

2021 年健帆生物科技集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【142】号 02

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年健帆生物科技集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2025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
健帆转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：健帆生物科技集团股份有限公司（以下简称“健帆生物”或“公司”，股票代码“300529.SZ”）在血液灌流器细分领域继续保持领先地位，2024 年核心产品 HA130 血液灌流器主动降价，同时公司加大学术推广、部分区域医保支付条件改善，一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器销量快速增长，公司营业收入及净利润同比大幅增长，主营业务现金生成能力仍较强，财务杠杆水平同比下降，整体偿债能力仍较强；同时中证鹏元也关注到，公司产品结构及终端应用领域相对单一，2025 年第一季度公司营业收入及净利润同比下降，行业政策未来仍存在一定的不确定性，或给公司经营带来一定不利影响。

评级日期

2025 年 06 月 17 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	56.83	53.83	55.43	54.13
归母所有者权益	35.32	33.34	31.47	35.74
总债务	14.28	14.10	17.17	13.02
营业收入	5.48	26.77	19.22	24.91
净利润	1.88	8.14	4.26	8.81
经营活动现金流净额	2.69	10.51	9.17	8.84
净债务/EBITDA	--	-0.74	-1.73	-1.22
EBITDA 利息保障倍数	--	17.33	9.41	23.25
总债务/总资本	28.79%	29.72%	35.26%	26.62%
FFO/净债务	--	-75.52%	-34.69%	-45.91%
EBITDA 利润率	--	42.67%	30.21%	40.39%
总资产回报率	--	19.60%	10.50%	20.60%
速动比率	3.50	3.19	3.53	4.11
现金短期债务比	9.79	7.78	8.50	7.37
销售毛利率	80.74%	80.78%	80.03%	82.34%
资产负债率	37.85%	38.06%	43.12%	33.67%

注：公司净债务为负。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：张旻婧
zhangmy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司在血液灌流器细分领域继续保持领先地位。**国内从事血液灌流器产品生产的公司数量有限且规模较小，公司具有技术优势及完善的销售体系，继续处于血液灌流器细分领域主导地位。2024 年公司核心产品 HA130 血液灌流器降价，同时学术推广加大、部分区域医保支付条件改善，一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器销量快速增长，公司营业收入、净利润分别同比增长 39.27%、91.25%。
- **公司主营业务现金生成能力较强，2024 年财务杠杆同比下降，整体偿债能力仍较强。**2024 年公司加大对经销商的资信管理，应收账款周转天数下降至 8.63 天，回款速度仍远快于高值耗材上市公司平均水平；收现比为 110.88%，仍处于较好水平。2024 年末公司资产负债率下降至 38.06%，整体偿债指标表现仍较好，货币资金、交易性金融资产以及一年以上的定期存款合计 26.47 亿元，占总资产的 49.16%，仍能较好覆盖公司偿债及项目建设的资金需求。

关注

- **公司产品结构及终端应用领域相对单一。**2024 年公司一次性血液灌流器收入占比为 86.23%，其中核心产品 HA130 血液灌流器占营业收入比重仍较高。一次性使用血液灌流器主要用于尿毒症并发症，以及中毒、重型肝病、多器官功能衰竭等危急重症的治疗，终端患者人数以及患者支付能力未来仍存在一定不确定性，若终端需求变化，或对公司盈利产生一定不利影响。2025 年一季度，公司营业收入、净利润分别同比下降 26.40%、33.72%。
- **DRG/DIP、集采等行业政策未来仍存在一定不确定性，或给公司经营带来一定不利影响。**医保控费政策背景下，医疗服务收费政策可能发生变化，若报销标准下降，公司一次性使用血液灌流器的使用频率、销量或下降。一次性使用血液灌流器尚未纳入集采，若未来被纳入集采，公司一次性使用血液灌流器价格、市场份额将面临下降风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在血液灌流器细分领域仍将保持领先地位，主营业务现金生成能力仍较强，财务结构仍较为稳健，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	健帆生物	威高血净	宝莱特	山外山	天益医疗
总资产	53.83	69.90	24.99	20.12	17.95
归母所有者权益	33.34	55.97	12.19	16.87	11.87
营业收入	26.77	36.04	10.60	5.67	4.19
净利润	8.14	4.49	-0.70	0.64	-0.06
销售毛利率	80.78%	42.29%	27.12%	45.29%	35.88%
资产负债率	38.06%	19.93%	48.33%	16.57%	33.57%
应收账款周转天数（天）	8.63	87.76	84.46	65.56	44.77
存货周转天数（天）	252.81	143.43	105.72	178.40	114.03
研发支出	2.40	1.65	0.88	0.54	0.60
研发支出占营业收入比例	8.97%	4.57%	8.33%	9.56%	14.43%

