

2020年广东宝莱特医用科技股份有限公司 创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年广东宝莱特医用科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2024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。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，跟踪期内公司归母净利润亏损，血透产品产能利用率不足，新增产能能否及时消化以及在在建项目是否按预期效益达产均存在不确定性，公司及部分高管收到广东证监局警示函，子公司接受飞行检查并被责令停产整改，内部管理及质量控制面临一定风险，此外还需关注应收账款回收及存货跌价等风险因素。

评级日期

2024年6月27日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	25.75	25.34	24.39	17.20
归母所有者权益	13.07	13.11	14.16	8.94
总债务	7.40	6.67	4.68	3.76
营业收入	2.67	11.94	11.84	10.91
净利润	0.04	-0.61	0.25	0.67
经营活动现金流净额	-0.25	1.29	1.41	0.81
净债务/EBITDA	--	1.64	0.85	0.93
EBITDA 利息保障倍数	--	4.71	3.04	6.95
总债务/总资本	34.82%	32.45%	23.75%	27.47%
FFO/净债务	--	22.77%	11.15%	50.72%
EBITDA 利润率	--	9.86%	5.19%	11.22%
总资产回报率	--	-1.26%	1.62%	5.40%
速动比率	1.57	1.49	1.88	1.28
现金短期债务比	1.61	1.41	2.32	1.79
销售毛利率	27.36%	32.54%	30.18%	32.67%
资产负债率	46.18%	45.20%	38.40%	42.29%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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。**近年中国医疗器械市场规模增速远高于全球医疗器械行业增速，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。
- **2023年公司产品竞争力进一步提升。**2023年，公司加大研发投入，新增《医疗器械注册证》18项，新增专利83项，产品品类进一步丰富，推出输注液泵和遥测监护新品。此外，2023年自主研发的PD600腹膜透析设备获得注册证，与上述设备配套使用的一次性使用腹膜透析管路已取得注册证，在血液净化领域腹膜透析方向的布局获得较大进展。

关注

- **国内耗材集采常态化，公司耗材类血透产品未来盈利可能继续承压。**近年医疗器械集采逐步加快，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，2023年平均售价继续下降，仍需关注未来产品价格继续下行对公司利润空间的挤压。
- **跟踪期内公司归母净利润亏损，未来盈利仍存在不确定性。**2023年受集采影响市场竞争加剧，子公司苏州君康医疗科技有限公司（以下简称“苏州君康”）仍未扭亏，继续拖累公司利润，常州华岳微创医疗器械有限公司（以下简称“华岳微创”）业绩仍不及预期，对此公司计提大额商誉减值0.91亿元，导致扣非后归母净亏损0.82亿元，总资产回报率降至负值。2024年1-3月公司营收同比下滑22.55%，未来盈利水平仍存在不确定性。
- **需持续关注应收账款回收及存货跌价风险。**2023年公司部分应收医院款项账期有明显延长，年末累计计提坏账准备0.31亿元，且存在部分款项无法收回已全额计提坏账情况。存货规模有所增长，其中血透类产品销售至医院终端较多，新增产能备货增多，拉低存货周转速度，同时考虑到耗材类价格持续下行，需关注存货跌价风险。
- **公司血透产品产能利用率仍不足，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还将进一步提升，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。
- **跟踪期内公司及部分高管收到广东证监局警示函，子公司接受飞行检查并被责令停产整改。**2023年因财务报表合并范围不完整、2022年业绩预告披露不准确收到中国证券监督管理委员会广东监管局（以下简称“广东证监局”）出具的《关于对广东宝莱特医用科技股份有限公司、燕金元、廖伟、许薇、杨永兴采取出具警示函措施的决定》；2024年子公司三原富生医疗器械有限公司（以下简称“三原富生”）接受国家药品监督管理局的飞行检查并被责令停产整改，需持续关注公司会计处理及信披准确性、内部管理及质量控制等风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品品类丰富，竞争力进一步提升，医疗器械国产替代化背景下产品需求稳定，能持续带来现金流入，经营风险相对稳定。

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	479.40	22.14	20.31	26.05	25.34
营业收入	349.32	19.38	13.00	13.88	11.94
净利润	115.78	2.22	2.23	2.05	-0.61
销售毛利率（%）	66.16	57.38	34.89	45.89	32.54
资产负债率（%）	30.44	11.28	34.31	29.49	45.20

净营业周期（天）	76.70	158.25	41.25	33.69	97.43
----------	-------	--------	-------	-------	--------------

注：以上各指标均为 2023 年末/2023 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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	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	6/9
	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	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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	2.1878	2023-6-9	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2024年4月公告的《广东宝莱特医用科技股份有限公司2023年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2023年末，本期债券募集资金应有余额-122.19万元，募集资金实际余额0元，差异122.19万元，系部分发行费用122.19万元使用自有资金支付，未使用募集资金置换。

三、发行主体概况

本期债券自2021年3月起可转换为公司A股股份，初始转股价格为40.54元/股，2023年经权益分派、股权激励后，截至2024年6月27日，本期债券转股价格调整为24.02元/股，累计转股比例仍不足0.01%。

跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变化。受资本公积转增股本、转债转股、股权激励等因素影响，截至2023年末，公司总股本增至2.65亿股，实际控制人仍为自然人燕金元与王石夫妇，分别持股26.72%和2.46%，合计持股比例为29.18%。截至2024年6月22日，燕金元共计798.00万股被质押，占其持股总数的11.29%，质押比例有所下滑，但仍需关注股权质押风险。

