



# 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2022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2022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	A	AA-
评级展望	稳定	稳定
思创转债	A	AA-

## 评级观点

- 中证鹏元下调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”）的主体信用等级为 A，维持评级展望为稳定；下调“思创转债”的信用等级为 A。
- 本次评级下调主要是基于：2021 年公司再次被出具保留意见的审计报告，内部控制存在缺陷；公司因未按相关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收到中国证券监督管理委员会浙江监管局（以下简称“浙江证监局”）出具的警示函；主业盈利能力下降，叠加计提大额商誉及信用减值，利润大幅亏损，导致偿债能力指标弱化，加之总债务继续增长，偿债压力加大；仍存在商誉及信用减值风险；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；以及公司可能存在技术创新风险和募投项目收益存不确定性。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，公司 2021 年智慧医疗业务订单量保持增长，2022 年一季度业绩企稳。

## 未来展望

- 考虑到公司已大额计提商誉及信用减值，2021 年智慧医疗业务订单增长，2022 年一季度业绩企稳，中证鹏元维持公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 24 日

## 联系方式

**项目负责人：**罗力  
luol@cspengyuan.com

**项目组成员：**刘玮  
liuw@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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	48.33	48.64	47.10	42.25
归母所有者权益	22.15	21.80	29.35	28.92
总债务	20.97	20.76	12.54	9.20
营业收入	3.86	9.62	14.55	15.74
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.88	8.44	10.79
净利润	0.29	-7.34	0.97	1.46
经营活动现金流净额	-1.43	1.34	-0.10	0.04
销售毛利率	38.54%	18.27%	41.14%	40.53%
EBITDA 利润率	-	-9.11%	18.22%	21.65%
总资产回报率	-	-14.45%	3.43%	5.52%
资产负债率	53.72%	54.67%	36.55%	30.31%
净债务/EBITDA	-	-10.61	2.54	1.19
总债务/总资本	48.39%	48.49%	31.07%	25.50%
FFO/净债务	-	-26.78%	21.61%	54.31%
速动比率	1.75	1.59	1.89	1.99
现金短期债务比	1.23	1.37	0.91	0.85

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，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，围绕公立医院高质量发展、深化医改（三明模式）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，推动医疗健康信息互通共享，强化信息化建设在医疗卫生领域的支撑作用，助推医疗卫生信息化行业发展。
- **2022年1季度公司业绩企稳。**2021年公司智慧医疗业务新增订单及年末存量订单有所增长，2022年1季度该业务毛利率恢复，公司业绩稳中有升。

## 关注

- **公司再次被出具保留意见的审计报告，内部控制存在缺陷。**2021年公司部分供应商为关联方，且当年子公司医惠科技有限公司（以下简称“医惠科技”）对多家公司应收账款计提大额坏账准备。审计机构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，无法判断公司上述交易和相关调整事项的商业实质及其真实性、公允性、合理性，以及对上述应收账款计提坏账准备的恰当性。同时，该些事项反映公司内部控制存在缺陷，对财务报表可能产生相关潜在影响。
- **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收到浙江证监局出具的警示函。**2021年10月，公司及原大股东杭州思创医惠集团有限公司（以下简称“医惠集团”）收到浙江证监局《关于对杭州思创医惠集团有限公司采取出具警示函措施的决定》（[2021]83号）和《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》（[2021]84号），因医惠集团及关联方在2018年至2020年期间占用公司对外支付的采购款和股权转让款累计发生额33,845.70万元未按规定履行上述资金占用事项信息披露义务，浙江证监局决定对医惠集团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；因公司未及时对上述关联交易履行相应决策程序，未按规定履行信息披露义务，浙江证监局决定对公司、董事长兼时任总经理章笠中、财务总监王凛、时任董事会秘书孙新军分别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6月，公司收到浙江证监局下发的《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、王凛、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。
- **公司董事、监事及高级管理人员发生较大变更。**2021年8月公司换届选举后，董事、监事发生较大变动，同年11月原财务负责人因个人原因离任；随着大股东变更，2022年5月公司发布公告对董事会成员进一步调整；上述人员变动对公司未来经营发展影响有待观察。
- **公司主业盈利能力大幅下降，利润大幅亏损。**公司主业包括智慧医疗与商业智能两大板块，受芯片短缺及价格上涨，以及疫情期间复工延迟及项目建设进度缓慢、项目验收延后、成本支出增加等综合影响，2021年公司主业收入及毛利率明显下降，叠加大额计提商誉及信用减值，当年利润大幅亏损。
- **2021年公司商誉大规模减值，仍需关注商誉减值风险。**公司智慧医疗业务主要由子公司医惠科技负责，经评估，医惠科技包含商誉的资产组或资产组组合可收回金额为16.85亿元，账面价值19.37亿元，2021年确认商誉减值损失2.52亿元；考虑到截至2021年末公司账面仍存在4.19亿元商誉，需继续关注公司商誉减值风险。
- **2021年公司应收账款坏账准备大幅增加，仍需关注应收账款坏账风险。**2021年公司计提坏账准备同比增长1.30亿元，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。
- **公司偿债压力加大。**2021年以来公司总债务保持增长，大幅亏损导致杠杆率提高、偿债能力指标弱化。
- **需关注公司可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况。**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，本期债券募投项目能否实现预期收益尚待观察。



### 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	210.71	183.05	74.96	56.10	48.63
营业收入	108.84	87.35	27.50	18.99	9.62
净利润	3.78	10.32	3.54	4.14	-7.34
经营性净现金流	6.14	7.83	3.68	1.76	1.34
销售毛利率	23.20%	26.16%	46.35%	54.22%	18.27%
资产负债率	48.95%	49.72%	27.42%	14.96%	43.57%

