

蓝帆医疗股份有限公司  
公开发行可转换公司债券  
2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2025〕5291号

联合资信评估股份有限公司通过对蓝帆医疗股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调蓝帆医疗股份有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，下调“蓝帆转债”信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十七日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

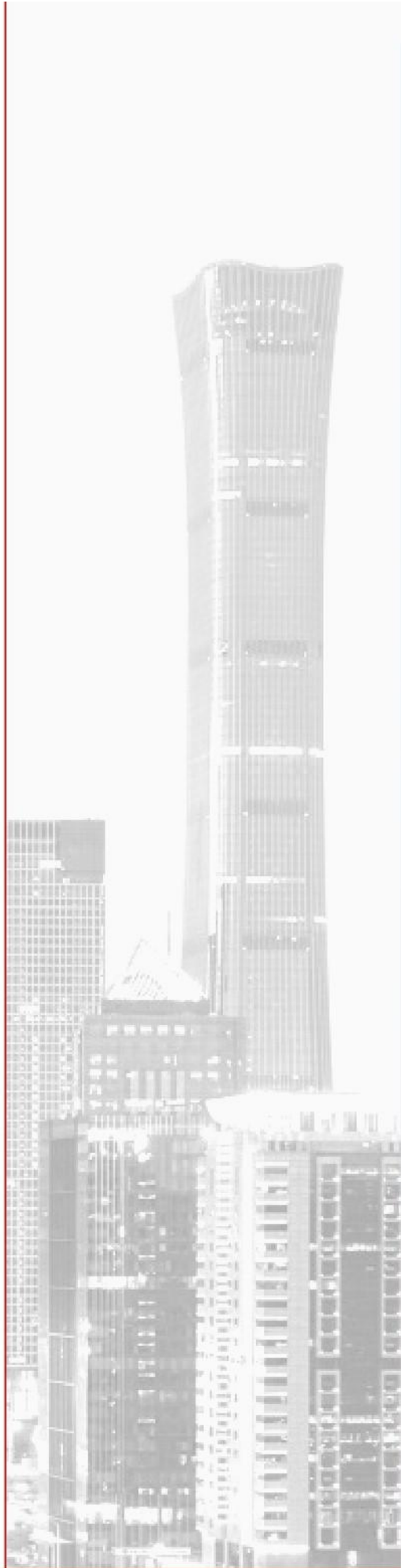
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 蓝帆医疗股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
蓝帆医疗股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/27
蓝帆转债	AA/稳定	AA/稳定	

### 评级观点

跟踪期内，蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“公司”）仍保持了在心脑血管领域、健康防护领域和应急救援领域的竞争优势，随着一次性手套行业复苏以及心脑血管产品的放量，公司健康防护产品和心脑血管产品产销量保持增长，公司营业总收入和毛利率均同比增长，经营活动现金流量转为净流入。由于公司期间费用以及折旧和摊销规模大，2024 年，公司利润总额仍为亏损。子公司北京蓝帆柏盛医疗科技股份有限公司（以下简称“蓝帆柏盛”）引入战略投资者，子公司山东蓝帆健康科技有限公司（以下简称“山东健康科技”）以增资扩股方式引入泰国产业投资者 Hua Kee Co., Ltd.（以下简称“HKG”），截至 2024 年底，公司分别已收到相关款项 10.00 亿元和 1 亿美元，公司账面货币资金较为充裕。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司利润总额仍未扭亏；控股股东股权质押比例较高；商誉规模较大且可能面临一定商誉减值风险；债务规模快速增长，蓝帆转债存续规模较大且已进入回售期，公司 2026 年集中偿付压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

未来，受国际贸易政策波动影响，公司健康防护产品销售面临一定压力；公司心脑血管业务 2025 年第一季度已实现盈利，新产品有望持续上市放量为公司带来收益。蓝帆转债已进入回售期，存在触发有条件的回售条款的可能性，公司集中到期债务规模大，公司流动性压力大。公司剩余银行授信空间以及尚未受限资产规模尚可，银行授信对债务的置换以及部分资产变现有望对公司流动性形成一定支撑。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**行业需求增长，公司业绩大幅增长；公司产品实现技术突破，综合竞争实力显著提升，带动收入利润大幅增长；其他可能引致评级上调的因素等。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**行业竞争加剧，公司核心产品盈利能力及偿债能力大幅下降；资本支出超出预期，债务负担大幅加重导致偿债能力弱化；重要股东或核心管理人员发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响；收购的子公司经营状况不及预期，公司商誉大规模减值，对公司偿债能力及流动性造成重大不利影响；其他可能引致评级下调的因素等。

