



2020年广东宝莱特医用科技股份有限公司 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。

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：



2020年广东宝莱特医用科技股份有限公司可转换公司债券 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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
宝莱转债	AA-	AA-

评级日期

2022年6月22日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持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.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“宝莱转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：医疗器械短期内景气度向好，公司核心产品仍具备一定的竞争力，跟踪期内定向增发股票提升公司资本实力；同时中证鹏元也关注到，2021 年公司业绩下滑，未来利润规模存在不确定性，公司应收账款面临一定回收风险，在建项目存在不达预期效益的风险以及面临一定商誉减值风险及资金支出压力。

未来展望

- 预计公司核心产品仍具备一定竞争力，公司经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

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	22.40	17.20	16.07	9.61
归母所有者权益	14.38	8.94	9.18	5.48
总债务	3.58	3.76	2.82	1.86
营业收入	2.92	10.91	13.96	8.26
净利润	0.14	0.67	3.52	0.73
经营活动现金流净额	0.07	0.81	4.56	0.81
销售毛利率	32.48%	32.67%	46.72%	39.77%
EBITDA 利润率	--	11.18%	32.77%	14.29%
总资产回报率	--	5.40%	33.46%	10.43%
资产负债率	31.31%	42.29%	35.74%	39.07%
净债务/EBITDA	--	0.93	-0.40	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	6.93	36.53	13.11
总债务/总资本	18.88%	27.47%	21.45%	24.10%
FFO/净债务	--	49.59%	-181.90%	551.55%
速动比率	2.43	1.28	1.82	1.58
现金短期债务比	5.32	1.79	4.10	2.38

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

- **医疗器械采购需求扩大，预计未来 2-3 年市场景气度向好。**近年来我国医疗器械行业增长势头良好，同时受新冠疫情推动，国家加强了公共卫生体系方面的建设，各地在补短板、医院改建扩建等方面加大投入。同时，医疗器械国产化化和进口替代化也有利于医疗器械行业发展。
- **公司核心产品仍具备一定的竞争力。**2021 年，公司及子公司加大研发投入，新增发明专利 5 项，新增《医疗器械注册证》10 项。此外，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）医疗器械注册证的上市公司，同时该产品已获得欧盟的 CE 证书，打破国外企业在相关产品技术领域的垄断；公司子公司苏州君康医疗科技有限公司（以下简称“苏州君康”）拥有自主知识产权透析膜制备技术。
- **定向增发股票提升公司资本实力。**2022 年 2 月，公司完成向特定对象发行股票 28,723,404 股，募集资金 5.4 亿元，公司股本增加，资本实力得到提升。

关注

- **2021 年公司业绩下滑，未来利润规模存在不确定性。**2021 年，受海外监护仪类产品市场需求回落影响，公司营业收入和净利润同比大幅下滑；此外，受监护类产品单价回落利润空间减小、部分主营产品原材料中芯片采购价格暴涨使成本增加以及集采带来的血透耗材类产品价格下滑等因素综合影响，公司销售毛利率也出现下滑。苏州君康暂未扭亏，一定程度侵蚀公司利润。
- **公司应收账款规模持续增长，需关注可能存在的回收风险。**公司应收账款占比较大，2021 年末累计计提坏账准备 0.19 亿元，且部分款项无法收回已全额计提坏账。
- **公司在建项目投资规模大，面临一定资金缺口，且存在不达预期效益的风险。**公司在建项目主要包括本期债券募投项目血液净化工程、苏州君康二期厂房和南昌宝莱特厂房工程，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，且在建项目投资规模大，存在一定资金支出压力。
- **面临一定的商誉减值风险。**截至 2021 年末，公司对苏州君康持股比例增至 77.78%，2021 年苏州君康净利润亏损 1,272.29 万元，未来仍存在继续亏损的可能，若其经营业绩不达预期，商誉可能存在一定减值风险，从而对公司经营业绩造成一定影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	宝莱特	迈瑞医疗	理邦仪器	三鑫医疗	维力医疗
总资产	17.20	381.03	20.48	14.06	21.32
营业收入	10.91	252.70	16.36	11.64	11.19
净利润	0.67	80.04	2.27	1.72	1.15
销售毛利率	32.67%	65.01%	55.97%	34.37%	42.36%
资产负债率	42.29%	29.22%	15.44%	30.39%	25.36%

注：迈瑞医疗、理邦仪器为监护设备类可比公司；三鑫医疗、维力医疗为血液透析类可比公司；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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



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	5	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	6
	经营效率	3		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	5		盈利状况	强
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

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-	2021-6-7	何馨逸、秦风明	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)、外部特殊支持 评价方法(cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-3-2	秦风明、张旻燊	公司债券评级方法(py_ff_2017V1.0)、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

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
宝莱转债	2.19	2.19	2021-6-7	2026-9-4



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、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年9月4日发行6年期2.19亿元可转换公司债券，募集资金用于宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目和补充流动资金。根据公司于2022年4月公告的《广东宝莱特医用科技股份有限公司2021年年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2021年末，本期债券募集资金专项账户余额为69,149.04元，另有7,760.00万元闲置募集资金用于现金管理。

三、发行主体概况

2022年2月，公司完成向特定对象发行股票28,723,404股，募集资金总额539,999,995.20元，拟用于宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目、营销网络及信息化建设项目及补充流动资金，股票发行后公司股本增至174,814,880股。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。因实施2020年度利润分配方案，“宝莱特转债”转股价格由原40.54元/股调整为40.14元/股，调整后的转股价格自2021年6月28日（除权除息日）起生效；由于向特定对象发行股票，新增股份于2022年2月18日上市，发行价格为18.80元/股，“宝莱特转债”转股价格由40.14元/股调整为36.63元/股，调整后的转股价格自2022年2月18日起生效。由于部分转债转股及公司增发，截至2022年3月末，公司总股本增至174,814,904股，实际控制人仍为自然人燕金元与王石夫妇，合计持股比例为29.44%，其中燕金元持有47,136,790股，质押数量为19,878,900股，占其持股总数的42.17%，质押比例较2020年末持平，但仍需关注股权质押风险。截至2022年3月末，公司股权结构图见附录二。

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。2021年公司合并范围新增2家子公司，减少1家子公司，详见下表，截至2021年末，公司纳入合并范围的一级子公司共16家，详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
南昌宝莱特医疗器械有限责任公司	100%	2,000.00	制造业	投资设立
四川宝莱特智立医疗科技有限公司	65%	1,800.00	制造业	投资设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
-------	------	------	------	---------



珠海市微康科技有限公司	100%	500.00	制造业	注销减少
-------------	------	--------	-----	------

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

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

新冠疫情作为催化剂推动国家在医疗新基建领域发力,医疗机构的扩张带动了医疗设备采购需求的扩大,预计未来2-3年医疗器械尤其是医疗设备相关市场景气度向好

近年来我国医疗器械行业增长势头良好,根据工信部等十部门于2021年12月联合发布的《“十四五”医疗装备产业发展规划》,“十三五”期间我国医疗装备产业年均复合增长率为11.8%,高于同期医药工业增加值年均增长9.5%的增速,其中规模以上工业企业2,300余家,主营业务收入4,134亿元,年均复合增长率为11.6%。整体来看,我国医疗器械行业发展良好,行业增速较快。