注：以上各指标均为 2021 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
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

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	3
	公司规模	4		EBITDA 利息保障倍数	5
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	1
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	4		盈利状况	极其弱
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	1	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		很大
指示性信用评分					bbb+
调整因素	重大特殊事项、补充调整		调整幅度	2	
独立信用状况					a
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					A

### 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
AA-/稳定	AA-	2021-6-28	罗力、万蕾	<a href="#">软件与服务企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2020-6-22	罗力、万蕾	<a href="#">软件开发企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	8.17	2021-6-28	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2021年末，“思创转债”募集资金账户余额2.43亿元<sup>1</sup>。

## 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63名不符合条件的激励对象已授予但尚未解除限售的3,281,600股限制性股票进行回购注销，2022年3月末公司总股本减至8.66亿股。2021年9月，云海链控股股份有限公司（原名“海南南海云控股股份有限公司”，以下简称“云海链”）与公司原第一大股东医惠集团及其实际控制人、公司董事长章笠中先生签署了《股份转让协议》、《表决权委托协议》以及《一致行动协议》，医惠集团拟向云海链转让其持有公司的6,085.88万股流通股，总价款为人民币4.00亿元，并于2021年10月完成过户；同时，医惠集团及章笠中先生将其剩余合计持有公司的5,465.50万股股份的表决权无条件且不可撤销地委托给云海链。2022年3月末，前十大股东合计持有公司27.49%股权，公司无实际控制人。

**表1 截至2022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	7.24%	0	-
云海链控股股份有限公司	60,858,803	7.03%	60,858,803	-
杭州思创医惠集团有限公司	30,053,809	3.47%	0	质押 25,808,366 股 冻结 5,762,382 股 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> 应结余募集资金 6.43 亿元，其中 4 亿元购买结构性理财产品尚未到期。

<sup>2</sup> 该冻结股份数量为 2022 年 6 月 10 日公司公告数据。

章笠中	24,601,203	2.84%	18,450,902	质押 24,409,597 股
方振淳	23,231,471	2.68%	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	1.55%	0	-
全国社保基金一一八组合	6,457,399	0.75%	0	-
杭州博泰投资管理有限公司	6,006,776	0.69%	4,505,082	-
陈武峰	5,580,100	0.64%	0	-
香港中央结算有限公司	5,081,555	0.59%	0	-
<b>合计</b>	<b>238,063,530</b>	<b>27.49%</b>	-	-

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：公司提供

2021年8月，公司换届选举，董事、监事发生较大变更；2021年11月原财务负责人王凇因个人原因离任并聘任陈云昌为公司财务负责人。

**表2 2021 年公司董事、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
华松鹭	副董事长、总经理	被选举	2021.8.18	换届选举、聘任
温作客	董事、副总经理	被选举	2021.8.18	换届选举、聘任
鲁丽娟	董事、董事会秘书	被选举	2021.8.18	换届选举、聘任
陈磊	独立董事	被选举	2021.8.18	换届选举
梁立	独立董事	被选举	2021.8.18	换届选举
曾爱民	独立董事	被选举	2021.8.18	换届选举
徐方娇	职工代表监事，监事会主席	被选举	2021.8.18	换届选举、职工代表大会选举为职工监事
陈云昌	财务负责人	聘任	2021.11.10	董事会聘任
孙新军	原副董事长、副总经理，董事会秘书	任期届满离任	2021.8.18	换届离任
周燕儿	原董事、副总经理	任期届满离任	2021.8.18	换届离任
王凇	原财务负责人	离任	2011.11.10	个人原因
蔡在法	原独立董事	任期届满离任	2021.8.18	连续担任公司独立董事满六年，换届离任
张立民	原独立董事	任期届满离任	2021.8.18	连续担任公司独立董事满六年，换届离任
严义	原独立董事	任期届满离任	2021.8.18	连续担任公司独立董事满六年，换届离任
汪骏	原职工代表监事，监事会主席	任期届满离任	2021.8.18	换届离任

资料来源：公司 2021 年年度报告

根据公司2022年5月14日发布的《关于改选公司董事会部分成员的公告》并经2022年5月23日召开的2021年年度股东大会审议通过，选举朱以明、丁燕为公司第五届董事会非独立董事，赵合宇先生、刘银先生为公司第五届董事会独立董事。因岗位调整原因，鲁丽娟女士提请辞去公司第五届董事会董事职务，

辞职后仍将担任公司董事会秘书职务；温作客先生提请辞去公司第五届董事会董事职务，辞职后仍将担任公司副总经理职务。此前，公司董事会收到独立董事曾爱民先生、陈磊先生提交的《辞职报告》，辞职后，曾爱民先生、陈磊先生将不再担任公司任何职务。根据公司2022年5月31日发布的《思创医惠科技股份有限公司第五届董事会第十一次会议决议公告》，选举朱以明为公司第五届董事会联席董事长；同日华松驾辞去副董事长职务，仍担任公司董事及总经理。

2021年10月，公司及原大股东医惠集团收到浙江证监局《关于对杭州思创医惠集团有限公司采取出具警示函措施的决定》（[2021]83号）和《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》（[2021]84号），因医惠集团及关联方在2018年至2020年期间占用公司对外支付的采购款和股权转让款累计发生额33,845.70万元未按相关规定履行上述资金占用事项信息披露义务，浙江证监局决定对医惠集团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；因公司未及时对上述关联交易履行相应决策程序，未按相关规定履行信息披露义务，浙江证监局决定对公司、董事长兼时任总经理章笠中、财务总监王凇、时任董事会秘书孙新军分别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。公司针对股东占款采取占款收回、更新管理制度、优化内控体系、加强内审监督等方式进行整改，并于2021年4月30日前收回占款。

