.81%。

图3 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2024年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于非常规传染病检测业务大幅回落，Binx Health Limited、iCubate, Inc., 经营欠佳、其他权益工具

公允价值同比大幅下降，2023年底公司资产规模同比下降。

公司货币资金、理财产品、存单等资产总体规模同比下降，占比仍较高。2023年底，上述资产合计24.00亿元，占总资产的41.58%；其中，货币资金及交易性金融资产等现金类资产合计占比27.08%，同比有所下降。2023年底，货币资金中外币金额折算人民币1.13亿元（美元为主），受限货币资金720.20万元，系保函保证金、政府补助银行专户资金；交易性金融资产系期限一年内的理财产品、定期及大额存单；其他流动资产主要系定期存款；债权投资系期限一年以上的定期及大额存单；一年内到期的非流动资产系一年内到期的债权投资。

公司为IVD生产企业，广州荔枝山路、神舟路两处生产基地的厂房、生产设备、行政办公楼，以及对外投放的仪器设备为其核心经营性资产。随着公司生产设备的新增、替换，对外投放仪器设备的增加以及广州万孚神州路生产基地装修项目竣工转固，2023年底公司固定资产继续增长。公司在松山湖新设医疗仪器生产基地、在广州知识城新设检测试剂生产基地，随着松山湖、知识城生产基地的建设推进，2023年底、2024年3月底，在建工程规模持续增长。

公司应收账款主要为应收经销商、医疗机构货款，随着常规检测业务规模的扩张，2023年底公司应收账款同比增长，2023年应收账款周转天数增至74.11天，维持在合理水平。应收对象较为分散，账龄以1年以内为主，但应收对象以经销商为主，仍需关注回收风险。公司存货主要系库存商品、原材料、半成品等，由于公司非常规传染病检测业务回落常态，2023年底公司存货规模同比下降，2023年存货周转天数同比大幅增长至130.83天。需关注，受医保控费政策影响，国内IVD产品价格存在一定降价压力，公司存货仍存在一定跌价风险。

公司通过参股、并购、产业基金投资等方式进行产业链的延伸和补充，需关注若投资的企业未来经营不达预期，公司将面临一定资产减值风险。截至2023年底其他权益工具投资、长期股权投资、商誉等资产合计6.07亿元，占总资产的比重为10.52%。其中，其他权益工具投资主要系对Binx Health Limited、iCubate, Inc.的股权投资，由于Binx Health Limited、iCubate, Inc.经营欠佳，2023年计入其他综合收益的损失为-1.11亿元。公司长期股权投资涵盖对广州中孚懿德股权投资合伙企业(有限合伙)、万孚（吉林）生物技术有限公司等联营企业，以及万孚卡迪斯有限公司等合营企业的投资；2023年公司新增对北京普译生物科技有限公司0.30亿元的长期股权投资；2024年3月底长期股权投资同比增长主要系对广州中孚懿德股权投资合伙企业（有限合伙）追加投资所致。公司商誉账面价值系并购天深医疗形成⁵。

⁵ 公司商誉账面原值合计为2.62亿元，其中并购天深医疗形成商誉1.11亿元，并购达成生物科技发展(苏州)有限公司（以下简称“达成生物”）形成商誉1.03亿元，并购北京莱尔生物医药科技有限公司（以下简称“北京莱尔生物”）形成商誉0.43亿元，并购宁波百士康生物科技有限公司（以下简称“宁波百士康”）形成商誉326.27万元，并购河南贝通医院管理有限公司（以下简称“河南贝通”）形成商誉261.15万元。2023年公司对并购北京莱尔生物形成的商誉计提减值准备395.24万元。截至2023年底，并购达成生物、北京莱尔生物、宁波百士康、河南贝通形成的商誉已全额计提减值准备。