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。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月完成工商变更并纳入合并范围。2023年公司合并范围新增1家子公司，未减少子公司，详见下表，截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共18家，详见附录四。

表1 2023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
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2023年年度报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

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，2023 年开展的医疗反腐将加速行业洗牌、产

品价格更加合理化

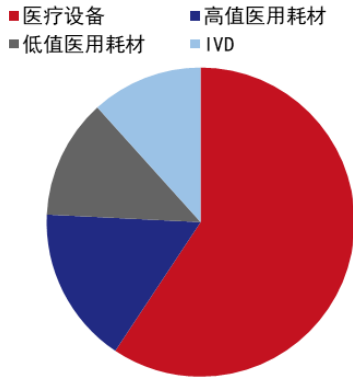
我国医疗器械行业增长迅速，增长空间较大。近年来随着国内经济发展、消费升级、人口老龄化提高、医疗保障体系不断完善，我国医疗器械持续快速增长，市场规模增速远高于全球医疗器械行业增速，也显著高于我国药品市场规模增速。中国已跃升为除美国外的全球第二大的医疗器械市场，但目前我国医疗器械费用支出占比远低于发达国家水平，美国医疗器械费用支出和药品费用支出规模相当，全球平均器械费用支出与药品费用支出的比例为1:1.5，而我国医疗器械消费占医药市场整体比例约25%，我国医疗器械市场仍有较大增长空间。

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。

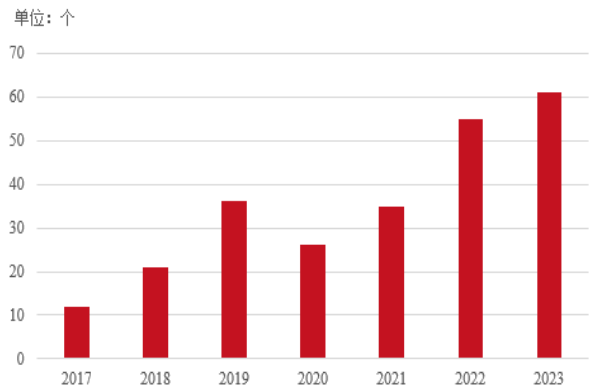
表2 医疗器械按产品形态和属性分类情况

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。2023年末国家卫健委等10部门联合发布《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》，文件指出统筹建立县域内医学检验、医学影像、心电诊断、病理诊断、消毒供应等五大资源共享中心，加强县域医疗急救体系建设，强化牵头医院对基层的指导，提升基层医疗卫生服务能力。该政策有望提升医疗器械的新一轮采购。

2023年7月以来的“医药反腐”有助于加速企业经营策略调整，从依赖关系营销转向产品质量和技术创新；医院方面在进行医疗器械采购时将更加规范，将更加注重产品质量和性价比而非其他不正当因素；此外反腐行动或将加速行业内的洗牌，不合规的企业将面临淘汰，合规经营的企业将获得更多发展机会。

国内耗材集采常态化持续、整体采购范围加大，2024年将进一步“扩围提质”，体外诊断带量采购范围从生化类延伸到化学发光类；预计未来随着DRG/DIP支付方式改革、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

集中带量采购按照覆盖范围可分为三个级别，包括国家医保局主导的全国层面集中采购、多省联盟组成的省际联盟集中采购和省内市级集中采购。截至2023年底，已开展集中带量采购的品种累计有

100余种，其中冠脉支架、人工关节、骨科脊柱类、口腔种植体、冠脉扩张球囊、冠脉药物球囊、人工晶体等已实现全国范围一轮及以上集中带量采购。在集中采购的不断实践下，其规则趋于完善，集中采购范围也将进一步提速扩面。

从采购品种来看，公开数据显示2023年国家层面组织的耗材集采主要集中于骨科耗材、人工晶体及运动医学类耗材¹；省际联盟采购的品类涉及吻合器、电生理、药物球囊、正畸材料托槽类等；省市级单独带量采购的品类则更加丰富。2024年1月，全国医疗保障工作会议在北京召开。会议指出要推动集采“扩围提质”，开展新批次国家组织药品耗材集采，做好集采中选品种协议期满接续，实现国家和省级集采药品数合计至少达到500个。体外诊断试剂方面，继2022年江西医保局牵头生化类试剂联盟集中带量采购以来，2023年8月安徽省医保局牵头开展二十五省的化学发光试剂的带量采购工作，相关工作或将年内完成。

表3 2023年以来医疗器械各细分领域集采情况

指标名称	省级	区域联盟	国家层面	影响情况
医疗设备	安徽、四川、北京、江苏等	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”、省际联盟	骨科耗材、人工晶体、运动医学	集采常态化，优质国产企业以价换量，国产替代加速
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	江西牵头的22省际联盟、安徽牵头的25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，2024年扩展到化学发光类，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付费方式改革任务。DRG/DIP医保支付方式逐步落地，到2023年底，全国超九成统筹地区已经开展DRG/DIP支付方式改革，改革地区住院医保基金按项目付费占比下降到四分之一左右，未来或进一步加大医疗器械产品的降价压力。

医疗器械“两票制”逐步落地，医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险

2016年12月，国务院医改办等八个部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。虽然医疗器械型号规格庞杂、种类繁多，甚至还有很多定制品，价格体系难以平衡，