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、华松驾、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。

2021年公司对广州理德物联网科技有限公司持股比例由68%降至20%，对杭州慧胜科技有限公司持股比例由65%降至40%，上述原子公司不再纳入合并报表范围，计入长期股权投资科目；同年公司注销无锡市仁医医疗人工智能研究院。截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围子公司15家，详见附录三。

**表3 2021年-2022年3月末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	现持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
广州理德物联网科技有限公司	20%	500	商业智能	持股比例下降
杭州慧胜科技有限公司	40%	500	智慧医疗	持股比例下降
无锡市仁医医疗人工智能研究院	0%	150	软件与信息服务	注销

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境



**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

## 国家医疗体制改革进一步深化，政策继续助推医疗卫生信息化行业发展

近年来中国国内和全球疫情多次反复，进入常态化防控阶段，对于医院等医疗机构的日常运营产生了直接影响。2021年3月我国发布了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，提出全面推进健康中国建设和实施积极应对人口老龄化国家战略。

“十四五”时期，在新一代信息技术的赋能下，围绕公立医院高质量发展、深化医改（三明模式）、医防融合、“互联网+医疗健康”、“五个一”服务行动、互联网+医保等重点工作，国务院、国家卫健委等机构出台了一系列的政策和文件，稳步推进健康中国战略；同时各级政府大力推动数字化转型，数字空间成为城市新的数字基础设施，数据成为基础资源，推动各个行业，包括医疗卫生健康行业的服务内容和服务模式创新。国家政策的推动对医疗信息化行业的发展均有深远的意义，信息化政策是我国医疗卫生信息化行业发展的核心驱动力。

**表4 2021年医疗卫生信息化行业政策梳理**

发布时间	发布机构	政策名称	主要内容
2021.2	国家卫健委	《电子病历系统应用水平分级评价工作规程和专家管理办法》	对电子病历应用水平 0-4 级的医院每年度进行监督检查，不合格取消评价结果；不合格率超过 30%，驳回该年度该省全部审核结果。每年对既往通过 5 级以上的医院进行监督检查，不合格的取消结果
2021.6	国务院	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	公立医院推进医学技术和医疗服务模式创新，强化信息化支撑作用
2021.6	国务院	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》	坚持预防为主，加强公共卫生体系建设等；并要求制定全国医疗卫生机构医疗健康信息互通共享实施方案，破除信息壁垒，促进数据共享互通
2021.10	国家卫健委	《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）》	将信息化作为医院基本建设的优先领域，建设电子病历、智慧服务、智慧管理“三位一体”的智慧医院信息系统，完善智慧医院分级评估顶层设计；提高医疗服务的智慧化、个性化水平，推进医院信息化建设标准化、规范化水平，落实国家和行业信息化标准

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**信息技术发展拓宽医疗信息化应用场景，疫情防控常态化对行业提出新要求，市场竞争格局分散，行业集中度呈上升趋势**

在健康中国建设、深化医疗改革的背景下，人民群众多层次多样化的健康需求不断增长，智慧医院和分级诊疗发展不断明晰和规范，同时信息技术的进一步发展，使物联网、5G、大数据分析、AI、云计算等技术与医疗相结合，提供了更为便捷的医疗数据集采、传输、分析服务。医疗卫生信息化行业也将逐步从以往以流程建设为主向以患者为中心的面向诊疗过程以提高医疗服务水平的方向发展，市场建设需求将持续稳定增长。

同时，在疫情防控常态化和数字化转型背景下，医疗服务、健康服务、数字治理将产生新的变化，比如：基于云平台的服务内容和服务模式的加速、医防融合等。同时疫情反复对医疗信息化行业产生一定影响，比如：疫情影响下客户的预算调整、医院防疫工作要求增加影响商业活动安排和人员流动等。

市场竞争方面，目前行业内厂商众多，且区域分布较为明显，市场份额较为分散。综合IDC对中国医疗信息化规模以及前瞻产业研究院对东软集团股份有限公司（以下简称“东软集团”）、东华软件股份有限公司等上市公司医疗信息化业务营收统计情况，我国医疗信息化行业CR5为40%左右，CR10为56%左右，排名第一的东软集团市场份额不足14%，行业格局较为分散，但行业集中度呈上升趋势。当下面对不断增长的行业规模及不断深化的行业需求，行业大额订单比例正在不断增加，而行业中的头部公司依靠较强的综合服务能力拿单优势明显，将充分受益；同时，头部公司多为上市公司，能够借助资本市场通过并购扩大市场份额及丰富自身产品线，行业集中度预计将会进一步提升。

**表5 医疗卫生信息化行业内主要厂商财务指标情况（单位：亿元）**

项目	企业名称	2021年	2020年	2019年
总资产	东华软件	210.71	188.83	168.35
	东软集团	183.05	164.08	145.32
	卫宁健康	74.96	60.57	51.19
	思创医惠	48.63	47.22	42.25
	创业慧康	56.10	52.49	35.90
营业收入	东华软件	108.84	91.67	88.49
	东软集团	87.35	76.22	83.66
	卫宁健康	27.50	22.67	19.08
	思创医惠	9.62	14.71	15.74
	创业慧康	18.99	16.33	14.80
净利润	东华软件	3.78	5.46	5.78
	东软集团	10.32	-0.17	-1.67
	卫宁健康	3.54	5.06	3.96
	思创医惠	-7.34	1.07	1.46
	创业慧康	4.14	3.36	3.19
经营活动净现金流	东华软件	6.14	3.26	3.02
	东软集团	7.83	5.60	4.16
	卫宁健康	3.68	3.90	2.33
	思创医惠	1.34	-0.10	0.04
	创业慧康	1.76	2.71	0.80

