

广州万孚生物技术股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【256】号 02



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。

广州万孚生物技术股份有限公司相关债券2025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

评级观点

本次等级的评定是考虑到：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，终端市场覆盖海内外 150 多个国家和地区，2024 年公司继续加大研发投入，多款产品上市并放量，产品矩阵进一步丰富，常规传染病检测、慢性疾病检测业务收入同比增幅较大带动公司营收规模进一步提升。2024 年 3 月成功向特定对象发行股票后，公司账面盈余资金较充足，资产流动性较好，有息债务规模不大，继续保持较好的偿债能力。同时中证鹏元也关注到，体外诊断试剂集采常态化，带量采购范围扩大至全国 28 个省，体外诊断试剂行业产品国内市场将持续面临价格下降压力，此外，行业竞争加剧、公司部分试剂产品计税方法发生变化，都可能会对公司业绩产生一定不利影响，同时公司定增项目延期，项目进度、新增产能消化及能否产生预期收益存在不确定性，以及仍面临一定的商誉减值风险等。

评级日期

2025 年 6 月 23 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	71.83	71.55	57.72	63.01
归母所有者权益	57.43	55.54	45.16	43.44
总债务	5.96	5.91	6.00	7.65
营业收入	8.00	30.65	27.65	56.81
净利润	1.90	5.65	4.87	11.90
经营活动现金流净额	-1.49	3.62	3.29	16.82
净债务/EBITDA	--	-1.57	-1.13	-0.71
EBITDA 利息保障倍数	--	31.23	26.88	54.86
总债务/总资本	9.26%	9.48%	11.50%	14.43%
FFO/净债务	--	-52.67%	-68.87%	-120.82%
EBITDA 利润率	--	31.05%	29.10%	30.00%
总资产回报率	--	10.21%	9.45%	25.02%
速动比率	5.30	4.17	5.95	2.59
现金短期债务比	350.24	348.42	82.25	9.49
销售毛利率	66.67%	64.15%	62.61%	51.82%
资产负债率	18.69%	21.03%	20.05%	27.99%

注：公司净债务为负。

资料来源：公司 2022-2024 年年报及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：李楠
linan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司重视研发创新，不断推动产品升级和新品上市，产品线丰富，终端市场覆盖广，2024 年营业收入进一步增长。**公司依托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，终端市场覆盖全球 150 多个国家和地区，可一定程度分散经营集中风险。2024 年公司进一步加大研发投入，多款产品上市并放量，进一步丰富公司的产品矩阵。得益于国内血液传染病检测业务增幅较大、美国子公司三联检测试剂盒（POC 版）/三联家庭检测试剂盒（OTC 版）获批上市、海外市场免疫荧光和单人份发光业务突破放量，公司常规传染病检测、慢性疾病检测业务收入同比分别增长 9.50% 和 22.38%。
- **公司资产流动性较好，继续保持较好的偿债能力。**2024 年末公司盈余资金储备仍充足，2024 年末货币资金、理财产品、存单等合计 30.80 亿元，占总资产比重为 43.05%，能较好覆盖公司资金需求。公司继续保持稳健的财务政策，杠杆水平在较低位置波动，有息债务规模不大，偿债指标表现仍较好。

关注

- **体外诊断试剂集采常态化，带量采购范围扩大，公司产品仍面临一定降价压力。**2024 年国内耗材集采常态化持续，安徽省体外诊断试剂联盟集中带量采购已扩展至全国 28 个省，集采品种逐步覆盖生化、免疫及分子诊断等主要产品，未来随着 DRG/DIP 支付方式改革、带量采购等医保控费政策推进，预计体外诊断试剂行业竞争将会加剧，产品国内市场将持续面临价格下降压力，可能会对公司业绩产生一定不利影响。
- **行业竞争及部分试剂产品计税方法变化对公司营收影响存在不确定性。**2025 年一季度公司实现营收 8.00 亿元、同比下降 7.06%，一方面受行业竞争激烈影响，另一方面，公司自 2025 年年初开始，公司本部试剂产品由适用简易征税变更为一般计税（税率 13%）。
- **在建项目进度延期、新增产能有效消化及能否产生预期收益存在不确定性。**受取得土地的时间较晚、前次取得的投资项目备案证已到期失效等因素影响，定增募投项目知识城生产基地达到预定可使用状态延期至 2027 年 6 月，预计总投资 7.68 亿元，投产后预计新增免疫胶体金和免疫荧光常规检测试剂盒产能 2.12 亿人份。
- **公司仍面临一定的商誉减值风险。**由于 Binx Health Limited 及 iCubate, Inc. 经营欠佳，2024 年其他权益工具投资计入其他综合收益的损失为 0.28 亿元，2024 年末公司商誉规模不变，仍系并购深圳天深医疗器械有限公司形成，未来上述企业经营如仍不达预期，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。**公司技术平台布局较多、产品线较为丰富、终端市场覆盖海内外，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	公司
总资产	79.76	118.75	37.07	37.05	60.98	71.55
营业收入	25.49	44.71	11.65	17.42	44.43	30.65
净利润	1.19	11.99	2.30	2.63	3.46	5.65
销售毛利率	55.11%	65.41%	69.23%	44.55%	54.88%	64.15%
资产负债率	19.47%	26.81%	26.61%	20.83%	38.18%	21.03%
研发支出	4.19	7.32	2.07	1.46	3.75	4.38
研发支出占营业收入比例	16.45%	16.37%	17.77%	8.41%	8.44%	14.30%

