



# 2020年广东宝莱特医用科技股份有限公司 可转换公司债券2023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2023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-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：近年我国医疗器械行业市场规模快速增长，国产替代进程加速，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）持续增加研发投入，产品竞争力进一步提升，公司定向增发提升资本实力。但中证鹏元也关注到，国内耗材集采常态化，公司耗材类血透产品盈利承压，2022 年公司盈利能力大幅下滑，血透产品产能利用率不足，新增产能能否及时消化以及在建项目是否按预期效益达产均存在不确定性，子公司持续经营亏损可能侵蚀公司利润以及存在一定商誉减值风险等风险因素。

## 评级日期

2023 年 6 月 9 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	25.85	24.39	17.20	16.07
归母所有者权益	14.45	14.16	8.94	9.18
总债务	6.04	4.68	3.76	2.82
营业收入	3.45	11.84	10.91	13.96
净利润	0.28	0.25	0.67	3.52
经营活动现金流净额	-0.64	1.41	0.81	4.56
净债务/EBITDA	--	0.85	0.93	-0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	3.04	6.95	36.45
总债务/总资本	28.21%	23.75%	27.47%	21.45%
FFO/净债务	--	11.15%	50.72%	-189.07%
EBITDA 利润率	--	5.19%	11.22%	32.70%
总资产回报率	--	1.62%	5.40%	33.46%
速动比率	1.74	1.88	1.28	1.82
现金短期债务比	1.69	2.32	1.79	4.10
销售毛利率	38.36%	30.18%	32.67%	46.72%
资产负债率	40.58%	38.40%	42.29%	35.74%

注：2020 年公司净债务为负值，净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负  
 资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 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

## 优势

- **我国医疗器械行业市场规模增长较快，受益于国家政策支持，国产替代不断加速。**2022年中国医疗器械市场规模预计达9,582亿元，近7年复合增速约17.5%，已跃升为除美国外的全球第二大市场。受益于国家政策支持，近年来国家药监局批准上市的创新医疗器械快速增长，国产医疗器械技术快速提升。
- **公司产品竞争力进一步提升。**2022年，公司加大研发投入，新增《医疗器械注册证》8项，其中，2022年6月获证的D800系列血液透析设备能满足患者的差异化需求，D800Plus为国内首创的三泵血液透析滤过设备，是目前国内市场唯一在售的前后混合置换透析机型，对实现高质量的透析效果及延缓患者生存时间有积极作用；子公司苏州君康医疗科技有限公司（以下简称“苏州君康”）已拥有自主研发生产的高通、低通血液透析器医疗器械注册证，进一步丰富了产品品类。此外，公司自主研发的PD600腹膜透析设备已于2023年初获得注册证，在血液净化领域腹膜透析方向的布局获得较大进展。
- **定向增发提升资本实力。**2022年公司经营活动净现金流大幅增长，现金生成能力提升，负债水平尚可，EBITDA对净债务及利息支出的覆盖程度较好，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5.4亿元，公司股本增加，资本实力得到提升。

## 关注

- **国内耗材集采常态化，公司耗材类血透产品盈利承压。**近年医疗器械集采逐步加快，2020年以来，区域联盟集采已常态化，高值耗材价格降幅基本在50%以上。公司透析粉液、透析器等耗材类产品均纳入集采，受集采影响，近年平均售价下滑，未来盈利仍将承压。
- **2022年公司盈利能力大幅下滑，子公司持续亏损，盈利存在不确定性。**2022年，受物流成本上升、原材料价格上涨、销售费用增长等诸多不利因素叠加影响，公司归属于上市公司股东的净利润同比大幅下滑65.52%，利润总额同比下滑71.57%，当年盈利依赖政府补助；同时子公司苏州君康净利润亏损扩大，一定程度拖累公司利润。
- **公司应收账款规模持续增长，需关注可能存在的回收风险。**2022年公司应收账款规模增长，年末累计计提坏账准备0.25亿元，且部分款项无法收回已全额计提坏账。
- **公司血透产品产能利用率不足，在建项目存在不达预期效益的风险。**近年公司血液净化产品产能利用率不高，随着公司持续布局全国多地粉液厂和在建项目未来建成投产，公司各类血透产品产能都将进一步提升，新增产能能否及时消化存在不确定性；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。
- **面临一定的商誉减值风险。**截至2022年末，公司对苏州君康持股比例增至86.38%，2022年苏州君康净利润亏损0.20亿元，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。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品竞争力进一步提升，经营风险和财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	迈瑞医疗	理邦仪器	三鑫医疗	维力医疗	公司
总资产	467.45	22.36	17.87	23.84	<b>24.39</b>
营业收入	303.66	17.42	13.36	13.63	<b>11.84</b>
净利润	96.11	2.33	1.99	1.78	<b>0.25</b>
销售毛利率	64.15%	56.25%	33.61%	43.19%	<b>30.18%</b>

资产负债率	31.55%	17.19%	35.33%	27.01%	<b>38.40%</b>
净营业周期（天）	75.51	160.63	41.97	43.24	<b>88.26</b>

注：以上各指标均为 2022 年末/2022 年度数据。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
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					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 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-	2022-6-22	何馨逸、秦风明	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2020-3-2	秦风明、张旻燊	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
宝莱转债	2.19	2.1882	2022-6-22	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、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2023年4月公告的《广东宝莱特医用科技股份有限公司2022年年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2022年末，本期债券募集资金专项账户余额为1,024.96万元，其中募集资金专项账户余额14.96万元，现金管理余额1,010.00万元。

## 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5.40亿元，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，“宝莱转债”转股价格由40.14元/股调整为36.63元/股。后又因限制性股票激励、2021年年度利润分配等原因，宝莱转债转股价格调至36.31元/股。

跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变化。受定向增发、转债转股、股权激励等因素影响，截至2023年3月末，公司总股本增至175,789,211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29.27%，其中燕金元持股47,136,790股，其中15,878,900股被质押，占其持股总数的33.69%，质押比例有所下滑，但仍需关注股权质押风险。截至2023年3月末，公司股权结构图见附录二。

2023年5月，公司进行2022年年度权益分派实施，以现有总股本175,789,238股为基数，向全体股东每10股派2.00元人民币现金（含税），同时以资本公积向全体股东每10股转增5股，分红后，公司股本增至263,683,857股，本期债券转股价自2023年5月25日（除权除息日）起转股价格由36.31元/股调整为24.07元/股。

跟踪期内，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血液净化两大业务板块。2022年12月8日，公司董事会同意公司使用自有资金650.00万元人民币收购陕西赋生医疗用品有限公司持有的三原富生医疗器械有限公司（以下简称“三原富生”）51%的股权，三原富生主要从事血液净化相关技术领域产品的研制、生产及经销，是陕西省第一家生产血液透析浓缩物（包括粉剂和水剂）的专业厂家，拥有血液透析浓缩液产品的国家三类医疗器械注册证，公司通过收购三原富生加速布局西北地区的透析粉液生产基地。三原富生已于2023年2月完成工商变更。2022年及2023年一季度公司合并范围新增2家子公司，未减少子公司，详见下表，截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共18家，详见附录四。