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### **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6 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。因芯片短缺限制商业智能产品产销，2021年公司商业智能收入有所下降；疫情期间复工延迟及项目建设进度缓慢、项目验收延后导致智慧医疗板块收入大幅减少，综上，2021年公司营业收入同比下降33.93%至9.62亿元。受原材料价格上涨、收入确认延迟等因素叠加影响，2021年公司销售毛利率显著下滑，其中智慧医疗业务毛利率同比下降38.68个百分点。2022年一季度公司主业收入有所好转，同比增长17.29%，较2020年同期增长15.82%，智慧医疗业务毛利率也大幅恢复。

**表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商业智能	1.50	22.60%	5.01	24.64%	5.90	28.10%
智慧医疗	2.36	48.70%	4.61	11.34%	8.65	50.02%
合计	3.86	38.54%	9.62	18.27%	14.55	41.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年智慧医疗项目订单有所增长，但受收入确认方式调整、智慧医疗项目进度缓慢及成本支出加大等叠加影响，智慧医疗业务盈利能力明显下降**

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，软件研发及服务平台构建阶段，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。2021年公司与海南省人民医院等客户签署智慧医疗服务订单，当年公司智慧医疗业务新增订单量及存量订单均有所增长。因疫情期间复工延迟及项目建设进度缓慢、项目验收延后，同时公司确认收入方式由原来进入试运营期即确认收入转变为取得验收报告后确认收入，造成收入确认时点后移，当年智慧医疗仅实现4.61亿元收入，同比大幅下降。同时，因项目进度缓慢、成本支出加大等叠加影响，智慧医疗业务毛利率自2020年的50.02%下降至2021年的11.34%。

**表8 2021年公司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	医院信息化建设合项目	17,161.67
客户二	医疗业务云信息化项目	7,700.00
客户三	数据中心	5,718.00
客户四	信息平台	5,000.00
客户五	硬件销售	4,874.64
客户六	信息平台及智慧架构	4,079.96
客户七	信息化平台建设	3,890.00
客户八	信息平台	3,875.45
客户九	数据交换	3,810.15
客户十	硬件销售	3,467.16

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### **跟踪期内全球芯片供应短缺制约公司商业智能产品生产及销售，同时主要原材料价格上涨影响产品毛利**

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，需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。

2021年全球芯片供应短缺掣肘公司物联网RFID产品生产，当年相关产品收入有所下降，整体商业智能收入由2020年的5.90亿元下降至2021年的5.01亿元。当前全球芯片供需错配问题仍待解决，公司已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。因芯片、金属、塑料粒子等原材料价格均有不同程度增长，而产品定价调整有一定滞后性，导致2021年公司商业智能业务毛利率下滑至24.64%。

**表9 公司商业智能产品产销情况（单位：万只）**

项目	2021年	2020年
销售量	223,240	258,326
生产量	221,604	257,631
库存量	39,299	40,935

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

**公司下游客户相对分散，但第一大客户相对稳定且销售金额占比较高，2021年前五大供应商集中度下降，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，受智慧医疗收入下滑影响，2021年公司国内销售收入及占比均有所下降。公司下游客户相对分散，但第一大客户相对稳定且销售金额占比较高，2021年对前五大客户合计销售额占营业收入的比重小幅增长，其中对第一大客户销售收入占比为13.67%。

**表10 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
国外销售	3.79	39.44%	3.72	25.59%
国内销售	5.82	60.56%	10.83	74.41%
<b>合计</b>	<b>9.62</b>	<b>100%</b>	<b>14.55</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司2019-2020年年度报告，中证鹏元整理

**表11 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
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%	
	<b>合计</b>	-	<b>2.20</b>	<b>22.85%</b>	
	2020年	客户一	商业智能	1.78	12.13%
		客户二	智慧医疗	0.49	3.35%
		客户三	智慧医疗	0.46	3.10%
客户四		智慧医疗	0.29	1.94%	
客户五		智慧医疗	0.27	1.81%	
	<b>合计</b>	-	<b>3.29</b>	<b>22.33%</b>	

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，2021年前五大供应商集中度有所下降。

2021年医惠科技向杭州易捷医疗器械有限公司<sup>3</sup>、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<sup>4</sup>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，公司对前述部分交易对手存在投资行为，系公司关联方。

**表12 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
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%
		<b>合计</b>	-	<b>1.32</b>
2020年	供应商一	商业智能	0.49	5.35%
	供应商二	商业智能	0.44	4.86%
	供应商三	智慧医疗	0.41	4.48%
	供应商四	智慧医疗	0.34	3.69%
	供应商五	智慧医疗	0.33	3.68%
		<b>合计</b>	-	<b>2.01</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年子公司医惠科技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，需持**

<sup>3</sup> 2021年12月，公司将持有其79.362万元股权转让，转让后不再持有其股权。

<sup>4</sup> 通过参股公司杭州盈网科技有限公司持有其28.5%股权。

## 持续关注公司商誉减值风险

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（2022）第200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16.85亿元，账面价值19.37亿元，本期应确认商誉减值损失2.52亿元，上述减值损失均归属于公司确认。

2021年度经执行减值测试，EWELL HONGKONG LIMITED公司可收回金额为3,124.08万元，账面价值（包括商誉）为4,768.94万元，发生减值，按公司持股比例计算确认商誉减值准备486.55万元。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和杭州丰廪医健股权投资合伙企业（有限合伙）等数十家企业，2021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0.23亿元。