截至2023年末，除货币资金受限0.07亿元外，其余资产无受限情形。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.70	17.54%	8.40	14.56%	11.63	18.45%
交易性金融资产	10.11	15.14%	7.22	12.52%	9.38	14.89%
应收账款	7.44	11.15%	5.98	10.36%	5.40	8.57%
存货	3.47	5.20%	3.51	6.09%	4.00	6.35%
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.00	3.18%
其他流动资产	6.93	10.39%	6.50	11.27%	0.15	0.25%
流动资产合计	40.50	60.69%	32.33	56.02%	33.50	53.17%
债权投资	2.16	3.24%	2.14	3.71%	7.20	11.43%
其他权益工具投资	0.89	1.34%	0.89	1.55%	2.00	3.18%
长期股权投资	4.54	6.80%	4.06	7.04%	3.64	5.77%
固定资产	10.07	15.09%	10.17	17.62%	9.64	15.30%
在建工程	3.39	5.08%	2.91	5.04%	1.99	3.16%
商誉	1.11	1.67%	1.11	1.93%	1.15	1.83%
非流动资产合计	26.24	39.31%	25.38	43.98%	29.51	46.83%
资产总计	66.74	100.00%	57.72	100.00%	63.01	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

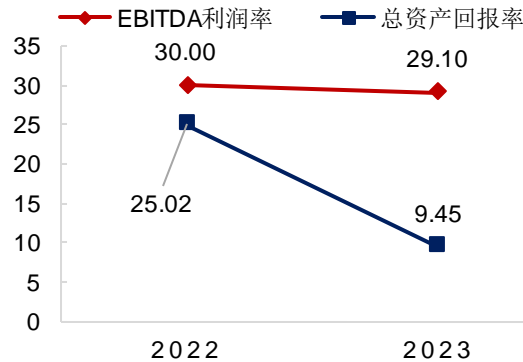
盈利能力

2023年公司常规检测业务同比快速增长，但由于非常规传染病检测业务回落常态、同比大幅下降，整体盈利能力同比有所下降，整体而言，公司销售毛利率有所提升，仍保持较强的盈利能力

2023年非常规传染病检测回归常态化发展，收入及毛利率均同比大幅下降。同期，公司常规检测收入同比快速增长，且毛利率水平相对较高的流感产品、心标检测产品占比提高拉动常规检测毛利率同比大幅提高。其中，国内常规检测收入同比快速增长主要系流感检测、慢性病化学发光检测收入快速增长所致；国外常规检测收入同比快速增长主要系市场营销工作恢复、仪器投放力度加大且新增俄罗斯等区域所致。

2023年公司分别实现营业收入27.65亿元、净利润4.87亿元，分别同比下降51.33%、59.04%，公司总资产回报率同比大幅下降，预计未来趋于平稳。由于营业收入规模同比大幅下降，而常规检测业务的销售费用、管理费用、研发费用相对刚性，2023年公司销售费用、管理费用、研发费用合计占营业收入的比重为45.39%，同比提高17.65个百分点，受此影响，公司EBITDA利润率同比小幅下降。

2024年1-3月，公司实现营业收入8.61亿元，同比增长3.54%；销售毛利率为66.30%，同比提高1.00个百分点；实现净利润2.20亿元，同比增长9.02%。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司财务政策相对稳健，跟踪期内主要通过股权融资、自身盈余积累满足资金需求，财务杠杆水平较低且呈下降趋势，盈余现金能较好覆盖总债务，整体偿债能力进一步增强

2023年公司非常规传染病检测业务大幅回落，刚性债务、经营性负债均同比下降。刚性债务方面，公司2022年新增2.00亿银行短期借款用于支付香港订单的采购款，该笔借款已于2023年一季度偿付。2024年3月底，公司刚性债务主要系应付本期债券。公司经营性负债主要系应付账款、合同负债。应付账款系应付供应商原材料货款及设备采购款；合同负债主要系预收货款及应付返利。2024年3月底，公司货币资金、理财产品、定期存款、定期及大额存单合计27.81亿元，能较好覆盖总债务、日常运营以及生产基地投资的资金需求，整体资金压力、债务偿付压力较小。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.04	11.59%
应付账款	1.79	15.58%	1.30	11.27%	3.20	18.15%
合同负债	0.67	5.82%	0.73	6.30%	2.36	13.40%
应付职工薪酬	0.87	7.54%	1.51	13.05%	1.65	9.34%
一年内到期的非流动负债	0.21	1.81%	0.19	1.64%	0.17	0.96%
流动负债合计	4.56	39.63%	4.84	41.85%	11.41	64.70%
应付债券	5.60	48.68%	5.53	47.78%	5.32	30.19%
租赁负债	0.37	3.23%	0.28	2.39%	0.11	0.63%
非流动负债合计	6.94	60.37%	6.73	58.15%	6.23	35.30%
负债合计	11.49	100.00%	11.57	100.00%	17.64	100.00%
总债务合计	6.18	53.72%	6.00	51.81%	7.65	43.37%