### 优势

- **公司在主要业务布局领域内仍具备一定竞争优势。**心脑血管业务方面，子公司 Biosensors International Group, Ltd. 是具备全球竞争力的心脑血管产品研发、生产和销售企业；健康防护业务方面，根据中国海关出口数据，2024 年，公司一次性 PVC 手套出口数量同比增长 29%，出口市场份额占比 24% 以上；公司丁腈手套出口数量同比增长 32%，出口市场份额占比近 21%。
- **随着健康防护用品行业复苏以及心脑血管产品放量，公司健康防护产品和心脑血管产品产销量均保持增长，带动公司营业总收入和毛利率同比增长，经营活动现金转为净流入。**2024 年，公司健康防护产品产量 483.05 亿支，同比增长 29.47%；销量 485.06 亿支，同比增长 28.61%。公司心脑血管产品产量 113.70 万条，同比增长 25.39%；公司心脑血管产品销量 108.08 万条，同比增长 25.91%。2024 年，公司实现营业总收入 62.53 亿元，同比增长 26.91%；公司毛利率为 16.48%，同比提升 4.18 个百分点。2024 年，公司经营活动现金流量净额为 1.36 亿元。
- **子公司蓝帆柏盛和山东健康科技分别收到战略投资者和产业投资者增资款。**截至 2024 年底，子公司蓝帆柏盛已收到战略投资者共 10.00 亿元增资款项，子公司山东健康科技已收到产业投资者 1 亿美金增资款项，公司账面货币资金 19.54 亿元。

## 关注

- **期间费用高企叠加大额折旧和摊销费用影响，公司利润总额仍为亏损。**2024年，公司期间费用合计13.56亿元，折旧金额合计4.66亿元，摊销金额合计0.92亿元，对利润总额影响大，公司利润总额为-4.02亿元，仍为亏损。
- **公司控股股东股权质押比例高。**截至2025年6月7日，公司控股股东淄博蓝帆投资有限公司（以下简称“蓝帆投资”）质押公司股份数量为1.83亿股，占其所持公司股份的78.07%，蓝帆投资和其一致行动人合并计算的质押率为76.27%，质押比例高。
- **公司商誉规模较大，且可能面临一定商誉减值风险。**截至2024年底，公司商誉账面价值38.72亿元，在资产总额中的占比为23.05%；已计提商誉减值准备38.48亿元。若未来宏观经济、市场环境、产业政策等外部因素发生重大变化，或经营不利，使得收购的子公司经营状况不及预期，公司商誉可能面临一定减值风险。
- **公司债务规模增长，债务负担有所加重，长期债务中需2026年集中偿付的规模较大。**截至2024年底，公司全部债务49.56亿元，较上年底增长22.66%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为41.67%、33.58%和28.15%，较上年底分上升2.74个百分点、3.85个百分点和10.76个百分点；公司长期债务中1~2年内（2026年）到期债务28.45亿元，包含尚未转股的“蓝帆转债”，公司面临集中偿债压力。

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aa <sup>-</sup>
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa <sup>-</sup>
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA <sup>-</sup>

**个体信用状况变动说明：**公司指示评级结果较上次评级未发生变动；考虑到受国际贸易政策波动影响，HKG 投资的项目存在不确定性，公司个体调整由上次评级上调 1 个子级调整为无上调；故公司的个体信用等级为 aa<sup>-</sup>。

**外部支持变动说明：**公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

**评级模型使用说明：**评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

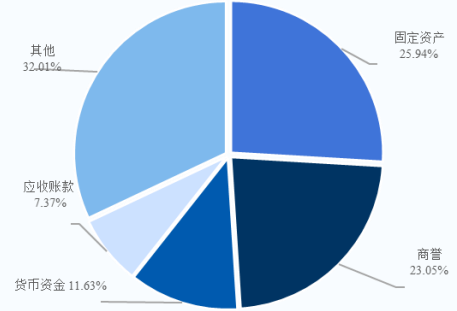
合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	15.90	22.70	27.72
资产总额（亿元）	156.33	168.01	173.24
所有者权益（亿元）	95.48	98.01	101.02
短期债务（亿元）	20.30	11.17	20.95
长期债务（亿元）	20.10	38.39	33.50
全部债务（亿元）	40.40	49.56	54.45
营业总收入（亿元）	49.27	62.53	14.78
利润总额（亿元）	-6.23	-4.02	0.71
EBITDA（亿元）	1.35	4.36	--
经营性净现金流（亿元）	-0.73	1.36	1.98
营业利润率（%）	11.56	15.81	16.35
净资产收益率（%）	-5.95	-4.74	--
资产负债率（%）	38.92	41.67	41.69
全部债务资本化比率（%）	29.73	33.58	35.02
流动比率（%）	96.44	177.22	154.95
经营现金流动负债比（%）	-1.86	4.58	--
现金短期债务比（倍）	0.78	2.03	1.32
EBITDA 利息倍数（倍）	0.73	1.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.92	11.37	--

公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	102.52	93.58	/
所有者权益（亿元）	74.99	73.14	/
全部债务（亿元）	27.19	20.10	/
营业总收入（亿元）	1.92	1.21	/
利润总额（亿元）	-0.79	-1.50	/
资产负债率（%）	26.85	21.84	/
全部债务资本化比率（%）	26.61	21.56	/
流动比率（%）	174.99	318.85	/
经营现金流动负债比（%）	32.60	32.16	/

