

2020 年广东宝莱特医用科技股份有限公司
可转换公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【1054】号 01

债券简称：宝莱转债
债券剩余规模：2.19 亿
元
债券到期日期：2026 年
9 月 4 日
债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，附
债券赎回及回售条款

分析师

姓名：
何馨逸 秦风明

电话：
021-51035670

邮箱：
hexy@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2020 年广东宝莱特医用科技股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 11 月 2 日	2020 年 3 月 2 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东宝莱特医用科技股份有限公司（以下简称“宝莱特”或“公司”，股票代码：300246.SZ）及其 2020 年 9 月 4 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司核心产品仍具备一定的竞争力，公司营销渠道布局网络较为完善，且客户集中度不高，跟踪期内公司收入规模持续增长，盈利能力稳中有升；同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的资金压力、在建项目存在不达预期效益的风险、应收账款持续增长，坏账风险加大以及收入的高增速可能不具有持续性等风险因素。

正面：

- 新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，国产器械拥有成本优势，进口替代空间大。2020 年新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，医疗器械国内需求增加。我国医疗器械行业在多个细分领域国产化率较低，本次疫情期间国家明确提出要加大卫生健康领域科技投入，有助于国内医疗设备领先企业加速核心技术的攻关突破，同时在医保控费措施不断出台的背景下，国产医疗器械拥有成本优势，医疗器械进口替代空间大。
- 公司核心产品仍具备一定的竞争力。跟踪期内，公司及子公司新增发明专利 1 项、实用新型 5 项、软件著作权 1 项、《医疗器械注册证》3 项，公司是国内血液净化领域首家取得透析液过滤器（内毒素过滤器）医疗器械注册证的企业，同时该产品已获得欧盟的 CE 证书，打破国外企业在相关产品技术领域的垄断。

- **公司收入规模持续增长，2020 年上半年业绩大幅增长。**2019 年公司收入规模稳定增长，实现营业收入 8.26 亿元，较上年增长 1.55%，主要系血透产品的增长；2020 年 1-6 月，公司实现营业收入 7.77 亿元，较上年同期增幅达 102.26%；实现净利润 2.44 亿元，较上年同期大幅增长 648.99%，主要系受全球新冠疫情影响，监护仪类产品市场需求大幅增长所致。2020 年 1-6 月，公司综合毛利率由 2019 年末的 39.77% 提升至 55.04%。

关注：

- **公司在建项目存在不达预期效益的风险。**公司在建项目主要包括南昌工厂、德国工厂在建工程以及本期债券募投项目血液净化工程，在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在不达预期效益的风险。
- **公司应收账款持续增长，坏账风险加大。**2020 年 6 月末，公司应收账款账面价值 1.97 亿元，较 2018 年末增长 6.04%，应收账款持续增长，坏账风险加大；部分款项账龄较长，可能存在应收账款无法及时收回的风险。
- **面临一定的资金支出压力。**截至 2020 年 6 月末，公司主要在建项目预算总投资 5.92 亿元，已投资 0.66 亿元，尚需投资逾 4.70 亿元，公司面临一定的资金支出压力。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	124,746.52	96,145.89	91,815.49	80,022.40
归属母公司所有者权益	75,863.01	54,753.63	56,213.70	50,555.82
有息债务	9,838.21	18,421.92	9,264.85	3,384.91
资产负债率	35.97%	39.07%	32.24%	30.76%
流动比率	1.98	1.89	2.29	2.00
速动比率	1.58	1.58	1.83	1.61
营业收入	77,685.69	82,596.11	81,338.54	71,147.29
营业利润	28,847.57	8,983.31	9,302.87	8,638.91
净利润	24,410.03	7,304.86	7,823.72	7,071.49
综合毛利率	55.04%	39.77%	37.22%	37.33%
总资产回报率	27.02%	10.42%	10.89%	11.69%
EBITDA	30,796.64	11,743.75	11,245.95	10,428.14
EBITDA 利息保障倍数	-	13.04	31.78	130.20
经营活动现金流净额	34,699.24	8,142.59	8,120.73	7,334.41

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

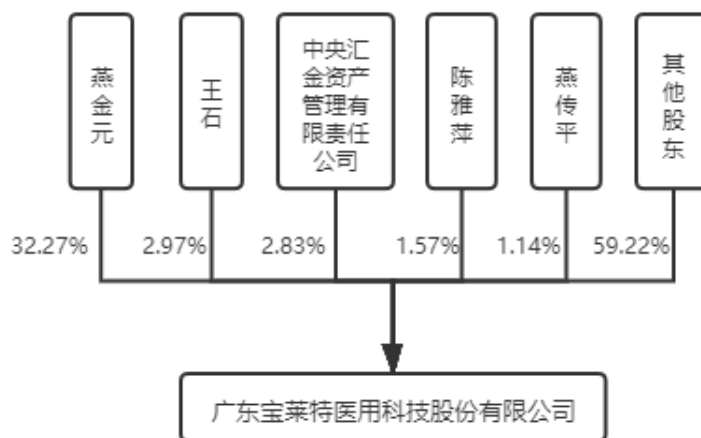
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年9月4日发行6年期2.19亿元公司债券，募集资金拟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。截至2020年9月30日，本期债券募集资金专项账户余额为109,775,581.18元，另有10,000万元闲置募集资金用于投资理财产品。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至2020年9月末，公司总股本146,088,000股，实际控制人为自然人燕金元与王石夫妇，合计持股比例为35.24%，较2019年9月末下滑1.26个百分点，其中燕金元持有47,136,790股，质押数量为28,248,897股，占其持股总数的59.93%，需关注股权质押风险。截至2020年9月末，公司股权结构图如下图所示：

图1 截至2020年9月末公司股权结构图



资料来源：公司2020年三季度报告，中证鹏元整理

公司主营业务为医疗器械产品的研发、生产、销售、服务，主要涵盖健康监测和肾科医疗两大业务板块。2019年公司合并范围新增1家子公司，详见下表，截至2020年6月末，公司纳入合并范围的一级子公司共15家，详见附录二。

表1 2019年公司合并范围变化情况

时间	子公司名称	持股比例	注册资本(万元)	业务性质	合并方式
2019年	广东宝莱特血液净化科技有限公司	100.00%	10,000.00	制造业和贸易	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

我国人口老龄化趋势日益明显、居民生活压力不断上升、健康意识不断增强，国家政策鼓励使用国产医疗设备，为我国医疗器械行业创造了良好的外部环境

我国医疗器械行业增长迅速，远超全球医疗器械行业增速。2018 年，我国医疗器械市场规模已超 5,000 亿元¹，为全球第二大市场。从同比增速方面来看，近年来我国医疗器械市场规模增速维持在 20%左右，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。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。