¹ 人工晶体和运动医学类耗材集采后平均降价70%。

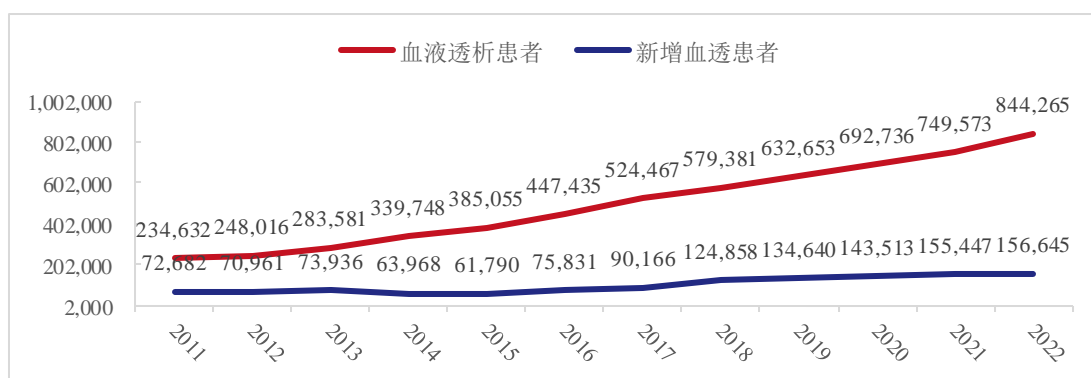
配送成本高昂，因而医疗器械“两票制”的挑战非常大，但是医疗器械“两票制”全面铺开只是时间问题。截至目前，国内大部分省、市已实施耗材“两票制”，医疗器械中小经销商未来将面临直接出局的境地。医用耗材流通行业面临价格下行压力与竞争日趋加剧的风险，医用耗材流通行业的领先企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，将考验流通企业现有的渠道整合能力和新渠道的开拓能力。

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

据弗若斯特沙利文数据，我国终末期肾病患者占全球的 30% 以上，且患者接受血透治疗的比率仍远低于其他发达国家；我国终末期肾病患者数量从2018 年的 277 万人增加到 2022 年的 385 万人，预计到 2026 年将突破 500 万人；预计我国血液透析设备和耗材市场将从2021 年的 134 亿元增长至 2026 年的 281 亿元，年复合增速将达 18.6%。全国血液净化病例信息登记系统（CNRDS）最新统计数据显示：2012 年我国接受血液透析治疗的患者人数为 24.80 万人，2022 年底已达到 84.43 万人，较 2021 年底增加 15.66 万人，近十年年均复合增长率达到 13%。

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2022年末我国透析总人数突破100万，其中血液透析患者84.43万人，腹膜透析患者15.66万人，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，2022年中国血液净化类高值医用耗材市场规模约为160亿元，同比有所增长，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，受医药集采、医保控费等影响，耗材类产品价格下行，公司采用以价换量政策，2023年公司营业收入基本持平，各板块收入占比保持稳定；2024年1-3月因产品结构调整公司毛利率波动下行，仍需关注未来集采政策变化与市场竞争对产品价格稳定性的影响

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。

2023年公司实现营业收入11.94亿元，与上年基本持平，主要板块的收入贡献占比保持稳定。2024年1-3月，受市场竞争加剧影响，公司营业收入同比下滑22.55%。毛利率方面，因高毛利的常规一体式及插件式监护仪销售占比提升，监护仪业务毛利率有所增长，带动2023年公司销售毛利率增长，2024年1-3月，该类产品销量下滑导致公司销售毛利率回落至27.36%。整体来看，因医药集采等因素影响，公司收入规模及毛利率面临较大的下行压力。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022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	0.63	23.64%	47.05%	3.81	31.89%	51.47%	3.77	31.81%	47.07%
血透产品	2.02	75.59%	21.09%	7.97	66.75%	23.25%	7.87	66.50%	22.26%
其他业务	0.02	0.77%	39.40%	0.16	1.36%	100.00%	0.20	1.69%	23.91%
合计	2.67	100.00%	27.36%	11.94	100.00%	32.54%	11.84	100.00%	30.18%

注：耗材类产品主要包括血透板块的血液透析液及透析粉、血透管路、透析液过滤器、透析器等，监护仪和血液透析设备不属于耗材。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司继续加大对新产品开发和技术创新的投入，在专利技术的产业化进程中取得一定进展，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，2023年公司研发投入持续增长3.00%，研发投入占营业收入的比重提升至7.82%，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。

2023年公司在专利技术的产业化进程中取得一定进展，继续保持较强的核心竞争力。公司及子公司新增《医疗器械注册证》18项，新增专利83项（其中发明专利8项，实用新型58项，外观设计17项），新增商标2项，新增软件著作权7项。截至2023年末，公司及子公司拥有《医疗器械注册证》86项、欧盟CE证书2项及美国FDA510(K)市场准入许可21项。腹膜透析领域，2023年自主研发的PD600腹膜透析设备获得注册证，与上述设备配套使用的一次性使用腹膜透析管路已取得注册证，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，2023年公司进一步丰富产品品类，推出输注液泵和遥测监护新品。其中公司自主研发的 BioFusion S500 系列输液泵、S300 系列注射泵、CMS 输注中央监护软件、DS100 输液信息采集系统于2023年内取得《医疗器械注册证》），S 系列输注泵是公司融合临床焦点需求与智慧技术而打造的全新产品；自主研发的 WMS80、WMS80A、WMS80 Pro 遥测监护系统2023年已取得《医疗器械注册证》，该产品可广泛用于老年科、健康护理中心等医疗机构。