综上，2021年医惠科技主导的智慧医疗板块业绩表现下滑，且公司对外投资持续亏损，需继续关注公司商誉减值风险。

**表13 公司商誉构成（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
Comercial GL Group S.A.	946.36	2.26%	946.36	1.40%
杭州思创超讯科技发展有限公司	432.83	1.03%	432.83	0.64%
医惠科技有限公司	39,774.14	94.84%	64,990.07	96.08%
杭州华洁医疗科技有限公司	782.78	1.87%	782.78	1.16%
EWELL HONGKONG LIMITED	0.00	0.00%	486.55	0.72%
<b>合计</b>	<b>41,936.11</b>	<b>100%</b>	<b>67,638.59</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 公司加大智慧医疗和商业智能研发投入，需关注可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况

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，2021年公司扩大研发投入，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

中成功解决双频软标二次封装过程中出现的技术问题，实现异形RFID INLAY全自动贴标等，当年公司及子公司共获得发明专利7项，实用新型专利27项，软件著作权79项。

**表14 公司研发投入情况（单位：人、亿元）**

项目	2021年	2020年
研发人员数量	1,207	1,105
研发人员数量占比	57.42%	47.96%
研发投入金额	2.14	2.03
研发投入占营业收入比例	22.28%	13.96%

资料来源：公司2021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，但募投项目进展缓慢，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）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告、保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，2020年数据因差错更正及会计政策变更调整采用2021年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。截至2022年3月末，公司合并范围内一级子公司共15家。2021年公司被出具保留意见的审计报告理由如下：

- 2021年公司发现部分2020年收入确认依据不足，对相关收入进行了差错更正，采用追溯重述法调减2020年度营业收入1,600.90万元、营业成本362.54万元。
- 2021年度，公司子公司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。公司对上述部分企业进行了投资，上述部分交易对手为公司关联方。
- 截至2021年末，医惠科技对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的应收账款账面余额9,204.40万元，已计提坏账准备6,424.79万元，应收账款账面价值2,779.61万元。

审计机构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，无法判断公司上述交易和相关调整事项的商业实质及其真实性、公允性、合理性，以及对上述应收账款计提坏账准备的恰当性。该些事项反映公司内部控制存在缺陷，对财务报表可能产生相关潜在影响。

## 资产结构与质量

公司资产规模存在一定波动，但占比较高的应收账款及商誉计提大额坏账及减值准备，未来仍需关注应收账款坏账及商誉减值风险

受债务变化及经营业绩综合影响，跟踪期内公司资产规模存在一定波动，2022年3月末公司资产总额48.33亿元，流动资产占比53.68%。随着思创转债发行推动筹资活动现金净流入额大幅增加及经营活动现金净流入，2021年末公司货币资金增至7.81亿元，其中0.32亿元因作为保证金及诉讼冻结使用受限，2022年3月末主要因经营性现金流出而减至6.02亿元。2021年末公司应收账款账面价值因计提坏账准备大幅增加而减至8.78亿元，当年计提坏账准备同比增长1.30亿元，主要来自智慧医疗业务板块，2022年3月末公司应收账款较年初有所增长，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。由于公司向杭州易捷医疗器械有限公司、浙杭州菲诗奥医疗科技有限公司等采购的被服柜和睡眠仪以及其他软硬件产品部分未对外销售，2021年末存货账面价值增加，主要包括库存商品1.62亿元、合同履约成本0.91亿元和原材料0.43亿元。公司合同资产主要为智慧医疗合同项目投入。公司其他流动资产主要系4.00亿元理财产品。

公司长期股权投资主要系对联营企业投资，随着公司新增投资杭州连帆科技有限公司、金东云联(深圳)国际生物科技有限公司等股权，2021年末账面价值有所提高；当年计提减值0.28亿元，未来亦需关注长期股权投资减值风险。受医惠中心项目完工并转入固定资产和投资性房地产科目，上述两科目资产规模均有所增长，但医惠中心项目产权证尚未办妥。公司无形资产主要系软件及土地使用权。受医惠科技计提商誉价值准备2.52亿元影响，公司商誉规模减少，未来仍需关注业绩波动引起的商誉减值风险。

整体来看，公司资产规模存在一定波动，但占比较高的应收账款及商誉计提大额坏账及减值准备，考虑到上述资产规模仍较大，部分应收账款账龄较长，智慧医疗业务业绩有待观察，未来仍需关注应收账款坏账及商誉减值风险；此外，2021年末公司包括货币资金、固定资产、无形资产和投资性房地产在内的账面价值5.96亿元资产使用受限。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.02	12.46%	7.81	16.07%	6.08	12.91%
应收账款	9.83	20.33%	8.78	18.06%	10.13	21.51%
存货	3.10	6.41%	3.14	6.45%	2.14	4.55%
合同资产	1.48	3.06%	1.24	2.55%	1.64	3.49%
其他流动资产	4.55	9.42%	4.13	8.49%	1.26	2.68%
<b>流动资产合计</b>	<b>25.95</b>	<b>53.68%</b>	<b>26.05</b>	<b>53.56%</b>	<b>23.47</b>	<b>49.84%</b>
长期股权投资	4.02	8.33%	4.00	8.23%	3.77	7.99%
投资性房地产	3.66	7.57%	3.69	7.60%	0.57	1.20%



