

江西三鑫医疗科技股份有限公司 2025 年向不特定对象发行可转换 公司债券信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【1734】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

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

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

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



江西三鑫医疗科技股份有限公司2025年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2025-10-21

评级观点

本次等级的评定是考虑到：血液净化行业需求持续增长、集中度不断提高，透析器及透析设备国产替代空间较大，江西三鑫医疗科技股份有限公司（以下简称“三鑫医疗”或“公司”，股票代码：300453.SZ）面临较好的发展机遇。公司血液净化产品矩阵丰富，具有全产业链优势，受益于终端需求增长、产能扩张、海外市场拓展加大且中标联盟集采，公司血液净化业务产能利用率较高，收入持续增长。此外，公司主营业务现金生成能力较强，财务杠杆较稳健，资产中货币资金、理财产品以及可转让大额存单占比较高。同时中证鹏元也关注到，公司给药器具业务持续收缩，血液净化业务主要产品价格持续下降，未来或对公司盈利能力产生不利影响；黑龙江子公司曾被责令停产整改，需持续关注控股子公司治理风险，且募投项目能否实现预期收益存在不确定性。

债券概况

发行规模：不超过 5.3 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未转股的可转债本金并支付最后一年利息

发行目的：拟用于三鑫医疗年产 1000 万束血液透析膜及 1000 万支血液透析器改扩建项目、三鑫医疗高性能血液净化设备及配套耗材研发生产基地项目-新建年产 3000 万套血液透析管路生产线及配套工程建设项目、江西呈图康电子加速器辐照灭菌生产线改扩建项目以及补充流动资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.6	2024	2023	2022
总资产	22.46	22.23	20.31	17.87
归母所有者权益	13.46	13.24	12.46	10.76
总债务	3.57	3.26	3.43	2.86
营业收入	7.61	15.00	13.00	13.36
净利润	1.27	2.48	2.23	1.99
经营活动现金流净额	1.89	3.90	3.40	4.02
净债务/EBITDA	--	-0.31	0.01	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	54.27	63.39	93.63
总债务/总资本	19.93%	18.81%	20.45%	19.85%
FFO/净债务	--	-249.08%	7,480.01%	-475.01%
EBITDA 利润率	25.03%	23.52%	23.13%	20.66%
总资产回报率	--	13.13%	13.48%	14.32%
速动比率	1.11	1.09	0.87	0.93
现金短期债务比	2.94	2.80	1.42	1.55
销售毛利率	34.97%	35.33%	34.89%	33.61%
资产负债率	36.16%	36.62%	34.31%	35.35%

注：1、2022-2024 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致；

2、2022 年数据采用 2023 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

评级总监：张勇

联系电话：0755-82872897

正面

- **血液净化行业需求持续增长、集中度不断提高，透析器及透析设备国产替代空间较大。**随着国内人口老龄化加剧、肾病患者人数增长，医保报销比例提高、尿毒症治疗渗透率增长，我国透析患者人数持续增长。透析器、透析设备目前外资市占率较高，国产替代空间较大。未来随着集采等政策推进，血液净化行业集中度将提高，国产替代将加快，尾部企业或加速出清，内资龙头企业面临较好机遇。
- **公司血液净化业务具有全产业链优势，产能利用率较高，收入持续增长。**公司拥有血液净化耗材、设备全产业链布局，血液净化产品矩阵丰富，能满足客户一站式采购需求。同时，公司透析粉液产能位居行业前列，生产基地覆盖面较广，具有规模成本优势；透析膜纺丝设备实现国产替代，具有技术成本优势。受益于终端需求增长、产能扩张、海外市场拓展加大且中标联盟集采，近年来公司血液净化业务销量持续增长、产能利用率水平较高，收入持续增长。
- **公司主营业务现金生成能力较强，财务杠杆较稳健。**公司主营业务回款情况较好，近年来收现比在 110% 左右，应收账款周转天数在 20-25 天左右，在医疗器械上市公司中处于较好水平。公司财务杠杆水平较低，整体偿债指标表现较好；2025 年 6 月末资产中货币资金、理财产品、可转让大额存单合计 5.15 亿元，占总资产的 22.94%。

关注

- **公司给药器具业务持续收缩，血液净化产品销售均价持续下降，未来或对盈利能力产生不利影响。**近年来公司给药器具收入、毛利率持续下降，未来随着行业竞争加剧，或将继续下降。公司血液净化主要产品销售均价近年来持续下降，随着行业竞争加剧，医保支付改革推进、集采提质扩面，未来或将继续下降，若规模效应无法对冲产品价格下降，对公司盈利能力将产生一定不利影响。
- **黑龙江子公司 2024 年 5 月被责令停产整改，需持续关注控股子公司治理风险。**国家药品监督管理局于 2024 年 5 月发布飞行检查通告，指出公司控股子公司黑龙江鑫品晰医疗科技有限公司（以下简称“黑龙江鑫品晰”）质量管理体系存在缺陷，责令其停产整改。2024 年 6 月，黑龙江鑫品晰完成整改验收并恢复生产。黑龙江鑫品晰主要负责黑龙江生产基地生产（产品为透析液）及代理销售业务，收入占比较低，该次停产整改对公司整体经营业绩影响较小，需持续关注控股子公司治理风险。
- **本期债券募投项目能否实现预期收益存在一定不确定性。**募投项目完工后将新增年产 1,000 万束血液透析膜、年产 1,000 万支血液透析器以及年产 3,000 万套血液透析管路产能。公司透析器产能、毛利率水平低于龙头企业，且核心部件透析膜生产技术壁垒相对较高，设备安装调试周期较长，能否达到预期良品率存在不确定性。透析管路毛利率水平相对较低，产能低于龙头企业，且透析管路行业拟新增产能较多，未来竞争或进一步加剧。

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，公司拥有血液净化耗材、设备全产业链，能满足客户一站式采购需求；透析粉液产能规模位居行业前列，具有规模成本优势；透析膜纺丝设备实现国产替代，具有技术成本优势。未来，随着血液净化行业需求增长、集中度提高及国产替代加速，公司血液净化业务收入、利润有望继续增长。同时，公司主营业务现金生成能力较强，财务结构稳健，经营和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	威高血净	健帆生物	三鑫医疗	天益医疗	宝莱特
总资产	69.90	53.83	22.23	17.95	24.99
归母所有者权益	55.97	33.34	13.24	11.87	12.19
营业收入	36.04	26.77	15.00	4.19	10.60
净利润	4.49	8.14	2.48	-0.06	-0.70
销售毛利率	42.29%	80.78%	35.33%	35.88%	27.12%
资产负债率	19.93%	38.06%	36.62%	33.57%	48.33%
应收账款周转天数	87.76	8.63	20.38	44.77	84.46
存货周转天数	143.43	252.81	73.40	114.03	105.72
研发支出	1.65	2.40	0.77	0.60	0.88
研发支出占营业收入比例	4.57%	8.97%	5.14%	14.43%	8.33%

注：以上各指标均为 2024 年/2024 年末数据。

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_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好