人口老龄化、社会经济进步、疫情等因素的叠加使得人民群众对健康生活的需求进一步提升,经第七次人口普查显示,目前我国60岁及以上人口为2.64亿人,占全国人口的比例为18.70%,与2010年相比十年时间上升了5.44个百分点。另一方面,除2020年受新冠疫情影响、门诊诊疗人次下降导致人均医疗保健消费支出有所降低外,其他年份我国人均医疗保健消费支出均保持较好的增长,2012-2021年十年年均复合增长率为10.83%,其中2021年我国人均医疗保健消费支出2,115元,支出规模创历史新高。

同时受新冠疫情推动,国家加强了公共卫生体系方面的建设,各地在补短板、医院改建扩建等方面加大投入。从宏观层面看,2020及2021年我国卫生和社会工作固定资产投资增速分别为26.8%和19.5%,增速均远高于以往年份。

在具体措施方面,从2020年初疫情蔓延开始,国家就在考虑“平疫结合”的长期规划,在疫苗、特效药的保护存在一定不确定性的背景下,以医院新建、改建、扩建等方向的医疗新基建成为了各地政府的亟待落实的方向。医院的建设往往由各地政府提出,以未来3-5年为规划期,对新增医院的数量或床位数提出了具体要求。如下表所示,各地政府提出的建设的医院等级较高,一般为三级和三甲医院,伴随着大型公立医院的建设,预计未来2-3年我国医疗设备的采购需求将进一步提升。

除大型医院外,国家在基层医疗机构的建设方面同样提出具体部署,2022年4月国家卫健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作县医院名单》,共1,233家县级医院将根据要求到2025年达到三级医院医疗服务能力水平。该政策落实除提升县级医院的综合服务能力外,可进一步推动分级诊疗,进一步释放基层医疗卫生资源需求的市场空间。我国大部分基层医疗机构由于预算有限,采购的设备多为性价比较高的设备,这为国产医疗设备生产企业带来新一波发展机遇。



此外，今年3月份以来新冠疫情不断反复，且此轮疫情以奥密克戎毒株造成的大量轻症及无症状感染者需要在具有一定医疗条件的场所集中隔离，由于各地集中隔离点不足等因素与患者隔离的需求产生矛盾，需要各地建设方舱医院来化解。3月22日国务院联防联控机制综合组印发了《方舱医院设置管理规范》（以下简称“《规范》”），《规范》中对方舱医院配备的必要医疗设备和器械提出了明确要求。

因此，本轮医疗新基建的推动是国家对于公共医疗卫生领域的一次全方位提升，医疗机构的扩张带动了医疗设备采购需求的扩大，预计未来2-3年医疗器械尤其是医疗设备相关市场的景气度向好。

表2 近年来医疗新基建领域相关具体政策

发布日期	发布机构	文件名称	具体内容
2020年3月	河南省卫健委	《河南省三级医疗机构设置规划（2020年—2025年）》	2025年规划新增三级医疗机构162所，全省三级医疗机构床位数达到27.1万张，千人口床位数达到2.7张
2020年3月	苏州市政府	《苏州市三级三甲医院建设方案》	“十四五”时期三级医院数量增长50%、三甲医院新增10家
2020年8月	西安市政府	《西安市卫生健康事业重点项目建设三年行动方案（2020—2022年）》	在2022年实施13个医院项目建设，新增床位13,375张
2021年6月	深圳市政府	《深圳市政府工作报告》	在“十四五”期间新增病床2万张，三甲医院从22家增加至30家
2021年10月	国家卫健委	《“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025年）》	在临床服务方面构建肿瘤防治、慢病管理、微创介入、麻醉疼痛诊疗、重症监护等临床服务五大中心，在急诊急救方面强化胸痛、卒中、创伤、危重孕产妇救治、危重儿童和新生儿救治等急诊急救
2022年3月	国务院联防联控机制综合组	《方舱医院设置管理规范》	配备必要的医疗设备、药品和器械，包括CT车、血氧饱和度检测仪、监护仪、除颤仪、无创呼吸机等

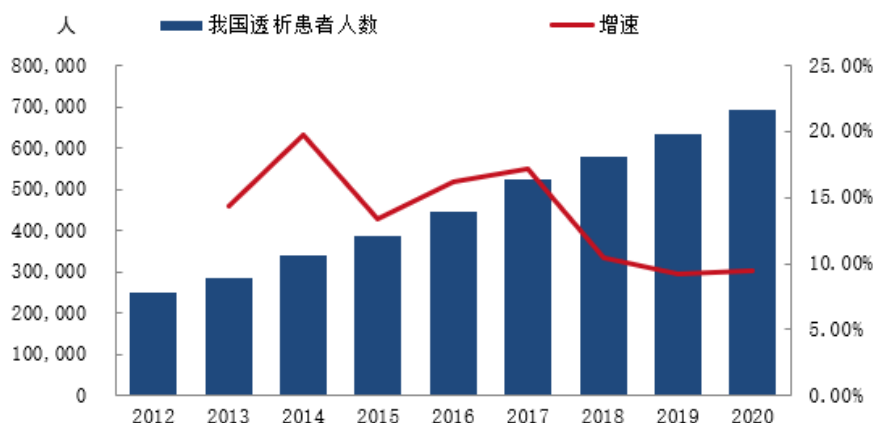
资料来源：各个政府网站，中证鹏元整理

全球血液透析产业市场规模稳步上升，进口替代速度将进一步加快，但行业竞争也较为激烈

全球血液透析产业市场规模从2015年的668亿欧元稳步上升至2021年的830亿至850亿欧元，年均增长率约4%，预计未来几年将保持平稳增速，预计2025年全球血透行业市场规模将接近1,000亿欧元。

我国于2010年组建全国血液净化病例信息登记系统（以下简称“CNRDS”），开始对全国的终末期肾病患者（以下简称“ESRD”）进行透析治疗（包括血液透析+腹膜透析）进行登记并进行相关数据的统计。中证鹏元整理了相关文献及博士论文，截至2020年末我国血液透析患者约为69.27万人，较上年增长约6.01万人、较2012年增长了一倍多，近年来呈逐渐上升趋势。

图1 我国透析患者人数不断提升



资料来源：全国血液净化病例信息登记系统，中证鹏元整理

近年来，国家政策支持为血液透析行业发展创造了良好的政策环境。例如《中国制造2025》提及，将高性能医疗器械作为重点发展领域，医疗器械国产化及进口替代是国家政策重点鼓励的方向；《“健康中国2030”规划纲要》提出，血透等新兴业态成为关注重点；《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》提出，重点开发高质量、低成本的血液透析机，重点解决国产血液透析设备及透析器稳定性、批量生产工艺性和核心部件问题；2020年的《公共卫生防控救治能力建设方案》提出优化医疗资源布局，加强重症病区建设，按规模和功能配置血液透析机，终末期肾病属于重症病建设范围。