固定资产	5.86	12.12%	6.11	12.57%	4.18	8.88%
无形资产	1.76	3.65%	1.72	3.53%	1.56	3.32%
商誉	4.19	8.68%	4.19	8.62%	6.76	14.36%
非流动资产合计	22.39	46.32%	22.58	46.44%	23.62	50.16%
资产总计	48.33	100.00%	48.64	100.00%	47.10	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

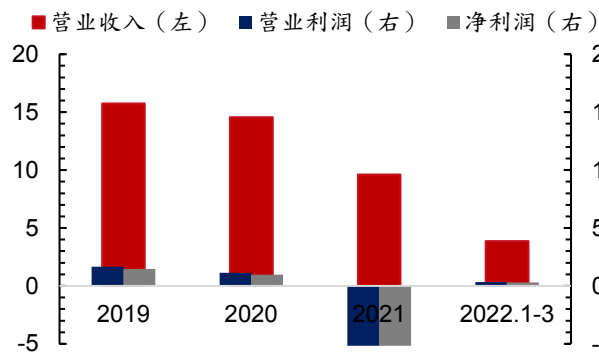
## 盈利能力

**2021年公司主业盈利能力下降、期间费用增加及计提大额减值损失导致经营业绩大幅亏损，2022年1季度公司业绩企稳**

由于疫情期间复工延迟及项目建设进度缓慢、项目验收延后，2021年公司商业智能及智慧医疗板块收入均有所下降导致营业收入同比下降33.93%，叠加原材料价格上涨、芯片短缺影响，公司销售毛利率大幅下降22.87个百分点。2021年公司市场推广费增加及总债务增长导致销售费用及财务费用增加，同年公司计提大额商誉及信用减值。上述因素导致2021年净利润大幅亏损7.34亿元。受经营亏损影响，公司EBITDA利润率及总资产回报率均大幅下降。

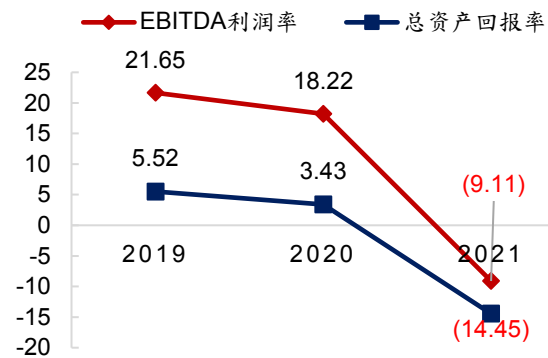
随着2021年订单量增加，2022年1季度公司经营业绩企稳，当期实现营业收入3.86亿元，同比增长17.29%，净利润同比持平。

图1 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图2 公司盈利能力指标情况（单位：%）



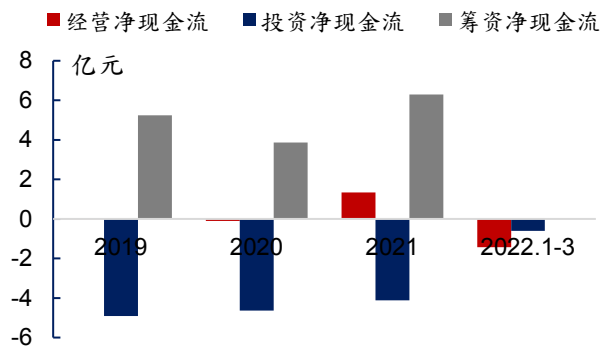
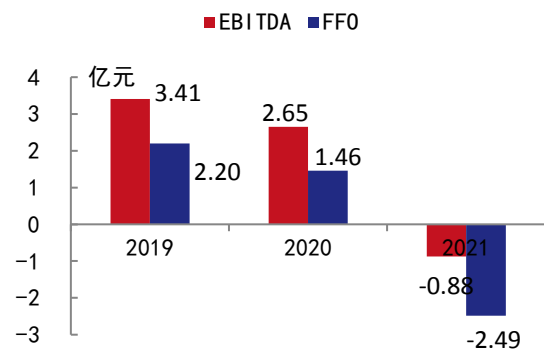
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**2021年公司主业现金生成能力下降，保证金收回及股东还款改善公司经营现金流**

2021年公司主业盈利能力下降及期间费用增加导致EBITDA及FFO均有所减少，主业现金生成能力下降；受益于收回2020年支付票据、保函、承兑保证金较多以及收到医惠集团还款，当年公司经营活动现金净流入1.34亿元。公司投资活动现金流主要表现为买卖理财产品及结构性存款、股权投资及出售、

医惠中心项目建设支出等，受理财产品净买入及项目建设支出影响，2021年公司投资活动现金净流出4.12亿元。随着公司成功发行“思创转债”，2021年筹资活动现金净流入6.30亿元，当年筹资活动现金流入来自银行借款、发行债券，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息以及回购库存股及员工激励限制性股票。

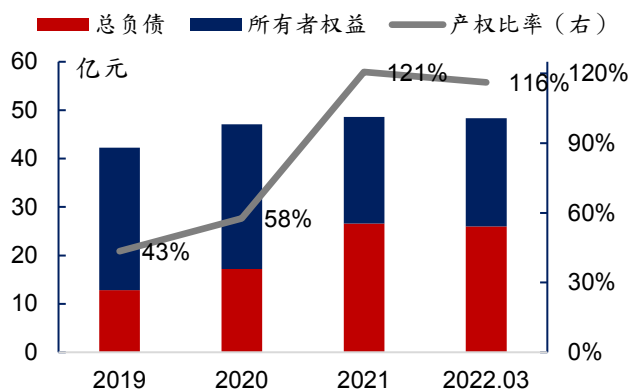
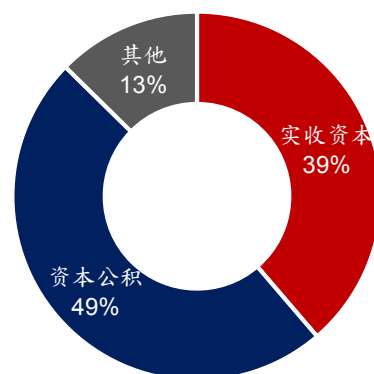
**图3 公司现金流结构**