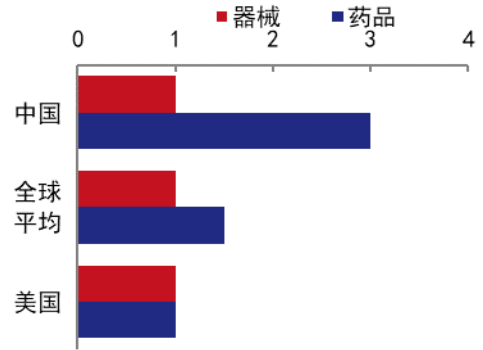
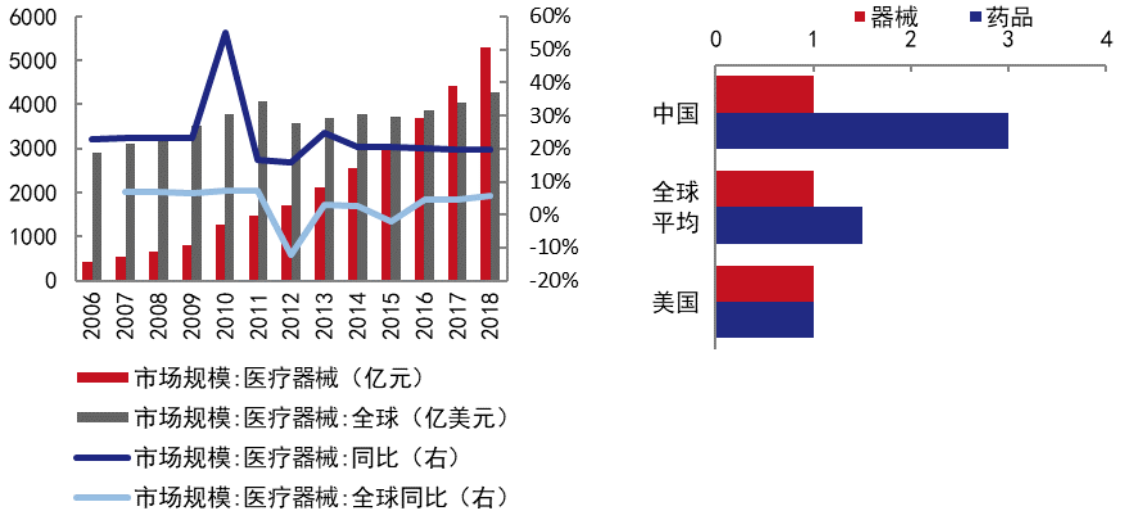
受人口老龄化趋势加剧、居民生活压力不断上升、健康意识的增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升，医疗器械市场仍将持续受益。我国老龄化趋势日益明显，截至 2019 年末，我国人口总量已达到 14.00 亿人，其中 65 岁及以上人口占总人口的比重为 12.57%，同比增长 0.64 个百分点，老年人由于生理结构退变，生理机能普遍降低，患病率较高，对医疗服务的需求也较大。2013-2019 年，我国居民年人均消费支出从 13,220.40 元增长至 21,559.00 元，居民的消费能力不断增强，2019 年人均医疗保健消费支出 1,902.00 元，同比增长 12.86%，医疗保健支出占比不断上升，由 2013 年的 6.90%上升至 2019 年的 8.82%，预计人均医疗保健消费支出仍将保持持续增长态势。

医疗政策大力支持医疗器械国产化，为国产医疗器械企业的发展创造良好的政策环境。2015 年，国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》，明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。自 2014 年起，卫计委开始优秀国产医疗设备的遴选工作，至今已开展了四批。从第一批的 3 个名目，到四批共计 33 个遴选名目，国产优秀医疗设备数量日益丰富涉及范围越来越广，有效促进优秀国产医疗器械产品快速放量。2018 年 4 月，国家发改委印发《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》，共有 32 类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，入选产品在后续公立医院招标采购中将得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。另外，2016 年发布了《关于医疗器械优先审批程序的公告》，对临床急需医疗器械、医疗器械储备品种、儿童或残障人士特有及多发疾病使用的医疗器械提供快速审批通道，缩短研发上市周期。2018 年 11 月，国家药监局发布《关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告》，鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械

¹数据来源：Evaluatemedtech

产业高质量发展。截止 2018 年末，接近 197 个产品进入创新医疗器械特别审批名单，其中确定 50 个产品进入特别审批通道，共批准 19 个创新产品注册上市，审批进度明显加快。

图 2 我国医疗器械市场规模不断上升，增速较快 图 3 中国药械比偏低

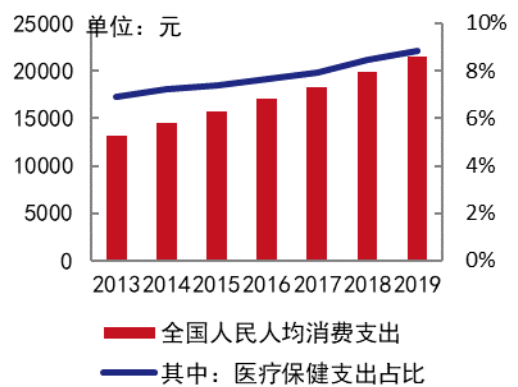
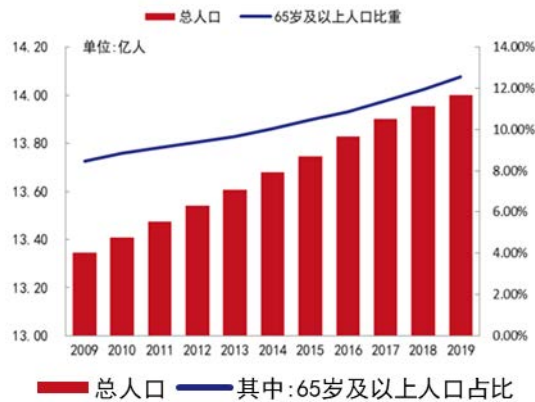


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Evaluatemedtech, 中证鹏元整理

图 4 我国人口老龄化趋势明显

图 5 我国人均消费支出、医疗保健支出保持增长趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

表 2 鼓励医疗器械国产化相关政策及内容

时间	政策	相关内容
2014.05	【卫计委】第一批优秀国产医疗设备产品遴选工作启动	2014年上半年启动数字化X线机、彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪三个品目的遴选工作。
2015.03	【国务院】《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》	明确提出要降低医疗成本，逐步提高国产医用设备配置水平。