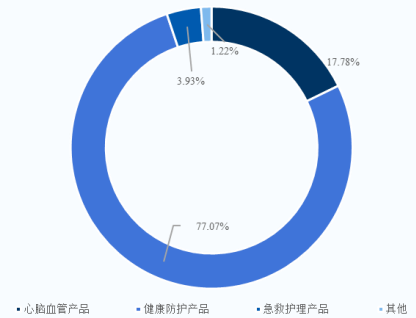
注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2025 年一季度数据未经审计，公司本部未披露一季度财务数据；3. 公司长期应付款计息部分计入长期债务核算，公司本部其他应付款中计息部分计入短期债务核算；4. “--”表示数据项无数据，或者数据项对此填表主体不适用/无意义

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

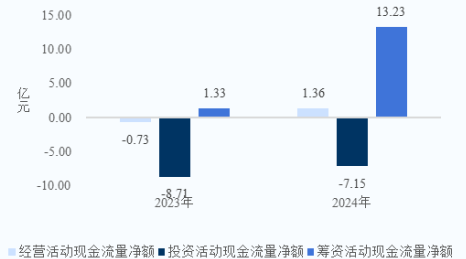
2024 年底公司资产构成



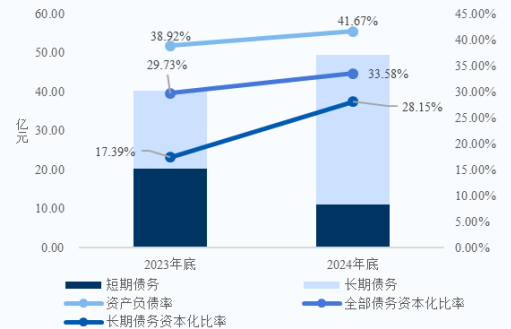
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
蓝帆转债	31.44 亿元	15.20 亿元	2026/05/28	赎回条款、回售条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
蓝帆转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/26	蒲雅修 王 玥	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
蓝帆转债	AA/稳定	AA/稳定	2019/10/18	唐玉丽 高佳悦	<a href="#">原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：蒲雅修 [puyx@lhratings.com](mailto:puyx@lhratings.com)

项目组成员：王 玥 [wangyue1@lhratings.com](mailto:wangyue1@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于蓝帆医疗股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司前身为淄博蓝帆塑胶制品有限公司（以下简称“蓝帆塑胶”），成立于 2002 年 12 月，系由山东齐鲁增塑剂股份有限公司以及中轩投资有限公司共同发起设立的中外合资企业，初始注册资本 1000.00 万元。2007 年 9 月，蓝帆塑胶整体变更为股份公司。2010 年 4 月，公司首次面向公众投资者公开发行 2000.00 万股股票，并在深圳证券交易所上市，股票简称为“蓝帆股份”，股票代码为“002382.SZ”。2014 年 7 月，公司名称变更为现名，股票简称变更为“蓝帆医疗”，股票代码维持不变。经过历次股权结构变更，截至 2025 年 3 月底，公司股本总额为 10.07 亿元，控股股东为淄博蓝帆投资有限公司（以下简称“蓝帆投资”），持股比例为 23.31%；李振平先生为公司实际控制人。截至 2025 年 6 月 7 日，蓝帆投资质押公司股份数量为 1.83 亿股，占其所持公司股份的 78.07%，蓝帆投资和其一一致行动人合并计算的质押率为 76.27%，质押比例较高。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍为心脑血管业务（以冠脉和瓣膜为核心）、健康防护业务（以一次性手套为核心）及应急救护业务（以急救包为核心），按照联合资信行业分类标准划分为医疗设备与器材行业，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年 5 月 21 日，公司本部内设心脑血管事业部、健康防护事业部、应急救护事业部、财务管理中心、资本证券中心、战略发展中心、研究开发中心、人力资源中心等职能部门，见附件 1-2。截至 2024 年底，公司合并范围内员工共 8945 人；合并范围内子公司 61 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 168.01 亿元，所有者权益 98.01 亿元（含少数股东权益 16.14 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 62.53 亿元，利润总额-4.02 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 173.24 亿元，所有者权益 101.02 亿元（含少数股东权益 18.46 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 14.78 亿元，利润总额 0.71 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市临淄区稷下街道一诺路 48 号；法定代表人：刘文静。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用，并在付息日正常付息。截至 2025 年 3 月底，“蓝帆转债”转股价格为 12.50 元/股。跟踪期内，蓝帆转债转股比例低，正股价格与转股价格相差较大，存在一定触发有条件回售条款的压力。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
蓝帆转债	31.44	15.20	2020/05/28	6 年