注：以上各指标均为 2024 年度（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	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	9/9
	行业&经营风险状况	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				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）公司 2024 年经营无明显重大变化、所处外部环境未发生重大有利变化，及集采政策影响下公司产品仍面临降价风险，综上，补充调整下调 1 个级别。

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	2024-6-21	2026-09-01

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划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。

二、 发行主体概况

2024年及2025年一季度“万孚转债”转股合计增加股本0.44万元¹，2024年3月，公司向特定对象发行人民币普通股增加2,745.10万股，2024年1月和5月公司分别注销回购专用账户股本减少19.56万股、回购并注销激励对象持有的已获授但未解锁的股份减少42.90万股，2024年7月公司向激励对象授予限制性股票增加股本1,007.79万股，截至2025年3月末，公司股本增至48,142.44万元。

2024年公司控股股东、实际控制人未发生变化，董监高变化情况如下表所示。截至2025年3月末，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30.62%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。

表1 2024年公司董监高变化情况

姓名	担任职务	类型	原因
李文美	董事	任期满离任	换届
李大立	董事	被选举	换届
赵亚平	董事	被选举	换届
何小维	董事	任免	工作调动
陈锦棋	独立董事	任期满离任	换届
欧阳文晋	独立董事	被选举	换届
何小维	监事	任免	工作调动

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内

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11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），2024年6月5日调整为49.32元/股，2024年8月23日调整为48.56元/股，2024年9月11日调整为48.58元/股，2024年12月26日调整为27.00元/股。

需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

预计未来国产替代、价格下行为国内医疗器械行业主旋律，国内医疗器械企业业绩分化将加速

受益于创新支持、国产招标采购、集采等政策推进，我国医疗器械行业技术水平与国际龙头企业快速缩小、国产渗透率不断提高，目前中低端、技术含量较低的细分领域，例如家用设备、低值耗材、生化检测、分子诊断等，国产化程度较高、替代空间较小。高端市场、技术含量较高的细分领域，例如医用医疗设备、高值耗材、免疫诊断（化学发光）等细分领域，国产替代空间仍较大。2025年受地缘政治冲突、关税摩擦升级，医疗器械行业国产替代或进一步加快。

未来随着DRG/DIP支付方式改革、阳光采购、带量采购等医保控费政策的深化推进，预计医疗器械行业产品国内市场将持续面临价格下降压力，业绩分化或加剧。技术含量低、国产化程度高的医疗器械细分领域，例如低值耗材、生化诊断等领域，相关产品国内市场利润空间或进一步压缩；技术含量高、国产化程度低的医疗器械细分领域，例如免疫诊断、医用医疗设备等细分领域，相关产品国内市场以价换量、盈利能力或提升，龙头企业或受益。

[详见《医疗器械行业国产替代进行时，各细分行业分化加大》。](#)

四、经营与竞争

公司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，2024年公司实现营业收入30.65亿元，同比增加10.85%。分产品种类来看：2024年常规传染病检测、慢性疾病检测业务收入同比增幅较大，其中常规传染病检测业务增长系国内血液传染病检测业务增幅较大、美国子公司三联检测试剂盒（POC版）/三联家庭检测试剂盒（OTC版）获批上市实现收入所致，慢性疾病检测业务增长系海外市场免疫荧光和单人份发光业务突破放量快速增长所致，毒品（滥用药物）检测受美国市场竞争加剧影响，收入有所下降。分销售区域来看：公司仍主要以国内市场为主，2024年进一步深耕国际市场，境外销售占比有所提升。