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	2023年	2022年
研发投入	9,335.48	9,063.14
研发投入占营业收入的比例	7.82%	7.66%

资料来源：公司2023年年度报告

2023年公司监护仪板块收入基本持平，常规一体式监护仪和插件式监护仪两大核心产品的表现均较好，掌上监护仪销售大幅回落；透析粉液仍是血透板块最主要的构成部分，受到高值医用耗材集中带量采购政策影响，2023年公司采用以价换量政策收入略有增长，但耗材类产品价格降幅相对较大，需关注未来价格继续下行对利润空间的挤压；出口业务量有所下滑，未来业绩增长主要依赖国内市场表现

跟踪期内，公司产品仍主要为监护仪和血透两大类。从监护仪板块来看，仍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。分产品来看，2023年公司常规一体式监护仪和插件式监护仪两大核心产品的表现均较好，在收入中的占比均有所提升；家庭监护仪设备需求于2022年爆发式增长，2023年需求回落正常水平导致掌上监护仪销售收入同比下滑47.05%。

从血透产品板块来看，公司基本完成了血液净化设备及耗材的全领域布局，产品系列仍较为丰富，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，2023年公司仍主要以销售血液透析液及透析干粉、透析器等产品为主，其中设备类的血液透析设备及配件收入增长5.90%，子公司苏州君康销售规模继续扩大，其他产品收入大幅增长39.70%，而耗材类的血液透析液及透析粉、血透管路和透析液过滤器收入规模均有所下滑。

表6 2022-2023年公司主营业务分产品收入情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	收入	比例	收入	比例
监护仪产品				
常规一体式监护仪	12,653.43	33.23%	10,214.56	27.12%
插件式监护仪	14,965.36	39.30%	12,988.65	34.49%
掌上监护仪	4,493.61	11.80%	8,486.95	22.54%
配件及其他产品	5,967.36	15.67%	5,968.59	15.85%
合计	38,079.76	100.00%	37,658.76	100.00%
血透产品				
血液透析液及透析粉	29,390.57	36.88%	30,951.47	39.32%
血液透析设备及配件	17,304.89	21.71%	16,340.77	20.76%
血透管路	3,261.86	4.09%	3,715.89	4.72%
透析液过滤器	1,947.24	2.44%	2,023.35	2.57%
透析器	16,796.24	21.07%	17,806.82	22.62%
其他产品	11,001.55	13.80%	7,875.39	10.01%

合计	79,702.36	100.00%	78,713.70	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，2023年，各类产品均价均有回升，其中插件式监护仪由于价格较高的高端模块销售增多，均价有所上升；掌上监护仪亦由于价格较高的智能产品占比提高，整体平均价格涨幅较大。血液透析类产品方面，受到高值医用耗材集中带量采购政策的影响，行业内普遍采取“以价换量”策略，各类产品平均价格除过滤器外均有所下滑，其中血液管路、透析干粉及透析液等耗材降幅相对较大，需关注未来价格继续下行对利润空间的挤压。

表7 近年公司主要产品平均价格变动情况

产品	单位	2023年	2022年
监护设备类产品			
1、常规一体式监护仪	元/台	4,029.27	3,941.41
2、插件式监护仪	元/台	11,719.95	10,335.52
3、掌上监护仪	元/台	123.64	101.64
血液净化类产品			
1、血液透析干粉及透析液	元/人份	22.25	24.50
2、血液透析设备及配件	元/台	120,256.33	122,862.96
3、血透管路	元/套	22.19	26.74
4、透析液过滤器	元/支	300.60	291.61
5、透析器	元/支	48.11	53.59

注：掌上监护仪产品均价增幅较大，主要系产品结构调整所致，单价较高的品类占比有所提升
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售模式仍以经销商买断式经销为主，终端销售为辅，2023年各渠道贡献占比保持稳定，经销、直销分别占比81.17%、18.83%。公司在充分发挥经销商资源优势的同时，继续通过终端逐步建立并扩大品牌影响力，提升公司品牌效应。

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。

2023年公司的国外销售规模有所下滑，主要系监护仪系列出口表现不佳；国内销售收入与占比均有所增长，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8 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	2023年		2022年	
	金额	比例	金额	比例
国内	92,981.94	78.94%	87,752.27	75.41%
国外	24,800.18	21.06%	28,620.19	24.59%
合计	117,782.12	100.00%	116,372.46	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司前五大客户较为稳定，合计占比9.48%，同比略有下滑，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。

跟踪期内公司主要生产模式未发生变化，产能相对充足，2023年监护仪总销量大幅回落，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，故整体产能弹性较大、有所波动。2023年公司掌上监护仪需求大幅回落，监护仪总产能利用率与产销率大幅下滑，存在一定的存货滞销与跌价风险。血液净化板块中，2023年各细分产品产能血液透析液及透析粉、血透耗材产能相对稳定，2022年6月取证的D800系列在2023年产能得到充分利用，带动血液透析设备及配件产能利用率提升。但2023年公司整体产能利用率水平仍不高，随着位于西南地区的四川宝莱特生产基地2023年取得生产许可证，未来是否能及时消化新增产能仍具有不确定性。