资料来源：联合资信根据公司公告整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。



下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

## 五、行业分析

### 1 行业概况

2024年，随着一次性手套行业产能持续出清，产品产销量和价格均同比增长，头部企业盈利能力有所修复；心血管介入器械市场需求稳健，国产化替代进程有望加速。多元化适用场景的拓展、企业及家庭应急储备意识的增强都刺激了中国急救包市场的增长。

心血管介入器械市场的需求稳健。全球市场来看，根据QYResearch的统计及预测，2024年全球心血管介入器械市场销售额达到112.4亿美元，预计2031年将达到155.3亿美元，年复合增长率为4.8%。国内市场来看，根据亿渡数据发布的《2022年中国心血管介入医疗器械行业研究报告》，预计2026年中国心血管医疗器械市场规模达912亿元。根据《经导管主动脉瓣置换2024年度报告》的分析，我国2024年度开展经导管主动脉瓣置换术手术17232例，较2023年增长24.2%。未来，随着国内厂商技术水平和产品质量的不断提升，以及国家政策的支持，国产替代化程度将进一步加深，中国冠脉支架行业有望实现更加快速的发展。

健康防护产品方面，对于一次性手套，经过2023年的持续产能出清，2024年，中国一次性手套行业产销量同比明显回升，产品销售价格同比上涨，但仍处于较低水平。行业内头部企业盈利能力有所修复，但全年平均毛利率仍属较低。根据弗若斯特沙利文报告，欧美地区等国家的人口生活水准及收入水平较高，加上严格的公共卫生条例，一直是全球手套消耗量最大的区域。作为乳胶手套和丁腈手套的主要生产商聚集地，马来西亚一直是一次性手套的主要出口国；由于近几年的一次性手套行业产能出清以及中国一次性手套产业链的不断完善带来的成本竞争加剧等多种因素的影响下，东南亚供应商无法保证持续、稳定的生产，中短期产能下降的背景下，为一定时期内订单转移至中国提供了机遇。据QYResearch《2024—2030年全球医用手套行业市场现状及未来发展趋势》，预计2030年全球医用手套市场销售额将达到355亿美元，年复合增长率（CAGR）为5.2%（2024—2030年）。从长期来看，随着人们的健康意识提升，预计未来市场需求有望增长。

应急救护产品方面，社会应急救护需求快速增长，越来越多的社会参与方正在创造应急领域的多元化适用场景；政府及相关部门、组织对应急领域的重视程度也不断提升，相关部门的普及宣传也提升了人们对自动体外除颤仪（AED）、应急箱包等急救产品及对急救能力的重视程度。AED的推广普及、中国新能源车行业的快速增长、企业及家庭应急储备意识的增强等新场景的发展，都刺激了中国急救包市场的增长。

### 2 行业政策

医疗器械为中国战略新兴产业之一；为推动医疗器械行业快速发展，提升行业创新能力，加速行业国产替代，相关部门推出了一系列政策，从“鼓励+监管”两方面推动医疗器械行业健康有序发展。

2024年2月1日起，国家发改委《产业结构调整指导目录（2024年）》正式施行，鼓励高端医疗器械创新发展。高端医疗器械被视为国家制造业和高科技发展水平的标志之一。

作为中央深化医改的重点领域之一，高值耗材、IVD为代表的医疗器械行业逐步被纳入集采范畴。自2019年国务院出台《治理高值医用耗材改革方案》至今，高值耗材带量采购已进行3批，分别为心脏支架、人工关节、骨科脊柱类。高值耗材带量采购的推进一方面推动了相关市场的规范发展，另一方面促进相关产品国产替代化进程。根据国家医保局公布的数据，2022年底冠脉支架集采协议期满后的接续采购中，部分产品价格较上次中标价有所上涨。例如，蓝帆医疗两款产品心跃®、心阔®支架中标价分别为824元/条和845元/条，较首次集采中标报价469元/条大幅上涨，新一轮的集采价格于2023年1月1日正式落地实施。

### 3 行业关注

**行业政策或标准变动风险。**近年来，随着医药卫生体制改革的逐步深化，相关部门陆续在行业标准、招投标政策、流通体系等方面出台法规和政策，对医疗器械行业发展产生了深刻影响。医疗器械行业后续一系列在立法及监管层面的变动和预期变动，有可能阻止或延迟产品的监管批准或上市销售。

**产品研发及迭代风险。**医疗器械行业对技术创新和产品研发能力要求较高且研发周期较长，在新产品研发过程中，行业公司可能面临研发方向出现偏差、新产品研发投入成本偏高、研发进程缓慢甚至研发失败的风险。

**一次性手套行业竞争加剧的风险。**2024年，根据产能利用率和销量情况来看，一次性手套行业处于复苏阶段，但行业内竞争激烈，叠加国际局势不确定性的影响，非美市场成为中国厂商的竞争要地，行业内卷加剧，行业内企业面临一定挑战。这要求行业内公司需不断提升生产工艺和自动化生产水平，不断提高劳动生产效率、产品质量和生产管理水平，降低产品生产能耗和物耗，有效降低产品生产成本，从而在日渐加剧的竞争中获取市场份额。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