毛利率方面，2024年公司销售毛利率为64.15%，同比提高1.53个百分点，主要系公司业务严控费用，其中毒品（滥用药物）检测业务内部产品结构变化，毛利率同比提升1.74个百分点。

2025年一季度公司实现营收8.00亿元、同比下降7.06%，一方面受行业竞争激烈影响，另一方面，公司自2025年年初开始，公司本部试剂产品由适用简易征税变更为13%的增值税税率；毛利率66.67%，同比变化不大。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
传染病检测	104,204.65	34.00%	58.10%	95,160.83	34.42%	57.75%
慢性疾病检测	136,881.40	44.66%	75.88%	111,852.33	40.45%	75.31%
毒品（滥用药物）检测	28,646.20	9.35%	58.95%	33,074.07	11.96%	57.21%
妊娠及优生优育检测	29,352.90	9.58%	44.57%	26,692.40	9.65%	44.04%
其他	7,395.79	2.41%	30.00%	9,711.79	3.51%	33.46%
合计	306,480.94	100.00%	64.15%	276,491.42	100.00%	62.61%

注：2024年传染病检测业务不再区分常规传染病检测和非常规检测试剂业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 分区域公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	110,272.57	35.98%	55.42%	76,991.41	27.85%	51.36%
中国大陆	196,208.37	64.02%	69.05%	199,500.01	72.15%	66.95%
合计	306,480.94	100.00%	64.15%	276,491.42	100.00%	62.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司依托九大技术平台，继续加大研发投入规模，进一步丰富公司的产品矩阵

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。公司现有九大技术平台²并依托其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，终端市场覆盖全球150多个国家和地区。

2024年公司继续加大研发投入规模，研发支出在同类可比公司中处于前列。公司强化在化学发光、免疫荧光、胶体金三大核心平台的投入，多款产品上市并放量。2024年共获得产品注册证合计69个，其中新增国内产品注册证44个，同比翻番，欧盟CE注册证19个，美国FDA产品注册证4个，加拿大MDALL注册证2个。同时公司加速推进体外诊断产品的创新研发与迭代升级，2024年完成82项新品上市，其中试剂项目新上市导入75项，仪器上市7款。

公司持续加大研发投入助力长期发展，鉴于业务涉及多技术平台、多产品线及多国市场，研发、注册和认证要求更高，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等对公司未来发展的不利影响。

表4 公司研发投入情况

项目	2024年	2023年
研发人员数量（人）	742	755
研发人员数量占比	23.20%	22.17%
研发投入（万元）	43,837.86	42,180.67
研发投入占营业收入比例	14.30%	15.26%
研发支出资本化金额（万元）	4,538.70	5,105.26
资本化研发支出占研发投入的比例	10.35%	12.10%
资本化研发支出占当期净利润的比重	8.03%	10.47%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司营销模式未发生重大变化，下游客户账期有所拉长，常规传染病检测及慢性疾病检测收入受产品放量带动同比增幅较大，但行业竞争、集采等医保控费政策对公司影响仍在，产品仍面临一定降价压力

2024 年公司营销体系未发生变化，销售人员数量亦无重大变化。公司产品销售终端较为分散，其中国内包括医院、诊所等医疗机构、疾控中心、执法机关以及个人消费者，国际市场（含北美公司）包括医院、诊所等医疗机构、世卫组织和 NGO 组织以及个人消费者。销售模式仍包括分销和直销两种模式，2024 年通过分销实现收入占营业收入的比例为 87.95%，其中，国内采用分销和直销共存、分销为主的销售模式，涉及直销的场景未发生改变，海外业务主要采用分销的销售模式。

下游客户整体仍较为分散，前五大客户以经销商为主。2024 年公司前五大客户销售收入占营业收入的比重为 11.50%，同比变化不大。款项结算方面，受终端医保支付政策影响，公司各产品线针对下游客户的账期均不同程度拉长，同比约增加 30 天至 100 天左右，常规品种经销商一般需预先以现金支付或银

² 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、仪器技术平台和生物原材料平台。

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 30-90 天左右，国外大型经销商给予 30-120 天不等的信用账期。公司海外销售结算币种以美元为主，2024 年公司海外收入占比同比提升 8.13 个百分点至 35.98%，公司仍面临一定的汇率风险。