表9 2022-2023年公司主要产品产销、产能利用率情况

产品名称	单位	项目	2023年	2022年
监护设备类产品				
监护仪	台	产能	1,159,300	845,500
		产量	673,288	746,381
		产能利用率	58.08%	88.28%
		销量	412,049	873,465
血液净化类产品				
血液透析液及透析粉	人份	产能	45,727,500	45,920,800
		产量	26,798,869	29,987,825

		产能利用率	58.61%	65.30%
		销量	26,858,282	26,538,186
血液透析设备及配件	台	产能	2,000	2,600
		产量	1,220	967
		产能利用率	61.00%	37.19%
		销量	1,442	1,344
		产能	3,300,000	3,300,000
血透耗材	套	产量	2,511,916	1,825,782
		产能利用率	76.12%	55.33%
		销量	5,027,166	4,711,263

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

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，直接原材料成本占营业成本50%左右，2023年公司监护仪产品和血透产品仍均以自产为主。从各类产品的原材料来看，其中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”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、氯化钾等医用级无机盐，生产技术比较成熟，供应仍相对充足；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。2023年，公司前五大供应商采购金额占比为17.33%，供应商集中度有所回升，整体来看仍较为分散，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。

2023年公司继续拓展血净产业布局，完成对陕西三原富生 51% 股权的收购，并对三原富生进行全面的业务和资源整合，未来计划将逐步扩增三原富生产能，加深对西北五省的透析耗材市场布局，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。

2023年子公司苏州君康二期厂房完工转固，苏州君康纺丝线、封罐线及本期债券募投项目宝莱特血液净化产业基地厂房工程的建设进度接近完工，截至2023年末，公司主要在建项目为透析器自动化生产线，尚需投入资金规模不大，预计未来公司资本开支将有所下滑。随着苏州君康厂房项目的建成投产，

对公司产能利用水平提出了更高要求，如若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，导致业绩不达预期效益，大额折旧摊销费用可能进一步侵蚀公司利润。

表10 截至 2023 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	29,024.50	26,442.19	2,582.31	91.10%
苏州君康纺丝线	6,000.00	5,951.39	48.61	99.19%
苏州君康封灌线	2,200.00	1,937.80	262.20	88.08%
透析器自动化生产线	2,000.00	101.67	1,898.33	5.08%
合计	39,224.50	34,433.05	4,791.45	-

注：宝莱特血液净化产业基地厂房工程为本期债券募投项目，2023年9月公司公告延期至2025年6月30日。

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2022-2023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。2023年至2024年一季度末，公司合并范围新增1家子公司。

2022年12月13日，财政部发布了《企业会计准则解释第16号》（财会〔2022〕31号，以下简称“解释16号”），解释16号“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”自2023年1月1日起施行，允许企业自发布年度提前执行。公司于2023年度施行该事项相关的会计处理，进行会计政策变更调整。下表为主要影响的财务数据列示：

表11 公司会计政策变更对财报项目的主要调整情况（单位：元）

项目	2022年12月31日 / 2022年度	
	变更前	变更后
递延所得税资产	24,918,257.08	28,714,773.44
递延所得税负债	13,223,908.18	17,199,986.90
盈余公积	77,212,938.72	77,187,962.02
未分配利润	607,803,173.75	607,636,151.86
少数股东权益	86,162,044.23	86,174,480.46
资产总额	2,438,861,738.92	2,438,939,668.61
归属于上市公司股东的净资产	1,416,280,945.57	1,416,088,946.98
所得税费用	-2,365,813.49	-2,487,584.56
少数股东损益	2,504,866.00	2,492,005.88
归属于上市公司股东的净利润	21,997,981.33	22,132,612.52
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	-6,655,951.30	-6,521,320.11

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

2023年公司计提大额商誉、固定资产减值损失，导致净资产同比下滑，应收款项中部分医院账期有所延长，未来需关注坏账风险，被收购公司若经营持续不达预期仍将带来商誉减值风险

2023年公司净资产规模同比下降7.55%，主要系公司计提大额商誉、固定资产等资产减值损失后利润亏损，同时收购苏州君康5.74%少数股东股权的购买成本与可享有份额的净资产差额所致，同期负债增长22.32%，产权比率快速增长，公司整体杠杆水平尚可，净资产对负债有一定保障。截至2024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

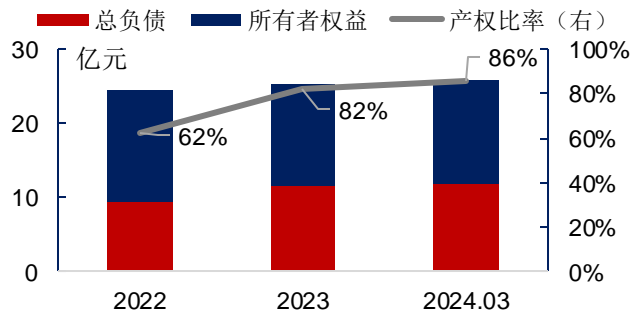
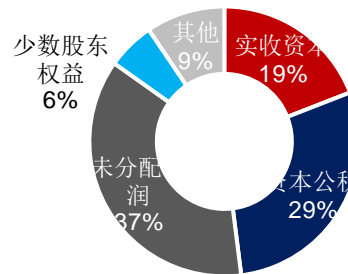