耗材方面，根据《中国医疗器械蓝皮书2021版》显示，2020年中国血液净化类高值医用耗材市场规模为97亿元，同比增长19.75%，2020年血液透析器市场规模约为58.5亿元，约占整个血液净化类高值医用耗材市场规模的60%。透析器是血液透析中的关键部分，主要被用于血液透析过滤，国内透析器市场目前仍然由外资品牌主导，占据了70%的市场份额，国内部分先进企业正逐渐突破生产与技术壁垒，进口替代的速度将进一步加快。

设备方面，目前中国血液透析机市场份额仍主要依赖于进口产品，国内血液透析机销量中费森尤斯、贝朗、日机装、百特以及尼普洛5大外资厂商占据了国内血液透析机市场80%-90%左右的份额，国产自主品牌的血液透析机市场占有率仅10%-20%左右。《政府采购进口产品审核指导标准》（2021年版）明确支持提高包括血液透析机、血液透析滤过机在内的一批国产医疗设备的市场占有率。该项标准审核建议血液透析机配比采购本国产品比重为75%，血液透析滤过机配比采购本国产品比重为50%。由此可见，我国自主品牌的血液透析机在医疗设备国产化的浪潮中蕴含巨大市场空间。但也需关注到，由于在行业规划、政策扶持、政府采购等方面均得到了国家和地方政府重视，血液净化行业增长趋势明朗，兼具资金和技术优势的国内外企业通过外延并购、战略合作等方式不断进入行业，血液净化产业链渗透与整合趋势逐步呈现，行业竞争愈加激烈。

目前国家层面医用耗材带量采购已有两轮，区域联盟集采为主要采购方式，脊柱耗材及种植牙为

今年集采的主要品种，集采导致医用耗材价格大幅下降是主要趋势

目前国家组织医用耗材类带量采购已有两轮，分别针对冠脉支架和人工关节产品。区域联盟的集采为现有耗材集采的主要方式，涉及的品种有血管介入类、骨科类、人工晶体、手术器械耗材、口腔种植体、体外循环及血液净化类等多个品种。采购规模较大的有血管介入类、骨科类及人工晶体。从中标价格（进院价格）降价幅度来看，血管介入类产品降价幅度最大、骨科类产品次之、人工晶体的降价幅度相对温和。

组织国采工作方面，2022年2月11日国务院政策例行吹风会中指出在预计今年高值医用耗材集采品种从3个增加到5个，重点聚焦骨科耗材、药物球囊和种植牙等品种，采购范围上要在去年部分省份已经组织联盟采购的基础上，今年进一步扩大范围。骨科耗材中2022年3月28日国采办已经完成了脊柱耗材部件信息整理，目前在开展部件信息确认工作，预计脊柱类医用耗材的国采将在今年落地。种植牙方面集采方案及基本成熟，其中3月22日江苏省医保局开始启动耗材集采的相关工作，预计种植牙集采将以省际联盟形式开展、年内有望落地。

集采对于医用耗材价格大幅下降是主要趋势，从已经采购的品种来看，随着集采轮次的增加耗材价格的降幅在逐步提升。以血管介入类和骨科类产品为例，血管介入类产品中冠脉支架降价幅度从2019年7月的51%提升至2020年11月份的95%左右，冠脉扩张球囊降价幅度从2019年9月的74%左右提升至2020年8月的96.00%；骨科产品中人工关节的降价幅度从2019年9月的47.20%提升至2021年9月国采的82.00%。主营业务包含上述品种的企业如微创医疗、赛诺医疗、凯利泰等在上述板块的收入及盈利中均受到不同程度的影响。

表3 近年来血管介入类产品和骨科产品的主要集采情况

采购范围	时间	血管介入类	降幅	采购范围	时间	骨科类	降幅
国家	2020.11	冠脉支架	94.62 %	河南十二省	2021.7	骨科创伤	88.65%
山西省	2020.6	冠脉支架	52.98%	山东省	2021.2	人工髋关节	86.26%
江苏省	2019.7	冠脉支架	51.01%	京津冀“3+N”	2022.3	骨科创伤	83.48%
湖北省	2020.8	冠脉扩张球囊	96.00%	国家	2021.9	人工关节	82.00%
广东七省	2020.12	冠脉扩张球囊	92.23%	安徽省	2020.8	骨科关节	81.97%
山东省	2021.2	冠脉扩张球囊	91.83%	安徽省	2021.7	骨科脊柱	75.00%
京津冀“3+N”	2022.3	冠脉扩张球囊	90.00%	淄博市	2020.11	骨科创伤	67.30%
四川八省	2022.2	冠脉扩张球囊	89.80%	江苏省	2020.8	人工膝关节	67.30%
黔渝琼三省	2020.9	冠脉扩张球囊	85.32%	安徽省	2019.8	骨科脊柱	53.40%
江苏省	2019.9	冠脉扩张球囊	74.37%	江苏省	2019.9	人工髋关节	47.20%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、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，二是肾科医疗板块为血液透析产品。2020年受全球新冠疫情影响，重症监护类产品市场需求大幅增长，且出口价格较高，2021年受监护仪产品收入大幅回落影响，公司收入同比下滑21.85%，血透产品同比小幅提升10.36%。毛利率方面，2021年公司销售毛利率较上年大幅下滑14.05个百分点，主要系监护类产品单价回落利润空间减小、部分主营产品原材料中芯片采购价格暴涨使得成本增加以及集采带来的血透耗材类产品价格下滑所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
监护仪产品	40,017.38	46.16%	77,479.98	60.55%
血透产品	67,410.18	24.88%	61,082.69	29.22%
其他业务	1,674.28	23.82%	1,038.68	44.09%
合计	109,101.84	32.67%	139,601.36	46.72%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续加大对新产品开发和技术创新的投入，产品仍具有一定竞争力

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，2021年公司研发投入同比增长23.46%，研发投入占营业收入的比重提升至7.10%，主要系公司加大对血透产品和监护类高端产品及相关产线的投入所致。

2021年，公司及子公司新增发明专利5项，实用新型60项，新增商标3项，新增软件著作权3项，新增《医疗器械注册证》10项。截至2021年末，公司及子公司拥有授权的发明专利40项、实用新型240项、外观设计25项、国际专利1项，软件著作权91项，商标103项，《医疗器械注册证》60项。此外，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、心电图机、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）医疗器械注册证的上市公司，同时该产品已获得欧盟的CE证书，打破国外企业在相关产品技术领域的垄断；子公司苏州君康¹拥有自主知识产权透析膜制备技术，2021年4月公司董事会审议通过公司拟以不超过1.13亿元的交易价格进一步收购苏州君康38.44%股权²，2021年6月为进一步提升苏州