一、发行主体概况

公司前身“江西三鑫医疗器械有限责任公司”（以下简称“三鑫有限”），成立于1997年3月，初始注册资本1,235万元，由彭义兴、万小平、王钦智、刘涂德、彭冬根、雷凤莲、彭晓平以货币资金及实物资产投入。2011年1月，三鑫有限整体变更为股份公司并更名为现名。2015年5月，公司在深圳证券交易所创业板上市，募集资金净额为2.30亿元¹。截至2025年6月末，公司注册资本和实收资本均为5.22亿元，实际控制人为彭义兴、雷凤莲夫妇，分别直接持有公司24.68%、5.19%股份，一致行动人彭海波（实控人之子）、彭九莲（彭义兴姐姐）、彭玲（实控人之女）分别持有公司4.75%、1.78%、0.09%股份²，实际控制人及其一致行动人无股权质押或冻结情况，公司股权结构详见附录二。

图1 公司主要发展历程

1997-2010	2011-2017	2018至今
➢ 1997年三鑫有限成立； ➢ 2005年安全自毁注射器等获得美国FDA510（K）上市通告； ➢ 2006年正式入驻国家级南昌小蓝经济开发区； ➢ 2010年安全自毁注射器荣获国家重点新产品。	➢ 2011年改制为股份公司； ➢ 2011-2017年陆续获取血液透析粉液、血液透析器等透析耗材注册证； ➢ 2015年在深交所创业板挂牌上市； ➢ 2017年云南三鑫投产。	➢ 2018年并购成都威力生，实现从透析耗材到透析设备全产业链发展； ➢ 2019年并购宁波菲拉，进入心胸外科领域； ➢ 2019年黑龙江鑫品晰投产，透析粉液市场拓展至东北； ➢ 2021年自产透析膜实现规模化生产； ➢ 2023年四川眉山“西部药谷”生产基地投产； ➢ 2024年自主研发的湿膜透析器获批上市，填补国产湿膜透析器空白。

注：云南三鑫全称“云南三鑫医疗科技有限公司”，黑龙江鑫品晰全称“黑龙江鑫品晰医疗科技有限公司”，成都威力生全称“成都威力生生物科技有限公司”，宁波菲拉全称“宁波菲拉医疗用品有限公司”。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司以给药器具耗材（包括注射器、输液输血器、留置导管等）起家，2011年起开始在血液净化耗材领域加速布局，陆续获得透析粉液、透析管路、透析器多种血液透析耗材注册证；2018年并购成都威力生，新增血液净化设备业务，实现了血液透析耗材、血液透析设备全产业链布局；2018年以来，公司深耕血液净化领域，血液净化业务规模持续增长、成为公司核心业务板块。目前公司业务包括血液净化耗材及设备、给药器具耗材、心胸外科体外循环耗材三大板块，其中血液净化设备、心胸外科体外循环耗材分别由并购的控股子公司成都威力生、宁波菲拉负责。

¹ 公司 IPO 募集资金拟用于云南三鑫医疗器械生产项目、年产 2,000 万支静脉留置针技术改造及扩产项目以及营销网络建设，截至 2018 年底，公司 IPO 募集资金已使用完毕、募集资金账户已销户。

² 除一致行动人外，公司前 10 名股东中王兰系彭九莲女儿、彭义兴外甥女，持有公司 1.28%股份。公司未知其他股东之间是否存在关联关系，也未知是否属于一致行动人。

二、 本期债券概况及募集资金用途

债券名称：江西三鑫医疗科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过5.30亿元（含）；

债券期限和利率：6年；本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会/股东会授权公司董事会或由董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还未转股的可转债本金并支付最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

转股价格的确定及其调整：（1）初始转股价格的确定：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，且不得向上修正，具体初始转股价格提请公司股东大会/股东会授权公司董事会或由董事会授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；（2）转股价格的调整：在本次发行之后，当公司发生配股、增发、送股、派息及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本），公司将按上述条件出现的先后顺序，依次对转股价格进行调整。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 80%（不含本数）时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会/股东会审议表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会/股东会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会/股东会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

赎回条款：（1）到期赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会/股东会授权公司董事会及董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。（2）有条件赎回条款：在本期债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含本数），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券。

回售条款：（1）有条件回售条款：在本期债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 80%（含本数），本期债券持有人有权将其持有的全部或部分可转债按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。（2）附加回售条款：若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会和深交所的相关规定被认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。

募集资金用途：本期债券拟募集资金总额不超过5.30亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于以下项目：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目拟投资金额	拟投入募集资金
三鑫医疗年产 1,000 万束血液透析膜及 1,000 万支血液透析器改扩建项目	21,000	21,000
三鑫医疗高性能血液净化设备及配套耗材研发生产基地项目-新建年产 3,000 万套血液透析管路生产线及配套工程建设项目	16,600	16,600
江西呈图康电子加速器辐照灭菌生产线改扩建项目	2,400	2,400
补充流动资金	13,000	13,000
合计	53,000	53,000

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

1、三鑫医疗年产1,000万束血液透析膜及1,000万支血液透析器改扩建项目

该项目由公司本部实施，建设周期 3 年，建设地址为江西省南昌市南昌县小蓝经济技术开发区河洲路 4899 号，目前已取得该宗土地的《不动产权证书》《江西省企业投资项目备案登记信息表》，尚未取得环保部门的相关批复。

该项目达产后将形成年产 1,000 万支血液透析器产品生产能力，项目建成后正常运行并完全达产后预计可实现销售收入 20,419.60 万元（不含税），年利润总额 3,415.60 万元，净利润 2,903.20 万元，静态投资回收期 5.77 年（含建设期，税后），项目投资财务内部收益率 19.71%（含建设期，税后）。

2、三鑫医疗高性能血液净化设备及配套耗材研发生产基地项目-新建年产 3,000 万套血液透析管路生产线及配套工程建设项目

该项目由公司本部实施，建设周期 3 年，建设地址为江西南昌小蓝经济开发区河洲路以北，杨巷路以南 DAJ2025013 号地块，目前已取得该宗土地的《不动产权证书》《江西省企业投资项目备案登记信息表》，尚未取得环保部门的相关批复。

该项目达产后将形成年产 3,000 万套血液透析管路产品生产能力，项目建成后正常运行并完全达产后预计可实现销售收入 22,183.50 万元（不含税），年利润总额 2,619.20 万元，净利润 2,226.30 万元，静态投资回收期 5.60 年（含建设期，税后），项目投资财务内部收益率 21.32%（含建设期，税后）。

3、江西呈图康电子加速器辐照灭菌生产线改扩建项目

该项目由公司全资子公司江西呈图康科技有限公司实施，建设周期 2 年，建设地址为江西省南昌市南昌县小蓝经济技术开发区河洲路 4899 号，目前已取得该宗土地的《不动产权证书》《江西省企业投资项目备案登记信息表》，尚未取得环保部门的相关批复。该项目建成后主要以满足公司血液透析器产能扩充所带来的辐照灭菌需求为主，不直接产生经济效益。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

