

广东宝莱特医用科技股份有限公司
2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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：



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【12】号 01

分析师

姓名：

秦风明 张昊楠

秦风明 张昊楠

电话：

021-51035670

邮箱：

qinfm@cspengyuan.com

评级日期：

2020年3月2日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

广东宝莱特医用科技股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过4.00亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：按年付息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东宝莱特医用科技股份有限公司（以下简称“宝莱特”或“公司”，股票代码：300246）本次拟公开发行总额不超过4.00亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司核心产品具备一定的竞争力，公司营销渠道布局网络较为完善，且客户集中度不高，近年公司收入规模持续增长，盈利能力相对稳定；同时中证鹏元也关注到，公司面临较大的市场竞争风险以及一定的资金压力、在建项目和募投项目存在不达预期效益的风险、应收账款持续增长，坏账风险加大以及偿债压力有所提升等风险因素。

正面：

- 公司核心产品具备一定的竞争力。公司产品涵盖健康监测和血液净化两大领域，产品较多，覆盖面广。健康监测方面，公司拥有掌上监护仪、一体式监护仪和插件式监护仪三大监护系列产品以及心电图机产品线；血液净化方面，初步完成了血液净化设备及耗材的全领域布局。截至2019年9月30日，公司及子公司拥有授权的发明专利29项、实用新型176项、国际专利1项、外观设计35项，软件著作权87项，《医疗器械注册证》46项。
- 公司营销渠道布局网络较为完善，且客户集中度不高。近年公司逐步建立起覆盖全国的区域销售网络，国内销售部下设华北、东北、华东、中南、华南、西南、西北七个大区，国外营销渠道覆盖遍布北美，拉丁美洲，亚洲，中东，欧洲，及非洲地区等100多个国家或地区；2016-2018年及2019年1-9月前五大客户销售收入

的合计金额占营业收入的比重分别为 27.12%、20.80%、15.87%和 13.79%。

- 近年公司收入规模持续增长，盈利能力相对稳定。近年公司营业收入稳定增长，2016-2018 年及 2019 年 1-9 月公司营业收入分别为 5.94 亿元、7.11 亿元、8.13 亿元和 6.09 亿元，2016-2018 年复合增长率为 16.99%；近年公司综合毛利率有所波动，但保持相对稳定，2016-2018 年及 2019 年 1-9 月分别为 40.49%、37.33%、37.22%和 38.66%。

关注：

- 面临较大的市场竞争风险。近年来国内企业仍在不断进入医疗器械行业，国外医疗器械企业也加大在我国运营营销力度，抢占更高的市场份额，公司面临市场竞争风险加剧，未来公司产品价格仍面临波动风险，可能导致公司产品价格出现下降，对公司未来盈利能力产生一定影响。
- 公司在建项目和募投项目存在不达预期效益的风险。公司主要在建和拟建项目主要包括天津、南昌和德国在建工程以及本期债券募投项目，在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在不达预期效益的风险。
- 公司应收账款持续增长，坏账风险加大。2019 年 9 月末，公司应收账款账面价值增至 2.05 亿元，2016-2018 年复合增长率为 16.03%，应收账款增速较快，坏账风险加大；部分款项账龄较长，且应收对象中有较多民营企业，公司可能存在应收账款无法及时收回的风险。
- 面临一定的资金压力，偿债压力有所提升。截至 2019 年 9 月末，公司主要在建和拟建项目预算总投资 6.58 亿元，已投资 1.48 亿元，尚需投资 5.10 亿元，公司面临一定的资金压力；截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率提升至 45.93%，较 2018 年末提升 13.69 个百分点；有息债务规模增至 2.58 亿元，占当期负债总额的比重为 52.69%，公司偿债压力有所提升。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	106,600.50	91,815.49	80,022.40	68,656.59
归属于母公司所有者权益	53,845.27	56,213.70	50,555.82	46,445.19
有息债务	25,798.31	9,264.85	3,384.91	350.00
资产负债率	45.93%	32.24%	30.76%	26.55%

流动比率	1.64	2.29	2.00	2.42
速动比率	1.38	1.83	1.61	2.01
营业收入	60,908.86	81,338.54	71,147.29	59,431.44
营业利润	7,531.36	9,302.87	8,638.91	8,298.70
净利润	6,340.42	7,823.72	7,071.49	7,870.29
综合毛利率	38.66%	37.22%	37.33%	40.49%
总资产回报率	-	10.89%	11.69%	14.53%
EBITDA	-	11,245.95	10,428.14	10,737.63
EBITDA 利息保障倍数	-	31.78	130.20	178.78
经营活动现金流净额	5,397.50	8,120.73	7,334.41	5,080.52

注：2016 年及 2017 年数据分别为 2017 年和 2018 年审计报告期初数

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年三季度财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

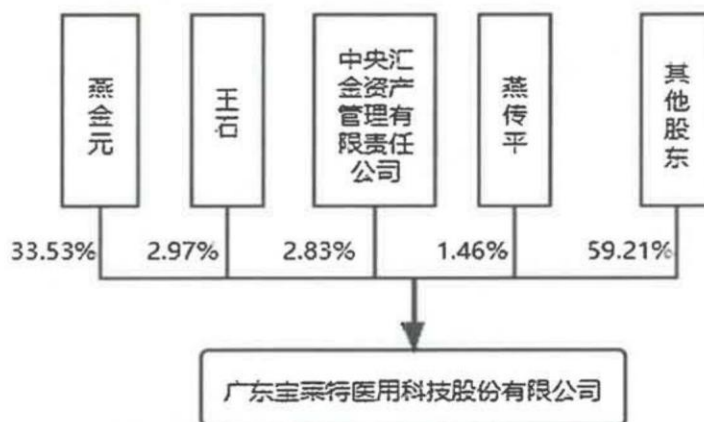
公司前身为珠海宝莱特电子有限公司（以下简称“宝莱特电子”），成立于1993年6月28日，初始注册资本为770.00万港元。2001年9月26日，对外贸易经济合作部以外经贸资二函[2001]897号《关于同意珠海宝莱特电子有限公司改制为广东宝莱特医用科技股份有限公司的批复》，批准宝莱特电子以截至2000年12月31日经审计的净资产30,083,345.59元中的3,008万元净资产按1:1的比例折为3,008万股，每股面值1元，其余3,345.59元计入资本公积金，公司整体变更设立股份有限公司，并更名为“广东宝莱特医用科技股份有限公司”，由珠海经济特区医药保健品进出口有限公司、英属维尔京群岛上实医药科技网络有限公司、珠海市捷比科技发展有限公司、深圳市骥新投资顾问有限公司及上海盛基创业投资管理有限公司共同发起设立，注册资本为3,008.00万元。

2011年7月19日，公司公开发行人民币普通股1,050万股（股票代码：300246.SZ），每股面值人民币1元，增加股本1,050.00万元，上市后公司股本增加至4,058.00万元。

后经多次转增股本，截至2019年9月末，公司总股本14,608.80万元，实际控制人为自然人燕金元与王石夫妇，合计持股比例为36.50%，其中燕金元持有48,979,600股，累计质押股份36,860,769股，占其持有公司股份总数的75.26%，需关注股权质押风险。

截至2019年9月末，公司股权结构图如下图所示：

图1 截至2019年9月末公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司主营业务为医疗器械产品的研发、生产、销售、服务，主要涵盖健康监测和肾科医疗两大业务板块。截至2019年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共15家，详见下表。

表1 截至2019年9月30日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
广东宝莱特血液净化科技有限公司	10,000.00	100.00%	制造业和贸易	投资设立
天津宝莱特医用科技有限公司	3,000.00	100.00%	制造业	投资设立
南昌宝莱特医用科技有限公司	3,000.00	100.00%	制造业	投资设立
辽宁恒信生物科技有限公司	1,300.00	100.00%	制造业	并购
武汉柯瑞迪医疗用品有限公司	1,140.00	62.08%	制造业	并购
常州华岳微创医疗器械有限公司	1,000.00	60.00%	制造业	并购
珠海市中宝医疗器械有限公司	1,000.00	100.00%	贸易	投资设立
珠海市宝瑞医疗器械有限公司	1,000.00	85.00%	贸易	投资设立
深圳市宝原医疗器械有限公司	1,000.00	100.00%	贸易	投资设立
重庆多泰医用设备有限公司	850.00	100.00%	制造业	并购
天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司	700.00	100.00%	制造业	并购
天津市博奥天盛塑材有限公司	696.67	70.00%	制造业	并购
武汉启诚生物技术有限公司	500.00	55.00%	制造业	并购
珠海市微康科技有限公司	500.00	100.00%	制造业	投资设立
BIOLIGHT HEALTHCARE GmbH	100.00 万欧元	100.00%	制造业	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：广东宝莱特医用科技股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币4.00亿元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日

中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

债券赎回条款：在本期债券可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由董事会根据股东大会的授权以及发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者本期债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司，可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例由董事会根据公司股东大会授权以及发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过40,000.00万元（含40,000.00万元），资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目	43,890.02	34,000.00	77.47%
补充流动资金	6,000.00	6,000.00	100.00%
合计	49,890.02	40,000.00	80.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其中，宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目包含两个子项目，分别为血液净化产业基地项目和血液净化研发中心项目，子项目的资金投向明细情况如下：