其中：短期债务	0.21	1.81%	0.19	1.64%	2.21	12.54%
长期债务	5.97	51.91%	5.81	50.17%	5.44	30.83%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023 年公司经营业务资金回笼情况尚可，收现比为 92.94%，同比略有下降。受非常规传染病检测业务大幅回落影响，2023 年公司经营活动净现金流、FFO 同比大幅下降。

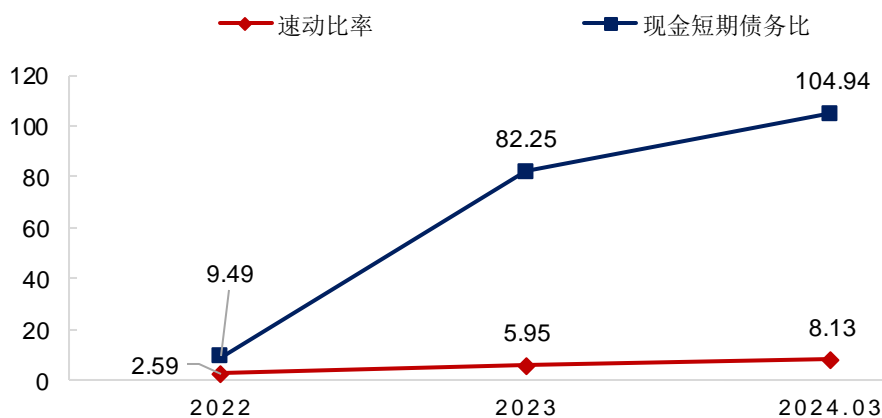
公司财务政策相对稳健，2023 年及 2024 年一季度主要通过股权融资、自身盈余积累满足自身运营与投资资金需求，财务杠杆水平较低且呈下降趋势。公司盈余现金规模较大，仍能较好覆盖总债务，净债务仍为负值。2023 年公司偿付短期借款、2024 年 3 月底向特定对象发行股票募集资金净额 6.89 亿元，跟踪期内公司流动性指标大幅提升。整体来看，公司偿债能力进一步增强。

表 14 公司现金流及杠杆状况指标（亿元）

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流	1.13	3.29	16.82
FFO	2.07	6.25	14.71
资产负债率	17.22%	20.05%	27.99%
净债务/EBITDA	--	-1.13	-0.71
EBITDA 利息保障倍数	--	26.88	54.86
总债务/总资本	10.05%	11.50%	14.43%
FFO/净债务	--	-68.87%	-120.82%
经营活动净现金流/净债务	-7.32%	-36.25%	-138.16%
自由现金流/净债务	-1.60%	11.47%	-90.26%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

公司为IVD生产企业，环保风险、安全生产风险较低，管理团队较为稳定；需关注公司2023年11月收到深圳证券交易所的监管函，公司信息披露管理仍有待加强

环境因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司无其他因违规经营或产品质量与安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员7名，其中独立董事3名，实际控制人之一王继华任董事长。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2024年5月末，公司组织架构图如附录三所示。公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。2024年6月，公司董事会进行换届选举，具体变动如下。此次人员变动延续公司干部队伍年轻化要求，系正常换届选举，对公司经营、财务影响较为有限。

表15 跟踪期内公司核心高管变动情况

姓名	变动前主要职务	变动后主要职务
李文美	董事	--
何小维	董事	监事
陈锦棋	独立董事	--
吴翠玲	监事	--
李大立	战略 BD 总监	董事、战略 BD 总监
赵亚平	副总经理	董事、副总经理
欧阳文晋	--	独立董事

注：李大立系实控人李文美、王继华夫妻的儿子，2022年加入万孚生物，曾任国内营销定量部上海省区经理，现任公司战略 BD 总监，干式生化、HbA1c 产品线负责人。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