行业环境

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

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

未来随着DRG/DIP支付方式改革、阳光采购、带量采购等医保控费政策的深化推进，预计医疗器械行业产品国内市场将持续面临价格下降压力，业绩分化或加剧。技术含量低、国产化程度高的医疗器械

细分领域，例如低值耗材、生化诊断等领域，相关产品国内市场利润空间或进一步压缩；技术含量高、国产化程度低的医疗器械细分领域，例如免疫诊断、医用医疗设备等细分领域，相关产品国内市场以价换量、盈利能力或提升，龙头企业或受益。

详见《医疗器械行业国产替代进行时，各细分子行业分化加大》。

血液净化耗材需求继续快速增长，市场空间仍较大；2024年6月23省联盟血透耗材集采落地、价格大幅下降，预计未来血液净化耗材行业国产替代加速、行业集中度提升，尾部企业加速出清

尿毒症治疗方式主要包括血液净化治疗（主要为血液透析）、肾脏移植和肾脏保守治疗，血液净化为尿毒症晚期最主流的治疗方式。随着国内人口老龄化加剧、肾病患者人数增长，医保报销比例提高、尿毒症治疗渗透率增长，我国透析患者人数持续增长，推动血液净化耗材需求增加。根据中国CNRDS数据，中国透析患者人数2019-2023年年均增速在10%左右，预计未来仍保持10%左右增速。血液灌流、血液滤过与血液透析联合使用可治疗尿毒症并发症、改善患者生存质量，但受医保报销比例、患者支付能力、临床认知及接受程度等影响，目前在透析患者中渗透率较低，市场空间仍较大。

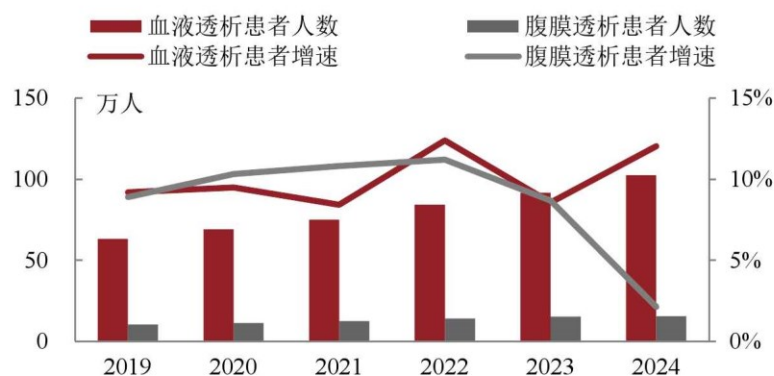
2024年6月，河南省牵头的23省联盟血透耗材集采落地，涉及血液透析器、血液滤过器、透析管路、透析用留置针等多个品种。随着集采落地执行，血液净化耗材行业国产替代将加快，行业集中度将进一步提高，尾部企业将加速出清。

表2 应用于尿毒症的血液净化技术对比

技术	清除方式	尿毒症推荐治疗频率	适应症	典型并发症	设备及耗材
血液透析 HD	弥散 (小分子)	每周3次	急慢性肾衰、高血钾、酸中毒	低血压、内瘘问题	血透机、透析器、血管通路
血液灌流 HP	吸附 (毒物/大分子)	每周1次	尿毒症瘙痒，急性中毒、肝衰	吸附剂微粒脱落、血小板减少	灌流机、灌流器（活性炭/树脂）
血液滤过 HF	对流 (中大分子)	每周3次	重症肾衰、脓毒症、心脏术后患者	置换液污染	血滤机、滤过器、置换液
腹膜透析 PD	腹膜弥散+超滤 (中小分子)	持续或间歇	稳定期慢性肾衰居家治疗	腹膜炎、蛋白丢失	腹膜透析液、腹透管

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图2 透析患者持续增长，推动血液净化耗材需求增加



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

表3 血液净化耗材细分领域行业概况

产品	国内市场竞争格局	外资品牌	内资品牌	集采	集采降幅
血液透析器	市场集中度较高、竞争激烈，威高血净占据领先地位，外资主导中高端	费森尤斯、百特、贝朗、尼普洛	威高血净、贝恩医疗、三鑫医疗	23 省联盟血透集采	40.01%-62.11%
透析粉液	内资主导、竞争激烈，受限于运输半径，市场集中度较低	费森尤斯、百特、贝朗	三鑫医疗、宝莱特、威高血净	9 省联盟集采	--
透析管路	内资主导中低端、外资把控高端	费森尤斯、百特	威高血净、贝恩医疗、三鑫医疗	23 省联盟血透集采	40%-74%
血液灌流器	健帆生物处于行业主导地位	费森尤斯、百特、旭化成	健帆生物	--	--
血液滤过器	内资主导中低端、外资把控高端	费森尤斯、百特、贝朗	威高血净、山外山	23 省联盟血透集采	41%-57.61%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事血液净化耗材及设备、给药器具耗材、心胸外科体外循环耗材等产品的研发、生产及销售，其中血液净化耗材及设备为公司核心业务板块。近年来血液净化行业需求增长、集中度提高，同时公司血液净化板块产能不断扩张、海外市场拓展加大且中标联盟集采，故公司血液净化收入持续增长、占营业收入比重持续提高。公司给药器具收入2023年同比大幅下降主要系非常规疫苗注射器出口大幅下降所致，2024年以来持续下降主要系行业竞争加剧以及公司战略性收缩所致。近年来心胸外科体外循环耗材市场需求稳定增长，公司心胸外科收入稳步增长，为营业收入的有益补充。

公司毛利率近年来整体相对稳定。其中，血液净化毛利率呈小幅上升趋势，主要系销量增长、规模化效益提升，原材料价格下降所致。给药器具毛利率持续下降，主要系注射器销量、销售均价下降所致。心胸外科毛利率持续提高主要系销量增长、单位生产成本降低所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-6 月			2024 年			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	金额	占比	毛利率
血液净化	6.26	82.23%	34.30%	12.17	81.11%	34.02%	9.49	73.02%	33.58%	8.82	66.03%	29.37%
给药器具	0.82	10.83%	27.15%	1.90	12.65%	32.94%	2.34	18.00%	35.20%	3.52	26.34%	40.67%
心胸外科	0.35	4.60%	64.09%	0.73	4.84%	62.62%	0.71	5.43%	58.76%	0.65	4.90%	56.62%
其他	0.18	2.34%	37.58%	0.21	1.40%	38.62%	0.46	3.55%	23.78%	0.37	2.73%	26.64%
合计	7.61	100.00%	34.97%	15.00	100.00%	35.33%	13.00	100.00%	34.89%	13.36	100.00%	33.61%

注：1、心胸外科收入系控股子公司宁波菲拉的心胸外科体外循环耗材销售收入；

2、其他收入包括租赁、贸易、灭菌服务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司血液净化产品线丰富，具有全产业链优势；近年来公司研发人数、研发投入持续增长，陆续取得湿膜透析器、透析用留置针国产品牌“首证”