**表1 2022年及2023年一季度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
广东宝莱特医疗技术研究院有限公司	100.00%	5,000.00	制造业	投资设立
三原富生医疗器械有限公司	51.00%	1,000.00	制造业	并购

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业经济环境

我国医疗器械行业市场规模增长较快，国产化率不断提升，不同细分领域国产化率差异较大；分级诊疗、医疗新基建、财政贴息加速医疗器械行业扩容，为国有医疗器械企业发展提供了良好机遇

我国医疗器械行业增长迅速，增长空间较大。近年来随着国内经济发展、消费升级、人口老龄化提高、医疗保障体系不断完善，我国医疗器械持续快速增长，市场规模增速远高于全球医疗器械行业增速，也显著高于我国药品市场规模增速。2022年中国医疗器械市场规模预计达9,582亿元，近7年复合增速约17.5%，已跃升为除美国外的全球第二大市场。但目前我国医疗器械费用支出占比远低于发达国家水平，美国医疗器械费用支出和药品费用支出规模相当，全球平均器械费用支出与药品费用支出的比例为1:1.5，而我国医疗器械消费占医药市场整体比例约25%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

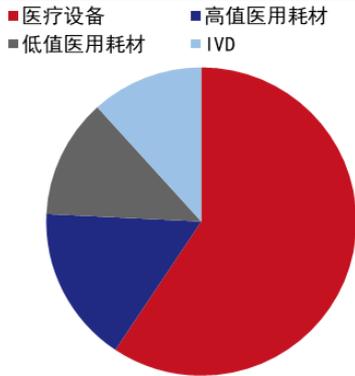
我国医疗器械行业起步晚、研发投入不足，国内医疗器械生产企业小而散、行业集中度偏低，产品与技术和发达国家相比有一定的差距，高端市场外资企业优势明显、市场占有率较高，中低端市场国产化率较高、同质化竞争严重，但整体医疗器械行业国产化率不断提升。受益于国家政策支持，近年来国家药监局批准上市的创新医疗器械快速增长，国产医疗器械技术快速提升。医疗设备多数产品结构复杂、组装周期长，且产业链多环节国产化率低、技术壁垒相对较高，超声高端产品及CT、MRI等与外资企业仍有差距，放疗、手术机器人的核心部件仍依赖进口。高值耗材方面，一半以上的高值耗材品类仍以进口产品为主；心血管、骨科、血液净化耗材中部分品种技术较为成熟、进口替代也较为完全，如冠脉支架、骨科创伤耗材国产化率水平较高，骨科关节耗材、人工晶体和血液透析器、心脏起搏器等国产化率水平较低。体外诊断（以下简称“IVD”）方面，生化诊断技术较为成熟、国产化率水平较高、替代空间较小；免疫诊断为体外诊断最大细分市场，中低端市场国产化率水平不断提高，化学发光市场仍由外资垄断；分子诊断技术国内外差距较小，部分领域已基本完成进口替代，市场份额占比最高的PCR国产化率水平较高。

**表2 医疗器械按产品形态和属性分类情况**

大类	细分领域	代表性企业	
		外资	内资
医疗设备	医用医疗设备 诊断设备（CT、DR、MRI、超声诊断、血管造影等）、治疗设备（放疗设备、手术机器人等）、生命支持设备、医用监视器/监护仪；	西门子医疗、通用电气医疗、飞利浦医疗、强生医疗	迈瑞医疗、联影医疗
	家用医疗设备 保健类（体温计、听诊器、血压计等）、康复类（颈椎治疗仪、牵引椅、理疗仪器、睡眠仪等）、护理类（复护理辅助器具、家庭用供养输气设备等）		鱼跃医疗、三诺生物、九安医疗
体外诊断	生化诊断、免疫诊断、分子诊断等等	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子医疗	迈瑞医疗、达安基因、华大基因、万孚生物
耗材	高值耗材 血管介入类、非血管介入类、骨科植入、神经外科、电生理类、起搏器类、体外循环及血液净化、眼科材料、口腔科、其他等十大类	美敦力、强生、雅培、史赛克	乐普医疗、欧普康视、微创医疗、健帆生物、威高骨科
	低值耗材 医用卫生材料及敷料类、输注穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类等	国产化程度较高，国内市场以国内企业为主；	稳健医疗、英科医疗、蓝帆医疗、振德医疗、奥美医疗

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**图1 医疗器械行业细分领域各自占比**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**图2 国家药监局批准上市的创新医疗器械情况**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

分级诊疗、医疗新基建、财政贴息加速医疗器械行业扩容，为国有医疗器械企业发展提供了良好机遇。我国持续推动分级诊疗，实现“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”医疗服务体系，2022年4月国家卫健委印发了《“千县工程”县医院综合能力提升工作县医院名单》，共1,233家县级医院将根据要求到2025年达到三级医院医疗服务能力水平。分级诊疗政策将进一步推动国产医疗器械下沉至基层医疗机构。2020年开始，医院新建、改扩建等方向的医疗新基建成为了各地政府的亟待落实的方向。医院的建设往往由各地政府提出，一般为三级和三甲医院，以未来3-5年为规划期，对新增医院的数量或床位数提出了具体要求。伴随着大型公立医院的建设，我国医疗器械采购需求将进一步提升。2022年9月，国家卫健委重磅发布通知，拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，贷款使用方向包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置，医疗器械采购将加速放量。

**国内耗材集采常态化，体外诊断带量采购范围加大，预计未来随着医保支付改革、阳光采购以及带量采购等政策逐步落地，医疗器械产品价格或将持续下降**

医疗器械集采逐步加快，医用耗材集采已步入常态化，体外诊断带量采购范围加大。高值耗材方面，2020年以来，国家已组织冠脉支架、人工关节和骨科脊柱类等产品的带量采购，区域联盟集采已常态化，高值耗材价格降幅基本在50%以上；2022年9月，三明市牵头19省联盟集采，血糖试纸、雾化器等8种低值耗材集采，平均降幅62.92%，最大降幅90.73%；2022年7月江西省牵头22省联盟采购26项生化试剂，IVD迎来史上最大规模集采，平均降幅为68.64%。预计未来集采将进一步扩围，医疗器械产品入院价格将进一步下降，耗材、IVD产品面临较大的降价压力。

**表3 医疗器械各细分领域集采情况**

指标名称	省	区域联盟	国家	影响情况
医疗设备	安徽、福建、海南省	否	否	涉及品种、区域较少，利好国产替代，目前冲击相对较小
高值耗材	安徽、山东、山西、江苏省等	京津冀“3+N”、黔渝琼三省、广东七省、四川八省等	冠脉支架、人工关节和骨科	集采常态化，优质国产企业以价换量，国产替代加速