**图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

**公司总债务增长，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**

受经营亏损及债务增长叠加影响，2021年末公司所有者权益减至22.05亿元，总负债增至26.59亿元，上述因素叠加导致产权比率提高至121%，权益资本对债务的保障能力下降；2022年1季度公司利润累积及债务减少推动产权比率有所下降。2022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5 公司资本结构**

**图6 2022年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着“思创转债”成功发行，2021年末公司非流动负债占比提升，2022年3月末因长期借款增加非

流动负债占比进一步提高。2021年末，公司短期借款包括信用借款3.99亿元和福费廷融资0.65亿元；随着应付货款及医惠中心项目建设支出款增加，当年末应付账款余额增加；合同负债主要为预收货款；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款；长期借款包括信用借款3.85亿元、信用+抵押借款2.00亿元；应付债券来自“思创转债”。

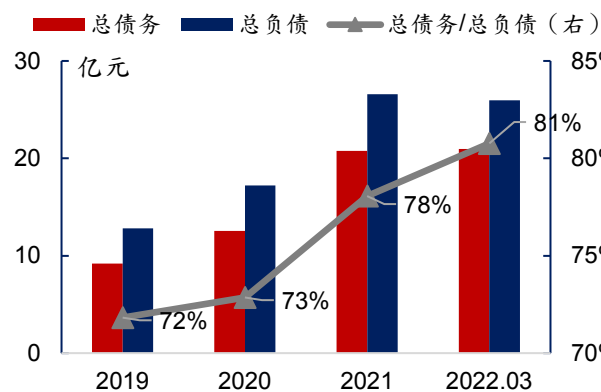
**表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.73	18.23%	4.64	17.44%	5.36	31.11%
应付账款	2.60	10.02%	3.23	12.14%	2.12	12.29%
合同负债	0.57	2.20%	0.89	3.33%	0.25	1.46%
一年内到期的非流动负债	3.01	11.59%	3.54	13.32%	1.23	7.12%
<b>流动负债合计</b>	<b>13.06</b>	<b>50.31%</b>	<b>14.37</b>	<b>54.04%</b>	<b>11.28</b>	<b>65.51%</b>
长期借款	6.45	24.85%	5.85	21.99%	5.79	33.63%
应付债券	6.40	24.65%	6.32	23.77%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.90</b>	<b>49.69%</b>	<b>12.22</b>	<b>45.96%</b>	<b>5.94</b>	<b>34.49%</b>
<b>负债合计</b>	<b>25.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.21</b>	<b>100.00%</b>

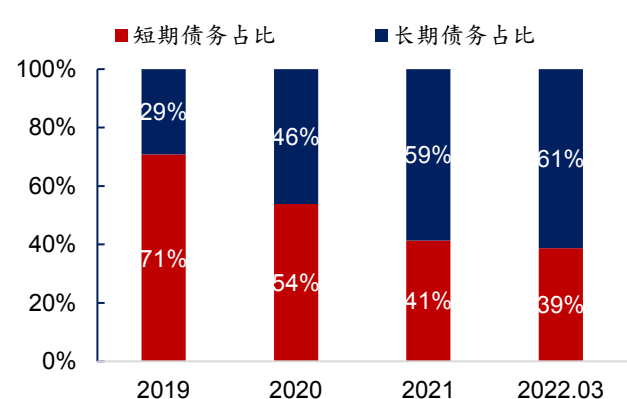
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着“思创转债”发行及融资规模扩大，2022年3月末公司总债务增至20.97元，长期债务占比亦随之提升至61.29%。

**图7 公司债务占负债比重**



**图8 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

受债务增长及经营亏损叠加影响，2021年末公司资产负债率明显提升。因业绩大幅亏损，2021年公司EBITDA及FFO对债务本息的保障能力减弱，经营亏损导致总资本减少，其对总债务保障能力亦趋弱。

**表17 公司杠杆状况指标**

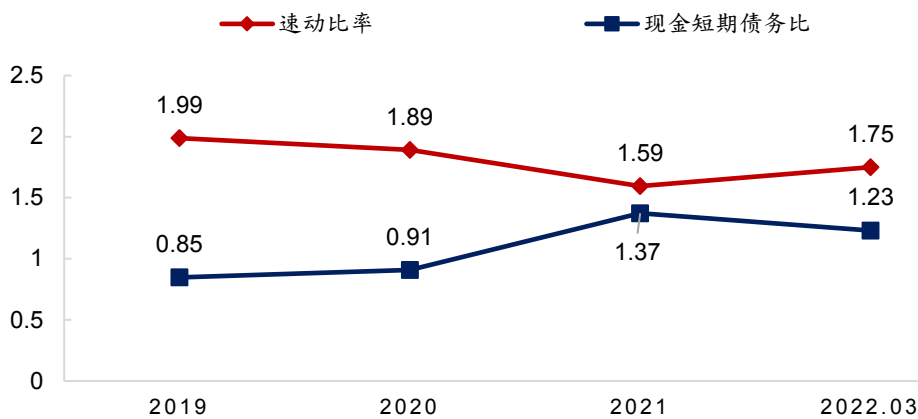
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
------	---------	-------	-------