公司是国内血液净化产品线最为丰富的研发生产企业之一，能够提供从设备到耗材的一站式服务。血液净化耗材产品涵盖透析粉液、透析器、透析管路、血液过滤器等，其中透析粉液、透析器具具有一定竞争优势。公司血液透析粉液构建起包括低钙血液透析浓缩液、高钙血液透析浓缩液、枸橼酸型血液透析粉、冰醋酸型血液透析浓缩液、含糖血液透析浓缩液等多种特殊配方和不同型号的产品群，能够满足血液透析个体化治疗需求。公司透析器规格型号为行业内最全，且为国内首家使用国产设备实现透析膜（透析器核心部件）量产的企业。

公司采用集成产品开发（IPD）的研发模式，自主研发为主、外部协同研发为辅，研发周期为3-5年。公司研发以临床需求为导向，主要围绕现有产品线深耕迭代，以及血管介入等新赛道产品。公司近年来研发人数及投入持续增长，研发投入规模在血液净化、医疗耗材上市公司中排名均为中等。2022-2024年及2025年1-6月，公司分别新增医疗器械注册证7项、9项、9项、3项，其中湿膜透析器、透析用留置针为国产品牌“首证”³。截至2025年6月，公司获得已授权专利222项，持有105项医疗器械注册证。

表5 公司研发情况

指标名称	2024 年	2023 年	2022 年
研发人员数量（人）	296	259	249
研发人员数量占比	13.72%	13.44%	13.27%
研发投入（亿元）	0.77	0.76	0.66
研发投入占营业收入比例	5.14%	5.84%	4.95%
研发投入资本化的比重	17.10%	32.72%	38.22%

资料来源：公司 2022-2024 年年报，中证鹏元整理

近年来公司血液净化产品产能持续扩张、产能利用率水平较高，其中透析粉液产能规模位居行业前列、具有规模化优势，透析器、透析管路产能与行业龙头仍存在一定差距；未来本期债券募投项目投产将提高血液净化耗材产能，新增产能能否实现预期收益存在一定不确定性

公司生产采用以销定产、适度备货的模式，即按照销售计划、客户需求制定年度生产计划，根据年度生产计划、结合市场需求变化、生产资源情况制定月度生产计划，各车间根据月度生产计划及订单交货时间进行排产。公司主要产品生产周期较短，在1-3周不等，其中透析膜、透析器、透析粉液、注射器等产品生产自动化水平相对较高，透析管路、输液器、透析设备等产品生产对人工依赖较大。

公司生产基地主要分布在江西、四川、云南、黑龙江等地；其中，四川眉山生产基地于2023年开始逐步完工转固，2024年全部投产；江西南昌滨江生产基地2025年上半年开始逐步投产。由于透析粉液市场需求量大且存在一定运输半径限制，公司陆续在江西、云南、黑龙江、四川等地布局产能，目前已建

³ 湿膜透析器 2025 年下半年已纳入集采增补目录，有望贡献增量收入。透析用留置针 2024 年及 2025 年 1-6 月收入规模较小，且未纳入国家医保报销，未来收入受医保政策影响较大。

成基本覆盖全国的透析粉液生产基地。

表6 公司主要生产基地布局情况

区域		主要生产产品/提供的服务
江西	南昌三江厂区	给药器具
	南昌小蓝厂区（总部所在地）	透析膜、透析器、透析粉液、透析管路、透析用留置针等血液净化耗材，辐照灭菌
	南昌滨江厂区（在建）	透析膜、透析器、透析粉液、透析管路等血液净化耗材以及透析设备，辐照灭菌
四川	成都高新区	透析机等血液净化设备
	眉山	透析器、透析粉液、透析管路
云南	昆明	给药器具、透析粉液
黑龙江	哈尔滨	透析液
浙江	宁波	心胸外科体外循环耗材

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司不断优化生产流程，推进自动化、精益化生产，同时四川眉山、江西南昌滨江生产基地逐步投产，血液净化产能、产量持续增长，但由于产品销量快速增长，血液净化产品目前产能利用率水平较高。目前公司透析粉液产能位于行业前列，采用全套自动化生产线，形成标准化、自动化、智能化生产，具有规模化成本优势。公司透析器核心部件透析膜为自产，透析膜生产设备为国产，具有一定技术成本优势。需关注，公司透析器、透析管路产能与内资龙头企业仍存在一定差距。

表7 公司血液透析耗材产能及产能利用率情况

项目	2025 年 1-6 月	2024 年	2023 年	2022 年
产能(万份)	5,250.00	9,200.00	7,900.00	7,000.00
产量(万份)	4,844.05	8,591.90	7,366.48	6,404.16
产能利用率	92.27%	93.39%	93.25%	91.49%

注：1、公司产能为实际产能，与规划产能有所差异；

2、统计的血液透析耗材产能、产量包括透析液、透析粉、透气器以及透析管路等产品

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2025年6月末，公司在建项目主要为江西南昌滨江生产基地一二期，投产后将提高血液净化耗材及设备产能。需关注，公司透析管路产能与龙头企业贝恩医疗仍有一定差距，且透析管路行业拟新增产能较多、行业竞争未来或进一步加剧；透析器毛利率、产能与威高血净仍有一定差距，且透析膜生产技术壁垒相对较高、设备安装调试周期较长、能否达到预期良品率存在不确定性。同时，随着医保支付改革推进、集采提质扩面，血液净化产品价格持续下降，新增产能能否实现预期收益存在一定不确定性。

表8 截至 2025 年 6 月末，公司在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	拟投入募集资金金额	已投资	资金来源
江西南昌滨江生产基地一期	8.02	2.10	4.85	自有资金、募集资金
江西南昌滨江生产基地二期	5.00	1.66	-	自有资金、募集资金
合计	13.02	3.76	4.85	

注：1、本期债券募投项目为江西南昌滨江生产基地一、二期的一部分；

2、江西南昌滨江生产基地一期拟新增血液透析粉液等厂房，以及透析膜、透析器产能（目前已建成年产1,000万支透析器生产线，募投项目将新增年产1,000万支透析器生产线）；

3、江西南昌滨江生产基地二期拟新增立体仓库、灭菌车间、科创中心等系列建筑物（预计总投资2.24亿元），新增透析管路生产线（预计总投资1.66亿元）、血液净化设备生产线（预计总投资0.30亿元）、给药器具耗材生产线（预计总投资0.40亿元）等；

4、预计总投资、已投资包含土地款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司主要原材料价格持续下降，需关注PES技术壁垒较高、产能相对集中，面临一定短缺及涨价风险

公司营业成本以直接材料、直接人工以及运费为主，近年来直接材料占营业成本比重在65%左右，直接人工占营业成本比重在9%左右，运费占营业成本比重在7-9%，成本结构灵活性相对较高。公司主要原材料包括粒料（包括聚乙烯PE、聚氯乙烯PVC）、无机盐（包括碳酸氢钠、氯化钠等）、透析膜原材料（PES）以及包装和辅助材料。