			脊柱	
低值耗材	青海、河北、山西、黑龙江省等	株洲八市联盟、三明联盟	否	行业整合加速，盈利能力将进一步压缩
IVD	安徽省、江西省	广东联盟采购、江西牵头的22省际联盟	否	目前涉及品种主要为非常规传染病检测、生化检测试剂，未来覆盖品种将加大，IVD试剂价格即将迎来新一轮调整

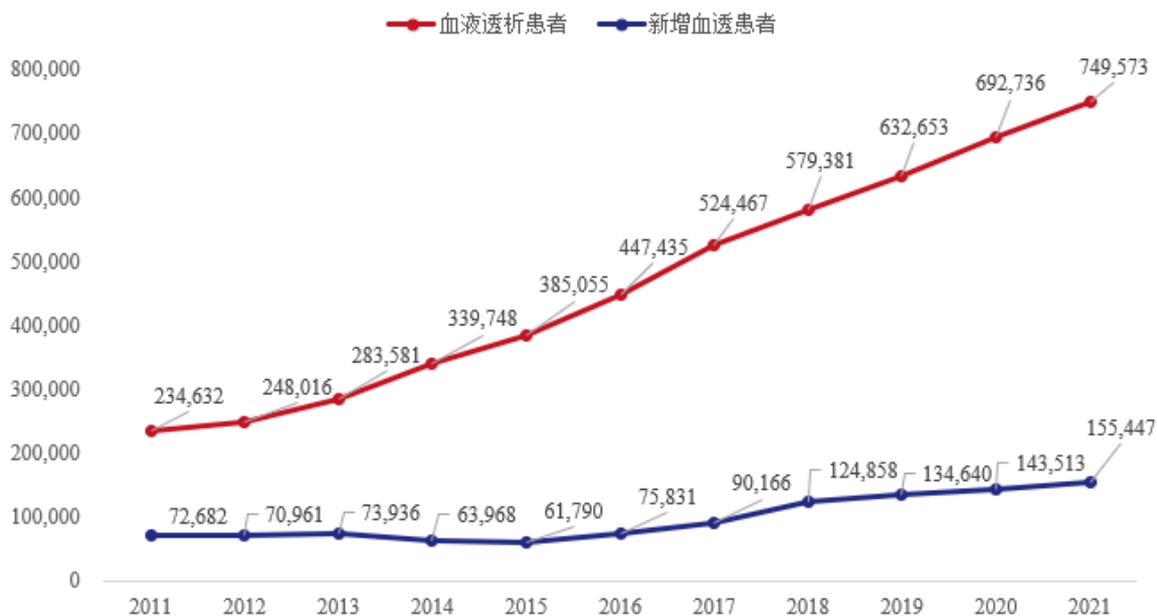
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

疾病诊断相关分组付费/病种分值付费(DRG/DIP)设立了每年医保支付的最上限，药品和医疗器械耗材从医院的利润中心转变为成本中心，从重要收入来源转变为主要控费目标，促使医院控费，注重成本控制和精细化管理。2021年国家医疗保障局制定了《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》，明确了从2022年到2024年，要全面完成DRG/DIP支付方式改革任务。DRG/DIP医保支付方式逐步落地，未来或进一步加大医疗器械产品的降价压力。

**中国透析患者人数逐年增长，但治疗率较低，进口替代速度将进一步加快，但行业竞争也较为激烈；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**

根据费森尤斯年报预测和统计，全球透析产业市场规模从2015年的668亿欧元稳步上升至2020年的820亿欧元，年均增长率约4%，2021年受经济环境下行影响全球透析市场规模缩减至790亿欧元。在全球范围内，2021年约有375万慢性肾功能衰竭患者定期接受透析治疗，其中88%的患者接受血液透析治疗，11%的患者接受家庭腹膜透析治疗。

我国血透市场起步较晚，目前市场规模较小，呈现快速增长的趋势。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。2012年我国将终末期肾病治疗列入大病医保，对患者报销比例的提高及医保政策的倾斜，有效减轻患者负担，一定程度释放了我国血液透析的市场需求。血液透析是ESRD患者最常用的治疗选择，据中国血液透析充分性临床实践指南，中国大多数ESRD患者每周接受两至三次血液透析，截至2021年末我国透析患者约为88.71万人，其中血液透析患者74.96万人，腹膜透析患者12.64万人，近十年血液透析治疗患者年均复合增长率达12%。根据《中国医疗器械蓝皮书(2019版)》，预计到2030年我国终末期肾病患者人数将突破400万人，但我国目前接受治疗的患者比率不到20%，远低于国际平均水平（37%）和发达国家平均水平（75%）。

**图3 我国血液透析患者人数不断提升（单位：人）**


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。《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；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；2021年《“十四五”医疗装备产业发展规划》明确提出推动透析设备的升级换代和性能提升。2021年《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》提出重点将部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分、同质化水平较高的高值医用耗材纳入采购范围，所有公立医疗机构均应参与集中采购。

血液透析医疗器械主要包括血液透析设备（如透析机）和血液透析耗材（如透析器、血液管路和其他透析耗材），中国血液透析医疗器械市场呈现稳定增长趋势。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%，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。

## 五、经营与竞争

公司主营业务仍主要涵盖健康检测和血液净化两大板块，2022年公司营业收入小幅增长，血液净化板块收入占比进一步提升，对营收贡献增长，监护板块收入继续回落，但掌上监护仪产品受市场爆发性需求增长影响销售大幅增长；受物流成本上升、原材料价格上涨等因素叠加影响，2022年公司毛利率水平小幅下滑，但2023年一季度有所回升

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血液净化两大业务板块：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；血液净化板块为血液透析产品，主营产品为血液透析设备、血液透析器、透析液过滤器、血液透析粉/透析液、透析管路、腹膜透析设备等产品，广泛应用于急慢性肾功能衰竭领域的治疗。

2022年公司收入同比小幅增长8.49%，其中血透产品同比增长16.77%，且占比进一步提升，该板块是公司近年重要的业绩提升点；监护仪产品下滑5.89%，公司监护仪产品自2020年出现爆发式增长后近年收入持续回落；2023年一季度由于掌上监护仪的市场需求大幅增长，带动监护仪产品收入占比回升，但预计掌上监护仪的增长不具有持续性。毛利率方面，2022年公司销售毛利率较上年下滑2.49个百分点，主要系受物流成本上升、原材料价格上涨、销售费用大幅增加等因素综合影响所致；2023年一季度，由于掌上监护仪中的血氧仪供不应求价格增长以及板块结构调整使监护仪板块的毛利率提升，血透产品由于原材料价格回落，毛利率也有所回升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
监护仪产品	1.43	41.50%	55.64%	3.77	31.81%	47.07%	4.00	36.68%	46.16%
血透产品	1.94	56.21%	26.22%	7.87	66.50%	22.26%	6.74	61.79%	24.88%
其他业务	0.08	2.29%	23.17%	0.20	1.69%	23.91%	0.17	1.53%	23.82%
<b>合计</b>	<b>3.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.36%</b>	<b>11.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.18%</b>	<b>10.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.67%</b>