具体至各业务条线看：常规传染病检测业务方面，国内血液传染病检测业务增幅较大，深耕各类终端应用场景，扩大在基层和社区场景中的业务布局，国外主要是美国子公司三联检测试剂盒（POC 版）/三联家庭检测试剂盒（OTC 版）产品获得美国 FDA EUA 授权，致使 2024 年公司常规传染病检测销量同比增长 14.60%、传染病检测业务收入同比增长 9.50%。非常规传染病检测业务回落常态化发展。慢性疾病检测业务方面，公司进行海外市场深耕，突破中型第三方实验室和院内急诊终端，实现免疫荧光和单人份发光业务的突破放量，海外收入同比快速增长，国内市场化学发光产品实现终端层级上移，整体 2024 年公司慢性疾病检测销量同比增长 27.09%、慢病管理检测收入同比增长 22.38%，销售均价同比变化不大。毒品（滥用药物）检测业务仍以美国市场为主，2024 年北美毒检市场竞争激烈，公司产品被动降价，2024 年销售均价下降 11.67%、销量下滑 1.95%，板块收入同比下降 13.39%。妊娠及优生优育检测业务持续增长，2024 年销量同比增长 10.78%、销售均价同比略降 0.73%。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、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5 公司常规检测业务主要产品产销情况

产品	项目	2024 年	2023 年	同比
非常规传染病检测	产量（万人份）	2,680.85	7,969.81	-66.36%
	销量（万人份）	5,514.86	6,136.31	-10.13%
	产销率	205.71%	76.99%	
常规传染病检测	产量（万人份）	30,062.44	24,501.87	22.69%
	销量（万人份）	29,712.52	25,926.49	14.60%
	产销率	98.84%	105.81%	
慢性疾病检测	产量（万人份）	11,923.13	9,975.00	19.53%
	销量（万人份）	11,913.68	9,374.14	27.09%
	产销率	99.92%	93.98%	
毒品（滥用药物）检测	产量（万人份）	2,757.29	2,830.20	-2.58%
	销量（万人份）	2,720.56	2,774.64	-1.95%
	产销率	98.67%	98.04%	
妊娠及优生优育检测	产量（万人份）	19,510.81	17,186.92	13.52%
	销量（万人份）	19,433.08	17,542.56	10.78%
	产销率	99.60%	102.07%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，受松山湖基地投入使用、产线自动化改造等影响，公司仪器、试剂产能同比有所增加。知识城生产基地预计投入使用时间延期至2027年，项目完工后可进一步提高公司产能，但项目进度、新

增产能否有效消化并产生预期收益仍存在不确定性

目前公司共有本部、神舟路园区、松山湖3个生产基地，其中公司本部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，2021年10月启用后逐步投产，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园区，分别于2023年6月、2023年9月达到预定可使用状态，松山湖基地于2024年下半年投入使用，主要负责仪器生产，同年仪器产能有所增加，同时公司生产产线自动化改造，试剂产能增加5,000万人份，产品产能利用率同比变化不大。公司生产模式没有变化，以销定产、适量备货仍适用。

表6 公司产品产能利用率情况

产品	项目	2024年	2023年	同比
仪器	产能（台）	38,000.00	36,000.00	5.56%
	产量（台）	35,945.00	34,132.00	5.31%
	产能利用率	94.59%	94.81%	
试剂	产能（万人份）	70,000.00	65,000.00	7.69%
	产量（万人份）	66,934.53	62,463.80	7.16%
	产能利用率	95.62%	96.10%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司在建项目如下表所示，知识城生产基地建设项目受取得土地的时间较晚、前次取得的投资项目备案证已到期失效等因素影响，公司于2024年12月9日发布公告将该项目达到预定可使用状态的日期由2026年3月延期至2027年6月，项目用途不变，建成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；生物原料研发项目按计划进行，完成后将有助于提升公司生物原材料自主供应能力及上下游业务协同性，上述项目均系公司2024年3月定增的募投项目；松山湖生产基地于2024年下半年投入运营，项目处于收尾阶段。在建项目完工后可进一步提高公司产能，但项目进度、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7 截至2024年末公司在建项目情况（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	-	-	47,137.57
知识城生产基地建设项目	76,797.86	45,000.00	3,516.08	3,516.08
生物原料研发项目	5,115.00	4,500.00	234.39	234.39
合计	141,912.86	49,500.00	3,750.47	50,888.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司供应商集中度继续下降，原材料采购模式无重大变化，主要原材料采购均价同比下降，成本控制压力有所下降，但需关注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

2024年公司原材料采购模式无重大变化，供应商集中度继续下降。公司原材料采购主要分为三大类，

包材、生物原料（抗原抗体及膜材）及仪器材料，2024年采购金额分别占采购总额的37.53%、21.03%、25.96%。原材料采购区域及备货周期未发生变化，上游供应商给予公司的信用账期未发生明显变化。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。2024年主要原材料采购价格均同比下降，产品成本控制压力有所下降，供应商集中度尚可，2024年前五大占比24.88%，同比继续下降。