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_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	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：（1）各指标得分越高，表示表现越好

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
健帆转债	10.00	9.9984	2024-6-28	2027-06-23

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于血液净化产品产能扩建项目、湖北健帆血液透析粉液产品生产基地项目及学术推广及营销升级项目。“健帆转债”募集资金专用账户已于2023年末完成销户手续。

二、 发行主体概况

“健帆转债”2021年12月进入转股期，最新转股价格为38.65元/股¹。受股票回购注销等因素影响，2025年3月末公司股本小幅下降至7.99亿元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、主营业务、合并范围未发生变化。截至2025年3月底，公司控股股东、实控人仍为董凡，持股比例为44.47%²，无股权质押、标记或冻结情况。公司仍主要从事血液净化耗材及设备的研发、生产及销售，主要产品仍为一次性血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器、血液净化设备等。2024年11月公司聘任李峰为副总经理。

表1 跟踪期内公司核心高管变动情况

时间	姓名	变动前主要职务	变动后主要职务
2024.11	李峰	董事、总经理助理	董事、副总经理

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落

¹ “健帆转债”转股价格2024年1月调整为40元/股（向下修正），2024年5月调整为39.62元/股（权益分派），2024年9月调整为39.43元/股（回购专用证券账户股票注销），2025年5月调整为38.65元/股（权益分派）。

² 公司前十名股东中，江焕新为董凡其妻之姐夫，2025年3月末持有公司1%的股份。

实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

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月省际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（主要为血液透析和腹膜透析）、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，我国血液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，市场增长空间仍较大。

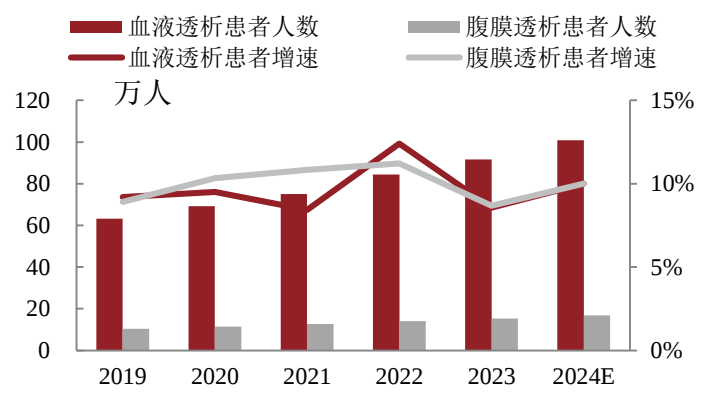
2024年6月，河南省牵头的23省际联盟血透耗材集采落地，采购周期一年（2024年6月1日-2025年6月30日），涉及血液透析器、血液滤过器、透析管路、透析用留置针等多个品种，价格大幅下降。随着集采落地执行，血液净化耗材行业国产替代将加快，行业集中度将进一步提高，尾部企业将加速出清。

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1 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	集采情况	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	威高血净、三鑫医疗、宝莱特	地级市集采	--
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、新华医疗、山外山	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

跟踪期内公司产品仍主要为一次性血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器、血液净化设备等。公司产品结构仍相对单一，一次性使用血液灌流器收入占比仍较高，2024年占营业收入比重为86.23%，其中核心产品HA130占营业收入比重仍较高且较2023年有所提高。

2024年公司营业收入同比增长39.27%，毛利率水平整体仍较稳定。一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器整体盈利仍较强，毛利率仍保持在较高水平；其中，公司核心产品HA130血液灌流器终端价格主动降价26%、销量翻倍增长；血浆胆红素吸附器及其他血液灌流器销量亦快速增长，主要系公司加大学术推广、完善营销渠道以及部分区域医保支付条件改善综合影响所致。血液净化设备收入、毛利率同比大幅下降，主要系医院招投标放缓所致。血液透析粉液产品收入同比下降、毛利率同比提高，主要系公司放弃低毛利率的订单所致。