图5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2024年一季度财务报表，中证鹏元整理

2023年公司总资产规模与上年基本持平，截至2023年末，公司货币资金以银行借款为主，受限比例为7.77%，主要系银行承兑汇票保证金及230.00万元存款因涉诉被冻结；其他流动资产主要系定期存单。公司应收账款账龄集中在一年以内，2023年末合计计提坏账准备0.31亿元，前五大应收对象合计占比20.04%，款项相对分散，但部分医院账款账期有明显延长，考虑到目前公司应收账款规模较大，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，2023年存货规模有所增长，其中血透类产品销售至医院终端较多，产能扩增后备货增多，拉低存货周转速度。

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，2023年末同比小幅增长主要系子公司苏州君康二期厂房转固及购置新增设备所致，2023年公司计提0.11亿元固定资产减值损失。2023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纺丝线项目，年末两个项目的工程进度接近完工，此外，当年公司新增投入透析器自动化生产线等项目，2024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。2023年因子公

司苏州君康持续亏损，子公司华岳微创业绩不及预期²等，公司合计计提商誉减值0.91亿元，对业绩影响较大。此外，2023年公司收购三原富生51%股权形成411.56万元商誉，截至2023年末公司商誉账面价值为0.41亿元，若被收购公司经营业绩持续不达预期，商誉仍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12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.92	22.98%	4.99	19.68%	4.37	17.92%
应收账款	2.54	9.87%	2.48	9.78%	2.84	11.65%
存货	2.17	8.41%	2.20	8.70%	2.01	8.22%
其他流动资产	2.83	11.00%	3.44	13.57%	3.60	14.76%
流动资产合计	14.01	54.40%	13.71	54.11%	13.36	54.77%
固定资产	4.95	19.23%	4.94	19.48%	4.45	18.26%
在建工程	3.83	14.88%	3.66	14.43%	2.63	10.80%
无形资产	0.96	3.72%	0.98	3.87%	0.95	3.88%
商誉	0.41	1.58%	0.41	1.60%	1.27	5.21%
非流动资产合计	11.74	45.60%	11.63	45.89%	11.03	45.23%
资产总计	25.75	100.00%	25.34	100.00%	24.39	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

总体来看，跟踪期内公司资产小幅增长，整体规模仍然相对偏小，且需关注部分账期延长后坏账风险可能加大；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

跟踪期内公司归母净利润亏损，医药集采对未来收入规模和利润空间造成较大的下行压力，子公司苏州君康仍未扭亏，短期仍可能侵蚀公司利润

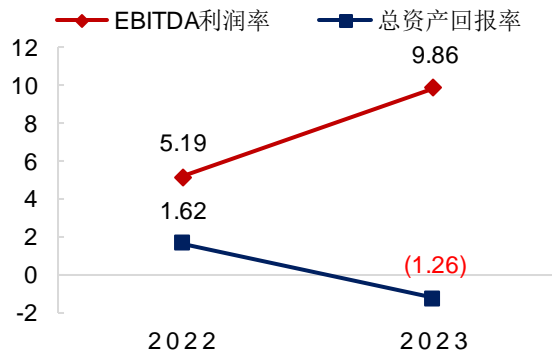
公司主营业务收入仍主要来源于健康监测和血液净化两大业务板块，2023年收入规模与上年基本持平，主要板块的收入贡献占比保持稳定。2024年1-3月，受市场竞争加剧影响，公司营业收入同比下滑22.55%。跟踪期内毛利率主要受产品结构影响波动下滑，耗材类产品价格仍可能继续下行挤压利润空间。整体来看，因医药集采等因素影响，公司收入规模及毛利率面临较大的下行压力。

利润方面，2023年公司扣非后归属于上市公司股东的净利润为-0.82亿元，其中对生产血液透析耗材的子公司苏州君康、华岳微创和武汉柯瑞迪医疗用品有限公司计提的商誉减值0.91亿元对利润表现影响较大，总资产回报率随之降至负值，而EBITDA利润率随着期间费用率的下滑有所增长。

² 华岳微创产品为血液透析液，主要覆盖华东地区，自被收购以来保持盈利，但整体盈利水平低于收购时的预期，因此计提商誉减值。

2024年1-3月公司扣非后归母净利润仍为-0.06亿元未有改善。此外，2023年子公司苏州君康营业收入同比有所下滑，净利润亏损0.14亿元略有收窄，随着新增产线调试完成并逐步投产，业绩表现有望改善，但需关注行业政策与市场竞争变化可能导致产能释放不及预期，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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司现金生成能力有所减弱，债务规模快速增长带动杠杆水平上升，债务结构有待优化，授信额度有所收缩，流动性指标波动下降，整体存在一定的偿债压力

跟踪期内公司总债务快速增长，2023年同比增速高达42.52%，主要系短期借款、长期借款、租赁负债和应付票据等的快速增长。短期借款以信用及保证借款为主，长期借款主要系子公司苏州君康的质押借款，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，2024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，债务结构有待优化。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.65	22.24%	2.20	19.24%	1.33	14.16%
应付票据	0.50	4.16%	0.82	7.19%	0.40	4.30%
应付账款	1.69	14.21%	1.64	14.36%	1.81	19.33%
合同负债	0.64	5.35%	0.69	6.06%	0.76	8.12%
其他应付款	1.04	8.72%	1.23	10.71%	1.02	10.88%
一年内到期的非流动负债	0.59	4.93%	0.57	4.96%	0.21	2.19%
流动负债合计	7.52	63.23%	7.71	67.28%	6.03	64.44%
长期借款	1.45	12.18%	0.88	7.71%	0.69	7.32%
应付债券	1.99	16.76%	1.96	17.10%	1.84	19.70%
非流动负债合计	4.37	36.77%	3.75	32.72%	3.33	35.56%