表8 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	1-2个月	一周
生物原料	国内60%，国际40%	国内：1-3个月、部分预付、货到付款 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

表9 公司主要原材料采购均价变动情况

原材料名称	2024年	2023年
生物原料-抗原抗体	-5.22%	-16.14%
生物原料-膜材	-11.15%	7.83%
包装材料	-12.80%	-17.66%
仪器材料	-15.31%	-21.03%

资料来源：公司提供，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2023-2024年审计报告及2025年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，部分会计政策变更未对公司财务状况、经营成果和现金流量产生重大影响。

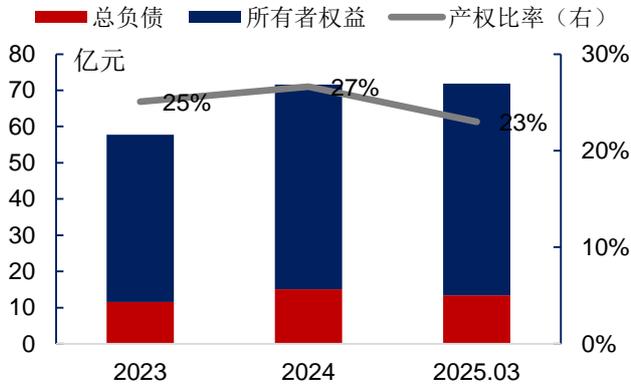
跟踪期内，公司继续维持稳健的财务政策，财务杠杆水平较低、整体财务安全性较高。受益于盈余增加及向特定对象发行股票，净资产规模增幅较大，资产中盈余资金储备充足，资产流动性较好，但仍需关注存货跌价风险及商誉减值风险。盈利能力及偿债能力均进一步增强，各项杠杆指标、流动性指标表现较好

资本实力与资产质量

公司继续以募集资金、自有资金进行产能扩张，经营性负债同比大增，限制性股票回购义务增加1.61亿元至1.71亿元，2024年产权比率水平同比稍有增加，2025年一季度继而下降，整体杠杆水平仍较低。所有者权益规模增幅较大，主要系盈余增加3.74亿元、向特定对象发行股票及向激励对象授予限制性股票致

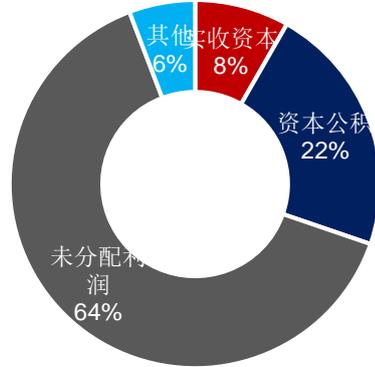
资本公积规模增加6.93亿元所致，内部结构变化不大，仍以未分配利润为主。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于2024年公司定增资金到账购买理财产品、下游客户应收账款翻番及松山湖基地项目投产，资产规模同比增加23.96%。

公司盈余资金储备仍充足，2024年末货币资金、交易性金融资产、其他流动资产及债权投资等合计为30.80亿元、占总资产比重为43.05%。其中货币资金中存放在境外的款项总额为0.27亿元，受限货币资金71.77万元，系保函保证金、政府补助银行专户资金，交易性金融资产系理财产品及大额存单，2024年3月末公司向特定对象发行股票的资金6.89亿元到位，受募投项目延期影响，对应募集资金用于理财，交易性金融资产规模近乎翻番，其他流动资产主要系定期存款，债权投资系定期及大额存单，两者余额此消彼长。此外应收票据受限规模75.75万元，整体资产受限比例较低。

公司为IVD生产企业，广州荔枝山路、神舟路、东莞松山湖三处生产基地的厂房、生产设备、行政办公楼，以及对外投放的仪器设备系其核心经营性资产，随着松山湖基地陆续转固、公司生产设备的新增及对外投放仪器设备的增加、处置等，2024年末公司固定资产规模同比大幅增长43.66%。2024年松山湖基地转固、广州知识城基地项目建设进度不及预期影响，当期末在建工程规模大幅下降。

应收账款主要为应收经销商、医疗机构货款，受下游客户账期拉长及业务规模扩张影响，2024年末应收账款余额同比大幅增长86.47%，应收账款周转天数继续增长至100.65天，处于同行中等水平。应收对象较为分散，前五大客户应收账款余额合计占比19.49%，账龄在以1年以内的余额占比91.30%，已计提坏账准备0.85亿元，同时当期应收账款坏账损失0.36亿元，同比大幅增加。公司应收对象以经销商为主，仍需关注回收风险。