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，产品竞争力得到一定提升

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，2022年公司研发投入同比增长17.04%，研发投入占营业收入的比重提升至7.66%，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。

2022年，公司及子公司新增《医疗器械注册证》8项，截至2022年末，公司及子公司拥有《医疗器械注册证》68项、欧盟CE证书2项及美国FDA510(K)市场准入许可21项。健康监测方面，2022年公司P系列病人监护仪（P12、P15、P18、P22）、转运监护仪（P1）、病人监护仪（M850、M860、M880）获得国家药监局、广东药监局颁发的3项《医疗器械注册证》，公司P系列信息化插件式监护仪是专为ICU、麻醉科、急危重症科室设计的高端智能监护产品，现已广泛应用于医院的ICU、手术室及各种特护病房；血液净化方面，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。2022年6月，公司血液净化产业链的核心产品D800系列（D800S、D800H、D800Plus）血液透析设备取得《医疗器械注册证》并推出，分别对应单泵、双泵、三泵型号，满足患者差异化需求，产品融合公司监护领域优势，支持同步监测各项生命体征，同时搭载物联网智能监测管理系统。其中D800Plus为国内首创的三泵血液透析滤过设备，为目前国内市场唯一在售的前后混合置换透析机型，支持混合稀释血液透析滤过，兼具前后稀释置换模式的优点，能够实现更高质量的透析效果，延长血透患者的生存时间，对于国产替代亦有积极作用。子公司苏州君康采用聚醚砜纤维膜的低通透析器成功获证，目前已拥有自主研发生产的高通、低通血液透析器医疗器械注册证，进一步丰富了产品品类。此外，公司自主研发的PD600腹膜透析设备已于2023年初获得注册证，标志公司在血液净化领域腹膜透析方向的布局获得较大进展，腹膜透析是治疗晚期ESRD的主要手段之一，对提高肾病患者寿命有较为积极的作用。

此外，公司及子公司恒信生物、挚信鸿达、常州华岳、武汉启诚、柯瑞迪、苏州君康均为高新技术企业，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。公司的S系列、A系列、Q系列、M系列监护仪及E系列心电图机等多款产品均入选中国医学装备协会的优秀国产医疗设备产品目录。

整体来看，跟踪期内，公司在血液净化及健康监测领域的产品竞争力均有一定提升。

**表5 近年公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2022年	2021年
研发投入	9,063.14	7,743.60
研发投入占营业收入的比例	7.66%	7.10%

资料来源：公司2022年年度报告

**2022年公司监护仪收入下滑，掌上监护仪销售收入大幅增加，但预计持续性较弱；透析粉液仍是血透产品最主要的构成部分，血透设备受透析机新产品推出影响，收入同比大幅增长；公司销售结构仍以国内销售为主，血液净化类部分产品受调价、集采等因素影响平均价格有所下滑，未来价格仍承压**

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。2022年公司监护仪产品收入同比下滑5.89%，占当年营业收入的比重较上年大幅下滑

4.87个百分点。从监护仪收入结构来看，插件式监护仪和常规一体式监护仪仍是监护仪产品最主要的收入来源，但占比有所下滑，主要系当年受家庭监护仪设备需求爆发式增长影响，掌上监护仪收入同比大幅增长58.91%所致，但预计持续性较弱。

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，2022年血透产线各类产品均实现增长，其中血液透析设备及配件收入同比大幅增长58.93%、占比提升5.51个百分点，主要系受新产品D800系列取证并上市推出影响；透析器收入同比增长23.90%，主要系苏州君康销售规模扩大。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机、援外设备等，该部分收入均计入血透产品收入，2022年小幅下滑。

**表6 2021-2022年公司主营业务分产品收入情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	收入	比例	收入	比例
<b>监护仪产品</b>				
常规一体式监护仪	10,214.56	27.12%	13,305.76	33.25%
插件式监护仪	12,988.65	34.49%	14,729.95	36.81%
掌上监护仪	8,486.95	22.54%	5,340.86	13.35%
配件及其他产品	5,968.59	15.85%	6,640.81	16.59%
<b>合计</b>	<b>37,658.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>40,017.38</b>	<b>100.00%</b>
<b>血透产品</b>				
血液透析液及透析粉	30,951.47	39.32%	28,620.85	42.46%
血液透析设备及配件	16,340.77	20.76%	10,281.84	15.25%
血透管路	3,715.89	4.72%	3,549.28	5.27%
透析液过滤器	2,023.35	2.57%	1,625.01	2.41%
透析器	17,806.82	22.62%	14,371.64	21.32%
其他产品	7,875.39	10.01%	8,961.57	13.29%
<b>合计</b>	<b>78,713.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>67,410.19</b>	<b>100.00%</b>

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，2022年，各类产品均价均有回升，插件式监护仪由于价格较高的高端模块销售增多，整体平均价格涨幅较大；掌上监护仪由于市场需求突增，整体价格也有所提升。

血液透析类产品方面，各类产品平均价格均有所下滑，其中：由于市场竞争较大，2022年公司为抢占市场对透析粉液、透析液过滤器及透析器的销售价格下调，且受集采政策影响，透析器部分价格在省市平台价格联网，按最低价执行；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，2022年低价产品销售偏多，整体平均售价下滑；血透管路包含一次性使用血液透析管路和一次性使

用动静脉穿刺针等产品，2022年单价较低的一次性使用动静脉穿刺针销售规模进一步增长，血透管路产品平均单价有所下滑。

**表7 近年公司主要产品平均价格变动情况**

产品	单位	2022年	2021年
<b>监护设备类产品</b>			
1、常规一体式监护仪	元/台	3,941.41	3,809.37
2、插件式监护仪	元/台	10,335.52	7,502.90
3、掌上监护仪	元/台	101.64	74.71
<b>血液净化类产品</b>			
1、血液透析干粉及透析液	元/人份	24.50	25.20
2、血液透析设备及配件	元/台	122,862.96	153,633.24
3、血透管路	元/套	26.74	32.71
4、透析液过滤器	元/支	291.61	385.35
5、透析器	元/支	53.59	61.45

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。2022年直销占比小幅提升，但整体仍以经销为主。

**表8 2021-2022年公司主营业务收入分销售模式构成情况（单位：万元）**

	2022年		2021年	
	金额	比例	金额	比例
直销	21,931.41	18.85%	18,199.79	16.94%
经销	94,441.05	81.15%	89,227.77	83.06%
<b>合计</b>	<b>116,372.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>107,427.57</b>	<b>100.00%</b>

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。2022年，公司销售仍以国内销售为主，且占比提升，国外收入受大环境影响进一步下滑，主要系监护类产品的采购量下滑所致。未来随着公司相关在建工程产线的建成投产以及国产替代的加速，国内销售规模有望进一步提升。

**表9 近年公司主营业务在国内外的销售收入和占比情况（单位：万元）**

区域	2022年	2021年
----	-------	-------

	金额	比例	金额	比例
国内	87,752.27	75.41%	75,098.52	69.91%
国外	28,620.19	24.59%	32,329.05	30.09%
<b>合计</b>	<b>116,372.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>107,427.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2022年年报，中证鹏元整理