负债合计	11.89	100.00%	11.45	100.00%	9.36	100.00%
总债务	7.40	62.24%	6.67	58.26%	4.68	49.96%
其中：短期债务	3.73	31.34%	3.60	31.39%	1.93	20.66%
长期债务	3.68	30.90%	3.08	26.87%	2.74	29.31%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司经营活动现金流有所下滑，2024年一季度季节性转负，整体现金生成能力有所减弱；近年公司在建项目持续推进，资本性支出较多，自由现金流持续为负，自由现金流/净债务指标波动幅度较大，2023年公司EBITDA对净债务及利息支付的覆盖程度较好，考虑到公司杠杆水平有所增长，债务结构有待优化，整体存在一定的偿债压力。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

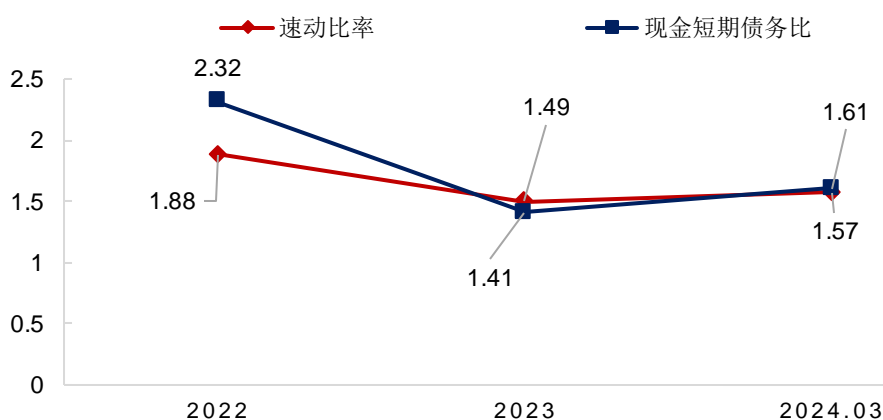
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.25	1.29	1.41
FFO（亿元）	-0.19	0.44	0.06
资产负债率	46.18%	45.20%	38.40%
净债务/EBITDA	--	1.64	0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	4.71	3.04
总债务/总资本	34.82%	32.45%	23.75%
FFO/净债务	--	22.77%	11.15%
经营活动现金流净额/净债务	-16.53%	66.83%	269.58%
自由现金流/净债务	-45.13%	-47.28%	-136.16%

注：2022-2023年及2024年1-3月公司自由活动现金流为负值、2024年1-3月经营活动净现金流为负值。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因2023年短期债务的快速增加，公司速动比率及现金短期债务比均有所下降；2024年一季度由于扩产项目投入资金放缓及收回理财产品，流动性指标有所回升，公司整体流动性表现仍较好，短期偿债压力不大。

截至2024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7.56亿元，较上年有所收缩，其中未使用的规模亦下降至2.80亿元，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 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

跟踪期内公司及部分高管因财务报表合并范围不完整、2022 年业绩预告披露不准确事项收到广东证监局警示函，子公司三原富生接受国家药品监督管理局的飞行检查并被责令停产整改

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。

跟踪期内，国家药品监督管理局对控股子公司三原富生进行了飞行检查，并于 2024 年 5 月 27 日在国家药监局网站发布了《国家药监局关于黑龙江鑫品晰医疗科技有限公司等 2 家企业飞行检查情况的通告》（以下简称“《通告》”）。《通告》指出，三原富生在企业质量管理体系的机构人员方面、厂房与设施方面、生产管理方面、质量控制方面存在严重缺陷，三原富生已对上述质量管理体系存在缺陷予以确认。《通告》要求相关属地省级药品监督管理部门应当按照《医疗器械监督管理条例》第七十二条规定，依法采取责令暂停生产的控制措施；对涉嫌违反《医疗器械监督管理条例》及相关规定的，应当依法处理；并责令企业评估产品安全风险，对有可能导致安全隐患的，按照《医疗器械召回管理办法》规定召回相关产品。需持续关注公司内部管理及质量控制等风险。

公司治理

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，高管相对稳定，仅董事陈思平因个人原因辞职。

2023年7月19日，因财务报表合并范围不完整、2022年业绩预告披露不准确收到中国证券监督管理委员会广东监管局（以下简称“广东证监局”）出具的《关于对广东宝莱特医用科技股份有限公司、燕金元、廖伟、许薇、杨永兴采取出具警示函措施的决定》（〔2023〕85号）（以下简称“警示函”），需持续关注公司会计处理及信披准确性。警示函中主要内容为：

1. 财务报表合并范围不完整。

2018年6月至2022年12月期间，宝莱特子公司天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司间接拥有天津新成就供应链管理有限公司(以下简称新成就公司)的控股权，且委派人员担任新成就公司监事，实际负责新成就公司财务工作，构成对新成就公司的实际控制。宝莱特在上述期间未将新成就公司纳入财务报表合并范围并予以披露，违反了《企业会计准则第33号——合并财务报表》第七条、《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)第二条、《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第182号)第三条等相关规定。