公司形成了以“心脑血管产品+健康防护产品+应急救护产品”为主的业务布局，跟踪期内，公司仍保持了在对应业务领域的竞争优势。

公司心脑血管领域产品主要为冠脉支架、冠脉介入球囊和心脏瓣膜，包括 BioFreedom® Family、心跃®生物可降解涂层药物洗脱冠脉支架、心阔®生物可降解涂层药物洗脱冠脉支架、Allegra™经导管主动脉瓣膜置换系统、Rise™ NC 非顺应性球囊扩展导管等 10 余种产品。子公司 Biosensors International Group, Ltd.，（公司心脑血管事业部主要经营实体，以下简称“柏盛国际”）是全球具备较强竞争力的心脑血管产品研发、生产和销售企业，柏盛国际的全资子公司山东吉威医疗制品有限公司（以下简称“吉威医疗”）在中国冠脉支架市场以支架植入量统计排名第二。心跃®生物可降解涂层药物洗脱冠脉支架、心阔®生物可降解涂层药物洗脱冠脉支架已于 2022 年中标国家组织的冠脉支架带量采购，2024 年销售收入相比上年增长约 22%。公司的柏腾™优美莫司涂层冠状动脉球囊扩张导管（以下简称“BA9™药球”）是公司原创自主研发的莫司类药物涂层球囊，2022 年 9 月获得中国药监局注册证，是中国第一款获批的雷帕霉素类药物球囊。BA9™药球在国内 28 个省份集采中标，2024 年 BA9™药球在国内销量同比增长约 120%，并开始在印尼、马来西亚及泰国销售。公司自主研发的一次性使用冠脉血管内冲击波导管 SoniCracker™-CL 获得 NMPA 颁发的医疗器械注册证，获批 18 个规格型号，是目前国内规格型号最齐全的冲击波导管。SoniCracker™-CL 已完成海外首次产品植入，实现海外商业化应用。

健康防护领域，公司是行业内第一家布局了全品类手套的公司，产品涵盖一次性 PVC 手套、一次性丁腈手套、一次性乳胶手套、一次性 TPE/CPE 手套等大类。根据中国海关出口数据，2024 年，公司一次性 PVC 手套出口数量同比增长 29%，出口市场份额占比 24%以上；公司丁腈手套出口数量同比增长 32%，出口市场份额占比近 21%。受国际贸易政策变化影响，2025 年，公司健康防护产品在美国市场的销售承压。

应急救护领域，公司产品主要为家庭护理/应急系列、车载应急系列、办公场所系列、户外应急系列、健康防护系列、差旅便携系列、培训急救包系列、AED 急救护理系列和防灾应急系列九个系列。公司的下属子公司武汉必凯尔救助用品有限公司（公司的全资子公司，以下简称“武汉必凯尔”）与多家车企建立了业务合作关系，公司的急救包产品销向欧美等全球多个国家。对于国内急救包市场，武汉必凯尔是较早引入国际第一急救（First Aid）理念和技术的企业，2024 年，公司推出的急救毯已做到拼多多同品类第一、京东同品类第三。

2024 年，公司研发投入 4.26 亿元，占营业总收入的比重为 6.82%。

**公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。**

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91370000744521618L），截至 2025 年 5 月 6 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，已结清信贷信息中存在 2 笔关注类记录，到期日均在 2006 年 4 月之前，最后均已正常还款。2006 年 4 月之后，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 26 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司管理制度较为连续，公司取消监事和监事会，部分高级管理人员发生变更，未对公司生产经营造成重大不利影响。

2025年5月21日，公司发布《关于取消监事会、监事的公告》，根据《公司法》相关规定，公司《公司章程》修订中规定了由董事会审计委员会承接监事会相关职责。本次监事离任后，公司治理结构符合新《公司法》关于“不设监事会或监事”的要求，不会影响公司内部监督机制的正常运行，具体内容详见《蓝帆医疗股份有限公司关于取消监事会、监事的公告》。跟踪期内，公司内部管理制度较为连续，《公司章程》等制度进行了更新。跟踪期内，公司董事以及高级管理人员变动情况如下表所示。

图表 2 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

序号	姓名	担任的职务	类型	日期
1	王丹	副总裁、首席研发官	解聘	2024年3月28日
2	Thomas Kenneth Graham	副总裁	解聘	2024年3月28日
3	刘胜军	独立董事	任期满离任	2024年9月18日
4	董书魁	独立董事	任期满离任	2024年9月18日
5	赵永清	独立董事	选举	2024年9月18日
6	刘海波	独立董事	选举	2024年9月18日
7	黄婕	董事会秘书	辞职	2025年4月25日
8	王梓漪	董事会秘书	聘任	2025年4月25日
9	赵敏	职工董事	选举	2025年5月20日