2024年一季度公司核心产品降价、需求大幅增长、收入基数较高，2025年一季度公司营业收入同比下降26.40%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
一次性使用血液灌流器	4.63	84.58%	84.95%	23.09	86.23%	84.79%	14.68	76.39%	85.32%
一次性使用血浆胆红素吸附器	0.34	6.19%	--	1.73	6.44%	--	0.92	4.78%	--
血液净化设备	0.11	2.02%	--	0.41	1.53%	--	2.36	12.26%	--
血液透析粉液产品	0.07	1.29%	--	0.36	1.33%	--	0.57	2.94%	--
管路产品	0.14	2.56%	--	0.36	1.33%	--	0.21	1.12%	--
血浆分离器	0.07	1.32%	--	0.31	1.16%	--	0.26	1.37%	--
其他	0.11	2.05%	--	0.53	1.97%	--	0.22	1.14%	--
合计	5.48	100.00%	80.74%	26.77	100.00%	80.78%	19.22	100.00%	80.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司核心产品HA130终端降价、销量翻倍增长；血浆胆红素吸附器及其他血液灌流器价格相对稳定，随着公司学术推广加大、部分区域医保支付条件改善，销量亦快速增长；需持续关注DRG/DIP、集采等行业政策对公司经营影响情况

国内从事血液灌流器产品生产的公司数量有限、且规模较小，跟踪期内公司仍处于行业主导地位。2024年公司研发投入规模仍较大，在高值耗材上市公司中排名靠前，研发人员同比下降主要系透析器等在研项目结项、投产上市所致。2024年及2025年一季度公司新增1个产品注册证（血液透析浓缩液）、6个产品欧盟CE认证（HA系列、KHA系列、BS系列、CA系列、血浆分离器、Future-F20血液净化设备等产品）；截至2025年3月末，公司共有28个医疗器械产品注册证，其中25个为III类注册证。

2024年公司新型人工肝治疗模式双重血浆分子吸附系统（DPMAS）³被写入《肝衰竭诊治指南（2024年版）》《肝硬化肝性脑病诊治指南（2024年版）》《抗结核药所致药物性肝损伤诊治指南（2024年版）》等指南，截至目前已写入我国五大重磅肝病指南、四大专家共识以及三大规范共识文件中。

表5 公司研发投入情况

项目	2024 年	2023 年
研发人员数量（人）	486	544
研发人员数量占比	17.38%	22.59%
研发投入（亿元）	2.40	2.45
研发投入占营业收入比例	8.97%	12.76%
资本化研发支出占研发投入的比例	0.00%	0.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司加大海外、肝科、重症及亚健康等领域业务拓展，2024年末销售人员同比增加109人至1,077人，营销体系、销售模式、信用账期无重大变动。2024年末公司肾病领域产品、肝病领域产品、急危重症领域产品已分别覆盖6,000余家、2,000余家、1,800余家医院。公司下游客户主要为区域性医药流通企业，客户集中度较低，2024年公司前五大客户合计占比13.39%。销售模式仍主要为经销商买断式模式，结算方式主要为现款现货及预收货款，信用账期一般为1-3个月。2024年公司加大对区域性医药流通企业的资信管理，应收账款周转天数继续下降至8.63天，渠道库存周期回落至良性健康水平。

公司一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器销量受医保支付政策、患者支付能力、医生及患者认知及接受度等因素影响。2023年12月公司主动将核心产品HA130终端价格下调26%，导致2024年全年销售支数同比增长99.97%，销售收入同比增长54.55%。血浆胆红素吸附器及其他血液灌流器产品价格相对稳定，受益于学术推广加大、部分区域医保支付条件改善，销量均同比大幅增长。2024年DX-10型血液净化机销售均价、销量均同比下降，主要系医院招投标放缓、行业竞争加剧所致。血液透析粉液竞争激烈，销售均价2024年继续下降、2025年一季度有所企稳，2024年销量同比下降主要系公司放弃低毛利率的订单所致。

需关注，医保控费政策背景下，医疗服务收费政策可能发生变化，若报销标准下降，公司一次性使用血液灌流器的使用频率、销量或下降。一次性使用血液灌流器尚未纳入大规模集采范围，若未来被纳入集采，公司一次性使用血液灌流器价格、市场份额将面临下降风险。此外如果未来因公司产品质量问题而造成医疗事故，将给公司生产经营造成较大不利影响。