¹ 苏州君康于2012年引进德国纺丝生产线和封灌生产线，由此拥有由德国技术专家、国内知名大学教授与自己研发团队融合自成一体的研发制造体系，经过数年形成了苏州君康医疗自主知识产权透析膜制备技术，成为率先在国内拥有规模化聚醚砜透析膜生产的企业，目前苏州君康已获取专利20余项，主营产品空心纤维血液透析器全系列产品（低通量、高通量）已陆续通过国家药品监督管理局NMPA（CFDA）产品注册，取得了三类医疗器械注册证。

² 2021年6月末公司完成对苏州君康19.22%股权购买。



君康的综合竞争力和业务规模，董事会审议通过公司对苏州君康增资1.00亿元³，认购苏州君康新增注册资本7,407.41万元，增资完成后苏州君康注册资本增至2.92亿元，增资价款与新增股本之间的差额计入苏州君康资本公积。截至2021年末，公司对苏州君康持股比例为77.78%。整体来看，公司产品具有一定竞争力。

表5 近年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年
研发投入	7,743.60	6,271.93
研发投入占营业收入的比例	7.10%	4.49%

资料来源：公司2021年年度报告

2021年受海外监护仪类产品市场需求回落影响，公司业绩同比下滑，销售结构恢复为以国内销售为主，血透类产品受集采等因素影响平均价格有所下滑

分产品来看，监护仪产品中，公司主要以常规一体式监护仪、插件式监护仪、掌上监护仪三大监护系列产品为主。2021年公司监护仪产品收入同比大幅下滑48.35%，占当年营业收入的比重较上年大幅下滑18.82个百分点，公司收入结构较上年有所变化，主要系2020年受新冠疫情影响插件式监护仪收入出现爆发式增长后开始回落，2021年其收入基本恢复到正常水平，其占当期监护仪产品收入的比重由2020年的66.63%下滑至33.25%，仍是监护仪类产品最主要的收入来源。

血透产品中，公司拥有血液透析设备（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，公司主要以销售血液透析液及透析干粉、透析器等产品为主，近年公司基本完成了血液净化设备及耗材的全领域布局，2021年公司继续收购苏州君康股权，截至2021年末，公司对苏州君康持股比例为77.78%，苏州君康尚未实现盈利，但净利润亏损程度有所缩小。2021年，血透产线各类产品均实现增长，其中透析液过滤器同比大幅增长89.82%、血液透析器同比增长44.55%，其他产品主要系对外销售防护服、口罩、无纺布等感控产品以及麻醉剂、援外设备等，该部分收入均计入血透产品收入。

表6 近年公司主营业务分产品收入情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	收入	比例	收入	比例
监护仪产品				
常规一体式监护仪	13,305.76	33.25%	12,057.46	15.56%
插件式监护仪	14,729.95	36.81%	51,625.65	66.63%
掌上监护仪	5,340.86	13.35%	7,152.45	9.23%

³ 已于 2021 年 9 月完成，2022 年 1 月苏州君康工商已变更。



配件及其他产品	6,640.81	16.59%	6,644.41	8.58%
合计	40,017.38	100.00%	77,479.98	100.00%
血透产品				
血液透析液及透析粉	28,620.85	42.46%	27,381.74	44.83%
血液透析设备及配件	10,281.84	15.25%	7,825.87	12.81%
血透管路	3,549.28	5.27%	3,016.95	4.94%
透析液过滤器	1,625.01	2.41%	856.08	1.40%
透析器	14,371.64	21.32%	9,942.28	16.28%
其他产品	8,961.57	13.29%	12,059.77	19.74%
合计	67,410.19	100.00%	61,082.69	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从主要产品价格变动情况来看，监护设备类产品方面，2021年，受海外监护仪需求量回落影响，各类产品均价均有下滑，插件式监护仪作为2020年海外主要的需求产品，2021年价格降幅最大。

血液透析类产品方面，各类产品平均价格均有所下滑，其中：血液透析干粉及透析液受集采政策影响价格有所下滑；血液透析设备主要包含血透机和水处理机，血透机单价较水处理机偏低，但2021年销售规模增长，水处理机销售规模变化不大，2021年整体平均单价有所下滑；血透管路中单价较低的产品一次性使用动静脉穿刺针2021年销售规模增长，拉低了血透管路产品平均单价；透析液过滤器主要系苏州君康生产的聚砜膜透析过滤器，其单价低于其他透析液过滤器且2021年销售规模增长；透析器价格下滑主要系2021年公司自产透析器销量增大，价格较高的外购产品减少，整体均价降低。

表7 近年公司主要产品平均价格变动情况

产品	单位	2021 年	2020 年
监护设备类产品			
1、常规一体式监护仪	元/台	3,809.37	3,902.00
2、插件式监护仪	元/台	7,502.90	10,091.00
3、掌上监护仪	元/台	74.71	99.57
血液净化类产品			
1、血液透析干粉及透析液	元/人份	25.20	27.93
2、血液透析设备及配件	元/台	153,633.24	194,190.22
3、血透管路	元/套	32.71	36.91
4、透析液过滤器	元/支	385.35	511.25
5、透析器	元/支	61.45	85.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司销售模式仍以经销商买断式经销为主，终端销售为辅。公司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。2021年直销占比小幅提升，仍以经销为主。



表8 2020-2021年公司主营业务收入分销售模式构成情况（单位：万元）

	2021 年		2020 年	
	金额	比例	金额	比例
直销	18,199.79	16.94%	17,371.39	12.54%
经销	89,227.77	83.06%	121,191.28	87.46%
合计	107,427.57	100.00%	138,562.67	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从区域来看，仍分为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，国外销售包括“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。

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。2021年，海外疫情有所缓解，监护仪产品的爆发式采购减少，公司销售恢复至以国内销售为主。未来随着公司相关在建工程产线的建成投产，相关区域销售规模有望进一步提升。

表9 近年公司在国内外的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2021 年		2020 年	
	金额	比例	金额	比例
国内	75,098.52	69.91%	67,900.88	49.00%
国外	32,329.05	30.09%	70,661.79	51.00%
合计	107,427.57	100.00%	138,562.67	100.00%

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

2021年公司前五大客户合计占比下滑至13.25%，主要系国外客户对监护类产品采购减少使得公司前五大客户结构有所变化，整体集中度不高。公司经销商较多，中证鹏元关注到，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，仍可能对公司盈利能力产生不利影响。

表10 2020-2021年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比
2021 年	第一名	3,886.75	3.56%
	第二名	3,385.63	3.10%
	第三名	2,991.03	2.74%
	第四名	2,406.00	2.21%
	第五名	1,781.54	1.63%
	合计	14,450.95	13.25%



2020 年	Fourcardinal Tanacsado Kft.	12,067.75	8.64%
	Przedsiębiorstwo Techniki Medycznej Anes-Med Sp. z o.o.	8,540.93	6.12%
	Lifemed Industrial de Equipamentos e Artigos Medicos e Hospitalares S.A.	7,390.98	5.29%
	上海申洲医疗器械有限公司	3,771.78	2.70%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	3,209.02	2.30%
	合计	34,980.45	25.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司主要生产模式未发生变化，产能充足，监护仪类产品受海外需求回落影响，产销量出现下滑；血透类主要产品产销均实现增长；公司在建项目投资规模较大，面临一定资金缺口，且面临新增产能不达预期效益及产能消化风险