表9 公司主要原材料情况

产品	主要原材料
透析粉液	碳酸氢钠、氯化钠、氯化钙、氯化钾、氯化镁、冰醋酸等无机盐，PE粒料
透析管路	PVC粒料
透析器	PES粒料、聚氨酯胶、PC粒料
透析设备	波纹管阀、电磁阀、柱塞泵、反渗透膜、机箱前壳、传感器等电子元器件
给药器具	PVC、ABS、TPU、PP等粒料，针管、胶塞等配件
心胸外科	塑料桶体（贮血滤血器桶体）组件、管路护套、贮血器泡沫包装

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司按生产研发计划进行采购，根据市场环境与时价进行适度备货，适度备货的原材料主要为市场价格较为透明的粒料、外包装箱等。公司采购的原材料品种较多，不同原材料定价方式差异较大，具体见下表。公司与不同供应商结算方式、账期差异亦较大，包括预付、到付、信用账期1-4个月不等。公司核心原材料供应商认证周期较长（6个月到2年不等），与主要供应商合作较为稳定。近年来前五大供应商占比25%左右，其中PES、碳酸氢钠、氯化钠供应商相对集中，其余原材料供应商集中度尚可。

表10 公司主要原材料定价模式

原材料	定价模式
外包装箱，PE、PVC等粒料	成本+加工费定价模式
PES	技术壁垒较高，供应商相对较少，随行就市，议价能力偏弱
碳酸氢钠、氯化钠等无机盐	公司近年来陆续与供应商统一议价，子公司根据总部协议价与供应商进行采购结算

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来随着公司血液净化产品销量增长，主要原材料采购量、采购金额持续增长。受市场环境影响，公司主要原材料价格近年来持续下降，成本控制压力有所缓解。透析膜核心原材料医用级PES技术壁垒较高，市场上供应商较少、产能相对集中，若主要PES生产厂家发生突发情况，或存在一定短缺及涨价风险。此外，需关注若未来主要原材料价格上涨，公司利润空间或被压缩。

表11 公司主要原材料采购单价同比变动情况

主要原材料	2025 年 1-6 月	2024 年	2023 年
PE	-4.57%	-1.71%	-4.28%
PVC	-10.29%	-3.06%	-13.02%
碳酸氢钠	-1.16%	-1.66%	-5.47%
PES	-10.34%	-26.93%	-8.19%
氯化钠	0.03%	-8.49%	-2.28%

注：2025 年 1-6 月同比=2025 年 1-6 月采购均价/2024 年采购均价。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来血液净化市场需求增长，公司扩张产能、加大海外市场拓展且中标联盟集采，血液净化产品销量持续增长；需关注，公司血液净化主要产品价格持续下降，未来随着医保支付改革推进、集采提质扩面，产品价格或继续下降

公司实行“直销与经销相结合，经销为主、直销为辅”的销售模式，产品主要通过经销商渠道资源销往终端客户（医院、透析中心、疾控中心等）。公司总部销售部划分为血液净化事业部、给药器具事业部、海外事业部及糖尿病事业部，同时涵盖商务部、投标部两个职能部门。近年来销售人员增加，主要系血液净化事业部、海外事业部销售人员增加所致。

表12 公司采用经销为主、直销为辅的业务模式

区域	销售模式	客户	销售产品	主要结算模式
国内	经销	国内经销商	血液净化、给药器具等	一般为现款现货，历史回款情况较好、业务体量较大的经销商为周结或者月结，并授予一定的信用额度
	直销	医院、诊所及疾控中心等	血液净化设备、心胸外科耗材、贸易业务等	--
国外	经销	海外经销商	透析器、透析管路、透析设备、给药器具等	离岸结算（结算币种美元、欧元为主）

注：公司年报将销售给海外经销商的收入划分为直销收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户集中度较低，按区域对经销商进行管理，每年根据业务量、合作紧密度情况对经销商进行考核评价，并分为不同资质等级，对于高资质等级经销商给予一定信用额度和政策支持（配合经销商进行市场开拓、临床学术推广等）。每年年底公司会根据成本、市场竞争环境制定次年最低出厂价，销售价格低于最低出厂价的，需一事一议、走特殊签批流程。

公司销售区域以国内为主，近年来持续加大海外市场拓展，剔除2022年非常规疫苗注射器大单影响，海外收入持续快速增长，出口的国家主要包括印尼、马来西亚、印度等东南亚和一带一路国家。

表13 公司主要产品收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

区域	2025 年 1-6 月			2024 年			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	金额	占比	毛利率
国内	5.74	75.42%	34.69%	12.26	81.73%	35.84%	11.04	84.91%	35.41%	10.65	79.75%	31.85%
国外	1.87	24.58%	35.85%	2.74	18.27%	33.06%	1.96	15.09%	31.92%	2.71	20.25%	40.51%

合计	7.61	100.00%	34.97%	15.00	100.00%	35.33%	13.00	100.00%	34.89%	13.36	100.00%	33.61%
----	------	---------	--------	-------	---------	--------	-------	---------	--------	-------	---------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司以销定产，主要产品产销率处于较高水平。近年来公司主要产品销售均价持续下降，未来随着医保支付改革推进、集采提质扩面，产品价格或继续下降；从23省联盟集采中标价格来看，公司透析管路产品价格相对较低，透析器价格位于行业平均水平。

透析粉液受运输半径影响、竞争格局较为分散，公司透析粉液生产基地辐射全国、产能规模排名行业前列，随着血液透析需求增长、市场集中度提高、公司产能提升，近年来销量稳步增长。透析膜（透析器核心部件）量产技术壁垒相对较高，公司已实现透析膜纺丝生产设备国产替代，具有技术成本优势，但产能规模、毛利率水平与龙头企业仍有一定差距，透析器2023年销量同比小幅增长主要系血液透析需求增长，2024年同比爆发增长主要系产能提升且中标联盟集采及海外销量增长所致。透析管路毛利率水平较低，品规较多、手工作业较多，销量受产能规模限制较大，2023年销量同比略增，2024年销量同比大幅增长主要系中标联盟集采且产能提升所致。公司透析设备品规相对单一、国内市占率较低，近年来销量持续爆发增长，主要系业务拓展加大所致。

表14 公司主要产品销售均价变动情况

项目	2025年1-6月	2024年	2023年
透析液	-5.04%	-7.47%	-6.58%
透析粉	-4.34%	-7.09%	-11.05%
透析器	-1.94%	-14.55%	-7.81%
透析管路	-2.06%	-6.04%	-2.14%
透析设备	-2.54%	-5.78%	1.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司血液透析耗材销量及产销率情况（单位：万份）

项目	2025年1-6月	2024年	2023年	2022年
销量	4,809.59	8,920.57	6,931.70	6,171.79
产销率	99.29%	103.83%	94.10%	96.37%

注：统计的血液透析耗材销量包括透析液、透析粉、透析器以及透析管路等产品

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 23省联盟血透耗材集采中标价格对比（单位：元/支，元/套）