资产负债率	53.72%	54.67%	36.55%
净债务/EBITDA	-	-10.61	2.54
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.88	8.44
总债务/总资本	48.39%	48.49%	31.07%
FFO/净债务	-	-26.78%	21.61%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

受流动负债增长较快影响，2021年末公司速动比率有所下降，而“思创转债”成功发行叠加经营性现金净流入推动公司现金类资产明显增加，公司现金短期债务比有所提升。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2021年末公司仍具有一定规模的银行授信，但考虑2021年公司经营业绩大幅亏损，且连续两年被审计机构出具保留意见的审计报告，将对公司再融资能力产生一定不利影响。

**图9 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月7日），公司本部及子公司医惠科技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“思创转债”按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、抗风险能力分析

公司主营业务分为智慧医疗与商业智能两大板块，2021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；2021年公司智慧医疗

业务订单量有所增长，2022年一季度业绩企稳。但公司再次被出具保留意见的审计报告，反映公司内部控制存在缺陷；公司因未按相关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收到浙江证监局出具的警示函；芯片短缺及价格上涨，以及疫情期间复工延迟及项目建设进度缓慢、项目验收延后、成本支出增加等综合导致公司2021年主业盈利能力下降，叠加大额计提商誉及信用减值，当年利润大幅亏损，进而导致公司偿债能力指标弱化，加之总债务继续增长，公司偿债压力加大；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，公司仍存在商誉及信用减值风险；2021年以来公司董事、监事及高级管理人员发生大规模变动，其对公司未来经营发展影响有待观察；此外，需关注公司可能面对的技术创新风险以及募投项目收益实现情况。受上述因素综合影响，公司抗风险能力下降。

## 九、结论

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A，维持评级展望为稳定，下调“思创转债”的信用等级为A。

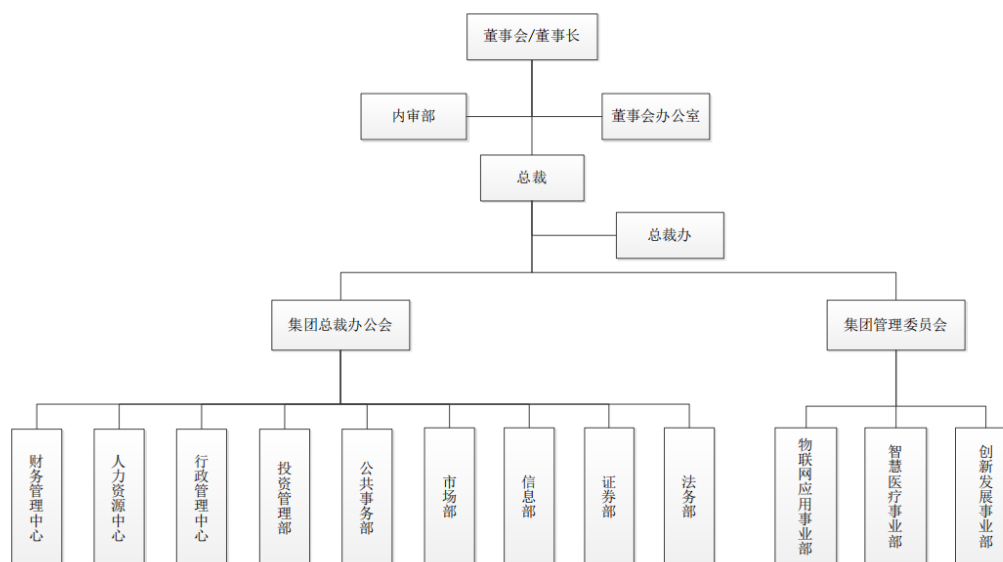


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.02	7.81	6.08	5.32
应收账款	9.83	8.78	10.13	10.57
流动资产合计	25.95	26.05	23.47	22.55
固定资产	5.86	6.11	4.18	3.50
非流动资产合计	22.39	22.58	23.62	19.69
资产总计	48.33	48.64	47.10	42.25
短期借款	4.73	4.64	5.36	5.07
应付票据	0.37	0.41	0.17	0.36
应付账款	2.60	3.23	2.12	1.78
一年内到期的非流动负债	3.01	3.54	1.23	1.08
流动负债合计	13.06	14.37	11.28	10.11
长期借款	6.45	5.85	5.79	2.69
应付债券	6.40	6.32	0.00	0.00
非流动负债合计	12.90	12.22	5.94	2.69
负债合计	25.97	26.59	17.21	12.80
总债务	20.97	20.76	12.54	9.20
归属于母公司的所有者权益	22.15	21.80	29.35	28.92
营业收入	3.86	9.62	14.55	15.74
净利润	0.29	-7.34	0.97	1.46
经营活动产生的现金流量净额	-1.43	1.34	-0.10	0.04
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-4.12	-4.63	-4.90
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	6.30	3.87	5.24
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	38.54%	18.27%	41.14%	40.53%
EBITDA 利润率	-	-9.11%	18.22%	21.65%
总资产回报率	-	-14.45%	3.43%	5.52%
产权比率	116.09%	120.61%	57.61%	43.49%
资产负债率	53.72%	54.67%	36.55%	30.31%
净债务/EBITDA	-	-10.61	2.54	1.19
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.88	8.44	10.79
总债务/总资本	48.39%	48.49%	31.07%	25.50%
FFO/净债务	-	-26.78%	21.61%	54.31%
速动比率	1.75	1.59	1.89	1.99
现金短期债务比	1.23	1.37	0.91	0.85

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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
杭州华洁医疗科技有限公司	200	100.00%	软件与信息服务
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：公司提供

## 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+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、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。