2022年公司前五大客户合计占比为10.47%，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 2021-2022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
2022年	第一名	3,505.16	2.96%
	第二名	3,463.00	2.93%
	第三名	2,428.14	2.05%
	第四名	1,583.35	1.34%
	第五名	1,403.57	1.19%
	<b>合计</b>	<b>12,383.22</b>	<b>10.47%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>14,450.95</b>	<b>13.25%</b>

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，产能相对充足，2022年监护仪总销量的增长源于掌上监护仪市场需求的增长，血透设备受新产品取证上市影响销量大幅增长；血液净化各类产品产能利用率仍不高，公司已完成全国多区域的透析粉液制造基地的布局，新增产能能否及时消化存在不确定性、募投项目部分转至苏州君康，可能存在不达预期的风险

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。2022年，公司监护设备类产品销量大幅增长主要系受市场需求大幅增长影响，掌上监护仪中的血氧仪销量增幅较大，由于公司监护类产品的产能可根据销售及生产情况进行调整，整体产能利用率基本保持稳定，由于2021年末库存量较大，2022年产量有所下滑，产销率提升。血液净化类产品中，

2022年，受南昌宝莱特等粉液基地竣工转固影响，血透粉液产能显著提升，目前产能充足，且由于公司D800系列产品于2022年6月取证，血透设备销量大幅增长，预计2023年将进一步增长，但需关注各类血透产品2022年虽然产能利用率有所提升但整体仍不高，未来是否能及时消化新增产能仍具有不确定性。

**表11 2021-2022年公司主要产品产销情况**

产品名称	单位	项目	2022年	2021年
<b>监护设备类产品</b>				
监护仪	台	产能	845,500	910,600
		产量	746,381	828,247
		产能利用率	88.28%	90.96%
		销量	873,465	769,245
<b>血液净化类产品</b>				
血液透析液及透析粉	人份	产能	45,920,800	37,120,800
		产量	29,987,825	22,171,689
		产能利用率	65.30%	59.73%
		销量	26,538,186	22,902,037
血液透析设备及配件	台	产能	2,600	2,500
		产量	967	599
		产能利用率	37.19%	23.96%
		销量	1,344	628
血透耗材	套	产能	3,300,000	3,300,000
		产量	1,825,782	1,189,363
		产能利用率	55.33%	36.04%
		销量	4,711,263	1,964,460

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。2022年12月，公司董事会同意公司以650.00万元收购陕西赋生医疗用品有限公司持有的三原富生51%股权，已于2023年2月7日完成工商变更，公司通过收购三原富生股权，快速布局西北地区的透析粉液生产基地，对于降低透析粉液产品运输成本及提升业务规模有一定积极影响。目前，公司已拥有天津、辽宁、常州、武汉、南昌、四川、陕西及珠海园区共八大血液透析粉液生产基地，基本完成包括东北、华北、华东、华中、华南、西南、西北地区的布局。

截至2022年末，南昌宝莱特厂房工程已经完工并全部转至固定资产，南昌宝莱特产业园已取得生产

许可证进入投产状态，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和苏州君康二期厂房，年末主要在建项目预算总投资5.19亿元，已投资2.16亿元，尚需投资3.03亿元，且后续苏州君康厂房仍有较大规模设备购买支出费用，将面临一定资金支出压力。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；苏州君康二期厂房项目持续推进，主要依赖母公司筹资建设，苏州君康自身融资能力较弱，厂房建成后还需较大规模自筹资金用于设备购买，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2022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
宝莱特血液净化产业基地厂房工程	43,890.02	18,227.08	25,662.94	41.53%
苏州君康二期厂房	8,000.00	3,379.58	4,620.42	42.24%
<b>合计</b>	<b>51,890.02</b>	<b>21,606.66</b>	<b>30,283.36</b>	-

注：2022年审计报告披露的苏州君康二期厂房项目总投资为0.80亿元，系土建工程的预算总投资，未包含设备、预备费用、铺底流动资金等支出，实际苏州君康二期工程总投资仍为7.95亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2022年公司主营业务成本中原材料成本占比提升，主要系原材料涨价所致，贸易业务相关的商业采购成本仍占较大比重；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。2022年直接原材料成本占营业成本的比重由上年的47.51%提升至50.44%，主要系2022年原材料成本占比提升，其余仍主要为公司贸易业务相关的商业采购成本。

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，2022年采购价格提升，2023年一季度有所回落；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。2022年，公司前五大供应商采购金额占比为13.71%，供应商集中度下滑，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 2021-2022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
2022年	第一名	血透产品	4,232.83	4.63%
	第二名	血透设备及材料	2,951.07	3.23%
	第三名	包装材料	1,813.71	2.02%
	第四名	塑料	1,678.40	1.99%
	第五名	血液净化产品	1,666.61	1.84%
	<b>合计</b>		<b>12,342.62</b>	<b>13.71%</b>
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%
	<b>合计</b>		<b>13,958.82</b>	<b>19.39%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

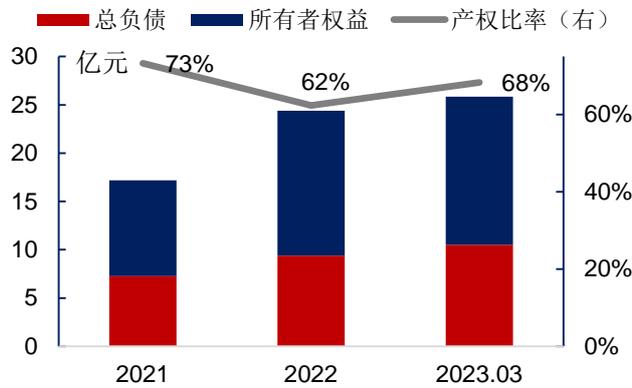
### 财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年至2023年一季度末，公司合并范围新增2家子公司，截至2023年3月末，合并范围共有18家子公司。

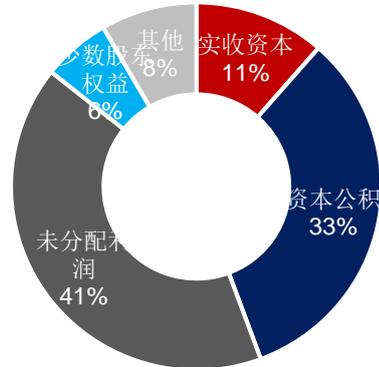
### 资本实力与资产质量

**2022年受益于股票定向增发，公司资本实力增强、杠杆水平降低，资产规模增长的同时需关注应收款项的持续增长可能加大坏账风险、被收购公司若经营持续不达预期仍将带来商誉减值风险**

2022年公司净资产规模同比大幅增长51.40%，主要系公司对特定对象进行股票增发使股本和资本公积均大幅增长，由于当年负债仅增长28.78%，产权比率快速下滑；2023年一季度，由于公司融资规模持续增长，产权比率有所回升，公司整体杠杆水平尚可，净资产对负债有一定保障。截至2023年3月末，公司所有者权益仍主要由未分配利润、资本公积、实收资本等构成。