项目	费森尤斯	贝朗	威高血净	贝恩医疗	公司	宝莱特	健帆生物	天益医疗
血液透析器—高通量	63.69	77.80	73.56	62.39	64.66	54.50	58.36	--
血液透析器—非高通量	46.54	66.40	54.68	45.59	47.16	36.38	45.36	--
血液透析管路—普通管路	14.40	--	14.08	13.66	11.96	--	14.40	14.37
血液滤过管路—非专机专用型血滤置换液补液管	44.4	--	31.88	34.99	30.00	--	--	29.00

注：公司销售均价为出厂价格（给经销商价格），联盟集采中标价格为入院价格，故两者相差较大。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

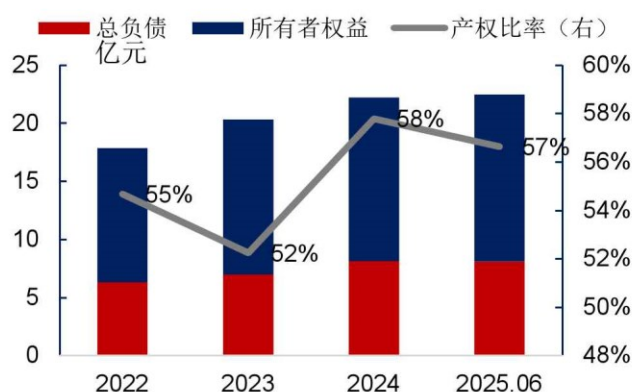
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-6月未经审计财务报表。近年来公司新设子公司主要围绕产业布局、市场拓展。2022年公司合并范围无变动，2023年新设3家子公司为渠道子公司，2024年新设1家子公司拟在河南布局透析液生产基地（受政策影响，目前暂缓），2025年7月新设1家香港子公司拟加大海外市场拓展。

资本实力与资产质量

近年来随着四川眉山、江西南昌滨江生产基地建设推进，公司总资产规模持续增长；公司资产中货币资金、理财产品以及可转让大额存单规模较大、占比较高，整体资产流动性尚可；需关注，公司产品价格持续下降、存货面临一定跌价风险，自研产品、被投资企业未来经营若不达预期，无形资产、长期股权投资及商誉等资产或面临一定减值风险

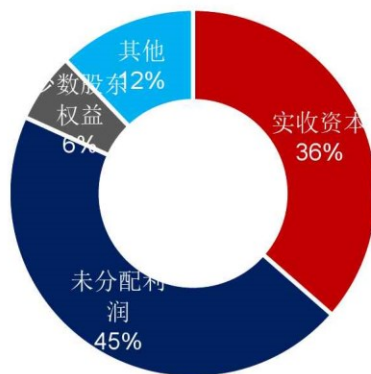
公司以盈余积累为主、对外融资为辅，满足自身资金需求。受益于盈余积累、股权激励，公司所有者权益持续增长，整体财务杠杆水平相对稳健，所有者权益对总负债覆盖程度尚可。近年来随着四川眉山、江西南昌滨江生产基地建设推进，公司总资产规模持续增长，新增资产主要沉淀在固定资产。

图3 公司资本结构



资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-6月财务报表，中证鹏元整理

图4 2025年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2025年1-6月财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产为办公、生产车间、机器设备等，近年来持续增长主要系四川眉山、江西南昌滨江生产基地逐步竣工转固所致。存货以库存商品为主，近年来公司库存数量持续增长、产品价格下降，存货金额规模整体相对稳定，存货周转天数在70-80天左右，低于其他血液净化上市公司，在医疗器械上市公司中处于较好水平。需关注，受医保支付改革推进、集采提质扩面影响，公司主要产品价格未来或继续下降，存货面临一定跌价风险。公司应收账款较为分散，回收风险相对可控，近年来应收账款周转天数在20-25天左右，在医疗器械上市公司中处于较好水平。

公司通过自主研发、并购等方式持续丰富产品线；近年来随着研发项目陆续获取注册证，开发支出持续下降、无形资产持续增长；商誉系并购成都威力生、宁波菲拉尔形成。除日常经营外，公司围绕数字化、智能化进行财务投资（计入长期股权投资、其他非流动金融资产等）。长期股权投资2024年同比下降，主要系厦门精配软件工程有限公司经营不达预期，计提减值准备所致。需关注，若公司研发的产品、并购或投资的企业经营不及预期，无形资产、长期股权投资及商誉等资产或面临一定减值风险。

公司资产中货币资金、理财产品、可转让大额存单（计入债权投资）规模占比较高，2025年6月末合计5.15亿元，占总资产的22.94%。公司受限资产规模较小，2025年6月末合计0.22亿元，主要系用于借款抵押的土地以及银行承兑汇票保证金。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年6月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.16	9.60%	2.90	13.04%	2.21	10.90%	3.20	17.93%
交易性金融资产	2.68	11.92%	1.78	8.03%	1.42	6.97%	0.41	2.28%
应收账款	0.83	3.70%	0.83	3.75%	0.87	4.27%	0.90	5.01%
存货	1.96	8.75%	1.96	8.80%	1.99	9.82%	1.95	10.94%
流动资产合计	7.87	35.06%	8.24	37.07%	6.92	34.06%	6.89	38.57%
债权投资	0.32	1.42%	0.31	1.41%	1.33	6.55%	1.00	5.60%
其他非流动金融资产	0.10	0.44%	0.10	0.44%	0.10	0.49%	0.00	0.00%
长期股权投资	0.20	0.89%	0.22	0.97%	0.30	1.50%	0.30	1.66%
固定资产	9.82	43.74%	9.58	43.08%	6.74	33.21%	5.26	29.43%
在建工程	1.68	7.48%	1.29	5.81%	2.35	11.56%	2.07	11.57%
无形资产	1.24	5.51%	1.27	5.70%	1.15	5.65%	0.97	5.44%
开发支出	0.04	0.18%	0.11	0.47%	0.27	1.35%	0.37	2.07%
商誉	0.80	3.54%	0.80	3.58%	0.80	3.92%	0.80	4.45%
非流动资产合计	14.58	64.94%	13.99	62.93%	13.39	65.94%	10.98	61.43%
资产总计	22.46	100.00%	22.23	100.00%	20.31	100.00%	17.87	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

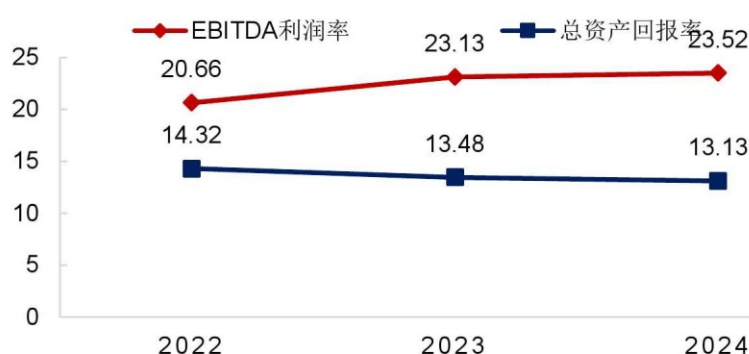
2023年以来公司盈利能力相对稳定，血液净化业务扩张推动营业收入、净利润持续增长，未来有望继续增长；需关注，未来公司主要产品价格将继续下降，给药器具业务将继续收缩，或对盈利能力产生一定不利影响