表3 募投项目子项目资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	发改备案文号
血液净化产业基地项目	39,090.02	30,000.00	2019-440400-35-03-071881
血液净化研发中心项目	4,800.00	4,000.00	
合计	43,890.02	34,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）血液净化产业基地项目

1、项目建设内容

本项目为宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目的子项目，建设内容主要包括生产车间、仓库、办公区、生活区建设及设备购置等。项目建成后，主要开展血液透析设备及耗材产品的生产制造。本项目达产后，公司将实现年产血液透析液400万人份、透析液过滤器（内毒素过滤器）50万支、透析器2,000万支、血液净化设备2,000台。本项目的计划投资总额为39,090.02万元，其中拟以募集资金投入30,000.00万元。

2、项目备案情况

本项目已经取得了珠海市高新区发展和改革局的备案，根据国家环境保护总局《关于对申请上市的企业和申请再融资的上市企业进行环境保护核查的通知》（环发[2003]101号）和《关于进一步规范重污染行业生产经营公司申请上市或再融资环境保护核查工作的通知》（环办[2007]105号），重污染行业包括“冶金、化工、石化、煤炭、火电、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革和采矿业”和“火力发电、钢铁、水泥、电解铝”。

公司本次募投项目“宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目”不属于上述重污染行业，但对环境可能造成轻度影响，需要编制环境影响报告表，公司已聘请第三方技术单位为本项目编制建设项目环境影响报告表，将于近期上报珠海（国家）高新技术产业开发区管理委员会规划建设环保局审批。根据《中华人民共和国环境影响评价法》的规定，审批部门应当自收到环境影响报告表之日起三十日内，作出审批决定并书面通知建设单位。

3、项目实施主体及建设周期

本项目实施主体为公司全资子公司广东宝莱特血液净化科技有限公司；项目建设周期为39个月，包括前期准备工作、施工图纸设计、厂房施工与装修、设备采购及安装调试、试生产等。

4、项目经济效益

根据公司提供的可行性分析报告，经测算，本项目所得税后内部收益率为19.47%，投资回收期为5.03年（不含建设期），但仍存在项目进度及收益可能不达预期的风险。

（二）血液净化研发中心项目

1、项目建设内容

本项目为宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目的子项目，建设内容主要包括研发办公区域、产品试验室、理化实验室、性能检测室、微生物实验室、EMC实验室等，通过引进血液净化领域高端人才及先进设备，打造国际化血液净化研发基地。本项目的主要研发方向如下：

（1）血液净化设备。在现有血液透析机的基础上，研发血液透析滤过设备，扩展治疗模式；研发CRRT，将公司血液净化类设备拓展至连续性血液净化系统，提供血液净化体外循环全面解决方案；

（2）血液透析耗材。研发特殊配方透析粉液，满足患者的个性化治疗需求，提升治疗质量；增加透析液过滤器产品型号，适配不同厂家的透析设备；高通透析器的研发等；

（3）血液吸附耗材。研发血液吸附治疗技术，开发胆红素吸附柱、灌流器、免疫吸附柱等。

本项目的计划投资总额为4,800.00万元，其中，工程建设及装修费用4,000.00万元，设备购置800.00万元；拟以募集资金投入4,000.00万元。

2、项目备案情况

本项目已经取得了珠海市高新区发展和改革局的备案，项目涉及的环评手续正在办理过程中。

3、项目实施主体及建设周期

本项目实施主体为公司全资子公司广东宝莱特血液净化科技有限公司；项目建设周期为36个月，包括前期准备工作、施工图纸设计、建筑物施工与装修、设备采购及安装调试等。

4、项目经济效益

根据公司提供的可行性分析报告，本项目为研发项目，不直接产生收益。通过本项目的实施，能够增强公司在血液净化领域的研发能力，对于公司保持持续研发优势及提高核

心竞争力具有积极的意义。

四、运营环境

我国人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断上升、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，中证鹏元预计未来5年我国医疗器械行业增速仍将维持在高位

受人口老龄化趋势加剧、居民生活水平不断上升、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，截至2018年末，我国人口总量已达到13.95亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为11.90%，同比增长0.5个百分点，2020年我国总人口将达到14.20亿¹，中证鹏元预计，65岁及以上人口占总人口的比重将升至12.68%，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；2010-2018年，我国城镇居民人均可支配收入从19,109元增长至39,251元，居民的消费能力不断增强，医疗保健支出占比不断上升，2018年人均医疗保健消费支出1,685元，增长8.5%，预计人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势。

我国医疗器械行业增长迅速，远超全球医疗器械行业增速。根据《中国医疗器械蓝皮书》统计，2018年中国医疗器械市场规模约为5,304亿元，从同比增速方面来看，近年来我国医疗器械市场规模增速保持在20%左右，远高于全球医疗器械行业增速，也高于我国药品市场规模10%左右的增速。但目前我国人均医疗器械费用支出远低于发达国家水平，发达国家人均医疗器械费用皆大于100美元，瑞士高达513美元，而我国人均医疗器械费用仅为6美元；医疗器械消费占医药市场整体比例约17%，仅为发达国家的40%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

表4 中国医疗器械细分行业市场规模（单位：亿元）

医疗器械分类	2015年	2016年	2017年	2018年
医疗设备	1,744	2,098	2,511	3,013
体外诊断	362	430	510	604
高值医用耗材	601	724	869	1,046
低值医用耗材	373	448	535	641
合计	3,080	3,700	4,425	5,304

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，中证鹏元整理

¹数据来源：国家人口发展规划发布的《国家人口发展规划（2016—2030年）》。

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。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。截至2017年末，接近160个产品进入创新医疗器械特别审批名单，其中2017年收到特别审批申请273项，完成323项审查（含2016年申请），确定63个产品进入特别审批通道，共批准12个创新产品注册上市，审批进度明显加快。

表5 鼓励医疗器械国产化相关政策及内容

时间	政策	相关内容
2014.05	【卫计委】第一批优秀国产医疗设备产品遴选工作启动	2014年上半年启动数字化X线机、彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪三个品目的遴选工作。
2015.03	【国务院】《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。
2015.10	【工信部】中国制造2025重点领域技术路线图	2020年县级医院国产中高端医疗器械占有率达到50%；2025年达到70%；2030年达到90%。
2016.02	【卫计委】开展第二批优秀国产医疗设备产品遴选	第二批遴选品目（7个）：医用磁共振成像设备（MRI）、X射线计算机断层摄像设备（CT）、全自动细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机（门诊）。提高国产设备使用比例。
2016.10	【食品药品监管总局】《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。
2017.03	【卫计委】开展第三批国产医疗设备产品遴选	第三批遴选品目（10个）：医用直线加速器、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、伽玛刀（ γ -射线立体定向治疗系统，头部）、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、酶标仪、心脏血管支架、骨科内固定耗材、心电图机、清洗消毒设备。
2017.11	【卫计委】开展第四批优秀国产设备产品遴选	第四批遴选品目（13个）：多参数监护仪、便携式彩色多普勒超声波诊断仪、3.0T磁共振、移动数字化X线机、微生物培养鉴定和药敏系统、血凝仪、体外冲击波治疗仪、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪、人工关节、骨科脊柱类材料、基层检验整体解决方案。
2018.4	【发改委】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》，在后续公立医院招标采购中能够得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。

资料来源：卫计委、政府官网、公开资料，中证鹏元整理

随着我国分级诊疗政策的逐步推进，中证鹏元预计 2018-2020 年基层医疗卫生机构床位数和诊疗人次仍将保持持续增长，基层医疗器械需求放量

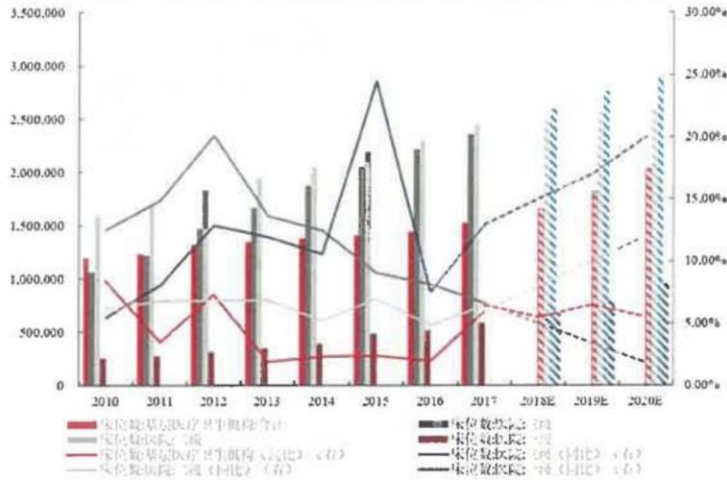
2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”的分级诊疗模式。《“十三五”深化医药卫生体制改革》指出：到 2020 年，力争覆盖所有社区卫生服务机构和乡镇卫生院以及 70% 的村卫生室具备中医药服务能力，同时具备相应的医疗康复能力²。在这样一个具体的目标指引下，基层卫生医疗资源释放出巨大的需求，伴随患者分流，大医院的负荷也将得到有效的缓解。对于基层市场而言，医疗设备配备水平较低，需求量大，市场空白需求和产品更新换代需求同在，而我国大部分基层医疗机构预算有限，采购的设备较多为中低端设备，为生产国产医疗器械的企业带来较大销售良机。