2015.10	【工信部】中国制造2025重点领域技术路线图	2020年县级医院国产中高端医疗器械占有率达到50%；2025年达到70%；2030年达到90%。
2016.02	【卫计委】开展第二批优秀国产医疗设备产品遴选	第二批遴选品目（7个）：医用磁共振成像设备（MRI）、X射线计算机断层摄像设备（CT）、全自动细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机（门诊）。提高国产设备使用比例。
2016.10	【食品药品监管总局】《关于医疗器械优先审批程序的公告》	对临床急需医疗器械、医疗器械储备品种、儿童或残障人士特有及多发疾病使用的医疗器械提供快速审批通道，缩短研发上市周期。
2017.03	【卫计委】开展第三批国产医疗设备产品遴选	第三批遴选品目（10个）：医用直线加速器、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、伽玛刀（ γ -射线立体定向治疗系统，头部）、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、酶标仪、心脏血管支架、骨科内固定耗材、心电图机、清洗消毒设备。
2017.11	【卫计委】开展第四批优秀国产设备产品遴选	第四批遴选品目（13个）：多参数监护仪、便携式彩色多普勒超声诊断仪、3.0T磁共振、移动数字化X线机、微生物培养鉴定和药敏系统、血凝仪、体外冲击波治疗仪、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪、人工关节、骨科脊柱类材料、基层检验整体解决方案。
2017.11	【发改委】《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	重点支持全实验室自动化分析流水线（TLA）等创新医疗器械产业化
2018.4	【发改委】关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见	共有32类医疗器械被列入工信部的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，在后续公立医院招标采购中能够得到配套政策支持，从而加快上市销售步伐。
2018.11	【国家药监局】《关于发布创新医疗器械特别审查程序的公告》	鼓励医疗器械研发创新，促进医疗器械新技术的推广和应用，推动医疗器械产业高质量发展

资料来源：卫计委、政府官网、公开资料，中证鹏元整理

在医保控费、分级诊疗等政策背景下，新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，国产器械拥有成本优势，进口替代空间大

2019年底新冠疫情爆发后，短期内疫情防治相关产品需求暴增，包括口罩、消毒液、防护服、红外测温仪等防护类医疗器械；核酸检测和免疫检测及其配套分析仪器等检测类医疗器械；生命支持设备、影像设备等治疗康复类医疗器械。长期来看，将加速完善分级诊疗²制度建设。对前期疫情应对暴露的不足反映当前分级诊疗体系和医疗诊断资源缺失，疫情后国家有望加大基础医疗卫生资源投入，提高各级医院临床体外诊断能力，比如增配诊断设备、扩大检验人员队伍等，同时有望推动区域检测中心和第三方医学实验室建设。

全国卫生健康相关公共财政支出虽然逐年增长，实际用在公立医院中总资产和固定资产的比重很小。2018年政府公共预算卫生支出为1.64万亿，占全国公共财政支出比重在7.56%左右，占当年GDP比重的1.82%，而2018年公立医院总资产为3.10万亿，固定资

² 2015年9月，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”的分级诊疗模式；《“十三五”深化医药卫生体制改革》：到2020年，力争覆盖所有社区卫生服务机构和乡镇卫生院以及70%的村卫生室具备中医药服务能力，同时具备相应的医疗康复能力以常见病、多发病的诊断和鉴别诊断为重点，提升乡镇卫生院开展急诊抢救、二级以下常规手术、正常分娩、高危孕产妇初筛、儿科、精神疾病、老年病、中医、康复等医疗服务能力

产为 1.69 万亿，分别较 2017 年增长 2,934.91 万元和 1,566.54 亿元，占当年投入的公共预算支出的比重为 17.90%和 9.55%，自 2003 年非典疫情爆发以来，虽然这十年来政府在公共医疗领域投入明显增加，2018 年政府预算卫生支出相比 2005 年增长 10 倍，但是公立医院总资产和固定资产仅仅增长 4.96 倍和 3.88 倍，公共卫生机构基础设施相对投入不足的短板凸显。

图 6 2005年以来政府预算卫生支出情况及公立医院资产投入情况

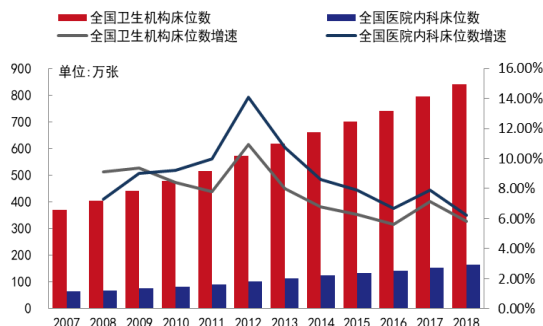


资料来源：Wind，中证鹏元整理

全国卫生机构床位数自 2003 年的非典疫情后持续增长，但增速在 2012 年达到顶峰后，开始有所下滑，以内科为例，2016 年全国卫生机构内科床位数为 143.01 万张，每千人内科床位数为 1.04 张，2018 年全国每千人内科床位数 1.18 张，但同日本、美国等发达国家相比，人均内科床位数严重不足。从各级医院诊疗人次占比来看，三级医院仍然承担了主要的诊疗量，且诊疗人次占比不断上升，需要加速落实分级诊疗制度建设，加强基层医疗投入，发挥分级诊疗真正效能。

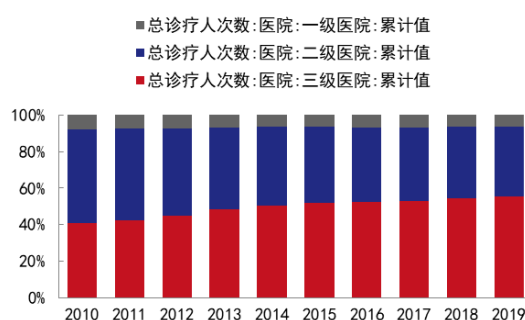
2020 年是分级诊疗规定服务能力全面提升的目标年，新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设。对于基层市场而言，医疗设备配备水平较低，需求量大，市场空白需求和产品更新换代需求同在，而我国大部分基层医疗机构预算有限，采购的设备多为中低端设备，为国产医疗器械带来较大销售良机。我国医疗器械行业在多个细分领域国产化率较低，尤其是医疗设备，根据中国医学装备协会数据，超声、CT 国产化率不到 30%，核磁国产化率不到 15%，DSA、消化内镜国产率仅 10%左右，体外诊断领域中的生化 50%、化学发光 20%、POCT35%，本次疫情期间国家明确提出要加大卫生健康领域科技投入，有助于国内医疗设备领先企业加速核心技术的攻关突破，同时在医保基金不足、医保控费措施不断出台的背景下，国产医疗器械拥有成本优势，医疗器械进口替代空间大。

图7 全国卫生机构床位数情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 各级医院诊疗人次占比情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务为医疗器械产品的研发、生产、销售、服务，主要涵盖健康监测和肾科医疗两大业务板块：一是健康监测板块为医疗监护设备及配套产品，二是肾科医疗板块为血液透析产品。2019年公司收入规模稳定增长，实现营业收入8.26亿元，较上年增长1.55%，主要系血透产品的增长；2020年1-6月，公司实现营业收入7.77亿元，较去年同期大幅增长102.26%，主要系受全球新冠疫情影响，监护仪类产品市场需求大幅增长所致。毛利率方面，2019年公司综合毛利率39.77%，较2018年提升2.55个百分点；2020年1-6月，由于监护仪类产品市场需求增长，相关产品单价提升，使当期公司综合毛利率提升至55.04%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
监护仪产品	47,895.13	65.04%	22,799.95	48.73%	23,452.58	46.26%
血透产品	29,393.22	38.74%	58,890.53	35.96%	57,190.71	33.29%
其他业务	397.34	55.63%	905.63	62.07%	695.25	55.58%
合计	77,685.69	55.04%	82,596.11	39.77%	81,338.54	37.22%