**图4 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**图5 2023年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

受益于股票增发，2022年公司总资产规模同比大幅增长41.83%，2023年一季度，随着项目的持续推进及新产品订单增加带来的备货增长，公司资产规模进一步增长。

截至2022年末，公司货币资金以银行借款为主，受限比例为7.93%，主要系银行承兑汇票保证金，货币资金的快速增长主要来自于增发股票的募集资金到账，公司流动性有所增强；此外公司其他流动资产新增3.43亿元定期存单及利息。公司应收账款账龄集中在一年以内，2022年末合计计提坏账准备0.25亿元，其中67.44万元确认无法收回，前五大应收对象合计占比20.33%，款项相对分散，但跟踪期内应收账款规模较大，若持续保持增长可能加大款项回收风险。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，2022年存货规模相对稳定，2023年一季度，受新增的D800系列血液透析设备产品订单增加影响，存货规模快速增长。

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，2022年末固定资产同比小幅增长主要系公司购置新增设备以及南昌宝莱特厂房、南昌医疗器械厂房装修等工程完工转入所致。2022年公司对在建工程的投入主要系宝莱特血液净化产业基地厂房工程和苏州君康二期厂房项目，年末两个项目的工程进度均超40%，此外，当年公司新增四川宝莱特厂房装修工程、常州华岳一层二层洁净车间工程等项目，2023年一季度在建工程规模进一步增长。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。2022年末，公司商誉未发生变化，但需关注，年末公司对苏州君康持股比例提升至86.38%，2022年苏州君康净利润亏损0.20亿元，新增产线投产仍需一定时间周期，未来仍存在继续亏损的可能；2023年3月末，商誉规模小幅增长系公司收购三原富生51%股权形成，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，对公司经营业绩也将造成一定不利影响。

**表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	4.68	18.09%	4.37	17.92%	3.37	19.57%
应收账款	2.74	10.60%	2.84	11.65%	2.18	12.65%
存货	3.06	11.85%	2.01	8.22%	1.94	11.25%
预付款项	0.42	1.62%	0.31	1.28%	0.37	2.14%
其他流动资产	3.63	14.02%	3.60	14.76%	0.08	0.49%
<b>流动资产合计</b>	<b>14.82</b>	<b>57.32%</b>	<b>13.36</b>	<b>54.77%</b>	<b>8.30</b>	<b>48.26%</b>
固定资产	4.43	17.15%	4.45	18.26%	4.14	24.10%
在建工程	2.90	11.21%	2.63	10.80%	1.56	9.05%
无形资产	0.94	3.63%	0.95	3.88%	0.91	5.26%
商誉	1.31	5.07%	1.27	5.21%	1.27	7.39%
<b>非流动资产合计</b>	<b>11.03</b>	<b>42.68%</b>	<b>11.03</b>	<b>45.23%</b>	<b>8.90</b>	<b>51.74%</b>
<b>资产总计</b>	<b>25.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.20</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

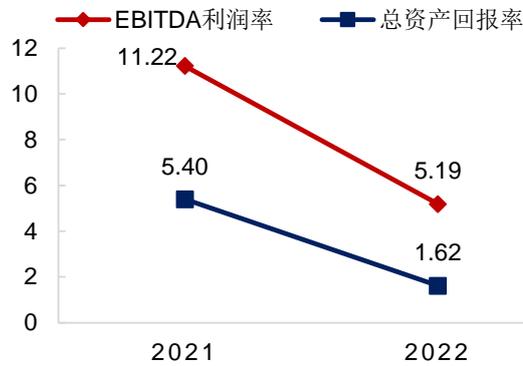
总体来看，2022 年及 2023 年一季度，受公司股票增发及新产品订单增加的影响，资产规模持续增长，但整体规模仍然相对偏小，且需关注随着公司应收账款规模的持续增长，坏账风险可能加大；此外，若被收购公司经营业绩持续不达预期，商誉可能存在一定减值风险。

## 盈利能力

**2022 年公司盈利能力大幅下滑，盈利依赖于政府补助；2023 年一季度受益于新产品订单增长，盈利水平有所改善，但需关注子公司苏州君康 2022 年尚未扭亏，仍可能侵蚀公司利润**

公司主营业务收入仍主要来源于健康监测和血液净化两大业务板块。2022 年公司收入同比小幅增长 8.49%，其中血透产品同比增长 16.77%，且占比进一步提升，该板块是公司近年重要的业绩提升点；监护仪产品下滑 5.89%，公司监护仪产品自 2020 年出现爆发式增长后近年收入持续回落。2023 年一季度，受公司自主研发新产品 D800 系列血液透析设备等产品订单增长影响，公司营业收入较去年同期增长 18.09%。毛利率方面，受物流成本上升、原材料价格上涨、销售费用增长等诸多不利因素叠加影响，2022 年公司销售毛利率较上年下滑 2.49 个百分点，主要系血透产品毛利率的下滑。

利润方面，2022 年公司归属于上市公司股东的净利润同比大幅下滑 65.52%，利润总额同比下滑 71.57%，2022 年公司获得政府补助 3,100.26 万元，占利润总额的比重达 140.05%，公司当年盈利依赖于政府补助。且由于期间费用均保持增长，公司 EBITDA 利润率及总资产回报率均大幅下滑，公司盈利能力大幅减弱，2022 年盈利表现较差。2023 年一季度，依托于新产品的订单增长，公司归属于上市公司股东的净利润较上年同期大幅增长 94.75%，盈利水平有所改善。此外，2022 年子公司苏州君康营业收入同比增长 57.13%，但净利润亏损 0.20 亿元，主要系因在建厂房尚未完工，现有产能限制、规模化效应未体现使生产成本高企，未来随着新增产线调试完成并逐步投产，经营有望改善，但需关注产能释放仍需一定时间周期，短期内或仍将侵蚀公司利润。

**图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

2022年公司现金生成能力提升，杠杆水平不高，但杠杆比率存在一定波动；流动性表现仍较好，整体偿债压力可控，但债务结构有待优化

2022年末，公司总债务同比增长24.46%，主要系长期借款、租赁负债和应付票据等的快速增长，2023年3月末，公司长短期借款规模进一步增长。应付债券仍主要系应付本期债券，账面价值小幅增长系按面值计提的利息和溢折价摊销所致。从债务结构来看，2023年3月末，由于短期债务增幅较大，公司长短期债务占比相当，债务结构待优化。