跟踪期内，公司生产模式未发生变化，仍以订单生产为主，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。

从公司产品产销情况来看，由于公司的监护仪、血液透析设备主要生产过程为人工组装，故整体产能有所波动。2021年，受海外需求回落影响，公司监护设备类产品整体产销量均有所下滑，但产能利用率基本保持稳定。血液净化类产品中，2021年，受部分新增产线竣工投产等因素影响，主要血透产品产能均有所提升，目前产能充足，各类产品产销量均实现增长，但产能利用率整体不高，未来是否能及时消化新增产能仍具有不确定性。

表11 2020-2021 年公司主要产品产销情况

产品名称	单位	项目	2021 年	2020 年
监护设备类产品				
监护仪	台	产能	910,600	996,900
		产量	828,247	899,942
		产能利用率	90.96%	90.27%
		销量	769,245.00	817,093.00
血液净化类产品				
血液透析液及透析粉	人份	产能	37,120,800	24,000,000
		产量	22,171,689	19,699,058
		产能利用率	59.73%	82.08%
		销量	22,902,037	19,607,558
血液透析设备及配件	台	产能	2,500	500
		产量	599	302
		产能利用率	23.96%	60.40%
		销量	628	403
血透耗材	套	产能	3,300,000	450,000
		产量	1,189,363	133,552
		产能利用率	36.04%	29.68%



销量	1,964,460	1,998,721
----	-----------	-----------

注1: 公司的监护仪、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2: 血透耗材中血透管路为外部采购并销售, 销量计算包含血透管路, 但产能和产量不包含。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

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2021年末, 公司主要在建项目包括本期债券募投项目宝莱特血液净化产业基地厂房工程、苏州君康二期厂房和南昌宝莱特厂房工程, 其中南昌宝莱特厂房工程已经基本完工并部分转至固定资产, 年末主要在建项目预算总投资12.66亿元, 已投资1.32亿元, 尚需投资11.34亿元。2022年2月公司完成向特定对象增发股票募集资金5.40亿元, 其中2.45亿元拟投向本期债券募投项目, 但2021年新增的苏州君康二期厂房项目总投资规模较大, 公司整体仍面临一定的资金缺口, 仍需通过自有资金及银行借款等途径解决, 未来随着新厂房的建成投产, 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12 截至 2021 年末公司主要在建项目投资情况 (单位: 万元)

项目	预算总投资	已投资	尚需投资	工程进度
南昌宝莱特厂房工程	3,205.30	3,099.53	105.77	96.70%
宝莱特血液净化产业基地厂房工程	43,890.02	9,400.61	34,489.41	21.42%
苏州君康二期厂房	79,500.00	665.94	78,834.06	0.84%
合计	126,595.32	13,166.08	113,429.24	-

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

2021年公司主营业务成本中商业成本大幅提升, 主要供应商分布仍较为分散

公司主营业务成本主要包括材料成本、人工费用、制造费用和商业成本, 公司监护仪产品和血透产品均以自产为主。2021年直接原材料成本占营业成本的比重由上年的65.74%降至47.51%, 主要系2021年血透板块业务增长带来的商业成本占比提升17.64个百分点所致。

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。

跟踪期内公司采购模式未发生变化，仍主要采用集中式采购，根据销售与生产计划，由经过筛选的少数优质供应商提供服务，易获得较大的价格优势与优质服务。2021年，公司前五大供应商采购金额占比为19.39%，供应商集中度基本保持稳定，整体来看较为分散，公司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及包装材料。

表13 2020-2021年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	占采购总额比例
2021年	第一名	血液透析设备、耗材	4,475.14	6.21%
	第二名	灌流器	2,860.68	3.97%
	第三名	血液透析设备、耗材	2,521.25	3.50%
	第四名	血液透析设备、耗材	2,313.73	3.21%
	第五名	包装材料	1,788.02	2.48%
	合计		13,958.82	19.39%
2020年	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	3,747.29	5.20%
	旭化成医疗器械(杭州)有限公司	血液透析设备、耗材	3,510.69	4.87%
	北京金嘉信商贸有限公司	二氧化碳模块	2,550.05	3.54%
	北京科力建元医疗科技有限公司	注射泵、输液泵	2,094.35	2.91%
	利尔达科技集团股份有限公司	主板	1,769.62	2.46%
	合计		13,671.99	18.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增2家子公司，减少1家子公司，详见表1。截至2021年末，公司合并范围共有16家子公司，详见附录四。

资产结构与质量

受股票增发以及工程持续投入影响，公司资产总额进一步增长，但整体规模仍偏小；应收账款存在一定回收风险，且苏州君康持续亏损，商誉仍存在一定减值风险

受股票增发以及工程持续投入影响，公司资产规模稳定增长，2022年3月末较2020年末大幅增长39.39%，由于公司向特定对象增发股票于2022年2月完成，3月末货币资金大幅增长，公司资产以流动资



产为主。

表14 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	8.08	36.07%	3.37	19.57%	4.31	26.81%
应收账款	2.27	10.13%	2.18	12.65%	1.82	11.34%
预付款项	0.51	2.26%	0.37	2.14%	0.29	1.83%
存货	1.76	7.86%	1.94	11.25%	1.48	9.22%
流动资产合计	13.11	58.53%	8.30	48.26%	8.66	53.91%
固定资产	4.12	18.38%	4.14	24.10%	3.70	23.03%
在建工程	1.79	7.99%	1.56	9.05%	0.72	4.48%
无形资产	0.94	4.21%	0.91	5.26%	0.89	5.56%
商誉	1.27	5.67%	1.27	7.39%	1.37	8.50%
非流动资产合计	9.29	41.47%	8.90	51.74%	7.41	46.09%
资产总计	22.40	100.00%	17.20	100.00%	16.07	100.00%

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

截至2021年末，公司货币资金以银行存款为主，其中0.68亿元货币资金使用受限，主要系定期存款0.60亿元，货币资金受限比例为20.20%，2022年3月末货币资金规模大幅提升主要系公司对特定对象发行股票募集资金到账所致。2021年末公司应收账款合计计提坏账1,905.97万元，其中无法收回全额计提坏账的款项合计59.63万元，年末前五大应收对象合计占比23.02%，应收对象较为分散，账龄集中在一年以内，但由于公司应收账款余额较大，需关注部分账龄较长款项可能存在无法收回的风险。公司预付款项主要系公司为采购原材料等支付的预付款，随着公司经营规模的逐步扩大，预付款规模进一步增长。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，2021年末存货账面价值同比大幅增长30.58%，主要系2021年公司原材料采购力度较大，包括备货采购的监护仪、血透材料以及成品。