公司业务以经销为主，期间费用规模尚可，期间费用率低于血液净化、医疗器械上市公司中位数。公司期间费用规模、期间费用率2023年同比下降，主要系上年同期股权激励费用较高所致。2023年以来，公司市场推广费规模、销售费用占营收比重持续下降，研发投入规模、研发投入占营收比重持续增长，综合影响下，公司期间费用率2023年以来相对稳定。

2023年，疫苗注射器出口大幅下降拖累营业收入规模，但同期血液净化收入、毛利率提高，股权激励费用同比下降，净利润同比增长12.12%，EBITDA利润率同比小幅提高。2024年，公司血液净化收入规模同比快速增长，毛利率同比略增、期间费用率同比持平，故净利润同比增长10.96%，EBITDA利润率同比持平略增。近年来公司总资产回报率持续小幅下降主要系产能持续扩张、产能逐步爬坡，资产增速快于利润增速所致。

2025年1-6月血液净化业务拉动公司业绩继续增长，营业收入、净利润分别同比增长10.83%、10.23%。未来随着血液净化行业需求增长、集中度提高以及公司产能增加，公司血液净化收入、利润有望保持增长。但需关注，随着医保支付改革推进、集采提质扩面，公司主要产品价格将继续下降，若规模效应无法对冲产品价格下降，或对盈利能力产生一定不利影响。此外，受市场需求下降、行业竞争加剧以及公司战略性收缩影响，给药器具业务收入、毛利率未来或继续下降，亦或对盈利能力产生一定不利影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司主营业务现金生成能力较好，财务杠杆稳健，盈余现金能较好覆盖总债务，偿债压力较小

公司对外融资以银行流贷、银行项目贷为主，合作银行主要为交通银行、工商银行等，整体刚性债务规模较小。近年来公司以项目贷置换流贷，债务期限结构有所改善，集中偿付压力相对可控。

应付账款主要系应付设备款、工程款以及原材料采购款，近年来持续增长主要系公司产能扩张、应付设备款、工程款增长所致。其他应付款2024年同比大幅增加主要系新增应付限制性股票回购义务。合同负债主要系公司收取的定金。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年6月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	6.16%	0.40	4.91%	1.20	17.23%	0.80	12.68%
应付票据	1.15	14.21%	0.89	10.91%	1.40	20.06%	1.53	24.22%
应付账款	2.14	26.33%	2.29	28.13%	1.66	23.85%	1.50	23.69%
合同负债	0.46	5.65%	0.53	6.48%	0.54	7.81%	0.51	8.10%
其他应付款	0.52	6.45%	0.52	6.33%	0.25	3.52%	0.31	4.97%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.06%	0.40	4.86%	0.01	0.17%	0.01	0.18%
流动负债合计	5.34	65.82%	5.78	70.95%	5.65	81.07%	5.29	83.75%
长期借款	1.86	22.92%	1.57	19.24%	0.80	11.53%	0.45	7.15%
非流动负债合计	2.78	34.18%	2.36	29.05%	1.32	18.93%	1.03	16.25%
负债合计	8.12	100.00%	8.14	100.00%	6.97	100.00%	6.32	100.00%
总债务	3.57	43.95%	3.26	40.08%	3.43	49.22%	2.86	45.29%
其中：短期债务	1.66	46.49%	1.68	51.61%	2.61	76.11%	2.34	81.87%
长期债务	1.91	53.51%	1.58	48.39%	0.82	23.89%	0.52	18.13%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司主营业务回款情况较好、经营活动现金生成能力较强，近年来收现比在110%左右，随着血液净化业务扩张，经营活动现金流净额、FFO表现较好。公司产能持续扩张，自由现金流更能反映真实现金流情况，近年来经营活动现金流净额能有效覆盖资本开支，自由现金流持续为正。

公司财务政策相对中性，财务杠杆水平相对稳健，盈余现金对总债务覆盖程度较高，资产负债率水平较低，EBITDA利息保障倍数、流动性资本表现较好，整体偿债压力较小。截至2025年6月底，公司尚未使用的银行授信额度为21.60亿元。同时，公司尚未抵押的土地、办公楼、厂房等，未来可为公司对外融资提供一定支持。此外，公司实际控制人持有的尚未质押的股份亦可为公司融资提供一定支持。整体来看，公司融资渠道较为通畅，融资弹性尚可。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2025年6月	2024年	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.89	3.90	3.40	4.02
FFO（亿元）	1.40	2.75	2.37	2.14
资产负债率	36.16%	36.62%	34.31%	35.35%
净债务/EBITDA	--	-0.31	0.01	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	54.27	63.39	93.63
总债务/总资本	19.93%	18.81%	20.45%	19.85%
FFO/净债务	--	-249.08%	7,480.01%	-475.01%
经营活动现金流净额/净债务	-166.18%	-353.07%	10,746.34%	-892.08%
自由现金流/净债务	-53.94%	-155.92%	1,655.17%	-425.05%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

子公司黑龙江鑫品晰被责令停产整改，需持续关注控股子公司治理风险

国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）对黑龙江鑫品晰进行了飞行检查，并于2024年5月24日在其网站发布了《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》（2024年第20号），指出黑龙江鑫品晰质量管理体系在设计开发方面、生产管理方面、不良事件监测、分析和改进方面存在缺陷⁴。2024年5月27日，黑龙江鑫品晰收到黑龙江省药品监督管理局下发的《暂停生产告知书》，要求黑龙江鑫品晰进行停产整改。2024年6月28日，经黑龙江省药品监督管理局检查组确认，黑龙江鑫品晰完成整改验收并恢复生产。

黑龙江鑫品晰为公司控股子公司（公司持股55%），主要负责黑龙江生产基地生产，以及代理销售业务，2023年透析浓缩液收入为0.32亿元。该次停产整改对公司整体经营业绩影响较小。

需关注，成都威力生、宁波菲拉尔、黑龙江鑫品晰等均为公司控股子公司，财务负责人、部分董事由公司委派，需持续关注控股子公司治理风险。

⁴ 1、设计开发方面，企业产品检验规程中钾、钠离子的测试方法，与产品技术要求中规定的测试方法不一致，企业开展了测试方法的比对试验，并提供了确认报告，但验证不充分，不符合《医疗器械生产质量管理规范》（以下简称《规范》）要求。2、生产管理方面，企业更换生产设备加热封口器后调整封口参数未经工艺验证，抽查某批次产品生产记录显示产品封口工序温控参数不符合企业受控作业指导书中规定的温控参数范围，不符合《规范》要求。3、不良事件监测、分析和改进方面，公司 2022 年 6 月及 2023 年 6 月实施的两次管理评审资料，发现质量部及生产技术部等部门管理评审输入资料，仅覆盖当年 1-5 月的体系运行质量数据，不符合《规范》要求。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日⁵，公司本部及子公司成都威力生、四川威力生、云南三鑫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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年9月24日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