2020 年是分级诊疗规定服务能力全面提升的目标年，中证鹏元预计分级诊疗带动的医疗器械采购周期还能持续至少两年，由于基层医疗机构更注重性价比，所以国产仪器将核心受益。从基层医疗卫生机构和各级医院床位数来看，基层医疗卫生机构和一级医院³床位数增长较快，预计 2018-2020 年基层医疗卫生机构床位数增速仍保持较快增长。2015 年 9 月是分级诊疗政策发布的起点，2017 年是关键推进年，随着相关制度的不断实施，2016-2017 年一级、二级医院诊疗人次增速明显上升，预计未来三年一级医院诊疗人次仍将保持较快增长。预计医疗机构床位数和诊疗人次仍将保持较快的增速，基层医疗需求保持快速发展的势头，带动国产医疗器械在基层医疗机构的采购需求。

² 《“十三五”深化医药卫生体制改革》：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

³ 一级医院是直接为一定人口的社区提供预防、治疗、保健、康复服务的基层医院、卫生院。

图2 预计基层医疗卫生机构和一级医院床位数增长较快



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国医疗器械行业集中度较低，高端市场被跨国公司占据，行业竞争加剧

根据国家药监局发布的《2018年度药品监管统计年报》，截至2018年11月底，全国医疗器械生产企业共计1.7万家，其中，可生产一类器械的企业7,513家，可生产二类器械的企业9,189家，可生产三类器械的企业1,997家。行业整体较为分散，企业规模普遍较小。2018年，营业收入最高的三家上市公司为迈瑞医疗（137.53亿人民币）、新华医疗（102.84亿人民币）和威高股份（88.65亿人民币），与国际医疗器械龙头美敦力（305.57亿美元）、强生（815.81亿美元）和雅培（305.78亿美元）等公司相比具有较大的差距。

我国医疗器械行业起步相对较晚，与国际医疗器械巨头仍有一定差距，对于大型设备及高端医疗设备如CT、核磁共振等，主要依赖进口。国内医疗器械制造企业主要集中在中低端、具有价格优势的常规产品，包括中小型器械及耗材类产品等。

在血液净化领域，透析机和透析器等技术壁垒相对较高的产品主要被费森尤斯、美国百特等国际巨头占据；血液透析粉和透析浓缩液国内产品的市占率超过90%以上，已基本完成国产化；透析管路国内产品的市占率接近50%，尚处于进口替代的过程中。

表6 我国血液净化市场主要品牌情况

产品	进口品牌	国产品牌
透析设备	费森尤斯、美国百特、旭化成等	威高、宝莱特、重庆山外山等
透析器	费森尤斯、美国百特、日本尼普洛、德国贝朗等	威高、广州贝恩、上海佩尼、苏州君康等
透析液过滤器	费森尤斯、美国百特、德国贝朗等	宝莱特
透析管路	费森尤斯、美国百特、柯惠医疗等	威高、三鑫医疗、天津博奥等
灌流器	美国百特等	健帆生物、淄博康贝等

透析干粉/透析粉液

费森尤斯、美国百特、瑞典金宝等

威高、宝莱特、天津太士康等

资料来源：国家药品监督管理局、《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，中证鹏元整理

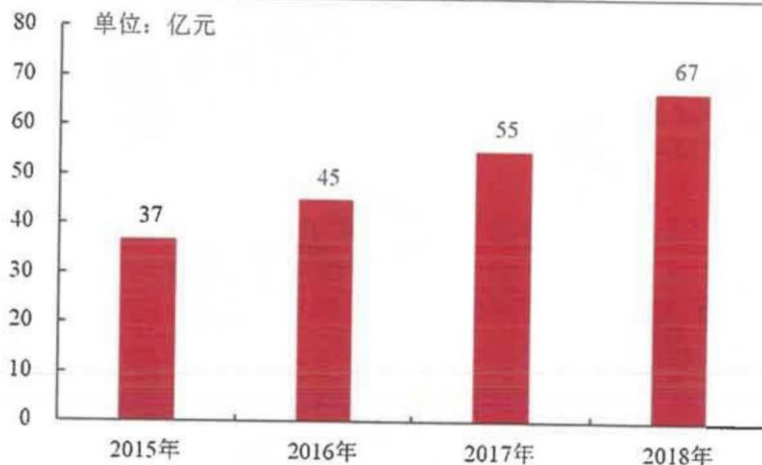
监护设备行业基本完成了国产替代，市场主要被国产品牌占据。2017年排名前五的为迈瑞医疗、飞利浦、通用电气、理邦仪器、宝莱特，市场份额分别为64.8%、17.7%、3.8%、3.7%、3.5%。

近年我国血液净化类耗材市场规模快速增长，但整体规模仍偏小

2015-2018年，全球范围内接受透析治疗的慢性肾衰竭患者的人数分别为280万人、300万人、320万人和340万人，其中血液透析治疗方式占据主导地位，占比分别为88%、88%、89%、89%。促进全球血液净化市场增长的因素，从需求端来看，一方面是人口老龄化、健康意识的提高等带来的医疗需求的整体增长；另一方面则是肾病患者的持续增长，2018年，接受透析治疗的患者人数较2017年增长约6%。从供给端来看，治疗技术不断提高和进步带动血液净化市场增长。对于新兴市场而言，基础医疗设施的完善以及居民人均收入的增长也是重要的因素。从全球范围来看，血液净化市场主要集中在美国、日本和欧洲等发达国家，占比高达70%以上，而我国血液净化市场起步较晚，目前市场规模还较小，但呈现快速增长的趋势。

据全国血液净化病例信息登记系统（CNRDS）统计的资料显示：2016年接受血液透析治疗的患者人数为44.7万人，预计2019年将达到63.9万人，年均复合增长率达13%。近年来，我国终末期肾病患者人数在近年有较大幅度增长，新增患者的治疗需求是推动血液净化行业未来增长的一个因素；另一方面，我国接受治疗的患者比率不到20%，与世界平均治疗率37%、欧美国家治疗率75%相距甚远，随着人均收入的增长及医保覆盖比例的增加，终末期肾病患者接受治疗比率也将不断提高，血液净化行业未来有望实现持续增长。

图3 近年我国血液净化类耗材市场规模快速增长



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》、《证券法》、中国证监会和深圳证券交易所的法律法规、规范性文件的要求，建立了公司法人治理结构并制定了相关内部控制规章制度。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会设立审计委员会、薪酬和考核委员会以及战略委员会，也可以根据公司需要设立其他专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成，人数为单数，且不少于3名，其中审计委员会、薪酬和考核委员会中独立董事应占有1/2以上的比例，审计委员会中至少有1名独立董事是会计专业人士。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理也称总裁，副总经理也称副总裁。总经理每届任期3年，总经理连聘可以连任。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，监事会设主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会每6个月至少召开一次会议，监事可以提议召开临时监事会会议。

图4 截至2019年9月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

截至2019年9月末，公司共有员工977人，其中28.86%的员工为生产人员，31.93%的员工为销售人员；从学历构成来看，专科及以上学历的员工占比63.26%，详见下表。

表7 截至2019年9月末公司员工构成情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
本科及以上	288	29.48%	管理人员	110	11.26%
专科	330	33.78%	研发人员	170	17.40%
其他	359	36.75%	生产人员	282	28.86%
	-	-	销售人员	312	31.93%
	-	-	采购人员	17	1.74%
	-	-	财务、人事行政人员	86	8.80%
合计	977	100.00%	合计	977	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主营业务为医疗器械产品的研发、生产、销售、服务，主要涵盖健康监测和肾科医疗两大业务板块：一是健康监测板块为医疗监护设备及配套产品，主营产品为监护仪设备、心电图机、脉搏血氧仪、中央监护系统、可穿戴医疗产品等，广泛应用于家庭保健、社区医疗、普通病房、急诊室、高压氧舱、ICU、CCU、手术室等领域；二是肾科医疗板块为血液透析产品，主要产品为血液透析设备（机）、血液透析器、血液透析粉/透析液、灌流机、血透管路、穿刺针、消毒液、透析用制水设备、消毒系统、浓缩液集中配液系统等产品，广泛应用于急慢性肾功能衰竭领域的治疗。近年公司营业收入稳定增长，2016-2018年及2019年1-9月公司营业收入分别为5.94亿元、7.11亿元、8.13亿元和6.09亿元，2016-2018年复合增长率为16.99%，主要系近年公司产品市场有所扩大，产品需求提升所致。从毛利率水平来看，近年公司综合毛利率有所波动，2016-2018年及2019年1-9月分别为40.49%、37.33%、37.22%和38.66%，但整体仍保持相对稳定。