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，2021年末固定资产账面价值同比小幅增长11.94%，主要系南昌宝莱特厂房工程及德国宝莱特厂房工程部分竣工转入固定资产所致。年末公司在建工程同比大幅增长116.28%，主要系公司对本期债券募投项目宝莱特血液净化产业基地厂房工程项目的投入大幅增长所致，此外公司2021年新增苏州君康二期厂房工程项目。公司无形资产仍主要为土地使用权、专利及专有技术、商标权和软件系统等，2021年变化较小。年末公司商誉同比小幅下滑，主要系子公司天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司包含商誉的资产组可收回金额低于账面价值，公司对其全额计提减值准备。此外，需关注截至2021年末，公司对苏州君康持股比例为77.78%，但2021年苏州君康净利润亏损1,272.29万元，虽然亏损规模同比有所减小，未来仍存在继续亏损的可能，若被收购公司经营业绩持续不达预期，商誉可能存在一定减值风险，从而对公司经营业绩造成一定影响。

总体来看，受公司工程投入增长及股票增发的影响，资产总额稳定增长，但整体规模仍然相对偏小，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；此外，未来被收购公司若经营业绩持

续不达预期，商誉可能存在一定减值风险。

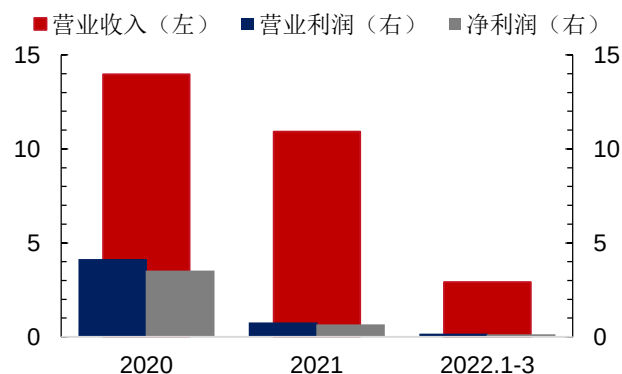
盈利能力

受海外监护类产品需求下滑影响，2021年公司营业收入大幅回落，盈利能力下滑，收购子公司尚未扭亏，未来利润规模存在不确定性

公司主营业务仍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，主要产品为医疗监护设备及配套产品和血液透析设备及相关耗材，公司主营业务收入主要来源于上述两大业务板块。2021年公司营业收入同比下滑21.85%，主要系公司监护类产品收入大幅下滑所致，但考虑到公司2020年收入受新冠疫情影响出现爆发式增长，2021年收入回落属正常现象，与2019年监护类产品收入相比仍有75.52%的增幅；2021年公司血透产品收入小幅增长。从毛利率水平来看，2021年公司销售毛利率较上年大幅下滑14.05个百分点，主要系海外监护类产品需求下滑，使相关产品单价回落利润空间减小所致。

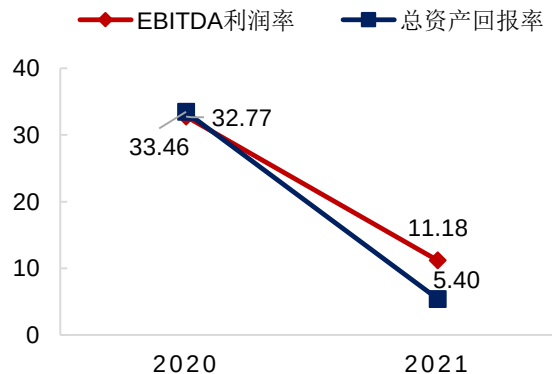
利润方面，2021年公司净利润显著下滑，EBITDA利润率和总资产回报率均大幅回落，公司盈利能力下滑，考虑到子公司苏州君康暂未扭亏，一定程度侵蚀公司利润，未来公司利润规模存在较大不确定性。

图2 公司收入及利润情况（单位：亿元）



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

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

现金流

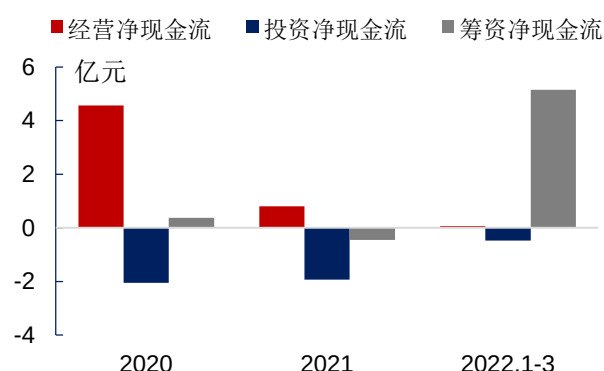
2021年公司经营活动现金生成能力大幅回落，需通过外部融资缓解资本性支出缺口，未来经营现金流入仍存在不确定性，随着在建项目的持续投入，公司仍存在一定资金压力

由于公司销售以经销商买断式经销为主，直销为辅，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。2021年受监护仪产品销售额大幅下滑影响，公司经营活动现金生成能力大幅回落，但经营活动现金仍实现净流入，表现尚可。

公司投资活动2021年保持较大规模净流出，主要系购置固定资产和对苏州君康支付的增资款等支出。

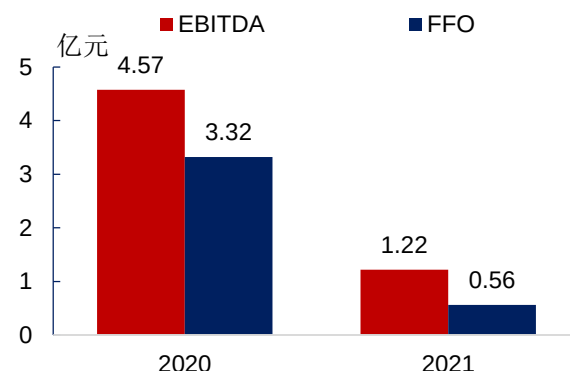
筹资活动方面，2021年公司主要通过银行借款方式融资，2022年1-3月筹资活动现金流大额净流入系公司进行股票增发所致。随着本期债券募投项目持续投入以及其他在建项目的不断投入，未来公司投资活动支出或将维持较高水平，虽然公司回款能力尚可，但2021年公司经营活动现金流入未能覆盖投资及筹资活动现金的流出，公司需通过外部融资缓解资金缺口，未来经营活动现金流入规模仍存在不确定性，公司仍存在一定的资金压力。

图4 公司现金流结构



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

图5 公司 EBITDA 和 FFO 情况



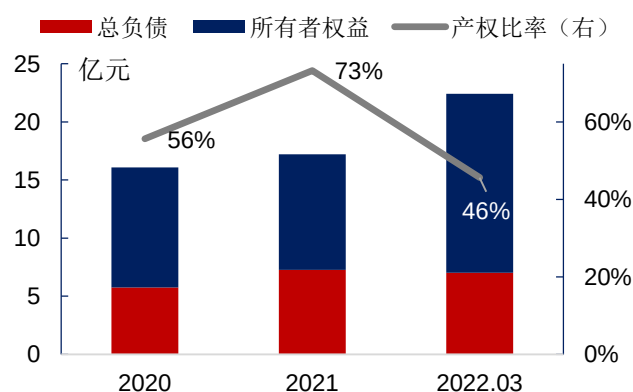
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