存货仍主要系库存商品、原材料及半成品等，2024年各项业务正常进行，存货规模同比变化不大，计提存货跌价准备0.13亿元，存货周转天数同比减少至116.46天，需关注受集采、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。

公司继续通过参股、并购、产业基金投资等方式进行主营业务产业链的延伸和补充，截至2024年末其他权益工具投资、长期股权投资、商誉等资产合计6.20亿元，占总资产的比重为8.67%。其中，其他权益工具投资中新增对微泰医疗器械（杭州）股份有限公司的投资，原本对Binx Health Limited及iCubate, Inc.的股权投资，因经营欠佳，2024年计入其他综合收益的损失为0.28亿元。2024年公司新增对广州三美二期医疗创业投资基金合伙企业（有限合伙）³0.50亿元的长期股权投资，主要投资于生物与健康产业领域，商誉账面价值不变，仍系并购天深医疗形成⁴。需关注若投资企业未来经营不达预期，公司将面临一定资产减值风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.07	4.27%	8.29	11.58%	8.40	14.56%
交易性金融资产	16.28	22.66%	13.06	18.26%	7.22	12.52%
应收账款	13.65	19.00%	11.15	15.59%	5.98	10.36%
存货	3.20	4.45%	3.60	5.03%	3.51	6.09%
其他流动资产	1.02	1.42%	0.99	1.38%	6.50	11.27%
流动资产合计	38.25	53.25%	37.86	52.91%	32.33	56.02%
债权投资	8.86	12.33%	8.82	12.33%	2.14	3.71%
其他权益工具投资	0.84	1.16%	0.84	1.17%	0.89	1.55%
长期股权投资	4.19	5.84%	4.25	5.95%	4.06	7.04%
固定资产	14.57	20.29%	14.61	20.42%	10.17	17.62%
在建工程	0.07	0.10%	0.05	0.07%	2.91	5.04%
商誉	1.11	1.55%	1.11	1.56%	1.11	1.93%
非流动资产合计	33.58	46.75%	33.69	47.09%	25.38	43.98%
资产总计	71.83	100.00%	71.55	100.00%	57.72	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

得益于海外市场深耕及新产品获批上市等，2024年公司实现营业收入30.65亿元，净利润5.65亿元，分别同比增加10.85%和15.96%。受益于成本把控，2024年公司期间费用率下降2.1个百分点至43.06%，

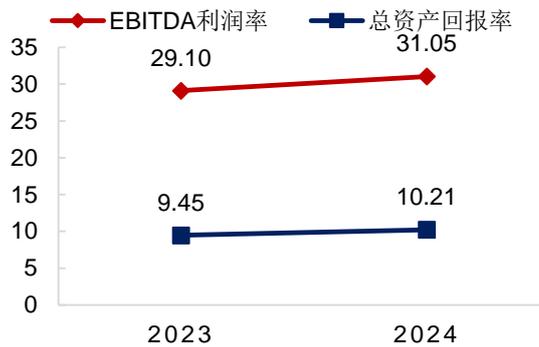
³ 经公司第四届董事会第二十六次会议决议，公司作为有限合伙人与广州三美投资管理中心（有限合伙）、广州市工业转型升级发展基金有限公司、广州市新兴产业发展基金管理有限公司、广州道明投资合伙企业（有限合伙）、广州市海珠生命健康产业投资合伙企业（有限合伙）和广州创新投资母基金合伙企业（有限合伙）共同投资设立广州三美二期医疗创业投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“三美二期基金”），三美二期基金主要投资于生物与健康产业领域，其中公司作为有限合伙人以自有资金认缴出资人民币 5,000 万元。

⁴ 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。

EBITDA利润率同比提升1.95个百分点。受市场竞争及部分产品适用税率变化影响，2025年1季度实现营业收入8.00亿元，净利润1.90亿元，分别同比减少7.06%和13.78%，盈利能力略有波动。