资料来源：公司2018-2019年审计报告和未经审计的2020年半年度报告，中证鹏元整理

2019年公司营业收入增幅不大，2020年上半年新冠疫情带来的监护仪类产品市场需求增长影响，公司业绩较上年同期大幅增长

公司核心产品具有一定竞争力，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。2019年公司监护仪产品实现收入2.28亿元，占当年营业收入的比重为27.60%，较上年小幅下滑2.78%，当年监护仪主要销售产品为常规一体式监护仪和插件式监护仪；2020年1-6月，公司监护仪产品实现收

入4.79亿元，占当期营业收入的比重为61.65%，公司收入结构有所变化，主要系受新冠疫情影响，监护仪产品出现较大规模增长所致，其中插件式监护仪在2020年1-6月实现收入3.63亿元，超过2019年全年收入，其占当期监护仪产品收入的比重为75.87%。

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，2019年及2020年1-6月分别实现收入5.89亿元和2.94亿元，分别占当年及当期主营业务收入的比重为72.09%和38.03%。2019年血透产品收入同比小幅增长2.97%，主要系血液透析液及透析粉收入的增长，受益于公司通过并购多家子公司形成了在全国的血液透析液及透析粉生产布局，该部分产品收入增长较快。

表4 近年公司主营业务分产品收入情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
监护仪产品						
常规一体式监护仪	5,105.15	6.61%	8,628.55	10.56%	8,609.83	10.68%
插件式监护仪	36,338.15	47.02%	7,250.67	8.88%	8,342.64	10.35%
掌上监护仪	3,830.28	4.96%	2,491.88	3.05%	2,189.73	2.72%
配件及其他产品	2,621.55	3.39%	4,428.85	5.42%	4,310.39	5.35%
小计	47,895.13	61.97%	22,799.95	27.91%	23,452.58	29.08%
血透产品						
血液透析液及透析粉	13,455.02	17.41%	30,963.29	37.90%	28,916.12	35.86%
血液透析设备及配件	2,985.63	3.86%	7,967.58	9.75%	9,344.54	11.59%
血透管路	1,627.40	2.11%	3,491.68	4.27%	4,079.49	5.06%
透析液过滤器	284.23	0.37%	857.51	1.05%	431.21	0.53%
透析器	4,555.39	5.89%	10,274.40	12.58%	10,040.00	12.45%
其他产品	6,485.56	8.39%	5,336.08	6.53%	4,379.35	5.43%
小计	29,393.22	38.03%	58,890.53	72.09%	57,190.71	70.92%
合计	77,288.35	100.00%	81,690.48	100.00%	80,643.29	100.00%

资料来源：公司提供

从产品销量来看（详见表9），监护仪产品方面，2019年受客户需求变化影响，常规一体式监护仪及插件式监护仪销量下滑，掌上监护仪产品销量增长较多；2020年上半年，受新冠疫情影响，插件式监护仪销量大幅增长，主要系海外采购增幅较大所致。血透产品方面，公司血透产品主要系透析干粉及透析液等耗材的销售，整体销量相对稳定；2020年上半年，受新冠疫情带来的医疗条件制约等因素影响，耗材销售小幅下滑。

从主要产品价格变动情况来看，监护设备类产品方面，2019年，常规一体式监护仪价格有所提升；插件式监护仪继续下滑，主要有两方面原因：一是公司插件式监护仪主要分

为A和Q两个系列，A为高端系列，其产品单价较高，近年来A系列产品销售占比有所下滑，导致插件式监护仪整体平均单价有所下降；二是公司插件式监护仪为模块化设备，根据客户特定需求进行模块化配置，近年由于客户需求的变化使整体价格有所下滑。2020年1-6月，受新冠疫情的影响，插件式监护仪全球需求量大大幅增长，整体平均单价相应快速提升。

血液透析类产品方面，公司血透产品价格整体呈上升趋势，主要系公司为更深入地布局血透产品市场，子公司珠海申宝、珠海宝瑞和深圳宝原积极拓展对医院的直销渠道，直销相对于经销减少了中间环节，因此直销价格高于经销价格，使整体各类产品平均价格均有所提升。

表5 近年公司主要产品价格变动情况

产品	单位	2020年1-6月	2019年	2018年
一、监护设备类产品				
1、常规一体式监护仪	元/台	3,864.02	3,717.44	3,249.11
2、插件式监护仪	元/台	9,596.51	8,269.47	8,516.37
3、掌上监护仪	元/台	107.20	109.32	113.01
二、血液透析类产品				
1、血液透析干粉及透析液	元/人份	26.21	26.14	26.04
2、血液透析设备及配件	元/台	161,767.11	153,517.89	137,419.64
3、血透管路	元/套	39.05	27.72	21.21
4、透析液过滤器	元/支	644.31	492.56	449.14
5、透析器	元/支	83.41	93.80	79.66

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。2019年及2020年1-6月经销占比分别为74.56%和87.76%。

表6 近年公司营业收入分销售模式构成情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直销	9,457.19	12.24%	20,780.87	25.44%	21,469.29	26.62%
经销	67,831.17	87.76%	60,909.61	74.56%	59,174.00	73.38%
合计	77,288.35	100.00%	81,690.48	100.00%	80,643.29	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从区域来看，仍分为国内销售和国外销售。其中国内销售包括“经销商分销”、“示范医院”和“政府采购”等三种模式，国外销售包括“工厂交货价”（EX-WORK）、“离岸价格”（FOB）和“到岸价格”（CIF）等三种贸易方式。

近年公司逐步建立起覆盖全国的区域销售网络，国内销售部下设华北、东北、华东、中南、华南、西南、西北七个大区，国外营销渠道覆盖北美，拉丁美洲，亚洲，中东，欧洲，及非洲地区等100多个国家或地区。2018-2019年公司销售始终以国内为主，占比在80%左右，2020年1-6月，受新冠疫情国外监护类设备市场需求快速增长影响，公司国外销售收入占比提升至57.86%，区域销售结构有所变化。未来随着公司天津、南昌和德国相关在建工程的建成投产，相关区域销售规模有望进一步提升。

表7 近年公司在国内外的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
国内	32,569.08	42.14%	66,138.40	80.96%	65,686.72	81.45%
国外	44,719.27	57.86%	15,552.08	19.04%	14,956.56	18.55%
合计	77,288.35	100.00%	81,690.48	100.00%	80,643.29	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年及2020年1-6月公司前五名客户销售金额占营业收入的比重分别为12.82%和31.91%，2020年1-6月前五大客户合计占比较2019年提升较多，主要系受全球疫情影响，国外客户对监护类产品采购增长较多使得公司前五大客户结构有所变化，但整体集中度尚可。公司经销商较多，整体集中度不高，但中证鹏元也关注到，由于公司经营规模的扩大以及血透产品线不断丰富，公司对经销商的要求也在不断提高，随着国家宏观医疗政策的调整，经销商面对“两票制”等国家医疗政策变化的压力也在不断加大。如果未来公司经销商出现管理混乱或者违法违规的情形，将导致公司无法将优势的产品和服务提供给最终客户，进而对公司的品牌和声誉造成负面影响，仍可能对公司盈利能力产生不利影响。