表6 公司主要产品销量情况

产品名称	项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年	2024 年同比
一次性使用血液灌流器	销量（万支）	117.49	589.47	296.52	98.80%
	产销率	101.39%	90.26%	115.96%	

³ 将 BS330 血浆胆红素吸附器与 HA330-II 血液灌流器两种产品联合应用、协同增效的血液净化模式。

一次性使用 血浆胆红素吸附器	销量（万支）	1.24	6.29	3.37	86.90%
	产销率	79.12%	66.35%	413.72%	
DX-10 型血液净化机	销量（台）	97.00	264.00	1,380.00	-80.87%
	产销率	93.27%	112.34%	78.81%	
血液透析粉液	销量（万人份）	32.30	168.10	211.73	-20.61%
	产销率	91.75%	127.35%	93.78%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着本期债券募投项目产能释放，2024年公司血液灌流器及血浆胆红素吸附器产能继续增长，产能利用率水平同比大幅提高；DX-10型血液净化机、血液透析粉液产能利用率水平欠佳

跟踪期内公司生产模式无变化，仍根据上月末库存情况、下月销售计划、产能及经济产量情况制定下月的生产计划并安排生产。公司生产基地主要分布在珠海、北京、湖北等地，金鼎产业园（即健帆集团医疗器械产业（血液净化）项目一期）项目2023年竣工转固，2024年生产车间正式全面投产使用，2024年末公司生产人员同比增加320人，公司一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器产能同比大幅增长。2024年公司根据市场情况调整了DX-10型血液净化机、血液透析粉液的生产人员数量，故对应产能同比大幅下降。受市场销量影响，一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器产能利用率同比大幅提高，DX-10型血液净化机产能利用率同比大幅下降，血液透析粉液产能利用率仍维持在较低水平。

表7 公司主要生产基地情况

区域		主要生产产品
珠海	本部南区	一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器，以及血液净化机
	本部北区	透析器、管路
	金鼎产业园	一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器，以及中空纤维膜
	金湾	原材料树脂
北京		血液净化机
湖北、天津		透析粉液

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主要产品产能及产能利用率情况

产品名称	项目	2024 年	2023 年	2024 年同比
一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器	产能（万支）	900.00	712.50	26.32%
	产量（万支）	662.60	256.52	158.30%
	产能利用率	73.62%	36.00%	--
DX-10 型血液净化机	产能（台）	800.00	2,000.00	-60.00%
	产量（台）	235.00	1,751.00	-86.58%
	产能利用率	29.38%	87.55%	--
血液透析粉液	产能（万人份）	500.00	1,000.00	-50.00%
	产量（万人份）	132.00	225.77	-45.52%
	产能利用率	26.40%	22.58%	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供应商较为稳定，2024年HA树脂价格相对稳定，塑料柱体、酒精等原材料价格小幅下降；在建项目主要为现有产品血液灌流器、血液透析器上游产业链延伸，能否实现预期效益存在一定不确定性

跟踪期内，公司采购模式、供应商、结算账期及原材料备货周期无重大变动。公司生产所需的原材料主要为HA树脂、塑料主体、酒精等。公司血液灌流器的最主要原材料HA树脂生产由公司提供关键合成配方及工艺流程，并派驻研发人员进行技术指导和监督，供应商在公司的指导下生产公司所需的树脂原料。其他原材料及一般物资实施集中订购与分散、零星采购相结合的采购模式。公司原材料采购集中度尚可，2024年前五大供应商采购金额占比44.90%，同比提高8.72个百分点。

2024年HA树脂采购价格仍相对平稳，塑料柱体、酒精等原材料价格同比下降，受一次性使用血液灌流器及血浆胆红素吸附器产量增加影响，塑料柱体、酒精采购金额均同比大幅增长。2022年公司对HA树脂进行了战略储备采购，2023年以来在逐步消化库存，故2024年HA树脂采购金额同比下降。2024年公司营业成本中材料费用、人工费用合计占比75.52%，较2023年提高2.86个百分点，成本结构灵活性较高。