从具体产品来看，2019年1-9月，监护仪产品毛利率较2018年下降1.64个百分点，主要系掌上监护仪产品毛利率下降所致，由于掌上监护仪的结构与生产工艺相对常规一体式监护仪以及插件式监护仪产品更为简单，因此虽然市场需求在上升，但是该类产品生产厂商数量较多，竞争更为激烈，利润空间不断被挤压。2019年1-9月，血透产品毛利率较2018年提升2.98个百分点主要系血透设备和配件类毛利率的提升所致，2018年前公司在该类产品中主要以代理的血透机产品为主，2018年后由于公司收购武汉启诚生物技术有限公司，该类产品中新增了自产的血液透析用制水设备使整体毛利率有所提升。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
监护仪产品	16,906.76	44.62%	23,452.58	46.26%	20,270.21	46.44%	21,906.37	48.31%
血透产品	43,303.41	36.27%	57,190.71	33.29%	49,225.49	34.05%	37,046.05	35.47%
其他业务	698.69	43.16%	695.25	55.58%	1,651.58	23.29%	479.02	71.39%
合计	60,908.86	38.66%	81,338.54	37.22%	71,147.29	37.33%	59,431.44	40.49%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司收入来源看，公司营业收入主要来源于血透产品和监护仪产品，且受血液净化行业稳定增长趋势及公司重点发展该类产品的综合影响，血透产品近年占比逐步提升，公司通过内生式发展和外延式并购完成了血液透析设备及耗材的全领域布局，公司的血透产品可以广泛地应用于急、慢性肾功能衰竭领域的治疗，2019年1-9月，血透产品收入占主营业务收入的比重提升至71.92%，较2016年提升9.08个百分点。

在监护仪产品方面，公司具备品类和层次丰富的产品线，可以满足不同国家地区、不同层次客户对产品功能和价格的各种需求，监护仪产品近年收入波动增长，但由于公司战略发展规划的逐步调整，收入结构中，监护仪产品收入占比有所下降，从2016年的37.16%降至2019年1-9月的28.08%。

表9 近年公司分产品收入情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
监护仪产品								
常规一体式监护仪	6,134.78	10.19%	8,609.83	10.68%	9,025.67	12.99%	8,459.69	14.35%
插件式监护仪	5,047.24	8.38%	8,342.64	10.35%	5,936.44	8.54%	8,570.77	14.54%
掌上监护仪	2,054.70	3.41%	2,189.73	2.72%	2,027.73	2.92%	1,784.60	3.03%
配件及其他产品	3,670.04	6.10%	4,310.39	5.35%	3,280.37	4.72%	3,091.31	5.24%
小计	16,906.76	28.08%	23,452.58	29.08%	20,270.21	29.17%	21,906.37	37.16%
血透产品								
血液透析液及透析粉	22,736.55	37.76%	28,916.12	35.86%	26,911.93	38.72%	18,152.33	30.79%
血液透析设备及配件	6,323.97	10.50%	9,344.54	11.59%	4,897.92	7.05%	4,644.94	7.88%
血透管路	2,956.66	4.91%	4,079.49	5.06%	3,657.92	5.26%	2,933.05	4.98%
透析液过滤器	364.76	0.61%	431.21	0.53%	309.64	0.45%	344.89	0.59%
透析器	7,670.40	12.74%	10,040.00	12.45%	10,117.07	14.56%	7,579.42	12.86%
其他产品	3,251.08	5.40%	4,379.35	5.43%	3,331.01	4.79%	3,391.42	5.75%

小计	43,303.41	71.92%	57,190.71	70.92%	49,225.49	70.83%	37,046.05	62.84%
合计	60,210.17	100.00%	80,643.29	100.00%	69,495.70	100.00%	58,952.42	100.00%

资料来源：公司提供

公司核心产品具有一定竞争力,但近年主要产品价格有所波动;公司销售以经销为主,客户集中度不高

公司产品涵盖了健康监测和肾科医疗两大业务板块,随着市场竞争加剧,作为国家高新技术企业,公司在健康监测和肾科医疗两大业务板块均投入较多的资源进行产品和技术的研究开发,不断健全研发体系和研发团队建设。

近年公司持续保持对新产品开发和技术创新的投入,提升技术创新水平,丰富公司产品结构,2016-2019年1-9月公司研发费用分别为2,358.81万元、2,990.70万元、4,235.09万元和2,828.75万元,2016-2018年复合增长率为33.99%,研发费用占营业收入的比重整体有所提升,2018年末达5.21%。截至2019年9月30日,公司及子公司拥有授权的发明专利29项、实用新型176项、国际专利1项、外观设计35项,软件著作权87项,《医疗器械注册证》46项,公司是国内血液净化领域首家取得透析液过滤器(内毒素过滤器)医疗器械注册证的企业,同时该产品已获得欧盟的CE证书。

表10 2016-2019年1-9月公司研发投入情况(单位:万元)

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
研发费用	2,828.75	4,235.09	2,990.70	2,358.81
研发费用占营业收入的比例	4.64%	5.21%	4.20%	3.97%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司整体以订单生产为主,公司会根据市场需求及过往销售情况保持相对合理的库存。公司对于不同的产品使用不同的生产模式。

对于监护设备类产品,公司采取以销定产、批量生产的生产模式。销售部门根据客户需求制订销售计划,生产部门根据销售计划和实际库存及外协厂商生产情况制订生产计划。公司产品部分硬件采取外协厂商专业加工的生产方式,由相应的专业厂商负责不同部件的加工。由供应链中心从行业经验、员工稳定、品质管理、设备性能、经营规模等方面对委托加工厂商的严格认证,确定外协厂商名录。公司需要外协厂商加工时,从外协厂商名录中选择。公司委派相关技术人员、品质管理人员直接到外协厂商现场协助把控质量关,确保生产的稳定性及产品质量。公司向外协厂商提供设计图纸、技术要求,外协厂商根据要求加工完成后,由公司生产部门负责整机装配、调试、检测。

对于血液净化类产品,销售部门根据客户需求制订销售计划,生产部门根据销售计划及实际库存制定生产计划。生产部门在执行生产计划时,还需要根据市场变化,通过公司

销售部门反馈的信息，及时调整生产计划，保证产品销售。

公司在健康监测业务领域内产品品类齐全，公司自主研发的Q系列多参数监护仪、A系列多参数监护仪、心电图、透析机、母胎监护仪、生命体征检测仪、无线体温检测系统均为广东省高新技术产品，公司产品在医疗监护领域具有较强的核心竞争力。公司监护设备类产品主要包括常规一体式监护仪、插件式监护仪和掌上监护仪三大监护系列产品，此外还拥有超声多普勒胎心仪、蓝牙体温贴等智能穿戴产品，近年由于市场需求扩大，监护类产品整体销量增长，但由于市场竞争激烈，单价均有所下降。

在血液净化业务方面，公司主要通过内生式发展和外延式并购完成了在血液透析设备及耗材领域的广泛布局，拥有血液透析设备（机）、透析器、透析液过滤器（内毒素过滤器）、血液透析液/透析干粉、血透管路等多款产品，基本涵盖了血液透析治疗涉及的主要设备及耗材。血透产品主要用于急、慢性肾功能衰竭、尿毒症及药物中毒患者进行血液透析。

近年公司监护设备类产品整体产能利用率较高，插件式监护仪由于根据客户需求进行模块化配置生产的原因，产能利用率波动较大。血液净化类产品中，公司的血液透析设备主要生产过程为人工组装，即购买部件及零配件后进行组装调试，因此产能可以根据预计未来销售情况进行调整，使产能利用率近年有所波动，但整体有所提升。

表11 2016-2019年1-9月公司主要产品产销情况

产品名称	单位	项目	2019年 1-9月	2018年	2017年	2016年
监护设备类产品						
常规一体式监护仪	台	产能	18,000	26,400	26,400	20,400
		产量	17,800	25,798	25,371	20,032
		产能利用率	98.89%	97.72%	96.10%	98.20%
		销量	17,634	26,499	25,146	22,475
插件式监护仪	台	产能	8,100	10,800	7,200	6,000
		产量	5,769	9,927	6,228	5,234
		产能利用率	71.22%	91.92%	86.50%	87.23%
		销量	5,869	9,796	6,191	7,557
掌上监护仪	台	产能	180,000	198,000	150,000	150,000
		产量	169,975	191,324	144,679	148,545
		产能利用率	94.43%	96.63%	96.45%	99.03%
		销量	177,385	193,758	147,699	132,046
血液净化类产品						
血液透析液及透析粉	人份	产能	18,000,000	24,000,000	24,000,000	20,000,000
		产量	16,284,606	20,739,249	18,741,687	13,755,265