2. 2022年业绩预告披露不准确。

2023年1月30日，宝莱特披露《2022年年度业绩预告》，预计2022年度归属于上市公司股东的净利润为盈利1,700万元至2,500万元，扣除非经常性损益后的净利润为盈利170万元至250万元。2023年4月13日，宝莱特披露《2022年年度业绩预告修正公告》，因会计核算不准确等原因，将扣除非经常性损益后的净利润修正为亏损500万元至750万元，与此前的业绩预告存在重大差异。上述情形违反了《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第182号)第三条、第十七条等相关规定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月24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（2024年6月13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

2024年6月17日，公司发布《关于涉及诉讼进展的公告》，共涉及6项诉讼尚未了结，均为由深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司（以下简称“迈瑞医疗”）原告的关于专利权纠纷案。除去法院裁定准许撤诉及裁定驳回起诉的3个案件，公司作为被告的涉案金额合计值不超过400万元。

具体来看，公司与迈瑞公司关于侵害外观专利权纠纷案（（2023）闽 01 民初 936 号），判决公司立即停止侵害迈瑞医疗涉案名称为“医疗设备”、专利号 ZL201780051006.3 发明专利权的行为，即停止制造、销售、许诺销售 P1 型号监护仪产品，销毁库存侵权产品、删除有关宣传信息，并共计赔偿 194.00 万元。公司与迈瑞医疗关于侵害外观专利权纠纷案（（2023）闽 01 民初 547 号、（2023）闽 01 民初 548 号），公司已就上述案件的一审判决向福建省高级人民法院提起上诉，案件目前处于二审审理阶段，尚未作出二审判决；公司与迈瑞医疗关于侵害发明专利权纠纷案及实用新型专利权纠纷案（（2023）闽 01 民初 937 号，（2023）闽 01 民初 935 号），上述案件已由福州中院裁定准许迈瑞医疗撤诉。公司与迈瑞医疗关于侵害发明专利权纠纷案（（2023）闽 01 民初 938 号），已由福州中院裁定驳回深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司的起诉。

考虑到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。

八、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。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，2023年公司归母净利亏损较多，子公司苏州君康持续亏损，公司未来盈利表现存在不确定性；公司持续布局全国多地粉液生产基地，产能较为充足，但目前产能利用率不高，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；子公司苏州君康未来仍存在亏损的可能；2023年公司收到警示函及飞行检查等。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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.92	4.99	4.37	3.37
应收账款	2.54	2.48	2.84	2.18
存货	2.17	2.20	2.01	1.94
其他流动资产	2.83	3.44	3.60	0.08
流动资产合计	14.01	13.71	13.36	8.30
固定资产	4.95	4.94	4.45	4.14
在建工程	3.83	3.66	2.63	1.56
无形资产	0.96	0.98	0.95	0.91
非流动资产合计	11.74	11.63	11.03	8.90
资产总计	25.75	25.34	24.39	17.20
短期借款	2.65	2.20	1.33	1.29
应付票据	0.50	0.82	0.40	0.19
应付账款	1.69	1.64	1.81	1.59
合同负债	0.64	0.69	0.76	0.48
其他应付款	1.04	1.23	1.02	0.93
一年内到期的非流动负债	0.59	0.57	0.21	0.13
流动负债合计	7.52	7.71	6.03	4.97
长期借款	1.45	0.88	0.69	0.32
应付债券	1.99	1.96	1.84	1.73
递延收益-非流动负债	0.53	0.50	0.45	0.09
非流动负债合计	4.37	3.75	3.33	2.30
负债合计	11.89	11.45	9.36	7.27
总债务	7.40	6.67	4.68	3.76
其中：短期债务	3.73	3.60	1.93	1.63
所有者权益	13.86	13.89	15.02	9.92
营业收入	2.67	11.94	11.84	10.91
营业利润	0.05	-0.26	0.26	0.76
净利润	0.04	-0.61	0.25	0.67
经营活动产生的现金流量净额	-0.25	1.29	1.41	0.81
投资活动产生的现金流量净额	0.07	-1.90	-4.96	-1.93
筹资活动产生的现金流量净额	1.05	1.18	4.87	-0.45
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	-0.04	1.18	0.61	1.22
FFO（亿元）	-0.19	0.44	0.06	0.58
净债务（亿元）	1.49	1.93	0.52	1.13
销售毛利率	27.36%	32.54%	30.18%	32.67%

EBITDA 利润率	--	9.86%	5.19%	11.22%
总资产回报率	--	-1.26%	1.62%	5.40%
资产负债率	46.18%	45.20%	38.40%	42.29%
净债务/EBITDA	--	1.64	0.85	0.93
EBITDA 利息保障倍数	--	4.71	3.04	6.95
总债务/总资本	34.82%	32.45%	23.75%	27.47%
FFO/净债务	--	22.77%	11.15%	50.72%
经营活动现金流净额/净债务	-16.53%	66.83%	269.58%	71.06%
自由现金流/净债务	-45.13%	-47.28%	-136.16%	-72.98%
速动比率	1.57	1.49	1.88	1.28
现金短期债务比	1.61	1.41	2.32	1.79

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录四 2023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	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	92.12%	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	2,200.00	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

资料来源：公开资料、公司 2023 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+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。