表9 2024 年公司主要原材料采购变化情况

产品名称		项目	2024 年同比
HA 树脂	采购总额		-11.93%
	采购均价		0.31%
塑料柱体	采购总额		73.43%
	采购均价		-24.49%
酒精	采购总额		228.08%
	采购均价		-7.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2025年3月末，公司在建项目主要为现有产品血液灌流器、血液透析器产业链上游延伸，中空纤维膜纺丝生产线预计2025年完工，生物材料项目预计2025年试生产。项目完工后公司血液灌流器及血浆胆红素吸附器产品原材料可部分实现自产，透析器产品原材料可全部实现自产。需关注项目能否按期推进并实现预期收益存在一定不确定性。

表10 截至 2025 年 3 月末，公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	位置	主要产品	预计总投资	已投资	资金来源
生物材料项目	珠海金湾	原材料树脂等	29,700.00	19,316.06	自有资金
中空纤维膜纺丝生产线	珠海金鼎	中空纤维膜	12,712.53	12,337.54	自有资金
合计			42,412.53	31,653.60	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

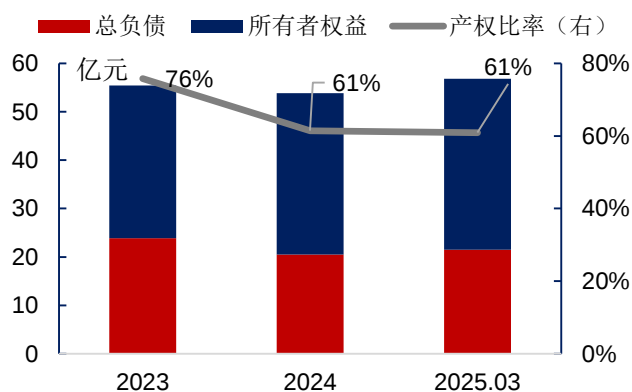
以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）所审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年3月未经审计财务报表。

2024 年公司产品销量快速增长，盈利指标及净利润规模同比大幅增长；公司主营业务现金生成能力仍较强，资产中现金类资产占比仍较高，财务杠杆水平同比下降，整体偿债能力仍较强；需关注，公司存货周转天数较高、行业政策存在一定不确定性，仍存在一定跌价风险

资本实力与资产质量

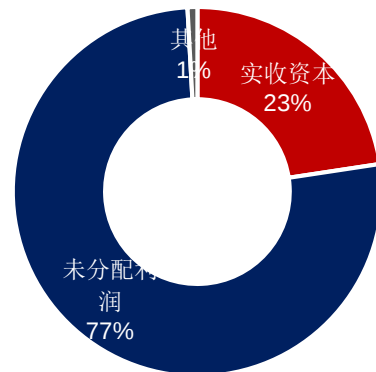
2024年，公司产品销量快速增长，盈余积累同比大幅增长；同年公司注销部分回购股份，实收资本、资本公积同比下降；此外，公司以自有资金进行股票分红与回购、偿付债务以及项目建设。2024年末公司总负债、总资产均同比下降，净资产继续保持增长，产权比率下降至较低水平。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

货币资金、理财产品以及一年以上的定期存款（计入其他非流动资产核算）为公司核心资产，随着股票分红及回购、债务偿付以及项目建设推进，2024年末规模同比小幅下降，合计26.47亿元，占总资产的49.16%。公司货币资金受限规模较小，2024年末为0.28亿元。

公司为医疗器械生产企业，珠海、湖北、北京等多处生产基地为公司核心经营资产，2024年末固定资产规模相对稳定。在建项目主要为生物材料项目、中空纤维膜纺丝生产线。公司给予经销商账期较短、主营业务回款较好，2024年公司加大对经销商的资信管理，2024年末应收账款规模同比下降。公司存货主要为原材料、库存商品，2024年公司产品销量同比大幅增长，存货周转天数同比有所下降但仍处于较高水平，略高于高值耗材上市公司中位数，与高值耗材行业特征相符。需关注，集采等医保控费政策存