深圳证券交易所2023年11月27日发布《关于对广州万孚生物技术股份有限公司的监管函》（创业板监管函〔2023〕第134号），指出公司未在预计触发转股价格修正条件的5个交易日前及时披露相关提示性公告，违反了深圳证券交易所《创业板股票上市规则（2023年8月修订）》及深圳证券交易所《上市

公司自律监管指引第15号-可转换公司债券》的相关规定。深圳证券交易所要求公司董事会充分重视上述问题，吸取教训，及时整改，杜绝上述问题的再次发生。

（二）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6月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月13日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

分级诊疗、医疗新基建、财政贴息等政策利好国有医疗器械企业发展，但随着IVD行业竞争加剧、集采等医保控费政策推进，国内市场公司产品面临一定降价压力，或对公司盈利能力造成一定不利影响。

公司拥有九大技术平台，形成了心脑血管疾病、炎症、肿瘤、传染病、毒检（药物滥用）、优生优育等检验领域的丰富产品线，研发投入规模仍较大，为公司中长期持续发展提供一定支持。此外，公司建立了“国内+国际”的营销体系，海外市场具有一定先发优势。公司经营活动现金生成能力较强，同时资产中货币资金、理财产品、定期及大额存单规模较大、占比较高，能较好覆盖日常运营资金需求、项目建设资金需求以及偿债资金需求。公司整体财务杠杆水平较低、偿债能力很强。2024年3月公司成功向特定对象发行股票，公司财务杠杆水平将进一步下降，偿债能力进一步增强。整体来看，公司抗风险能力强。

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“万孚转债”的信用等级为AA。

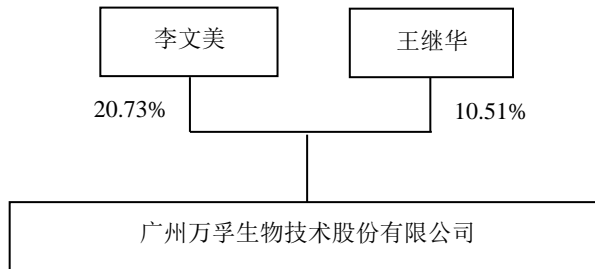
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	11.70	8.40	11.63	9.96
交易性金融资产	10.11	7.22	9.38	5.73
应收账款	7.44	5.98	5.40	4.98
存货	3.47	3.51	4.00	3.86
其他流动资产	6.93	6.50	0.15	0.10
流动资产合计	40.50	32.33	33.50	25.86
债权投资	2.16	2.14	7.20	4.12
长期股权投资	4.54	4.06	3.64	3.34
固定资产	10.07	10.17	9.64	8.52
在建工程	3.39	2.91	1.99	0.16
非流动资产合计	26.24	25.38	29.51	22.70
资产总计	66.74	57.72	63.01	48.56
短期借款	0.00	0.00	2.04	0.17
应付账款	1.79	1.30	3.20	4.00
合同负债	0.67	0.73	2.36	0.81
应付职工薪酬	0.87	1.51	1.65	1.36
应交税费	0.53	0.37	0.87	0.26
其他应付款	0.49	0.62	0.88	0.88
一年内到期的非流动负债	0.21	0.19	0.17	0.41
流动负债合计	4.56	4.84	11.41	7.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	5.60	5.53	5.32	5.11
租赁负债	0.37	0.28	0.11	0.10
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.54	0.55	0.56	0.30
递延收益-非流动负债	0.43	0.37	0.23	0.09
非流动负债合计	6.94	6.73	6.23	5.60
负债合计	11.49	11.57	17.64	13.52
总债务	6.18	6.00	7.65	5.79
所有者权益	55.24	46.15	45.38	35.04
营业收入	8.61	27.65	56.81	33.61
营业利润	2.52	5.49	13.68	6.92
净利润	2.20	4.87	11.90	6.33
经营活动产生的现金流量净额	1.13	3.29	16.82	6.65
投资活动产生的现金流量净额	-4.77	-1.13	-15.61	-7.85
筹资活动产生的现金流量净额	6.92	-5.42	0.35	-2.71