表8 2018-2020年1-6月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
2020年1-6月	Fourcardinal Tanacsado Kft.	10,113.24	13.02%
	Lifemed Industrial de Equipamentos e Artigos Medicos e Hospitalares S.A.	5,625.87	7.24%
	Przedsiębiorstwo Techniki Medycznej Anes-Med Sp. z o.o.	3,633.51	4.68%
	Vatner Kft	3,087.47	3.97%
	上海申洲医疗器械有限公司	2,328.27	3.00%
	合计	24,788.36	31.91%
2019年	上海申洲医疗器械有限公司	4,055.63	4.91%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	2,044.33	2.48%
	北京中科利达科技有限公司	1,565.44	1.90%
	深圳市天正医疗设备有限公司	1,525.00	1.85%

	中华人民共和国商务部	1,395.35	1.69%
	合计	10,585.75	12.82%
2018年	上海申洲医疗器械有限公司	6,020.17	7.40%
	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	2,694.02	3.31%
	上海乾力医疗器械有限公司	1,498.69	1.84%
	深圳市天正医疗设备有限公司	1,422.04	1.75%
	深圳市盛莱维科技有限公司	1,275.82	1.57%
	合计	12,910.73	15.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续保持对新产品开发和技术创新的投入，产品具有一定竞争力；跟踪期内主要生产模式未发生变化，主要产品产能利用率较高

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，2019年及2020年1-6月，公司研发投入分别为5,190.29万元和2,484.96万元，分别占2019年及当期营业收入的比重为6.28%和3.20%，2020年上半年占比下滑主要系当期营业收入规模增幅较大所致。

跟踪期内，公司及子公司新增发明专利1项、实用新型5项、软件著作权1项、《医疗器械注册证》3项，截止2020年6月30日，公司及子公司拥有授权的发明专利30项、实用新型181项、外观设计31项、国际外观专利1项，软件著作权88项，商标87项，国际商标9项，《医疗器械注册证》49项，公司是国内血液净化领域首家取得透析液过滤器（内毒素过滤器）医疗器械注册证的企业，同时该产品已获得欧盟的CE证书，打破国外企业在相关产品技术领域的垄断。

表9 近年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
研发投入	2,484.96	5,190.29	4,660.74
研发投入占营业收入的比例	3.20%	6.28%	5.73%

资料来源：公司提供

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。

2019年及2020年1-6月，公司监护设备类产品整体产能利用率仍较高，插件式监护仪由于根据客户需求进行模块化配置生产的原因，产能利用率有所波动。血液净化类产品中，公司的血液透析设备主要生产过程为人工组装，即购买部件及零配件后进行组装调试，因此产能可以根据预计未来销售情况进行调整，使整体产能利用率有所波动；2019年公司血透管路产品产能下降主要系2018年天津市博奥天盛塑材有限公司（以下简称“天津博奥”）血透管路产品订单大幅减少，为降低运营成本并减少亏损，公司通过人事调整的方式，暂

时降低了天津博奥的产能；2020年1-6月，公司未生产血透管路产品，相关销售收入系销售库存商品产生。

表10 2018-2020年1-6月公司主要产品产销情况

产品	单位	项目	2020年1-6月	2019年	2018年
监护仪产品					
1、常规一体式监护仪	台	产能	16,500	23,000	26,400
		产量	16,219	21,185	25,798
		产能利用率	98.30%	92.11%	97.72%
		销量	13,212	23,211	26,499
2、插件式监护仪	台	产能	43,000	9,800	10,800
		产量	42,263	8,151	9,927
		产能利用率	98.29%	83.17%	91.92%
		销量	37,866	8,768	9,796
3、掌上监护仪	台	产能	580,000	250,000	198,000
		产量	572,655	236,760	191,324
		产能利用率	98.73%	94.70%	96.63%
		销量	357,316	227,938	193,758
血透产品					
1、血液透析干粉及透析液	人份	产能	12,000,000	24,000,000	24,000,000
		产量	8,615,933	20,975,050	20,739,249
		产能利用率	71.80%	87.40%	86.41%
		销量	10,267,086	23,693,544	22,203,645
2、血液透析设备及配件	台	产能	200	500	500
		产量	108	405	422
		产能利用率	54.00%	81.00%	84.40%
		销量	170	519	680
3、血透管路	套	产能	-	300,000	2,000,000
		产量	-	396,048	1,017,842
		产能利用率	-	132.02%	50.89%
		销量	416,733	1,259,799	1,923,074
4、透析液过滤器	支	产能	-	-	-
		产量	8,891.00	1,652	53
		产能利用率	-	-	-
		销量	5,670	17,409	9,601
5、透析器	支	产能	-	-	-
		产量	144.00	76	381
		产能利用率	-	-	-
		销量	507,265	1,095,350	1,260,292

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

注2：公司的监护仪、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。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受新冠疫情影响，原材料价格有所上升，公司主要供应商有所变化，但整体分布仍较为分散

公司主营业务成本主要包括材料成本、人工费用和制造费用，公司监护仪产品均为自产，血透产品中，自产占比约37.97%，其余为贸易类血透产品。监护仪产品和自产血透产品中，材料成本均是其业务成本的主要构成部分，2019年及2020年1-6月，公司监护仪类产品材料成本占比分别为89.13%和93.16%；自产血透产品材料成本占比分别为85.22%和83.78%。2020年1-6月监护仪产品材料成本占比提升主要系受新冠疫情影响，相关原材料价格有所提升。

表11 2018-2020年1-6月公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
一、监护仪产品						
材料成本	15,598.55	93.16%	10,418.65	89.13%	11,352.91	90.08%
人工费用	685.25	4.09%	531.07	4.54%	471.36	3.74%
制造费用	459.40	2.74%	739.24	6.32%	778.87	6.18%
小计	16,743.20	100.00%	11,688.96	100.00%	12,603.14	100.00%
二、自产血透产品						
材料成本	5,727.49	83.78%	13,390.62	85.22%	13,628.41	85.18%
人工费用	380.88	5.57%	1,101.13	7.01%	1,123.17	7.02%
制造费用	728.12	10.65%	1,221.92	7.78%	1,247.96	7.80%
小计	6,836.49	100.00%	15,713.67	100.00%	15,999.55	100.00%

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

血液净化耗材产品方面，透析干粉及透析液等产品原材料主要是氯化钠、氯化钾、氯化镁、氯化钙等医用级无机盐，生产技术比较成熟，供应相对充足，价格稳定；透析器和透析液过滤器原材料主要为膜、外壳、胶等，其中膜为核心原材料，技术含量高、技术掌握和革新难度大、质量控制要求高，当前主要依赖进口；血透管路原材料主要为PVC管和

硅胶管。血液净化设备采购的部件主要为电池阀、泵（齿轮泵、柱塞泵、蠕动泵）、管路、电路板、液晶屏等，由于其对运行的稳定性要求较高，因此电池阀、泵等核心部件主要采用进口设备，电路板、液晶屏等材料国内供应充足。