在较大的不确定性，公司存货仍面临一定的跌价风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.66	8.20%	17.25	32.04%	28.10	50.70%
交易性金融资产	21.21	37.32%	5.93	11.02%	0.00	0.00%
应收账款	0.36	0.63%	0.53	0.99%	0.75	1.35%
存货	3.45	6.07%	3.38	6.27%	3.85	6.95%
流动资产合计	30.74	54.08%	27.84	51.71%	33.12	59.74%
固定资产	16.35	28.76%	16.44	30.53%	16.34	29.47%
在建工程	2.60	4.57%	2.44	4.54%	1.22	2.21%
其他非流动资产	3.57	6.29%	3.61	6.71%	1.07	1.93%
非流动资产合计	26.10	45.92%	26.00	48.29%	22.31	40.26%
资产总计	56.83	100.00%	53.83	100.00%	55.43	100.00%

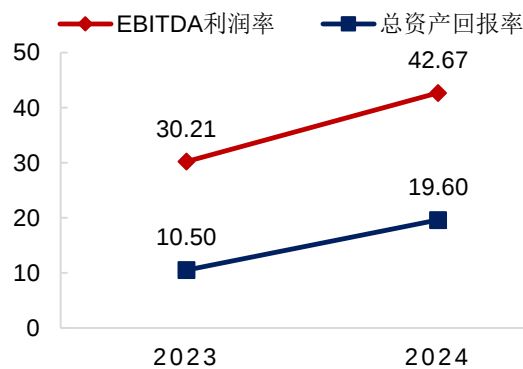
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司期间费用率有所下降，但期间费用总规模继续增长，规模仍较大，仍对利润形成较大侵蚀。其中，销售费用同比增长12.34%，主要系公司加大学术推广、增加销售人员所致；管理费用同比增长6.66%，主要系股权激励费用增长所致；研发费用规模同比小幅下降。受益于主要产品销量快速增长，2024年公司实现净利润8.14亿元，同比增长91.25%，EBITDA利润率、总资产回报率亦同比大幅提高。

2025年一季度，公司实现营业收入5.48亿元，净利润1.88亿元，分别同比下降26.40%、33.72%，主要系去年同期核心产品降价、需求大幅增长、基数较高所致。未来需持续关注行业政策调整对公司业绩的影响。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司整体财务杠杆水平较低，债务以本期债券为主，辅以银行信用借款。2024年公司偿付了部分债务，总债务规模、资产负债率有所下降。其他应付款主要系收到的员工持股计划员工出资款、应付市场推广费等，2024年同比下降主要系应付市场推广费下降所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.55	2.55%	0.78	3.78%	2.62	10.95%
应付账款	1.05	4.88%	0.95	4.65%	0.93	3.91%
其他应付款	1.88	8.75%	1.96	9.55%	2.30	9.63%
一年内到期的非流动负债	1.94	9.00%	1.94	9.47%	0.21	0.86%
流动负债合计	7.80	36.25%	7.67	37.43%	8.29	34.70%
长期借款	1.33	6.16%	0.98	4.78%	4.05	16.94%
应付债券	10.24	47.60%	10.12	49.41%	9.76	40.84%
非流动负债合计	13.72	63.75%	12.82	62.57%	15.61	65.30%
负债合计	21.51	100.00%	20.49	100.00%	23.90	100.00%
总债务	14.28	66.38%	14.10	68.84%	17.17	71.83%
其中：短期债务	2.67	18.72%	2.95	20.95%	3.25	18.90%
长期债务	11.61	81.28%	11.15	79.05%	13.92	81.10%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