资产回报率亦有所提升。按权益法核算的长期股权投资收益、应收账款坏账损失分别大幅增至-0.29亿元、-0.36亿元，上述非经常性损益对公司利润水平虽造成一定负面影响，但2024年公司EBITDA提升显著，总资产回报率同比增加0.76%至10.21%。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年公司经营整体较为稳健，有息负债规模保持稳定，截至2025年3月末公司刚性债务仍主要系应付本期债券。经营性负债主要系应付账款、合同负债，其中应付账款仍系应付供应商原材料货款以及设备采购款，2024年随公司业务规模扩大同步翻倍，合同负债仍主要系预收货款及应付返利，规模保持稳定。此外，2024年公司针对限制性股票的回购义务新增确认其他应付款1.61亿元。整体看，公司账面盈余资金充足，能较好满足公司日常经营、有息债务偿付的需求，项目建设资金压力及债务偿付压力较小。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.01	0.05%	0.00	0.00%
应付账款	2.37	17.69%	2.88	19.17%	1.30	11.27%
合同负债	0.63	4.70%	0.77	5.12%	0.73	6.30%
应付职工薪酬	0.78	5.78%	1.62	10.74%	1.51	13.05%
其他应付款	2.15	15.99%	2.25	14.97%	0.62	5.32%
一年内到期的非流动负债	0.06	0.41%	0.05	0.36%	0.19	1.64%
流动负债合计	6.62	49.28%	8.21	54.61%	4.84	41.85%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	5.78	43.06%	5.71	37.95%	5.53	47.78%

租赁负债	0.13	0.95%	0.14	0.95%	0.28	2.39%
非流动负债合计	6.81	50.72%	6.83	45.39%	6.73	58.15%
负债合计	13.42	100.00%	15.04	100.00%	11.57	100.00%
总债务	5.96	44.42%	5.91	39.32%	6.00	51.81%
其中：短期债务	0.06	0.94%	0.06	1.04%	0.19	3.17%
长期债务	5.91	99.06%	5.85	98.96%	5.81	96.83%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司主营业务发展良好，经营活动现金流仍保持较好水平，净流入规模同比略增，但收现比下降10.56个百分点至82.38%，FFO同比亦有所增加。当年购买理财规模增加，投资活动现金流出规模同比大增。

公司财务政策相对稳健，2024年及2025年一季度仍主要通过股权融资、自身盈余积累满足自身运营与投资资金需求，2024年受应付账款及其他应付款规模增长影响，资产负债率水平略有提升但整体仍保持在较低水平，2025年一季度有所下降。公司账面盈余资金充足，净债务仍为负值，主营业务业绩增长，EBITDA随之增加，同时2024年广州知识城基地项目进度不及预期，当年资本支出规模同比下降，自由现金流转正，整体来看，公司有息债务规模不大、净债务为负，各项杠杆指标均表现较好。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

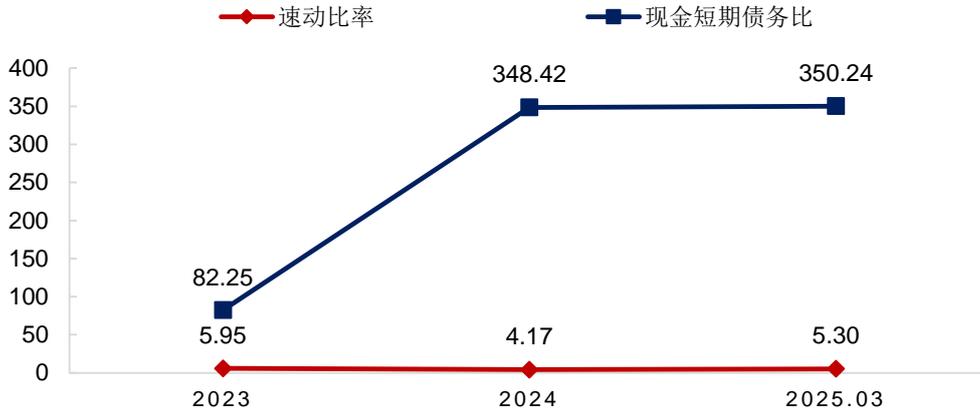
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.49	3.62	3.29
FFO（亿元）	--	7.89	6.25
资产负债率	18.69%	21.03%	20.05%
净债务/EBITDA	--	-1.57	-1.13
EBITDA 利息保障倍数	--	31.23	26.88
总债务/总资本	9.26%	9.48%	11.50%
FFO/净债务	--	-52.67%	-68.87%
经营活动现金流净额/净债务	11.01%	-24.16%	-36.25%
自由现金流/净债务	15.75%	-2.91%	11.47%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司短期债务规模进一步下降，同时2024年3月末向特定对象发行股票募集资金净额6.89亿元到账、现金类资产大幅增加，使得当年现金类资产对短期债务的覆盖度大幅提升；受限制性股票回购义务增加、其他应付款规模提升，以及应付账款规模翻番影响，相较速动资产的增幅，流动负债增幅更大，速动比率有所下降，整体来看，公司流动性指标仍保持在较好水平。截至2025年3月末，公司在各家金融机构的授信总额为3.56亿元⁵，剩余未使用额度达3.39亿元，备用流动性较为充足。