其他负债方面，应付账款主要为应付供应商原材料采购货款，2022年及2023年一季度应付账款增长主要系新产品订单增多带来的原材料采购增加所致；合同负债主要是预收的合同货款；其他应付款主要包括工程设备款、运费等。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.10	20.02%	1.33	14.16%	1.29	17.80%
应付账款	1.94	18.46%	1.81	19.33%	1.59	21.87%
合同负债	0.44	4.17%	0.76	8.12%	0.48	6.61%
其他应付款	1.17	11.11%	1.02	10.88%	0.93	12.82%
<b>流动负债合计</b>	<b>6.74</b>	<b>64.23%</b>	<b>6.03</b>	<b>64.44%</b>	<b>4.97</b>	<b>68.38%</b>
长期借款	1.08	10.25%	0.69	7.32%	0.32	4.40%
应付债券	1.88	17.89%	1.84	19.70%	1.73	23.82%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.75</b>	<b>35.77%</b>	<b>3.33</b>	<b>35.56%</b>	<b>2.30</b>	<b>31.62%</b>
<b>负债合计</b>	<b>10.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.27</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	6.04	57.54%	4.68	49.96%	3.76	51.70%

其中：短期债务	2.86	27.26%	1.93	20.66%	1.63	22.36%
长期债务	3.18	30.28%	2.74	29.31%	2.13	29.34%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2022年公司经营活动现金流大幅增长，现金生成能力提升；近年公司在建项目持续推进，资本性支出较多，自由现金流/净债务的值大幅波动，2022年公司净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数虽有所下降，但仍表现较好，整体息税摊销前利润对净债务及利息支付的覆盖程度较好，公司整体杠杆水平不高，但存在一定波动性，偿债压力可控。

**表16 公司现金流及杠杆状况指标**

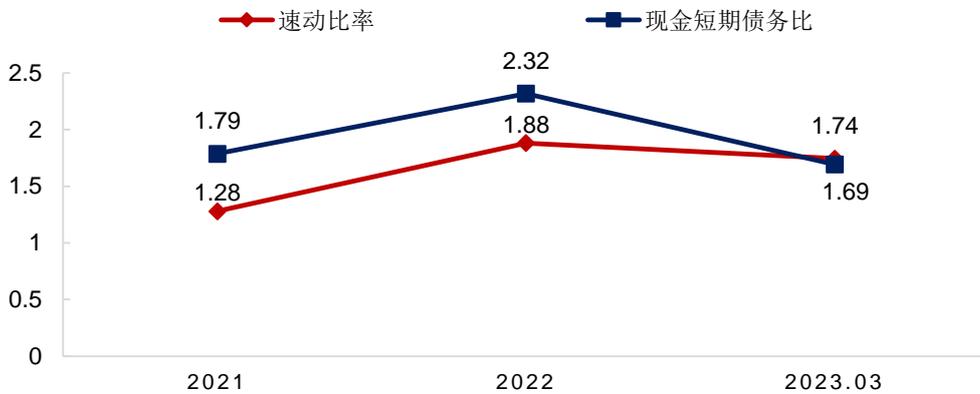
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	-0.64	1.41	0.81
FFO(亿元)	--	0.06	0.58
资产负债率	40.58%	38.40%	42.29%
净债务/EBITDA	--	0.85	0.93
EBITDA利息保障倍数	--	3.04	6.95
总债务/总资本	28.21%	23.75%	27.47%
FFO/净债务	--	11.15%	50.72%
经营活动净现金流/净债务	-49.94%	269.58%	71.06%
自由现金流/净债务	-74.67%	-136.16%	-72.98%

注：2021-2022年及2023年3月末公司自由活动现金流为负值、2023年3月末经营活动净现金流为负值。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2022年受益于公司定向增发的完成，现金类资产同比增长，公司速动比率及现金短期债务比均提升；2023年一季度由于短期债务的增长，流动性指标有所回落，但公司整体流动性表现仍较好，短期偿债压力不大。

截至2023年3月末，公司拥有国内多家银行提供的银行授信额度，金额合计10.61亿元，较上年大幅增长，其中未使用的规模6.61亿元，公司仍能获得一定的流动性来满足长短期资金需求，融资弹性尚可。

**图7 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司近一年在环境、社会及治理方面未发生重大负面事项，2022 年公司完成董事会监事会换届选举，经营战略、管理模式、组织架构等未发生重大变化

#### 环境因素

环境方面，根据公司出具的说明及公开信息查询，近一年内，公司未因空气污染、废水排放和废弃物排放收到政府部门处罚。

#### 社会因素

社会方面，根据公司出具的说明及公开信息查询，近一年内，公司未因违规经营、产品质量与安全和员工保障、健康与安全等问题受政府部门惩罚或被媒体报道。

#### 公司治理

公司于 2022 年 12 月 26 日公告的《广东宝莱特医用科技股份有限公司关于公司董事会、监事会完成换届选举及聘任高级管理人员和其他相关人员的公告》，公司已顺利完成董事会、监事会的换届选举及高级管理人员和其他相关人员的换届聘任。公司第八届董事会、监事会成员任期为自公司 2022 年第二次临时股东大会审议通过之日起三年，具体变动情况如下表所示。

**表17 公司董事会、监事会及高级管理人员变动情况**

项目	变更前	变更后
----	-----	-----

	姓名	职位	姓名	职位
董事会	燕金元	董事长、董事	燕金元	董事长、董事
	燕传平	董事	梁瑾	董事
	梁瑾	董事	陈思平	董事
	付建伟	董事	黎晓明	董事
	陈思平	董事	廖伟	董事
	黎晓明	董事	唐文普	董事
	何彦峰	独立董事	薛俊东	独立董事
	谢春璞	独立董事	杨振新	独立董事
	薛俊东	独立董事	冉茂良	独立董事
监事会	张道国	监事会主席、非职工代表监事	张道国	监事会主席、非职工代表监事
	陈达元	非职工代表监事	陈达元	非职工代表监事
	陈波	职工代表监事	陈波	职工代表监事
高级管理人员	燕金元	总裁	燕金元	总裁
	燕传平、梁瑾、付建伟	副总裁	梁瑾、廖伟、杨永兴	副总裁
	燕传平	财务总监	许薇	财务总监
	杨永兴	董事会秘书	杨永兴	董事会秘书

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司第七届董事会非独立董事燕传平先生在任期届满后将不再担任公司董事、副总裁、财务总监职务，但仍在公司任职；公司第七届董事会非独立董事付建伟先生在任期届满后将不再担任公司董事、副总裁职务，但仍在公司任职；公司第七届董事会独立董事谢春璞先生、何彦峰先生任期届满后将不再担任独立董事职务，也不担任公司其他职务。中证鹏元认为，公司本次董事会、监事会的换届选举及高级管理人员变动系公司正常换届，预计不会对公司经营、财务及信用状况产生重大不利影响。

跟踪期内，公司经营战略、管理模式、组织架构等未发生重大变化，根据公司出具的说明及公开信息查询，近一年公司及高管人员不存在因违法违规受到行政、刑事处罚及其他处罚，不存在受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分的情况，治理风险可控。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2023年6月5日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