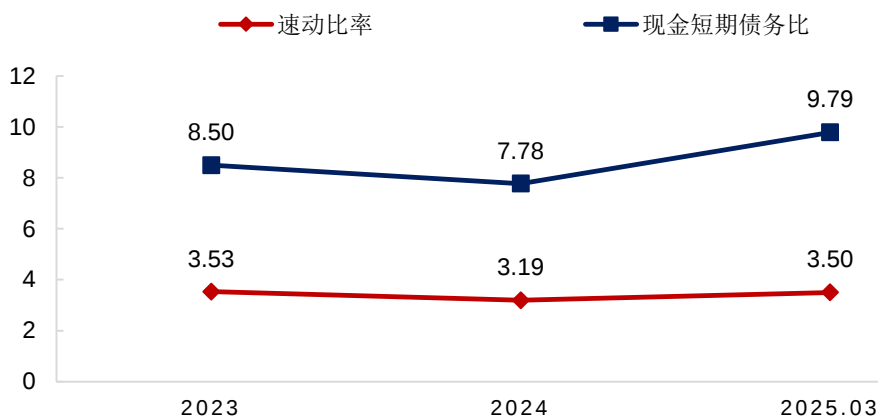
公司主营业务回款情况较好、经营活动现金生成能力较强，2024年收现比为110.88%，同比有所下降。受益于营业收入规模快速增长，公司经营活动现金流净额、FFO均同比大幅增长。公司盈余现金规模较大，仍能较好覆盖总债务，净债务仍为负值。2024年公司以自有资金进行股票回购及分红、偿付了部分银行短期借款、进行项目建设，同时购买了一年以上的定期存款，2024年末现金类资产规模同比下降16.73%，流动性指标同比小幅下降，但仍处于较好水平。截至2025年3月末，公司尚未使用的授信额度16.52亿元。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	2.69	10.51	9.17
FFO（亿元）	--	6.38	3.49
资产负债率	37.85%	38.06%	43.12%
净债务/EBITDA	--	-0.74	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	17.33	9.41
总债务/总资本	28.79%	29.72%	35.26%
FFO/净债务	--	-75.52%	-34.69%
经营活动现金流净额/净债务	-22.79%	-124.39%	-91.10%
自由现金流/净债务	-18.35%	-96.56%	-66.53%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年04月22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2022年1月1日至报告查询日（2025年06月04日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

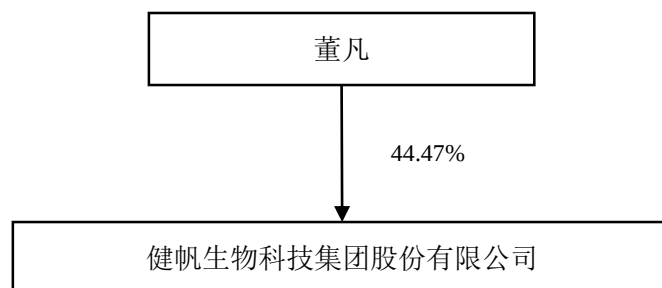
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	4.66	17.25	28.10	25.59
交易性金融资产	21.21	5.93	0.00	0.00
流动资产合计	30.74	27.84	33.12	32.93
固定资产	16.35	16.44	16.34	11.77
非流动资产合计	26.10	26.00	22.31	21.20
资产总计	56.83	53.83	55.43	54.13
短期借款	0.55	0.78	2.62	3.17
一年内到期的非流动负债	1.94	1.94	0.21	0.05
流动负债合计	7.80	7.67	8.29	7.17
长期借款	1.33	0.98	4.05	0.00
应付债券	10.24	10.12	9.76	9.37
非流动负债合计	13.72	12.82	15.61	11.06
负债合计	21.51	20.49	23.90	18.23
总债务	14.28	14.10	17.17	13.02
其中：短期债务	2.67	2.95	3.25	3.48
长期债务	11.61	11.15	13.92	9.54
所有者权益	35.32	33.35	31.53	35.90
营业收入	5.48	26.77	19.22	24.91
营业利润	2.37	10.45	5.44	10.29
净利润	1.88	8.14	4.26	8.81
经营活动产生的现金流量净额	2.69	10.51	9.17	8.84
投资活动产生的现金流量净额	-15.31	-11.27	-2.50	-3.06
筹资活动产生的现金流量净额	0.16	-9.90	-4.52	-3.66
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	11.43	5.81	10.06
FFO（亿元）	--	6.38	3.49	5.63
净债务（亿元）	-11.81	-8.45	-10.06	-12.26
销售毛利率	80.74%	80.78%	80.03%	82.34%
EBITDA 利润率	--	42.67%	30.21%	40.39%
总资产回报率	--	19.60%	10.50%	20.60%
资产负债率	37.85%	38.06%	43.12%	33.67%
净债务/EBITDA	--	-0.74	-1.73	-1.22
EBITDA 利息保障倍数	--	17.33	9.41	23.25
总债务/总资本	28.79%	29.72%	35.26%	26.62%
FFO/净债务	--	-75.52%	-34.69%	-45.91%
经营活动现金流净额/净债务	-22.79%	-124.39%	-91.10%	-72.11%

速动比率	3.50	3.19	3.53	4.11
现金短期债务比	9.79	7.78	8.50	7.37

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公开资料，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
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	(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

附录四 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