图 4 公司流动性比率情况

⁵ 含 500 万美元授信，汇率 7.2。



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 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2023年1月1日至报告查询日（2025年5月14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，截至报告查询日（2025年6月11日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额1,813.50万元，被担保对象系公司的经销商，占公司净资产的比例为0.33%，风险相对可控。

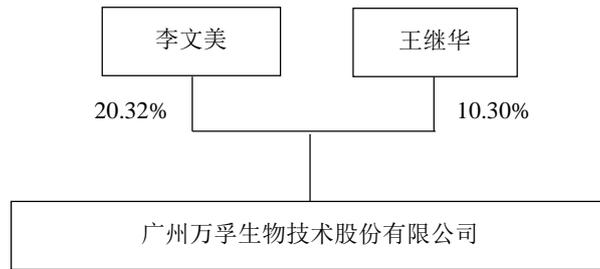
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年
货币资金	3.07	8.29	8.40
交易性金融资产	16.28	13.06	7.22
应收账款	13.65	11.15	5.98
存货	3.20	3.60	3.51
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1.02	0.99	6.50
流动资产合计	38.25	37.86	32.33
债权投资	8.86	8.82	2.14
其他权益工具投资	0.84	0.84	0.89
长期股权投资	4.19	4.25	4.06
固定资产	14.57	14.61	10.17
在建工程	0.07	0.05	2.91
商誉	1.11	1.11	1.11
非流动资产合计	33.58	33.69	25.38
资产总计	71.83	71.55	57.72
短期借款	0.00	0.01	0.00
应付账款	2.37	2.88	1.30
合同负债	0.63	0.77	0.73
应付职工薪酬	0.78	1.62	1.51
一年内到期的非流动负债	0.06	0.05	0.19
流动负债合计	6.62	8.21	4.84
长期借款	0.00	0.00	0.00
应付债券	5.78	5.71	5.53
租赁负债	0.13	0.14	0.28
非流动负债合计	6.81	6.83	6.73
负债合计	13.42	15.04	11.57
总债务	5.96	5.91	6.00
长期债务	5.91	5.85	5.81
所有者权益	58.40	56.50	46.15
营业收入	8.00	30.65	27.65
营业利润	2.16	6.37	5.49
净利润	1.90	5.65	4.87
经营活动产生的现金流量净额	-1.49	3.62	3.29
投资活动产生的现金流量净额	-3.76	-10.17	-1.13
筹资活动产生的现金流量净额	0.02	6.39	-5.42
财务指标	2025年3月	2024年	2023年

EBITDA (亿元)	--	9.52	8.05
FFO (亿元)	--	7.89	6.25
净债务 (亿元)	-13.51	-14.97	-9.07
销售毛利率	66.67%	64.15%	62.61%
EBITDA 利润率	--	31.05%	29.10%
总资产回报率	--	10.21%	9.45%
资产负债率	18.69%	21.03%	20.05%
净债务/EBITDA	--	-1.57	-1.13
EBITDA 利息保障倍数	--	31.23	26.88
总债务/总资本	9.26%	9.48%	11.50%
FFO/净债务	--	-52.67%	-68.87%
经营活动现金流净额/净债务	11.01%	-24.16%	-36.25%
速动比率	5.30	4.17	5.95
现金短期债务比	350.24	348.42	82.25

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 2024年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	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	6,541.44	100.00%	医疗器械销售等
万孚生物（香港）有限公司	23,977.21	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%	医疗器械销售等
广州万德康科技有限公司	1,000.00	100.00%	检测试剂生产和销售等
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%	医疗器械产品研发、销售及相关服务等
北京万孚智能科技有限公司	2,000.00	51.00%	检测产品研发、生产、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%	医疗检测试剂研发、生产和销售等
广州万孚倍特生物技术有限公司	5,750.72	65.00%	医疗器械仪器及试剂生产、研发、销售等
广州为安生物技术有限公司	500.00	100.00%	生物医疗技术研究；生物产品的研发
宁波百士康生物科技有限公司	2,000.00	98.50%	医疗器械仪器及试剂生产、研发、销售等
广东万信汇科技产业发展有限公司	5,001.00	100.00%	工程和技术研究和试验发展；企业总部管理；企业管理服务
广东万孚智造科技有限公司	1,000.00	100.00%	生物技术开发、技术转让、技术咨询
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 2024 年年报，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