财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA (亿元)	2.44	8.05	17.04	9.45
FFO (亿元)	2.07	6.25	14.71	7.56
净债务 (亿元)	-15.48	-9.07	-12.18	-9.23
销售毛利率	66.30%	62.61%	51.82%	58.46%
EBITDA 利润率	--	29.10%	30.00%	28.11%
总资产回报率	--	9.45%	25.02%	15.46%
资产负债率	17.22%	20.05%	27.99%	27.84%
净债务/EBITDA	--	-1.13	-0.71	-0.98
EBITDA 利息保障倍数	--	26.88	54.86	34.04
总债务/总资本	10.05%	11.50%	14.43%	14.18%
FFO/净债务	--	-68.87%	-120.82%	-81.83%
经营活动现金流净额/净债务	-7.32%	-36.25%	-138.16%	-72.02%
自由现金流/净债务	-1.60%	11.47%	-90.26%	-22.58%
速动比率	8.13	5.95	2.59	2.78
现金短期债务比	104.94	82.25	9.49	27.15

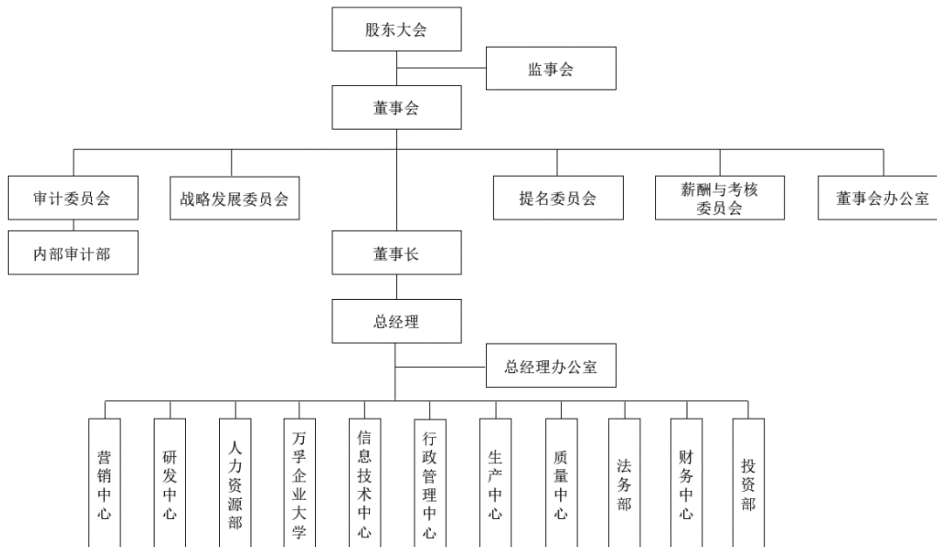
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州正孚检测技术有限公司	500.00	100.00%	检测服务等
万孚美国有限公司	910万美元	100.00%	医疗器械销售等
万孚生物（香港）有限公司	25,892.20 万港币	100.00%	海外投资管理等
广州众孚医疗科技有限公司	1,000.00	100.00%	医疗诊断设备制造等
广州万德康科技有限公司	1,000.00	100.00%	医疗管理等
广州万孚维康医学科技有限公司	7,000.00	95.00%	医疗器械销售等
广州万孚健康科技有限公司	2,000.00	51.00%	检测仪器制造等
北京万孚智能科技有限公司	2,000.00	51.00%	医疗器械销售等
达成生物科技发展（苏州）有限公司	3,270.52	51.00%	医疗器械体外诊断试剂生产、研发等
北京莱尔生物医药科技有限公司	4,285.71	53.33%	医药科技开发等
广州万孚倍特生物技术有限公司	800万美元	65.00%	生物技术转让服务等
广州为安生物技术有限公司	500.00	100.00%	生物医疗技术研究等
宁波百士康生物科技有限公司	2,000.00	98.50%	生物医疗技术研究等
广州万信产业发展有限公司	5,001.00	100.00%	投资
广东万孚智造科技有限公司	3,000.00	100.00%	生物技术开发、技术转让、技术咨询、技术推广服务
深圳天深医疗器械有限公司	103.45	100.00%	医疗器械仪器及试剂生产、研发、销售等
海南万信产业发展有限公司	900.00	100.00%	工程和技术研究和试验发展等
海南万孚科技有限公司	1,000.00	100.00%	医疗器械仪器及试剂生产、研发、销售等

资料来源：公司 2023 年年报、全国企业信息查询系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、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。