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。2019年及2020年1-6月，公司前五大供应商采购金额占比分别为26.12%和18.57%，供应商集中度近年持续下降，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，2020年1-6月受新冠疫情带来的监护类设备需求大幅增长因素影响，前五大供应商采购内容新增模块和主板材料采购。

表12 2018-2020年1-6月公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购内容	采购金额	占采购总额比例
2020年1-6月	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	1,990.27	4.89%
	旭化成医疗器械(杭州)有限公司	血液透析耗材	1,739.23	4.27%
	北京金嘉信商贸有限公司	模块	1,627.56	4.00%
	利尔达科技集团股份有限公司	主板	1,230.15	3.02%
	健帆生物科技集团股份有限公司	灌流器	972.77	2.39%
	合计	-	7,559.98	18.57%
2019年	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	4,422.80	9.20%
	旭化成医疗器械(杭州)有限公司	血液透析设备、耗材	3,350.37	6.97%
	珠海富汇广和医疗投资有限公司	血液透析设备、耗材	2,067.80	4.30%
	河北华晨药业有限公司	透析粉液原材料	1,370.44	2.85%
	健帆生物科技集团股份有限公司	灌流器	1,347.02	2.80%
	合计	-	12,558.43	26.12%
2018年	贝朗爱敦(上海)贸易有限公司	血液透析设备、耗材	6,158.30	12.24%
	旭化成医疗器械(杭州)有限公司	血液透析设备、耗材	2,724.58	5.42%
	北京博时裕富化工有限公司	聚乙烯	2,696.31	5.36%
	珠海富汇广和医疗投资有限公司	血液透析设备、耗材	2,614.32	5.20%
	天津新成就供应链管理有限公司	运费	1,018.57	2.02%
	合计	-	15,212.08	30.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目投资规模较大，面临一定资金压力，且面临不达预期效益的风险

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

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

截至2020年6月末，公司主要在建项目包括南昌和德国在建工程以及本期债券募投项目，其中南昌宝莱特厂房工程已基本达到可使用状态并已经部分转至固定资产，主要在建项目预算总投资5.92亿元，已投资0.66亿元，尚需投资逾4.70亿元，公司存在一定的资金压力，且未来随着新厂房和研发中心的建成投产，公司收入规模有望得到进一步扩大，但也可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在不达预期效益的风险。

表13 截至2020年6月末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）

项目	预算总投资	已投资	尚需投资	工程进度
南昌宝莱特厂房工程	8,653.17	3,079.34	-	90.84%
德国宝莱特在建工程	6,670.21	2,269.66	4,400.55	70.29%
宝莱特血液净化产业基地及研发中心项目	43,890.02	1,298.38	42,591.64	2.96%
合计	59,213.40	6,647.38	46,992.19	-

注：南昌宝莱特厂房工程已完成厂房投资，后续投资为机器设备投资，暂无法预估尚需投资金额
 资料来源：公司2020年半年度报告，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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年半年度报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增一家子公司广东宝莱特血液净化科技有限公司，截至2020年6月末，公司合并范围共有15家子公司，详见附件二。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产规模稳定增长，但应收账款规模持续增长，坏账风险加大，且存在一定商誉减值风险

截至2020年6月末，公司资产总额12.47亿元，较2018年末增长35.87%，近年保持稳定

增长，从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,881.55	29.57%	15,591.25	16.22%	17,047.87	18.57%
应收账款	19,662.41	15.76%	18,489.54	19.23%	18,543.02	20.20%
预付款项	3,208.73	2.57%	1,886.56	1.96%	1,684.04	1.83%
存货	15,657.84	12.55%	8,246.27	8.58%	9,901.51	10.78%
流动资产合计	77,177.44	61.87%	49,445.73	51.43%	48,731.41	53.08%
投资性房地产	1,693.94	1.36%	1,718.43	1.79%	1,767.41	1.92%
固定资产	19,356.62	15.52%	17,106.84	17.79%	9,178.78	10.00%
在建工程	5,561.21	4.46%	5,903.29	6.14%	11,299.65	12.31%
无形资产	5,752.81	4.61%	5,826.92	6.06%	5,822.12	6.34%
商誉	9,388.47	7.53%	9,388.47	9.76%	9,388.47	10.23%
其他非流动资产	2,303.83	1.85%	2,846.21	2.96%	1,884.41	2.05%
非流动资产合计	47,569.08	38.13%	46,700.15	48.57%	43,084.09	46.92%
资产总计	124,746.52	100.00%	96,145.89	100.00%	91,815.49	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

截至2020年6月末，公司货币资金余额3.69亿元，以银行存款为主，货币资金中受限资金主要为票据保证金、开立融资及非融资性保函保证金，合计1,292.24万元，货币资金受限比例为3.50%。近年公司应收账款规模整体有所增长，2020年6月末，应收账款账面余额2.13亿元，合计计提坏账准备1,611.12万元，随着公司应收账款规模的持续增长，公司坏账风险可能加大；期末前五大应收对象如下表所示，公司应收账款客户较为分散，账龄集中在1年以内，但由于公司应收账款余额较大，部分款项账龄较长，可能存在无法回收的风险。公司预付款项主要系公司为采购原材料等支付的预付款，随着公司经营规模的逐步扩大，预付款规模有所增长，2020年6月末预付款项余额3,208.73万元，较2018年末大幅增长90.54%。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，2019年公司存货规模较2018年有所减少主要系公司加大对产成品以及在产品的存量控制，并加强了与客户之间的对账和结算；2020年6月末末存货账面价值1.57亿元，较2019年末大幅增长89.88%，主要系受到新冠肺炎疫情影响，监护仪等防疫产品的需求急剧增加，公司加大了原材料采购力度，加大了生产投入，在产品、库存商品、委托加工物资、发出商品等增加较多所致。

表15 截至 2020 年 6 月末公司前五大应收账款情况（单位：万元）

序号	单位名称	期末余额	占比	账龄
----	------	------	----	----

1	上海申洲医疗器械有限公司	2,570.99	12.09%	1 年以内
2	中信医药（深圳）有限公司	1,005.05	4.72%	1 年以内
3	Lifemed Industrial de Equipamentos e Artigos Medicos e Hospitalares S.A.	629.57	2.96%	1 年以内
4	SCHILLER HEALTHCARE INDIA PVT LTD	548.95	2.58%	1 年以内
5	习水县人民医院	526.12	2.47%	1 年以内
合计		5,280.69	24.82%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司投资性房地产资产系子公司常州华岳微创医疗器械有限公司购入的常州市时代商务广场车库资产，2020年6月末账面余额1,693.94万元。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，2020年6月末固定资产账面价值1.94亿元，较2018年末大幅增长110.88%，主要系2019年子公司天津宝莱特在建工程以及部分德国宝莱特在建工程竣工转入固定资产以及2020年4月南昌宝莱特部分在建工程竣工转入固定资产所致，公司对于少量需更新替代的机器设备计提了减值准备，2020年6月末固定资产的减值准备余额为339.81 万元。公司在建工程主要包括南昌宝莱特、德国宝莱特、血液净化在建工程等，2020年6月末账面价值0.56亿元，近年规模整体下滑主要系部分在建工程竣工转至固定资产所致。公司无形资产主要为土地使用权、专利及专有技术、商标权和软件系统等，2020年6月末账面价值0.58亿元。公司商誉系为对天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司、重庆多泰医用设备有限公司及辽宁恒信生物科技有限公司等公司的收购形成，近年规模保持为0.94亿元，未来被收购公司若经营业绩不达预期，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。截至2020年6月末，公司其他非流动资产的账面价值为2,303.83万元，主要是公司向供应商预付的设备采购款和向苏州君康医疗科技有限公司（以下简称“苏州君康”）预付的增资款保证金1,600万元³。