受益于2022年一季度股票增发，公司流动性改善，整体偿债压力相对可控

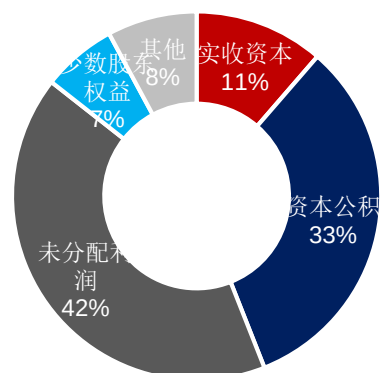
受公司溢价收购苏州君康股权调整资本公积影响，2021年公司所有者权益同比小幅下滑3.92%，2022年3月末，受益于对特定对象股票增发，公司净资产规模大幅增长。随着公司各项投入增加，负债规模整体也小幅提升，受上述因素的综合影响，公司产权比率波动下滑，2022年3月末降至45.59%，净资产对负债的保障程度持续增强。

图6 公司资本结构



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

图7 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年末，公司短期借款同比大幅增长65.26%，主要为信用借款的增长；年末应付账款主要为应付供应商原材料采购货款，2021年及2022年一季度应付账款增长主要系监护仪原材料采购增加所致；年末合同负债主要是预收的合同货款。公司其他应付款主要包括工程设备款、运费、股权转让费等，2021年末余额同比小幅增长主要系随着项目推进带来的工程及设备款的增长所致。

2021年末，公司新增部分质押借款；应付债券为应付本期债券，按面值计提利息以及溢折价摊销后，年末账面余额1.73亿元。

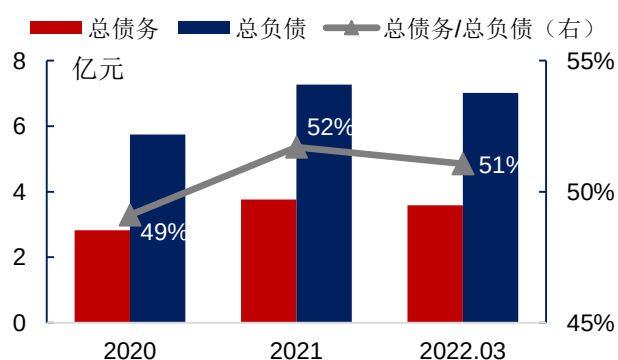
表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

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	1.17	16.64%	1.29	17.80%	0.78	13.63%
应付账款	1.64	23.34%	1.59	21.87%	1.19	20.69%
合同负债	0.37	5.22%	0.48	6.61%	0.48	8.30%
其他应付款	0.86	12.29%	0.93	12.82%	0.87	15.14%
流动负债合计	4.67	66.59%	4.97	68.38%	3.95	68.71%
长期借款	0.28	3.99%	0.32	4.40%	0.00	0.00%
应付债券	1.76	25.13%	1.73	23.82%	1.62	28.24%
非流动负债合计	2.34	33.41%	2.30	31.62%	1.80	31.29%
负债合计	7.01	100.00%	7.27	100.00%	5.74	100.00%

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

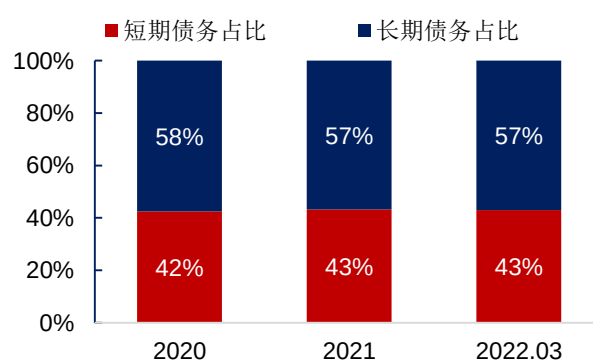
2021年末，公司总债务合计3.76亿元，同比增长33.29%，占年末总负债的比重为51.70%，从长短期债务结构来看，近年公司债务始终以长期债务为主，短期债务规模整体占比保持相对稳定。

图 8 公司债务占负债比重



注：2022 年 3 月末债务数据未考虑债务调整项
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司长短期债务结构



注：2022 年 3 月末债务数据未考虑债务调整项
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着项目持续投入以及经营规模的扩大，公司负债规模不断增长，2021年末资产负债率较2020年增

长6.55个百分点，2022年3月末，受股票增发带来的资产规模增长影响，公司资产负债率下滑至31.31%，整体负债水平不高。从盈利角度来看，受公司监护仪类产品销售回落影响，公司利润规模大幅下滑，2021年公司整体杠杆水平有所回升，公司盈利对总债务的本息偿还保障程度也相应下滑，但偿债压力相对可控。

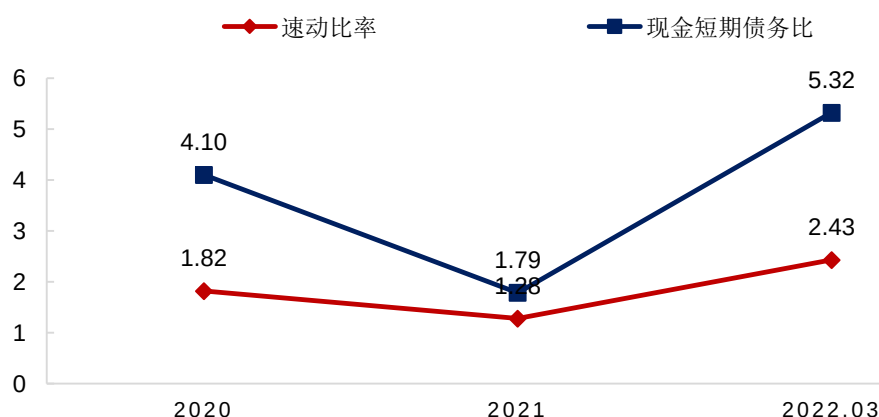
表16 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	31.31%	42.29%	35.74%
净债务/EBITDA	--	0.93	-0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	6.93	36.53
总债务/总资本	18.88%	27.47%	21.45%
FFO/净债务	--	49.59%	-181.90%

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

截至2021年12月31日，公司已拥有国内多家银行提供的银行授信额度，金额合计50,350万元，其中已使用授信金额为17,831.68万元，公司仍能获取一定的流动性来满足短期和长期资金的需求。受2022年一季度股票增发影响，公司速动比率及现金短期债务比均波动提升，整体流动性水平改善，现金类资产对短期债务覆盖程度较好。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 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3月25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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。