资料来源：公司年报及公告

由于工作职务调整，王丹女士申请辞去公司副总裁、首席研发官一职，Thomas Kenneth Graham 先生申请辞去公司副总裁一职，二人辞任后将专职在子公司蓝帆柏盛及其下属子公司担任职务。以上董事、监事以及高级管理人员变动暂未对公司生产经营造成重大不利影响。

## （三）经营方面

### 1 业务经营分析

#### （1）经营概况

2024年，随着一次性手套行业复苏以及心脑血管产品的持续放量，公司营业总收入和毛利率均同比增长；但由于期间费用高企，公司利润总额仍为亏损，亏损规模同比收窄。2025年1—3月，公司利润总额同比扭亏。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2024年，随着一次性手套行业复苏以及心脑血管产品的持续放量，公司实现营业收入62.53亿元，同比增长26.91%；公司毛利率为16.48%，同比提升4.18个百分点。2024年，由于公司费用规模仍属较高，公司利润总额-4.02亿元（2023年利润总额-6.23亿元），亏损规模同比收窄。

营业总收入构成方面，以一次性手套为核心的健康防护业务仍为公司主要收入来源，随着行业复苏，健康防护业务收入同比增长；受益于集采支架提价以及新产品放量，公司心脑血管产品收入同比增长；应急救护产品在公司营业总收入中占比不大。

毛利率方面，2024年，公司心脑血管产品毛利率同比变化不大；受一次性手套行业复苏影响，公司健康防护产品毛利率由负转正；公司应急救护产品毛利率同比变化不大。综上，公司2024年综合毛利率同比有所上升。

2025年1—3月，公司实现营业收入14.78亿元，同比增长1.59%，同比变化不大；公司利润总额0.71亿元，同比扭亏。由于国际局势波动，公司健康防护产品板块当季度业绩承压。

图表 3 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月			2024 年收入同比变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
心脑血管产品	9.81	19.90%	62.23%	11.12	17.78%	63.54%	3.66	24.76%	66.76%	13.39%

健康防护产品	36.06	73.19%	-2.13%	48.19	77.07%	5.27%	10.27	69.46%	-0.18%	33.64%
应急救援产品	2.64	5.35%	23.17%	2.45	3.93%	24.20%	0.47	3.20%	22.14%	-6.89%
其他	0.77	1.56%	15.00%	0.76	1.22%	13.61%	0.38	2.58%	2.11%	-0.46%
<b>合计</b>	<b>49.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.30%</b>	<b>62.53</b>	<b>100%</b>	<b>16.48%</b>	<b>14.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.17%</b>	<b>26.91%</b>

注：尾差系四舍五入所致  
 资料来源：公司提供

## (2) 生产和销售

2024年，公司健康防护产品和心脑血管产品产销量均较上年增长，产能利用率同比上升，产销率保持在很高水平。由于健康防护产品价格仍处于低位叠加大额折旧摊销影响，健康防护事业部利润总额亏损，但健康防护事业部和心脑血管事业部亏损规模均同比大幅收窄。

生产方面，2024年，公司健康防护产品产能较上年未发生变化。受益于一次性手套行业的持续复苏，公司健康防护产品的产量和产能利用率均同比大幅增长。2024年，公司心脑血管产品产能和产量同比增长，产能利用率略有上升，保持在很高水平。

产品成本构成方面，2024年，公司营业成本构成中健康防护产品的原材料所占比重高，原材料价格波动对公司产品成本和毛利率影响较大。

图表4 公司营业成本构成占比情况

产品	项目	2023年	2024年
健康防护产品	原材料（%）	45.41	50.21
	加工费用（%）	37.60	35.71
	其他（%）	2.23	1.49
心脑血管产品	原材料和外购成本（%）	5.06	5.06
	其他（%）	3.51	2.71
其他	其他（%）	6.20	4.83
<b>合计</b>		<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：本表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：公司年度报告

图表5 公司主要产品产销情况

业务	项目	2023年	2024年	2025年1-3月	2024年同比变动
健康防护产品	产能（亿支）	466.12	466.12	116.53	0.00%
	产量（亿支）	373.09	483.05	97.85	29.47%
	产能利用率（%）	80.04	103.63	83.97	23.59个百分点
	销量（亿支）	377.16	485.06	109.63	28.61%
	产销率（%）	101.09	100.42	112.04	-0.67个百分点
心脑血管产品	产能（万条）	95.71	116.86	32.53	22.10%
	产量（万条）	90.68	113.70	29.94	25.39%
	产能利用率（%）	94.74	97.30	92.04	2.56个百分点
	销量（万条）	85.84	108.08	33.71	25.91%
	产销率（%）	94.66	95.06	112.58	0.40个百分点

注：心脑血管产品产能为实际人工产能

资料来源：公司提供

销售方面，2024年，公司健康防护产品销量同比增长28.61%，产销率保持在100%以上，健康防护业务收入和毛利率均同比增长，但价格仍属历史低位，健康防护业务毛利率较低，叠加健康防护事业部当期折旧费和摊消费4.40亿元，公司健康防护事业部利润总额为-0.11亿元（2023年为-3.74亿元），仍为亏损，但亏损规模同比大幅收窄。