		产能利用率	90.47%	86.41%	78.09%	68.78%
		销量	16,675,163	22,203,645	20,425,369	12,635,179
		产能	375	500	300	300
血液透析设备及配件	台	产量	319	422	180	241
		产能利用率	85.07%	84.40%	60.00%	80.33%
		销量	450	680	382	355
		产能	300,000	2,000,000	2,000,000	1,200,000
血透管路	套	产量	401,644	1,017,842	2,029,144	2,143,077
		产能利用率	133.88%	50.89%	101.46%	178.59%
		销量	1,128,297	1,923,074	1,738,855	2,127,196
		产能	-	-	-	-
透析液过滤器	支	产量	146	53	-	-
		产能利用率	-	-	-	-
		销量	7,559	9,601	7,309	5,047
		产能	-	-	-	-
透析器	支	产量	76	381	-	-
		产能利用率	-	-	-	-
		销量	910,223	1,260,292	1,141,753	838,349
		产能	-	-	-	-

注1：公司自有透析液过滤器分别于2019年4月和5月取得欧盟CE认证和医疗器械注册证，自有透析器于2019年4月取得欧盟CE认证，报告期内的产量主要为样品生产，尚未进行规模化生产及销售；报告期内，公司主要进行前述产品的代理品牌销售。

注2：公司的血液透析设备主要生产过程为人工组装，即购买部件及零配件后进行组装调试，因此产能可以根据预计未来销售情况进行调整。

注3：血液净化类产品销量包含外购产品销量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司监护设备类产品价格整体有所下降，其中插件式监护仪降幅较大，主要有两方面原因：一是公司插件式监护仪主要分为A和Q两个系列，A为高端系列，其产品单价较高，近年来A系列产品销售占比有所下滑，导致插件式监护仪整体平均单价有所下降。；二是公司插件式监护仪为模块化设备，根据客户特定需求进行模块化配置，近年由于客户需求的变化使整体价格有所下滑。整体来看，公司产品在高端市场竞争力有所欠缺，主要面向中低端需求。近年来国内企业仍在不断进入医疗器械行业，国外医疗器械企业也加大在我国运营营销力度，抢占更高的市场份额，公司面临市场竞争风险加剧，未来公司产品价格仍面临波动风险。

表12 2016-2019年1-9月公司主要产品价格变动情况

产品	单位	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
一、监护设备类产品					
常规一体式监护仪	元/台	3,478.95	3,249.11	3,589.31	3,764.04
插件式监护仪	元/台	8,599.83	8,516.37	9,588.82	11,341.49

掌上监护仪	元/台	115.83	113.01	137.29	135.15
二、血液净化类产品					
血液透析液及透析粉	元/单人份	27.26	26.04	26.36	28.74
血液透析设备及配件	元/台	140,532.62	137,419.64	128,217.71	130,843.50
血透管路	元/套	26.20	21.21	21.04	13.79
透析液过滤器	元/支	482.56	449.14	423.64	683.35
透析器	元/支	84.27	79.66	88.61	90.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售以经销商买断式经销为主，终端销售为辅。在充分发挥经销商资源优势的同时，通过终端逐步建立并扩大品牌影响力，从而降低市场成本，提升公司品牌效应。2016-2018年及2019年1-9月经销占比分别为73.00%、76.29%、73.38%和72.97%。

公司商品销售分国内销售和国外销售。其中国内销售包括“经销商分销”、“示范医院”和“政府采购”等三种模式，国际销售包括“工厂交货价”(EX-WORK)、“离岸价格”(FOB)和“到岸价格”(CIF)等三种贸易方式。

在“经销商分销”模式下，由经销商与公司签订销售合同，当公司按照合同约定内容移交商品，需安装的商品经安装调试完毕并取得相应验收单据时或无需安装的商品取得经销商签收确认时，售出商品所有权上的主要风险和报酬即由公司转移至经销商，公司据此确认销售收入。

在“示范医院”和“政府采购”模式下，公司通过参与医院和政府举办的医疗器械采购招投标取得订单，当公司中标后即与医院和政府卫生部门签署招标文件和销售合同，在公司按照招标文件和销售合同约定内容向示范医院和政府指定单位移交商品，需安装的商品完成安装调试及为其提供商品的相关操作培训后，取得验收单据时，或无需安装的商品取得签收确认时，售出商品所有权上的主要风险和报酬即由公司转移至示范医院和政府指定单位，公司据此确认销售收入。

公司在国际市场销售的产品主要以监护设备产品为主。公司通过参加国际医疗器械学术交流会议、产品展会和选点调研等方式向国外顾客展示产品并获得市场信息，对锁定市场区域则专门进行考察和调研，选定经销商进行产品和技术培训，并组织经销商对公司现场及示范医院参观，以促进长期稳定业务关系的建立和深化。公司海外市场销售按离岸价格(FOB)、工厂交货价(EX-WORK)或到岸价格(CIF)进行定价，并定期与客户进行对账。公司具有自营进出口权，出口销售模式为自有品牌销售和ODM两种，其中以直接面向海外市场的当地经销商进行自有品牌分销为主，同时辅以ODM模式。

表13 近年公司营业收入分销售模式构成情况(单位:万元)

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
----	-----------	-------	-------	-------

	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直销	16,276.90	27.03%	21,469.29	26.62%	16,475.13	23.71%	15,919.01	27.00%
经销	43,933.27	72.97%	59,174.00	73.38%	53,020.57	76.29%	43,033.41	73.00%
合计	60,210.17	100.00%	80,643.29	100.00%	69,495.70	100.00%	58,952.42	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司逐步建立起覆盖全国的区域销售网络，国内销售部下设华北、东北、华东、中南、华南、西南、西北七个大区，国外营销渠道覆盖北美，拉丁美洲，亚洲，中东，欧洲，及非洲地区等100多个国家或地区。从国内区域销售收入来看，华东和华南是公司最为核心的销售区域，除华北地区收入波动下滑外，其他各区域整体上均实现了收入的增长，2016-2018年，华南、西北、中南及西南区域的复合增长率分别为71.45%、57.93%、56.41%和28.85%，但西北地区整体收入规模较小。从国外销售来看，区域销售收入相对集中于亚洲和美洲，2018年欧洲销售规模大幅增长，美洲销售收入有所下滑，但整体国外销售收入整体占比仍较小。随着公司天津、南昌和德国相关在建工程的建成投产，相关区域销售规模有望进一步提升。

表14 公司在国内外各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
华北	3,542.72	5.88%	4,949.71	6.14%	3,946.32	5.68%	5,380.75	9.13%
东北	2,347.43	3.90%	3,498.66	4.34%	3,184.30	4.58%	3,410.84	5.79%
华东	16,362.66	27.18%	22,554.52	27.97%	21,544.53	31.00%	20,897.20	35.45%
中南	2,882.28	4.79%	3,812.92	4.73%	2,281.88	3.28%	1,558.61	2.64%
华南	16,036.11	26.63%	18,246.22	22.63%	14,890.55	21.43%	6,207.13	10.53%
西南	6,757.84	11.22%	11,217.41	13.91%	9,860.94	14.19%	6,756.74	11.46%
西北	1,164.89	1.93%	1,407.29	1.75%	845.45	1.22%	564.25	0.96%
国内小计	49,093.93	81.54%	65,686.72	81.45%	56,553.96	81.38%	44,775.52	75.95%
亚洲	3,864.36	6.42%	5,171.20	6.41%	3,196.34	4.60%	4,060.08	6.89%
非洲	1,886.72	3.13%	1,632.63	2.02%	1,843.24	2.65%	2,605.53	4.42%
欧洲	2,335.51	3.88%	4,037.33	5.01%	2,918.89	4.20%	2,749.87	4.66%
美洲	3,029.66	5.03%	4,115.41	5.10%	4,983.27	7.17%	4,761.42	8.08%
国外小计	11,116.24	18.46%	14,956.56	18.55%	12,941.74	18.62%	14,176.90	24.05%
合计	60,210.17	100.00%	80,643.28	100.00%	69,495.70	100.00%	58,952.42	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2019年1-9月公司前五名客户销售金额占营业收入的比重分别为27.12%、20.80%、15.87%和13.79%，由于公司经销商较多，整体集中度不高，但我们也关注到，由于公司经营规模的扩大以及血透产品线不断丰富，公司对经销商的要求也在不断提高，随着国家宏观医疗政策的调整，经销商面对“两票制”等国家医疗政策变化的压力也在不断加大。如

果未来公司经销商出现管理混乱或者违法违规的情形，将导致公司无法将优势的产品和服务提供给最终客户，进而对公司的品牌和声誉造成负面影响，进而对公司盈利能力产生不利影响。