总体来看，受公司业务规模增长以及公司自身经营积累影响，公司总资产稳定增长，但整体规模仍然相对偏小，且需注意随着公司应收账款规模的持续增长，公司坏账风险加大；未来被收购公司若经营业绩不达预期，商誉可能存在一定减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期保持相对稳定，整体资产营运能力表现良好

公司销售以经销商买断式经销为主，终端销售为辅，对经销商一般采用现款现货模式，

³ 2019年4月，公司与苏州君康签署了《关于苏州君康医疗科技有限公司的增资意向协议》，公司同意向苏州君康投资总计人民币3,268万元认购该公司新增注册资本人民币2,420万元，出资方式为货币，占增资完成后目标公司注册资本的10%。

部分优质客户给予一个月信用期；直销模式主要是对医院等医疗机构，信用期通常在3-6个月。2019年公司应收账款周转天数增加0.50天，存货周转天数减少0.86天，应付账款周转天数增加0.31天，使净营业周期减少0.66天，整体较上年变化不大，基本保持稳定。

受公司经营规模扩大、收入规模增长、在建工程部分竣工转至固定资产等因素的影响，2019年公司流动资产周转天数和固定资产周转天数分别为213.96天和57.28天，较上年分别增长4.64天和16.07天，总资产周转天数增至409.62天，整体资产营运能力仍表现良好。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	80.70	80.20
存货周转天数	65.66	66.52
应付账款周转天数	57.64	57.33
净营业周期	88.73	89.39
流动资产周转天数	213.96	209.32
固定资产周转天数	57.28	41.21
总资产周转天数	409.62	380.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受新冠疫情影响，2020年上半年公司业绩显著增长，但未来持续性存在不确定性

公司主营业务仍为医疗器械产品的研发、生产、销售、服务，主要涵盖健康监测和肾科医疗两大业务板块，主要产品为医疗监护设备及配套产品和血液透析设备及相关耗材，公司主营业务收入主要来源于上述两大业务板块。2019年公司营业收入稳定增长，同比增长1.55%，2020年1-6月，公司实现营业收入7.77亿元，较上年同期增幅达102.26%，主要系公司为新冠疫情防控重点保障企业，受全球疫情的持续影响公司监护仪产品的收入规模大幅增长，同期公司血透产品收入较为稳定。从毛利率水平来看，2019年公司综合毛利率小幅提升至39.77%，2020年1-6月，受新冠疫情影响，监护仪产品市场需求快速增加，相关产品单价提升使公司综合毛利率提升至55.04%。

由于管理费用及研发费用的上升，2019年公司期间费用率小幅提升至28.46%，2020年1-6月，受新冠疫情影响公司营业收入大幅增长的影响，期间费用率下降至17.15%，公司总资产回报率和净资产收益率分别快速提升至27.02%和35.26%。利润方面，2019年和2020年1-6月，公司利润总额分别为0.90亿元和2.91亿元；净利润分别为0.73亿元和2.44亿元，2020年上半年受新冠疫情影响公司利润规模增幅显著，但未来持续性存在一定不确定性。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
营业收入	77,685.69	82,596.11	81,338.54
营业利润	28,847.57	8,983.31	9,302.87
利润总额	29,123.69	8,955.17	9,148.73
净利润	24,410.03	7,304.86	7,823.72
综合毛利率	55.04%	39.77%	37.22%
期间费用率	17.15%	28.46%	26.58%
营业利润率	37.13%	10.88%	11.44%
总资产回报率	27.02%	10.42%	10.89%
净资产收益率	35.26%	12.09%	13.30%
营业收入增长率	102.26%	1.55%	14.32%
净利润增长率	648.99%	-6.63%	10.64%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

现金流

公司资金回笼情况较好，2020年上半年公司经营活动现金生成能力大幅增强

由于公司销售以经销商买断式经销为主，终端销售为辅，且对经销商一般采取现款现货模式，近年公司资金回笼情况整体较好，2019年收现比为1.08，较上年变化不大。随着公司业务规模稳定发展，2019年及2020年1-6月，公司FFO分别为1.06亿元和2.69亿元，2020年上半年公司经营活动现金生成能力大幅增强。2019年及2020年1-6月，公司经营活动现金流分别净流入0.81亿元和3.47亿元，经营活动现金流整体表现较好。

公司投资活动主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金，2019年投资活动现金净流出1.49亿元。筹资活动方面，2019年公司仍主要通过银行借款等方式进行融资，筹资活动流入现金主要为取得贷款、进行售后回租业务所收到的现金以及收回银行承兑汇票的保证金，2019年筹资活动现金净流入0.65亿元。随着公司本期债券募投项目持续投入以及其他在建项目的不断投入，未来公司投资活动支出或将维持较高水平，虽然公司回款能力尚可，但未来经营活动现金流入规模仍存在不确定性，公司仍存在一定的资金压力。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年
收现比	1.11	1.08	1.09
净利润	24,410.03	7,304.86	7,823.72
FFO	26,886.65	10,559.51	10,004.85
营运资本变化	7,812.60	-2,416.92	-1,884.11
其中：存货减少（减：增加）	-7,597.47	1,606.61	-1,005.34

经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,988.07	-254.06	-1,984.49
经营性应付项目的增加（减：减少）	18,398.14	-3,769.47	1,105.72
经营活动产生的现金流量净额	34,699.24	8,142.59	8,120.73
投资活动产生的现金流量净额	-1,402.36	-14,928.49	-12,185.29
筹资活动产生的现金流量净额	-12,569.45	6,461.58	4,073.62
现金及现金等价物净增加额	20,910.93	-260.66	-27.35

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体偿债压力尚可，盈利对有息债务的本息偿还保障程度加强

得益于公司自身的经营积累，2020年6月末，公司所有者权益为7.99亿元，较2018年末增长28.38%。随着公司经营规模的扩大，公司负债规模也持续提升，2020年6月末达4.49亿元，较2018年末大幅提升51.60%。受此综合影响，2019年及2020年6月末公司产权比率分别为64.12%和56.17%，公司净资产对负债的保障程度较2018年有所减弱，但整体水平尚可。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年6月	2019年	2018年
负债总额	44,869.52	37,561.52	29,596.88
所有者权益	79,877.00	58,584.37	62,218.62
产权比率	56.17%	64.12%	47.57%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