2024年，受BA9™药球在国内28个省份集采中标后当期国内销量同比增长120%，普通球囊销量同比增长超160%，心跃®、心阔®支架集采中标后持续放量，Allegra®经导管介入主动脉瓣膜置换系统销售等因素影响，公司心脑血管产品销量同比增长，产销率较上年有所上升。2024年，公司心脑血管产品收入同比增长，毛利率同比略有上升；由于当期折旧和摊消费1.25亿元，叠加

心脑血管产品带来的销售费用和研发费用支出，公司心脑血管事业部利润总额仍亏损，为-1.29 亿元（2023 年为-2.29 亿元），亏损规模同比有所收窄。

销售区域分布方面，2024 年，公司境外销售额占销售总额的比重仍很高，境外销售区域为欧美、亚太、中东等地，以美元、欧元结算为主，面临一定汇率波动风险。公司运用外汇套期保值等汇率避险工具，或在业务合同中约定固定汇率、进行价格谈判等做法，控制汇率波动对公司业务经营产生的不利影响。受国际贸易政策变化影响，公司健康防护产品在美国市场的销售承压。

图表 6 公司产品销售区域收入占比情况

区域	2023 年	2024 年
境内 (%)	13.99	13.49
境外 (%)	86.01	86.51
合计	100.00	100.00

资料来源：公司年度报告

公司健康防护产品根据产品市场价格和成本费用加成综合确定销售价格，对于海外客户主要采用每月进行报价和预接单的方式，提前 45~60 天接收订单。海外销售的结算方式主要采用开具信用证、通过 FOB 方式进行交货。公司给予经销商的信用政策以赊销为主，根据客户商业信誉与合作关系，结合信用评级确定相应的账期（一般为 1~2 个月）；对于中东等收款风险较大的地区采用预收和提单时支付相结合的结算方式，最大程度减少坏账的发生。在直销模式下，通常给予大型客户 15~60 天左右的账期。心脑血管产品方面，柏盛国际的客户主要分布在欧洲、中东、印度及非洲地区、亚太地区以及中国等地。信用政策方面，柏盛国际海外销售主要采取赊销的结算方式，客户在收到产品后的支付账期视全球不同地区、不同医院以及各大代理经销商的具体情况而定（一般在 2~4 个月左右）；吉威医疗的销售主要采取现款现货的结算方式。NVT AG（柏盛国际的控股子公司）采用“以直销为主，直销和经销相结合”的销售模式。2024 年，公司与客户的结算方式和结算周期较上年未发生较大变化。

从销售集中度来看，2024 年，公司向前五名客户的销售金额为 8.72 亿元，占销售总额的比例为 13.95%，销售集中度尚可；公司前五名客户中无关联销售情况。

### （3）原材料采购

2024 年，健康防护产品主要原材料采购量呈增长趋势，主要原材料除增塑剂以外价格均同比有所增长；心脑血管产品主要原材料采购价格分化，由于消化库存原材料，采购量下降；原材料采购集中度高，和供应商的结算方式和结算周期未发生较大变化。

公司健康防护产品主要原材料包括丁腈胶乳、糊树脂、增塑剂和降粘剂等。2024 年，随着公司健康防护产品产量增长，主要相关原材料采购量同比增长；公司采购价格主要是随行就市，主要原材料除增塑剂以外价格同比均有所增长。心脑血管产品原材料采购方面，2024 年，由于消化库存原材料，所用的主要原材料采购量均有所下降，采购均价出现分化。

图表 7 公司主要原材料采购情况

业务	原材料	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
健康防护产品	糊树脂	采购量 (吨)	49837.36	66224.80	13800.40
		平均采购价格 (元/吨)	6806.65	6915.22	6618.06
	增塑剂	采购量 (吨)	37229.45	48349.08	9485.08
		平均采购价格 (元/吨)	9128.11	8723.11	7280.40
	降粘剂	采购量 (吨)	14743.19	14258.91	1908.59
		平均采购价格 (元/吨)	7479.52	7630.84	7182.48
丁腈胶乳	采购量 (吨)	174370.93	213012.40	50791.01	
	平均采购价格 (元/吨)	4685.45	5426.19	5431.46	
心脑血管产品	药物	采购金额 (万美元)	522.35	339.26	125.37
		平均采购价格 (美元/毫克)	6.24	5.68	5.63
	海波管	采购金额 (万美元)	287.22	103.99	46.41
		平均采购价格 (美元/根)	4.04	4.07	3.98

注：平均采购价格不含税

资料来源：公司提供

公司健康防护产品原材料采购结算方式以银行汇款为主，账期通常为 0~90 天，部分紧俏原材料采用货到付款和月结方式。2024 年，公司和供应商的结算方式和结算周期未发生较大变化。从采购集中度来看，2024 年，公司向前五名供应商采购金额占年度采购总额的比例为 38.66%，原材料采购集中度高；前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额的 21.28%。