表15 2016-2019年1-9月公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	占比
2019年1-9月	上海申洲医疗器械有限公司	3,457.15	5.68%
	中华人民共和国商务部 ⁴	1,387.46	2.28%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	1,349.27	2.22%
	深圳市天正医疗设备有限公司	1,195.79	1.96%
	中山大学附属第八医院（深圳福田）	1,012.04	1.66%
	合计	8,401.70	13.79%
2018年	上海申洲医疗器械有限公司	6,020.17	7.40%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	2,694.02	3.31%
	上海乾力医疗器械有限公司	1,498.69	1.84%
	深圳市天正医疗设备有限公司	1,422.04	1.75%
	深圳市盛莱维科技有限公司	1,275.82	1.57%
	合计	12,910.73	15.87%
2017年	上海申洲医疗器械有限公司	7,933.81	11.15%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	2,257.34	3.17%
	深圳市天正医疗设备有限公司	1,941.78	2.73%
	湛江市平华医疗器械有限公司	1,439.00	2.02%
	中华人民共和国商务部	1,228.09	1.73%
	合计	14,800.01	20.80%
2016年	上海申洲医疗器械有限公司	10,644.09	17.91%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	1,851.02	3.11%
	中国医药健康产业股份有限公司	1,451.28	2.44%
	Pharmaceuticals Fund and Supply Agency(PFSA)	1,212.87	2.04%
	北京中科利达科技有限公司	960.00	1.62%
合计	16,119.26	27.12%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要供应商较为稳定，供应商集中度不高

公司主营业务成本主要包括材料成本、人工费用和制造费用，分产品类别来看，监护仪产品和自产血透产品中，材料成本均是其业务成本的主要构成部分，2016-2018年及2019年1-9月，公司监护仪类产品材料成本占比分别为89.14%、88.87%、90.08%和89.12%；自产血透产品材料成本占比分别为85.39%、85.11%、85.18%和85.15%。

⁴ 系公司参与的援外项目投标

表16 2016-2019年1-9月主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2019年1-9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
一、监护仪产品								
材料成本	8,344.12	89.12%	11,352.91	90.08%	9,648.23	88.87%	10,093.61	89.14%
人工费用	411.96	4.40%	471.36	3.74%	365.87	3.37%	341.96	3.02%
制造费用	606.71	6.48%	778.87	6.18%	842.47	7.76%	887.75	7.84%
小计	9,362.79	100.00%	12,603.14	100.00%	10,856.56	100.00%	11,323.33	100.00%
二、自产血透产品								
材料成本	11,672.15	85.15%	13,628.41	85.18%	9,997.22	85.11%	6,923.03	85.39%
人工费用	967.77	7.06%	1,123.17	7.02%	815.64	6.94%	567.53	7.00%
制造费用	1,067.83	7.79%	1,247.96	7.80%	933.59	7.95%	616.98	7.61%
小计	13,707.75	100.00%	15,999.55	100.00%	11,746.45	100.00%	8,107.54	100.00%

注：公司通过珠海申宝、珠海宝瑞以及深圳宝原形成了在血液透析产品的渠道布局，因此报告期内公司血透产品中贸易血透产品为经销其他品牌的产品，在上表中列示的成本结构为公司自产血透产品的主营业务成本结构。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

监护设备类产品所使用的原材料主要为包括“电子元器件”、“电源模块”、“电路板”、“液晶屏”、“医用控制主板”等在内的电子元器件及部件。

血液净化耗材产品方面，透析干粉及透析液等产品原材料主要是氯化钠、氯化钾、氯化镁、氯化钙等医用级无机盐，生产技术比较成熟，供应相对充足，价格稳定；透析器和透析液过滤器原材料主要为膜、外壳、胶等，其中膜为核心原材料，技术含量高、技术掌握和革新难度大、质量控制要求高，当前主要依赖进口；血透管路原材料主要为PVC管和硅胶管。血液净化设备采购的部件主要为电池阀、泵（齿轮泵、柱塞泵、蠕动泵）、管路、电路板、液晶屏等，由于其对运行的稳定性要求较高，因此电池阀、泵等核心部件主要采用进口设备，电路板、液晶屏等材料国内供应充足。

2016-2018年及2019年1-9月，公司前五大供应商采购金额占比分别为33.35%、33.26%、30.24%和28.58%，供应商分布整体集中度不高，向前五大供应商采购的内容主要为血液透析相关的原材料，近年主要供应商变化较小，相对稳定。

表17 2016-2019年1-9月公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购内容	采购金额	占年度采购总额比例
2019年1-9月	贝朗爱敦（上海）贸易有限公司	血液透析设备、耗材	3,538.79	10.31%
	旭化成医疗器械（杭州）有限公司	血液透析设备、耗材	2,507.94	7.31%
	珠海富汇广和医疗投资有限公司	血液透析设备、耗材	1,738.22	5.07%
	江苏浩明包装材料有限公司	塑料桶	1,114.28	3.25%

	健帆生物科技集团股份有限公司	灌流器	907.61	2.65%
	合计		9,806.84	28.58%
2018年	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	6,158.30	12.24%
	旭化成医疗器械(杭州)有限公司	血液透析设备、耗材	2,724.58	5.42%
	北京博时裕富化工有限公司	聚乙烯	2,696.31	5.36%
	珠海富汇广和医疗投资有限公司	血液透析设备、耗材	2,614.32	5.20%
	天津新成就供应链管理有限公司	运费	1,018.57	2.02%
	合计		15,212.08	30.24%
2017年	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	7,009.76	15.89%
	北京博时裕富化工有限公司	聚乙烯	2,207.57	5.00%
	旭化成医疗器械(杭州)有限公司	血液透析设备、耗材	2,161.67	4.90%
	珠海富汇广和医疗投资有限公司	血液透析设备、耗材	1,882.43	4.27%
	深圳市原位实业有限公司	血液透析设备、耗材	1,412.89	3.20%
	合计		14,674.33	33.26%
2016年	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	6,056.05	16.94%
	珠海富汇广和医疗投资有限公司	血液透析设备、耗材	2,016.38	5.64%
	北京博时裕富化工有限公司	聚乙烯	1,696.70	4.75%
	上海乾力医疗器械有限公司	血液透析设备、耗材	1,325.82	3.71%
	中国科学器材有限公司	血液透析设备、耗材	823.97	2.31%
	合计		11,918.93	33.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力，且面临不达预期效益的风险

血液透析设备行业是一个技术密集型的高技术行业，产品研发难度大、时间长，需要投入大量的研发人员和研发资金。在透析器和透析机领域，费森尤斯、百特等外资巨头公司切入中国市场时间较早，目前国内市场仍主要由外资品牌占据。

医疗器械国产化及进口替代是国家政策重点鼓励的方向，为抓住进口替代这一行业发展机遇，公司需加大研发投入，提高产品的技术水平和性能，缩短与进口产品之间的差距。随着公司在血液透析领域的布局不断加深，公司分别在天津、南昌以及德国投资新建血液透析设备及耗材的产品生产基地，通过引进高端人才和先进设备，加强新产品的研发投入，以保持公司持续的竞争力。

截至2019年9月末，公司主要在建和拟建项目主要包括南昌和德国在建工程以及本期债券募投项目，预算总投资6.58亿元，已投资1.48亿元，尚需投资5.10亿元，公司存在一定的资金压力，且未来随着新厂房和研发中心的建成投产，公司收入规模有望得到进一步扩大，但也可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在不达预期效益的风险。

表18 截至2019年9月末公司主要在建和拟建项目投资情况（单位：万元）

项目	预算总投资	已投资	尚需投资	工程进度
天津宝莱特厂房工程	6,573.00	6,599.14	0.00	100.00%
南昌宝莱特厂房工程	8,653.17	3,070.74	5,582.43	35.00%
德国宝莱特在建工程	6,670.21	5,111.24	1,558.97	77.00%
宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目	43,890.02	0.00	43,890.02	0.00%
合计	65,786.40	14,781.12	51,031.42	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，其中，2016年数据为2017年审计报告期初数，2017年数据为2018年审计报告期初数。近三年合并报表范围变化情况：2016年公司合并范围新增2家子公司，2017年公司合并范围新增3家子公司，2018年公司合并范围未发生变化，2019年1-9月，公司合并范围新增1家子公司，详见下表。截至2019年9月末，公司合并范围共有15家子公司，详见表1。

表19 2016-2019年9月末公司合并范围变化情况

时间	子公司名称	持股比例	注册资本（万元）	业务性质	合并方式
2016年	常州华岳微创医疗器械有限公司	60.00%	1,000.00	制造业	并购
	深圳市宝原医疗器械有限公司	100.00%	1,000.00	贸易	新设
2017年	武汉柯瑞迪医疗用品有限公司	62.08%	1,140.00	制造业	并购
	武汉启诚生物技术有限公司	55.00%	500.00	制造业	并购
	BIOLIGHT HEALTHCARE GmbH	100.00%	25,000.00 欧元	制造业	新设
2019年1-9月	广东宝莱特血液净化科技有限公司	100.00%	10,000.00	制造业和贸易	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模稳定增长，但应收账款规模持续增长，坏账风险加大

截至2019年9月末，公司资产总额10.66亿元，2016-2018年资产总额复合增长率为15.64%，近年保持稳定增长。从资产结构来看，近年公司资产始终以流动资产为主。