八、抗风险能力分析

近年来我国医疗器械行业增长势头良好，同时受新冠疫情推动，国家加强了公共卫生体系方面的建设，各地在补短板、医院改建扩建等方面加大投入，国家医疗器械采购需求扩大，预计未来2-3年市场景气度向好。公司近年保持较大研发投入规模，核心产品具备一定竞争力，2022年一季度公司完成股票定向增发，资本实力有所提升。但2021年公司业绩下滑，苏州君康暂未扭亏，公司未来利润规模存在不确定性，公司持续对血透产线投入，但目前产能利用率不高，未来能否及时消化新增产能存在不确定性；公司在建项目投资规模较大，公司面临一定资金缺口；公司持续加大对苏州君康的投入，但未来仍存在亏损的可能，面临一定商誉减值风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“宝莱转债”信用等级为AA-。



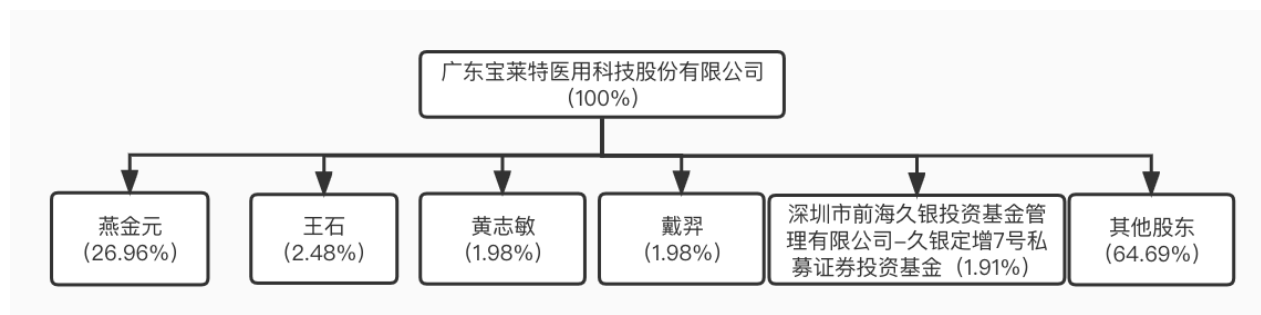
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	8.08	3.37	4.31	1.56
应收票据及应收账款	2.36	2.29	1.83	1.86
流动资产合计	13.11	8.30	8.66	4.94
固定资产	4.12	4.14	3.70	1.71
非流动资产合计	9.29	8.90	7.41	4.67
资产总计	22.40	17.20	16.07	9.61
短期借款	1.17	1.29	0.78	0.55
应付账款	1.64	1.59	1.19	0.72
其他应付款	0.86	0.93	0.87	0.53
一年内到期的非流动负债	0.13	0.13	0.00	0.25
流动负债合计	4.67	4.97	3.95	2.61
长期借款	0.28	0.32	0.00	0.73
应付债券	1.76	1.73	1.62	0.00
非流动负债合计	2.34	2.30	1.80	1.14
负债合计	7.01	7.27	5.74	3.76
总债务	3.58	3.76	2.82	1.86
归属于母公司的所有者权益	14.38	8.94	9.18	5.48
营业收入	2.92	10.91	13.96	8.26
净利润	0.14	0.67	3.52	0.73
经营活动产生的现金流量净额	0.07	0.81	4.56	0.81
投资活动产生的现金流量净额	-0.47	-1.93	-2.05	-1.49
筹资活动产生的现金流量净额	5.15	-0.45	0.37	0.65
财务指标	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	32.48%	32.67%	46.72%	39.77%
EBITDA 利润率	--	11.18%	32.77%	14.29%
总资产回报率	--	5.40%	33.46%	10.43%
产权比率	45.59%	73.27%	55.61%	64.12%
资产负债率	31.31%	42.29%	35.74%	39.07%
净债务/EBITDA	--	0.93	-0.40	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	6.93	36.53	13.11
总债务/总资本	18.88%	27.47%	21.45%	24.10%
FFO/净债务	--	49.59%	-181.90%	551.55%
速动比率	2.43	1.28	1.82	1.58
现金短期债务比	5.32	1.79	4.10	2.38

注：2022 年 3 月末总债务未考虑其他调整项

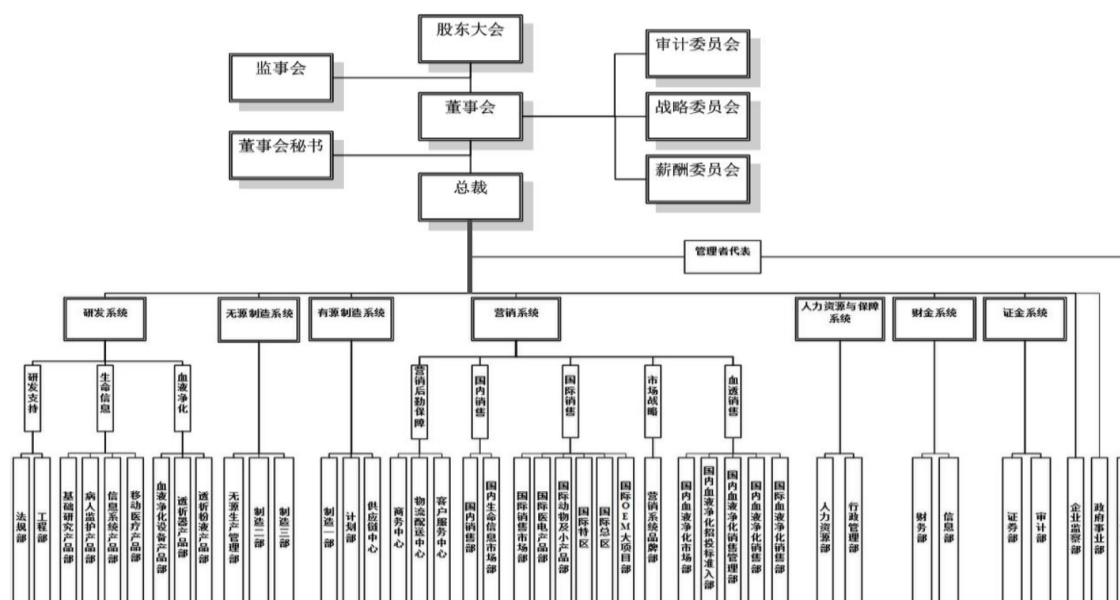
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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	9,000.00	100.00%	制造业	投资设立
南昌宝莱特医用科技有限公司	5,000.00	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
珠海市申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
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	5,696.67	100.00%	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
BIOLIGHT HEALTHCARE GmbH	100.00 万欧元	100.00%	制造业	投资设立
苏州君康医疗科技有限公司	21,780.00	77.78%	制造业	并购
南昌宝莱特医疗器械有限责任公司	2,000.00	100.00%	制造业	投资设立
四川宝莱特智立医疗科技有限公司	1,800.00	65.00%	制造业	投资设立

注：2022 年 1 月，苏州君康注册资本变更为 29,187.41 万元

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、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。