⁵ 公司本部：2025年7月4日，成都威力生：2025年7月3日，四川威力生：2025年7月10日，云南三鑫：2025年7月5日。

跟踪评级安排

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

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

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

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

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

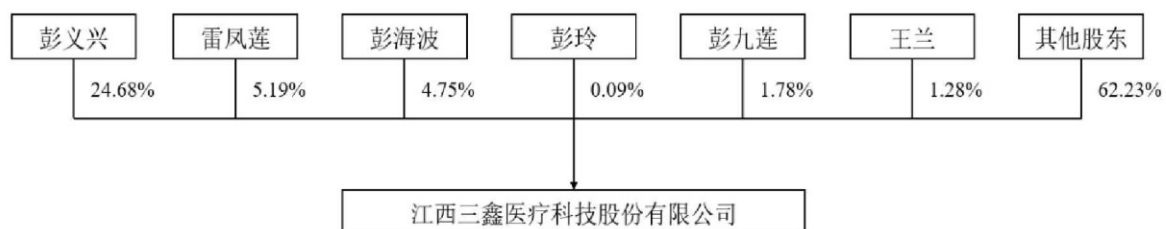
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 6 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	2.16	2.90	2.21	3.20
交易性金融资产	2.68	1.78	1.42	0.41
流动资产合计	7.87	8.24	6.92	6.89
固定资产	9.82	9.58	6.74	5.26
非流动资产合计	14.58	13.99	13.39	10.98
资产总计	22.46	22.23	20.31	17.87
短期借款	0.50	0.40	1.20	0.80
应付票据	1.15	0.89	1.40	1.53
应付账款	2.14	2.29	1.66	1.50
一年内到期的非流动负债	0.00	0.40	0.01	0.01
流动负债合计	5.34	5.78	5.65	5.29
长期借款	1.86	1.57	0.80	0.45
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.01	0.01	0.01	0.05
非流动负债合计	2.78	2.36	1.32	1.03
负债合计	8.12	8.14	6.97	6.32
总债务	3.57	3.26	3.43	2.86
其中：短期债务	1.66	1.68	2.61	2.34
长期债务	1.91	1.58	0.82	0.52
所有者权益	14.34	14.09	13.34	11.55
营业收入	7.61	15.00	13.00	13.36
营业利润	1.45	2.79	2.58	2.30
净利润	1.27	2.48	2.23	1.99
经营活动产生的现金流量净额	1.89	3.90	3.40	4.02
投资活动产生的现金流量净额	-1.56	-1.86	-4.19	-3.76
筹资活动产生的现金流量净额	-1.05	-1.24	-0.09	0.35
财务指标	2025 年 6 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	1.90	3.53	3.01	2.76
FFO（亿元）	1.40	2.75	2.37	2.14
净债务（亿元）	-1.14	-1.10	0.03	-0.45
销售毛利率	34.97%	35.33%	34.89%	33.61%
EBITDA 利润率	25.03%	23.52%	23.13%	20.66%
总资产回报率	--	13.13%	13.48%	14.32%
资产负债率	36.16%	36.62%	34.31%	35.35%
净债务/EBITDA	--	-0.31	0.01	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	54.27	63.39	93.63
总债务/总资本	19.93%	18.81%	20.45%	19.85%

FFO/净债务	--	-249.08%	7,480.01%	-475.01%
经营活动现金流净额/净债务	-166.18%	-353.07%	10,746.34%	-892.08%
速动比率	1.11	1.09	0.87	0.93
现金短期债务比	2.94	2.80	1.42	1.55

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 2025 年 6 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
云南三鑫医疗科技有限公司	15,000.00	100.00%	医疗器械的生产与经营
江西赣医健康产业投资有限公司	1,000.00	100.00%	医疗项目投资、投资管理、企业管理咨询
黑龙江鑫品晰医疗科技有限公司	1,500.00	55.00%	医疗器械的生产、经营
江西鑫威康贸易有限公司	200.00	100.00%	医疗器械销售、维修；仓储、运输
四川威力生医疗科技有限公司	25,000.00	100.00%	医疗器械的研发、生产、经营
宁波菲拉尔医疗用品有限公司	158.30	51.00%	医疗器械的生产与经营
江西圣丹康医学科技有限公司	1,000.00	100.00%	医学研究和试验发展，技术服务、技术开发
河南鑫宥康医疗科技有限公司	2,000.00	100.00%	医疗器械的生产与经营

资料来源：公司 2025 年半年度报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

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

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

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

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

债务人主体信用等级符号及定义

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

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

债务人个体信用状况符号及定义

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

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

展望符号及定义

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



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号



统一社会信用代码

914403001922170270

营业执照

(副本)



名称 中证鹏元资信评估股份有限公司

类型 其他股份有限公司(非上市)

成立日期 1993年03月17日

法定代表人 张剑文

住所 深圳市福田区香蜜湖街道东海社区深南大道7008阳光高尔夫大厦1509

重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关企业信用事项及年报信息和其他信用信息，请登录左下角的国家企业信用信息公示系统或扫描右上方的二维码查询。
3. 各类商事主体每年须于成立周年之日起两个月内，向商事登记机关提交上一自然年度的年度报告。企业应当按照《企业信息公示暂行条例》第十条的规定向社会公示企业信息。

登记机关



2025 年 02 月 10 日

此复印件仅供
使用
再复印无效

中证鹏元资信评估股份有限公司

<http://www.gsxt.gov.cn>

国家企业信用信息公示系统网址:

国家市场监督管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
江西三鑫医疗科技股份有限公司 使用
再复印无效



中国证券监督管理委员会

CHINA SECURITIES REGULATORY COMMISSION

深圳监管局

SHENZHEN REGULATOR

请输入关键字

首页

证监局介绍

辖区监管动态

政务信息

办事服务

辖区数据

互动交流

当前位置: 首页 > 政务信息 > 主动公开目录 > 证监局主题分类 > 证券服务机构监管

索引号	bm56000001/2025-00005767	分类	证券服务机构监管;监管对象
发布机构		发文日期	2025年05月09日
名称	完成2024年度备案的证券评级机构名录		
文号		主题词	

完成2024年度备案的证券评级机构名录

序号	资信评级机构名称	备案类型	机构注册地	备案公示时间
1	中证鹏元资信评估股份有限公司	2024年度备案	深圳市	2025-5-12

此复印件仅供

江西三鑫医疗科技股份有限公司

再复印无效



【打印】【关闭窗口】





中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication



登记基本信息

姓名	刘书芸	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030211080003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2011-08-10			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	登记类别	登记状态	注销登记日期
R0030211080003	2011-08-10	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	



中国证券业协会

Securities Association of China

自律

服务

传导

self-regulation

service

communication

登记基本信息



姓名	张旻燊	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030216080004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-08-27			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	登记类别	登记状态	注销登记日期
R0030216080004	2016-08-27	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	