表20 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,662.65	24.07%	17,047.87	18.57%	15,990.15	19.98%	18,270.44	26.61%
应收账款	20,504.86	19.24%	18,543.02	20.20%	17,695.94	22.11%	13,773.38	20.06%
存货	9,172.22	8.60%	9,901.51	10.78%	8,968.05	11.21%	6,980.84	10.17%
流动资产合计	59,515.26	55.83%	48,731.41	53.08%	45,857.22	57.31%	41,037.33	59.77%
固定资产	8,687.20	8.15%	9,178.78	10.00%	9,444.52	11.80%	8,406.64	12.24%
在建工程	15,025.15	14.09%	11,299.65	12.31%	5,921.51	7.40%	3,037.51	4.42%
无形资产	5,709.06	5.36%	5,822.12	6.34%	6,066.03	7.58%	5,672.38	8.26%
商誉	9,388.47	8.81%	9,388.47	10.23%	9,388.47	11.73%	7,442.89	10.84%
非流动资产合计	47,085.24	44.17%	43,084.09	46.92%	34,165.18	42.69%	27,619.26	40.23%
资产总计	106,600.50	100.00%	91,815.49	100.00%	80,022.40	100.00%	68,656.59	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年三季度财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司货币资金余额1.70亿元，主要系银行存款1.48亿元，受限的货币资金主要为各类保证金，年末合计0.21亿元，货币资金受限比例为12.37%；2019年9月末，公司货币资金增至2.57亿元。公司应收账款2016-2018年复合增长率为16.03%，2018年末，公司应收账款账面余额1.97亿元，合计计提坏账准备0.12亿元，随着公司应收账款规模的持续增长，公司坏账风险加大。2018年末组合中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中1年以内占比92.88%，2019年9月末，公司应收账款账面价值增至2.05亿元，应收对象中民营企业较多，前五大应收对象如下表所示，公司应收账款客户较为分散，账龄集中在1年以内，但由于公司应收账款余额较大，且增长较快，部分款项账龄较长，可能存在无法回收的风险。公司存货主要包含原材料、库存商品、发出商品、在产品和自制半成品等，2018年末存货账面价值0.99亿元，2016-2018年复合增长率为19.10%，主要系原材料和库存商品的增长。

表21 截至2019年9月末公司前五大应收账款情况（单位：万元）

序号	单位名称	期末余额	占比	账龄
1	中华人民共和国商务部	919.88	4.22%	1年以内
2	大方县人民医院	612.17	2.81%	1-2年
3	中信医药（深圳）有限公司	551.02	2.53%	1年以内
4	湛江市平华医疗器械有限公司	523.93	2.41%	1年以内

5	深圳市天正医疗设备有限公司	469.07	2.15%	1年以内
	合计	3,076.07	14.12%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司固定资产主要为房屋及建筑物、机械设备和电子设备等，2018年末账面价值0.92亿元，较上年减少2.81%，主要系折旧所致。公司在建工程主要包括天津宝莱特在建工程、南昌宝莱特在建工程、德国宝莱特在建工程等项目，2018年末在建工程账面价值1.13亿元，2016-2018年复合增长率为92.87%，主要系近年对天津、南昌血液透析耗材产业化建设项目的持续投入以及2018年新增德国宝莱特在建项目所致，截至2019年9月末，在建工程进一步增长至15,025.15万元。公司无形资产主要为土地使用权、专利及专有技术、商标权和软件系统等，2018年末账面价值0.58亿元。公司商誉主要系近年并购公司产生，2018年末账面余额1.06亿元，由于子公司重庆多泰医用设备有限公司和天津市博奥天盛塑材有限公司包含商誉的资产组的可收回金额低于账面价值，全额计提减值准备合计0.12亿元。

总体来看，受公司业务规模增长以及公司自身经营积累影响，近年公司资产规模稳定增长，但仍然相对偏小，且需注意随着公司应收账款规模的持续增长，公司坏账风险加大。

资产运营效率

公司整体资产营运能力有所改善，但净营业周期有所拉长

公司销售以经销商买断式经销为主，终端销售为辅，对经销商一般采取现款现货模式，部分优质客户给予一个月信用期；直销模式主要是对医院等医疗机构，信用期通常在3-6个月。近年公司应收账款周转天数持续增长，2016-2018年分别为64.50天、79.62天和80.20天，应收账款占用资金情况有所加大。近年公司应付账款周转天数有所减少，由2016年的68.45天缩短2018年的57.33天；存货周转率小幅波动，基本保持稳定，2016-2018年存货周转天数分别为65.81天、64.38天和66.52天。受应收账款周转天数和存货周转天数增长的综合影响，公司净营业周期由2016年的61.87天延长至2018年的89.39天。

受近年营业收入规模增长等因素影响，2018年公司流动资产周转天数和固定资产周转天数分别为209.32天和41.21天，较2016年分别缩短33.92天和10.59天，总资产周转天数由2016年的382.98天缩短至2018年的380.27天，整体资产营运能力有所提高，并相对保持稳定。

表22 公司主要运营效率指标

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	80.20	79.62	64.50

存货周转天数	66.52	64.38	65.81
应付账款周转天数	57.33	59.95	68.45
净营业周期	89.39	84.05	61.87
流动资产周转天数	209.32	219.84	243.24
固定资产周转天数	41.21	45.16	51.80
总资产周转天数	380.27	376.15	382.98

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入持续稳定增长，毛利率水平保持相对稳定

近年公司营业收入持续稳定增长，2016-2018年及2019年1-9月营业收入分别为5.94亿元、7.11亿元和8.13亿元，2016-2018年复合增长率为16.99%，主要系近年公司销售规模扩大以及产品市场进一步拓展所致，2019年1-9月公司营业收入增长率为2.04%。从毛利率水平来看，2016-2018年公司综合毛利率分别为40.49%、37.33%和37.22%，近年有所波动，但整体保持相对稳定。

期间费用方面，随着公司产品市场扩大，营业收入持续增长，期间费用也相应增长，主要系销售费用和研发费用的增长，受公司业务规模扩大的影响，公司总资产规模增速快于利润增速，导致近年总资产回报率和净资产收益率持续下降，2018年公司总资产回报率和净资产收益率分别为10.89%和13.30%，较2016年分别下降3.64个百分点和3.01个百分点。此外，近年公司净利润增长率大幅波动，2016-2018年分别为168.69%、-10.15%和10.64%。

表23 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-9月	2018年	2017年	2016年
营业收入	60,908.86	81,338.54	71,147.29	59,431.44
营业利润	7,531.36	9,302.87	8,638.91	8,298.70
利润总额	7,533.64	9,148.73	8,611.42	9,148.13
净利润	6,340.42	7,823.72	7,071.49	7,870.29
综合毛利率	38.66%	37.22%	37.33%	40.49%
期间费用率	26.11%	26.58%	25.22%	25.20%
营业利润率	12.36%	11.44%	12.14%	14.02%
总资产回报率	-	10.89%	11.69%	14.53%
净资产收益率	-	13.30%	13.36%	16.31%
营业收入增长率	2.04%	14.32%	19.71%	56.19%
净利润增长率	5.06%	10.64%	-10.15%	168.69%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年三季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流表现尚可，但仍存在一定资金压力

由于公司销售以经销商买断式经销为主，终端销售为辅，且对经销商一般采取现款现货模式，近年公司资金回笼情况整体较好，2016-2018年收现比分别为1.03、1.08和1.09。随着公司业务规模的扩大，公司FFO由2016年的0.95亿元增至2018年的1.00亿元，经营活动现金生成能力有所增强。2016-2018年，公司营运资本变化规模分别为-0.44亿元、-0.23亿元和-0.19亿元，公司营运资本占用资金减少，2016-2018年公司经营活动现金流分别净流入0.51亿元、0.72亿元和0.81亿元，经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，2016-2018年公司投资活动现金流分别净流出0.91亿元、1.09亿元和1.22亿元，主要系近年购建固定资产、无形资产等支付的现金等。

随着公司本期债券募投项目的开工建设以及其他在建项目的不断投入，未来公司投资活动支出或将维持较高水平，虽然公司回款能力尚可，但经营活动现金流入规模偏小，公司仍存在一定的资金压力。

表24 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.09	1.08	1.03
净利润	7,823.72	7,071.49	7,870.29
FFO	10,004.85	9,520.11	9,503.51
营运资本变化	-1,884.11	-2,185.71	-4,422.99
其中：存货减少（减：增加）	-1,005.34	-1,311.03	-623.29
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,984.49	-4,312.84	-4,024.45
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,105.72	3,438.16	224.75
经营活动产生的现金流量净额	8,120.73	7,334.41	5,080.52
投资活动产生的现金流量净额	-12,185.29	-11,007.73	-9,117.18
筹资活动产生的现金流量净额	4,073.62	1,018.95	-711.71
现金及现金等价物净增加额	-27.35	-2,699.37	-4,646.83

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模不断增长，盈利对有息债务的本息偿还保障程度有所减弱

得益于公司自身的经营积累，2018年末公司所有者权益为6.22亿元，2016-2018年复合增长率为11.08%，2019年9月末，公司所有者权益5.76亿元，主要系2019年公司溢价收购子公司珠海市宝瑞医疗器械有限公司（以下简称“宝瑞医疗”）的少数股东股权使当期公司资本公积及少数股东权益大幅下滑所致。随着公司经营规模的扩大，公司负债规模也相应有所提升，2018年末负债总额为2.96亿元，2016-2018年复合增长率为27.42%，2019年9月