截至2020年6月末，公司短期借款余额4,982.00万元，主要为信用借款和保证借款；期末应付票据余额2,392.83万元，均为银行承兑汇票；期末应付账款余额1.35亿元，主要为应付供应商原材料采购货款及应付委托加工费，账龄集中在一年以内，2019年应付账款同比下滑主要系公司为保障原材料供货稳定性加快与重要供应商的结算速度，2020年6月末应付账款增长主要系受新冠疫情影响，市场对监护仪等防疫产品需求增加，公司增加原材料采购量。2020年6月末，预收款项余额8,415.87万元，主要是尚未发货或者尚未确认销售收入的客户支付给公司的货款。公司其他应付款主要包括工程设备款、运费、股权转让费等，期末余额3,538.33万元。

公司流动负债主要为长期借款，2020年6月末，长期借款余额4,856.21万元，均为保证借款。由于2020年1-6月，公司偿还一定规模债务，期末公司有息债务合计9,838.21万元，较2019年末减少46.60%，占期末负债总额的比重为21.93%，整体来看，公司偿债压力尚可。随着本期债券在9月发行，公司有息债务规模将进一步增长。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,982.00	11.10%	5,507.55	14.66%	1,978.00	6.68%
应付票据	2,392.83	5.33%	177.96	0.47%	3,201.61	10.82%
应付账款	13,461.03	30.00%	7,205.48	19.18%	8,724.29	29.48%
预收款项	8,415.87	18.76%	3,121.09	8.31%	2,922.89	9.88%
其他应付款	3,538.33	7.89%	5,288.39	14.08%	1,886.98	6.38%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	2,545.94	6.78%	300.00	1.01%
流动负债合计	38,984.13	86.88%	26,114.67	69.53%	21,275.73	71.89%
长期借款	4,856.21	10.82%	7,317.46	19.48%	6,986.85	23.61%
长期应付款	0.00	0.00%	3,050.97	8.12%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5,885.39	13.12%	11,446.85	30.47%	8,321.15	28.11%
负债合计	44,869.52	100.00%	37,561.52	100.00%	29,596.88	100.00%
其中：有息债务	9,838.21	21.93%	18,421.92	49.04%	9,264.85	31.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

随着公司经营规模扩大，负债规模不断增长，2020年上半年公司偿还一定规模借款，2020年6月末资产负债率为35.97%，期末公司流动比率和速动比率分别为1.98和1.58，整体表现尚可，公司短期偿债压力较小。从盈利角度来看，受新冠疫情影响公司利润规模大幅增长，EBITDA持续增长，2019年及2020年6月末分别为1.17亿元和3.08亿元，2020年6月末公司有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA分别下降至0.32和1.46，公司盈利对有息债务的本息偿还保障程度加强。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2020年6月	2019年	2018年
资产负债率	35.97%	39.07%	32.24%
流动比率	1.98	1.89	2.29
速动比率	1.58	1.58	1.83
EBITDA（万元）	30,796.64	11,743.75	11,245.94
EBITDA 利息保障倍数	-	13.04	31.78
有息债务/EBITDA	0.32	1.57	0.82
债务总额/EBITDA	1.46	3.20	2.63
经营性净现金流/流动负债	0.89	0.31	0.38
经营性净现金流/负债总额	0.77	0.22	0.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年8月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

新冠疫情爆发将加速完善分级诊疗制度建设，国产器械拥有成本优势，进口替代空间大；公司核心产品具备一定的竞争力，跟踪期内公司收入规模持续增长，2020年上半年业绩大幅增长；同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的资金压力、在建项目存在不达预期效益的风险，应收账款持续增长，坏账风险加大等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	36,881.55	15,591.25	17,047.87	15,990.15
应收账款	19,662.41	18,489.54	18,543.02	17,695.94
存货	15,657.84	8,246.27	9,901.51	8,968.05
固定资产	19,356.62	17,106.84	9,178.78	9,444.52
在建工程	5,561.21	5,903.29	11,299.65	5,921.51
无形资产	5,752.81	5,826.92	5,822.12	6,066.03
商誉	9,388.47	9,388.47	9,388.47	9,388.47
总资产	124,746.52	96,145.89	91,815.49	80,022.40
短期借款	4,982.00	5,507.55	1,978.00	3,317.37
应付票据	2,392.83	177.96	3,201.61	3,482.25
应付账款	13,461.03	7,205.48	8,724.29	7,537.94
其他应付款	3,538.33	5,288.39	1,886.98	3,953.39
一年内到期的非流动负债	0.00	2,545.94	300.00	67.54
长期借款	4,856.21	7,317.46	6,986.85	0.00
长期应付款	0.00	3,050.97	0.00	0.00
总负债	44,869.52	37,561.52	29,596.88	24,614.55
有息债务	9,838.21	18,421.92	9,264.85	3,384.91
归属母公司所有者权益	75,863.01	54,753.63	56,213.70	50,555.82
营业收入	77,685.69	82,596.11	81,338.54	71,147.29
营业利润	28,847.57	8,983.31	9,302.87	8,638.91
净利润	24,410.03	7,304.86	7,823.72	7,071.49
经营活动产生的现金流量净额	34,699.24	8,142.59	8,120.73	7,334.41
投资活动产生的现金流量净额	-1,402.36	-14,928.49	-12,185.29	-11,007.73
筹资活动产生的现金流量净额	-12,569.45	6,461.58	4,073.62	1,018.95
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	80.70	80.20	79.62
存货周转天数	-	65.66	66.52	64.38
应付账款周转天数	-	57.64	57.33	59.95
净营业周期	-	88.73	89.39	84.05
流动资产周转天数	-	213.96	209.32	219.84
固定资产周转天数	-	57.28	41.21	45.16
总资产周转天数	-	409.62	380.27	376.15
综合毛利率	55.04%	39.77%	37.22%	37.33%
期间费用率	17.15%	28.46%	26.58%	25.22%

营业利润率	37.13%	10.88%	11.44%	12.14%
总资产回报率	27.02%	10.42%	10.89%	11.69%
净资产收益率	35.26%	12.09%	13.30%	13.36%
营业收入增长率	102.26%	1.55%	14.32%	19.71%
净利润增长率	648.99%	-6.63%	10.64%	-10.15%
资产负债率	35.97%	39.07%	32.24%	30.76%
流动比率	1.98	1.89	2.29	2.00
速动比率	1.58	1.58	1.83	1.61
EBITDA（万元）	30,796.64	11,743.75	11,245.95	10,428.14
EBITDA 利息保障倍数	-	13.04	31.78	130.20
有息债务/EBITDA	0.32	1.57	0.82	0.32
债务总额/EBITDA	1.46	3.20	2.63	2.36
经营性净现金流/流动负债	0.89	0.31	0.38	0.31
经营性净现金流/负债总额	0.77	0.22	0.27	0.29

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

附录二 截至2020年6月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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