2023年4月，公司发布《关于涉及诉讼的公告》，公司收到福建省福州市中级人民法院送达的传票及《民事起诉状》{(2023)闽01民初547号、(2023)闽01民初548号}法律文书，案件一系深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司（以下简称“迈瑞医疗”）起诉公司及南平晨瑞医疗器械有限公司（以下简称“晨瑞医疗”）侵犯其专利权，认为公司及晨瑞医疗销售型号为P1的病人监护仪与迈瑞医疗专利号为201630419447.2、名称为“监护仪(N1)”外观设计实质相同；案件二系迈瑞医疗起诉公司及晨瑞医疗侵犯其专利权，认为公司及晨瑞医疗销售型号为P18的病人监护仪与迈瑞医疗专利号为ZL201630126309.5、名称为“监护仪”的产品外观设计存在实质相同。案件一及案件二涉案金额均为500万元，截至本报告出具日，上述两起案件均未开庭审理，公司已聘请知识产权专业律师团队应诉，涉诉产品为公司P系列病人监护仪中的两款产品，主要涉及产品的外观专利，不涉及公司核心技术，对公司日常经营暂无影响，但需关注若公司败诉，可能会对公司声誉及利润产生一定不利影响。

## 十、结论

近年来我国医疗器械行业市场规模增长较快，同时受益于国家政策支持，近年来国家药监局批准上市的创新医疗器械快速增长，国产医疗器械技术快速提升，医疗器械国产替代加速。公司近年保持较大研发投入规模，产品竞争力有所提升，2022年公司完成股票定向增发，资本实力有所提升，且整体现金生成能力较强，杠杆水平不高，偿债压力可控。但中证鹏元也关注到，国内耗材集采常态化，公司耗材类血透产品价格承压，2022年公司盈利能力大幅下滑，子公司苏州君康持续亏损，公司未来利润规模存在不确定性；公司持续布局全国多地粉液生成基地，产能较为充足，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，且在建项目可能面临一定不达预期风险；子公司苏州君康未来仍存在亏损的可能，公司面临一定商誉减值风险，可能对业绩造成一定不利影响。整体来看，公司抗风险能力一般。

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”的信用等级为AA-。

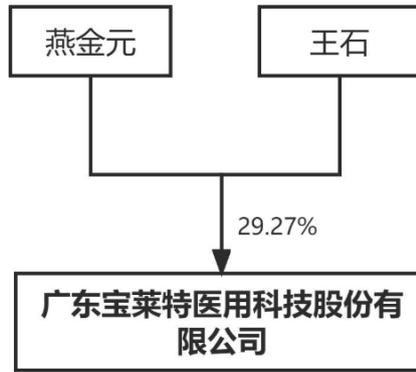
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.68	4.37	3.37	4.31
应收账款	2.74	2.84	2.18	1.82
存货	3.06	2.01	1.94	1.48
应收票据及应收账款	2.78	2.91	2.29	1.83
其他流动资产	3.63	3.60	0.08	0.05
流动资产合计	14.82	13.36	8.30	8.66
固定资产	4.43	4.45	4.14	3.70
在建工程	2.90	2.63	1.56	0.72
非流动资产合计	11.03	11.03	8.90	7.41
资产总计	25.85	24.39	17.20	16.07
短期借款	2.10	1.33	1.29	0.78
应付账款	1.94	1.81	1.59	1.19
应付票据及应付账款	2.30	2.21	1.78	1.33
其他应付款	1.17	1.02	0.93	0.87
流动负债合计	6.74	6.03	4.97	3.95
长期借款	1.08	0.69	0.32	0.00
应付债券	1.88	1.84	1.73	1.62
非流动负债合计	3.75	3.33	2.30	1.80
负债合计	10.49	9.36	7.27	5.74
总债务	6.04	4.68	3.76	2.82
所有者权益	15.36	15.02	9.92	10.33
营业收入	3.45	11.84	10.91	13.96
营业利润	0.36	0.26	0.76	4.14
净利润	0.28	0.25	0.67	3.52
经营活动产生的现金流量净额	-0.64	1.41	0.81	4.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.31	-4.96	-1.93	-2.05
筹资活动产生的现金流量净额	1.31	4.87	-0.45	0.37
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
EBITDA(亿元)	--	0.61	1.22	4.56
FFO(亿元)	--	0.06	0.58	3.45
净债务(亿元)	1.28	0.52	1.13	-1.83
销售毛利率	38.36%	30.18%	32.67%	46.72%
EBITDA 利润率	--	5.19%	11.22%	32.70%
总资产回报率	--	1.62%	5.40%	33.46%
资产负债率	40.58%	38.40%	42.29%	35.74%
净债务/EBITDA	--	0.85	0.93	-0.40

EBITDA 利息保障倍数	--	3.04	6.95	36.45
总债务/总资本	28.21%	23.75%	27.47%	21.45%
FFO/净债务	--	11.15%	50.72%	-189.07%
速动比率	1.74	1.88	1.28	1.82
现金短期债务比	1.69	2.32	1.79	4.10

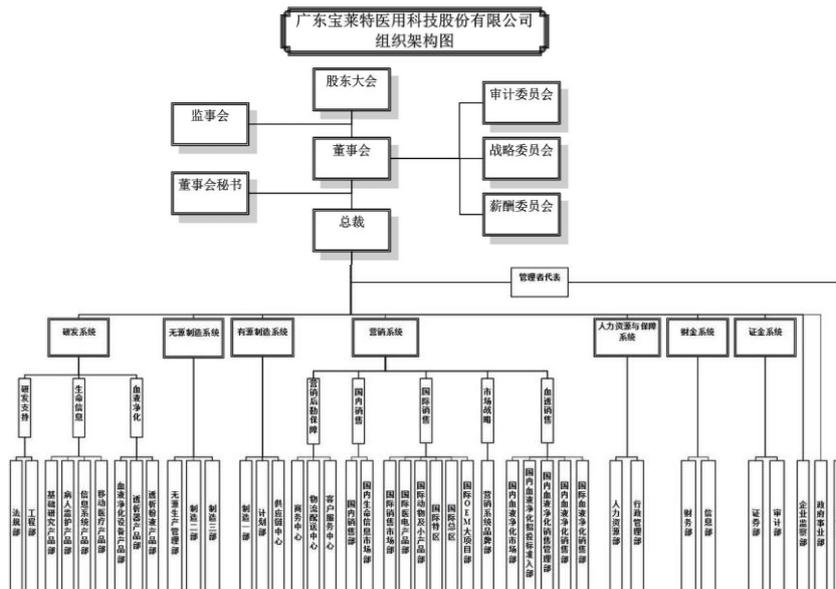
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3月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	7,000.00	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	3,500.00	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	29,187.41	86.38%	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[注]	1,800.00	65.00%	制造业	投资设立
广东宝莱特医疗技术研究院有限公司	5,000.00	100.00%	制造业	投资设立
三原富生医疗器械有限公司	1,000.00	51.00%	制造业	并购

注：四川宝莱特智立医疗科技有限公司 2023 年 6 月注册资本变更为 2,200.00 万元。

资料来源：公开资料、公司 2022 年审计报告，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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。