末，公司负债总额增至4.90亿元，较2018年末大幅增长65.44%，主要系短期借款大幅增长以及收购子公司宝瑞医疗的少数股东股权尚未支付部分股权款项使其他应付款大幅增长，受此综合影响，2016-2018年及2019年9月末，公司产权比率分别为36.15%、44.42%、47.57%和84.95%，公司净资产对负债的保障程度持续减弱，但整体水平尚可。

表25 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年9月	2018年	2017年	2016年
负债总额	48,964.43	29,596.88	24,614.55	18,229.20
所有者权益	57,636.07	62,218.62	55,407.85	50,427.39
产权比率	84.95%	47.57%	44.42%	36.15%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年三季度财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司短期借款余额0.20亿元，包括保证借款0.18亿元和信用借款0.02亿元，2019年9月末短期借款增至1.23亿元。2018年末，应付票据余额0.32亿元，均为银行承兑汇票；应付账款余额0.87亿元，主要为应付供应商原材料采购货款及应付委托加工费，账龄集中在1年以内；年末预收款项余额0.29亿元，主要系部分出口产品要求客户预先支付货款后再发货所致。公司其他应付款主要包括工程设备款和运费，2018年末账面余额为0.19亿元，2019年9月末增至0.64亿元，主要系收购子公司宝瑞医疗的少数股东股权尚未支付部分股权款项所致。2019年9月末，公司一年内到期的非流动负债余额为0.21亿元，较2018年末大幅增长，主要为公司及子公司借入的中长期贷款。

截至2018年末，公司长期借款余额0.70亿元，主要为保证借款和信用借款，2019年9月末，长期借款增至0.75亿元。

表26 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年9月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,253.57	25.03%	1,978.00	6.68%	3,317.37	13.48%	350.00	1.92%
应付票据	1,368.14	2.79%	3,201.61	10.82%	3,482.25	14.15%	1,403.98	7.70%
应付账款	9,615.90	19.64%	8,724.29	29.48%	7,537.94	30.62%	7,313.03	40.12%
预收款项	2,805.96	5.73%	2,922.89	9.88%	2,728.09	11.08%	1,220.58	6.70%
其他应付款	6,368.14	13.01%	1,850.55	6.25%	3,951.37	16.05%	4,998.68	27.42%
一年内到期的非流动负债	2,106.30	4.30%	300.00	1.01%	67.54	0.27%	0.00	0.00%
流动负债合计	36,394.24	74.33%	21,275.73	71.89%	22,970.53	93.32%	16,935.43	92.90%
长期借款	7,469.82	15.26%	6,986.85	23.61%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应付款	3,968.62	8.11%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

非流动负债合计	12,570.18	25.67%	8,321.15	28.11%	1,644.02	6.68%	1,293.77	7.10%
负债合计	48,964.43	100.00%	29,596.88	100.00%	24,614.55	100.00%	18,229.20	100.00%
其中：有息债务	25,798.31	52.69%	9,264.85	31.30%	3,384.91	13.75%	350.00	1.92%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年三季度财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模0.93亿元，占负债总额的比重为31.30%，主要为短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款，其中2019年需偿还的有息负债为0.23亿元，短期偿债压力较小。截至2019年9月末，公司有息债务规模增至2.58亿元，占当期负债总额的比重为52.69%，其中短期有息负债规模为1.44亿元。

随着公司负债规模的持续增长，公司资产负债率不断提升，截至2019年9月末，公司资产负债率达到45.93%，较2018年末提升13.69个百分点；期末公司流动比率和速动比率分别为1.64和1.38，较2018年末均有所下滑，公司短期偿债压力加大。从盈利角度来看，近年公司EBITDA波动提升，2016-2018年分别为1.07亿元、1.04亿元和1.12亿元，EBITDA利息保障倍数分别为178.78、130.21和31.78，有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA指标持续提升，公司盈利对有息债务的本息偿还保障程度有所减弱。

表27 公司偿债能力指标

指标名称	2019年9月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	45.93%	32.24%	30.76%	26.55%
流动比率	1.64	2.29	2.00	2.42
速动比率	1.38	1.83	1.61	2.01
EBITDA（万元）	-	11,245.95	10,428.14	10,737.63
EBITDA 利息保障倍数	-	31.78	130.20	178.78
有息债务/EBITDA	-	0.82	0.32	0.03
债务总额/EBITDA	-	2.63	2.36	1.70
经营性净现金流/流动负债	0.15	0.38	0.31	0.30
经营性净现金流/负债总额	0.11	0.27	0.29	0.28

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年三季度财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金主要来源于本期债券募投项目收益和公司日常经营产生的现金流。

根据公司披露的《宝莱特血液净化产业基地项目可行性报告》，血液净化产业基地项

目所得税后内部收益率为19.47%。但中证鹏元注意到，在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化、下游的投资需求萎缩、或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在项目进度及收益不达预期的风险。

近年公司主营业务收入持续增长，2016-2018年营业收入分别为5.94亿元、7.11亿元和8.13亿元，近三年复合增长率为16.99%。2016-2018年公司经营活动现金流分别净流入0.51亿元、0.73亿元和0.81亿元，公司日常经营产生的现金流能为偿债提供一定保障。但中证鹏元也关注到，截至2019年9月末，公司应收账款账面价值2.05亿元，且公司存在应收账款可能无法及时收回而形成坏账的风险，从而对公司资金使用效率及经营业绩产生不利影响。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年1月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司本部其他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。

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：万元）	2019年9月	2018年	2017年	2016年
货币资金	25,662.65	17,047.87	15,990.15	18,270.44
应收账款	20,504.86	18,543.02	17,695.94	13,773.38
存货	9,172.22	9,901.51	8,968.05	6,980.84
固定资产	8,687.20	9,178.78	9,444.52	8,406.64
在建工程	15,025.15	11,299.65	5,921.51	3,037.51
无形资产	5,709.06	5,822.12	6,066.03	5,672.38
商誉	9,388.47	9,388.47	9,388.47	7,442.89
总资产	106,600.50	91,815.49	80,022.40	68,656.59
短期借款	12,253.57	1,978.00	3,317.37	350.00
应付票据	1,368.14	3,201.61	3,482.25	1,403.98
应付账款	9,615.90	8,724.29	7,537.94	7,313.03
其他应付款	6,472.65	1,886.98	3,953.39	4,998.68
一年内到期的非流动负债	2,106.30	300.00	67.54	0.00
长期借款	7,469.82	6,986.85	0.00	0.00
总负债	48,964.43	29,596.88	24,614.55	18,229.20
有息债务	25,798.31	9,264.85	3,384.91	350.00
所有者权益合计	57,636.07	62,218.62	55,407.85	50,427.39
营业收入	60,908.86	81,338.54	71,147.29	59,431.44
营业利润	7,531.36	9,302.87	8,638.91	8,330.79
净利润	6,340.42	7,823.72	7,071.49	7,870.29
经营活动产生的现金流量净额	5,397.50	8,120.73	7,334.41	5,080.52
投资活动产生的现金流量净额	-13,451.21	-12,185.29	-11,007.73	-9,117.18
筹资活动产生的现金流量净额	13,825.49	4,073.62	1,018.95	-711.71
财务指标	2019年9月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	80.20	79.62	64.50
存货周转天数	-	66.52	64.38	65.81
应付账款周转天数	-	57.33	59.95	68.45
净营业周期	-	89.39	84.05	61.87
流动资产周转天数	-	209.32	219.84	243.24
固定资产周转天数	-	41.21	45.16	51.80
总资产周转天数	-	380.27	376.15	382.98
综合毛利率	38.66%	37.22%	37.33%	40.49%
期间费用率	26.11%	26.58%	25.22%	25.20%
营业利润率	12.36%	11.44%	12.14%	14.02%
总资产回报率	-	10.89%	11.69%	14.53%

净资产收益率	-	13.30%	13.36%	16.31%
营业收入增长率	2.04%	14.32%	19.71%	56.19%
净利润增长率	5.06%	10.64%	-10.15%	168.69%
资产负债率	45.93%	32.24%	30.76%	26.55%
流动比率	1.64	2.29	2.00	2.42
速动比率	1.38	1.83	1.61	2.01
EBITDA (万元)	-	11,245.95	10,428.14	10,737.63
EBITDA 利息保障倍数	-	31.78	130.20	178.78
有息债务/EBITDA	-	0.82	0.32	0.03
债务总额/EBITDA	-	2.63	2.36	1.70
经营性净现金流/流动负债	0.15	0.38	0.31	0.30
经营性净现金流/负债总额	0.11	0.27	0.29	0.28

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年三季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / $((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
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)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 长期应付款

附录三 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。

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

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

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

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
宝莱特使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08日

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

**此复印件仅供
宝莱特
再复印无效**

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：秦风明

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030216080001



证书取得日期 2016-08-13



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名: 张旻楠

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030216080004

执业注册记录



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。