#### (4) 经营效率

2024 年，公司经营效率同比变化不大。

2024 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别由上年的 6.09 次、4.38 次和 0.31 次变化为 5.86 次、4.59 次和 0.39 次，销售债权周转次数有所下降，存货周转次数和总资产周转次数略有提升。

## 2 未来发展

截至 2024 年底，公司主要在建项目存在一定资金支出压力；公司制定了符合自身经营需要的未来发展规划。

截至 2024 年底，公司主要在建项目如下表所示。高端健康防护丁腈手套项目仍围绕健康防护手套产品展开，未来产能规模将扩大，需关注产能消化风险。公司在建项目仍有一定资金支出压力。

图表 8 截至 2024 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2024 年底已投资金额	未来计划投资金额	2025 年计划投入金额	2026 年计划投入金额	完工进度	资金来源
高端健康防护丁腈手套项目	24.50	19.20	5.30	0.20	0.30	78.35%	HKG 投资资金
蓝帆医疗科创总部及产业化基地项目	18.37	6.55	11.82	3.00	3.00	35.66%	金融机构贷款
合计	42.87	25.75	17.12	3.20	3.30	--	--

注：公司未来投资计划金额为预算数，公司未来实际投资金额可能和预算金额存在差异  
资料来源：公司提供

心脑血管业务方面，公司将延续全球化布局，在建立全球研发机制的同时，为更好的实现各产品在不同区域上市，建立了应对欧盟 CE 审批、日本 PMDA 审批及中国 NMPA 审批的临床及注册团队；为了更好的应对行业竞争，公司将延续产品全部拥有自主知识产权的策略。

健康防护业务方面，公司将不断提升生产工艺和自动化生产水平，降低产品生产能耗和物耗；继续加强新产品开发、提升现有产品及在产品应用方面创新，推进高附加值产品的生产和销售；继续加强成本管理，不断降低生产和运营成本；未来公司会通过持续拓展市场，进一步提高健康防护手套销量，促进产能利用率和市场占有率的提高。急救业务方面，公司继续保持欧洲、美洲等市场占有率，不断提升国内市场占有率；不断提高科技研发水平，积累适应市场的带有差异化、高技术含量的产品。

### (四) 财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。2024 年，公司合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

#### 1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产仍以非流动资产为主，由于收到战略投资者和产业投资者的相关款项，公司货币资金较上年底增长；公司应收账款和存货对营运资金存在一定占用，商誉规模较大，需关注减值风险；公司受限资产主要为银行借款以及融资租赁等融资产生。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长，资产结构较上年底变化不大，仍以非流动资产为主。流动资产方面，截至 2024 年底，由于收到泰国产业投资者 Hua Kee Co., Ltd.（以下简称“HKG”）以及蓝帆柏盛引入的战略投资者的资金，公司货币资金较上年底大幅增长；随着经营规模增长，公司应收账款和存货均较上年底增长，对营运资金存在一定占用。非流动资产方面，截至 2024 年底，由于机器设备等计提折旧，公司固定资产账面价值较上年底下降（公司采用年限平均法计提固定资产折旧，其中房屋及建筑物的年折旧率为 5.00%-2.25%，机器设备的年折旧率为 20.00%-4.50%，其他设备的年折旧率为 33.33%-6.00%）；由于在建项目的持续投入，公司在建工程较上年底增长；公司商誉在资产总额中占比高；商誉中 CB Cardio Holdings II Limited 和 CB Cardio Holdings V Limited 资产组主要由心脏支架和球囊业务构成，与购买日及以前年度减值测试时所确定的资产组组合一致，现金流量

预测所用的税前折现率是 12.41%（2023 年：11.90%）；商誉中 Bluesail New Valve Technology Limited 资产组主要由心脏瓣膜业务构成，与购买日及以前年度减值测试时所确定的资产组组合一致，现金流量预测所用的税前折现率是 12.90%（2023 年为 13.78%）。公司对商誉累计计提减值准备 38.48 亿元（2022—2024 年未计提）。公司商誉规模较大，若未来宏观经济、市场环境、产业政策等外部因素发生重大变化，或经营不利，使得收购的子公司经营状况不及预期，公司商誉可能面临一定减值风险。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长，资产结构较上年底变化不大。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
<b>流动资产</b>	<b>37.70</b>	<b>24.11</b>	<b>52.58</b>	<b>31.30</b>	<b>57.09</b>	<b>32.95</b>	<b>39.49</b>
货币资金	12.82	8.20	19.54	11.63	22.26	12.85	52.42
应收账款	8.97	5.74	12.38	7.37	11.80	6.81	37.95
存货	10.55	6.75	12.22	7.27	12.11	6.99	15.91
<b>非流动资产</b>	<b>118.64</b>	<b>75.89</b>	<b>115.43</b>	<b>68.70</b>	<b>116.15</b>	<b>67.05</b>	<b>-2.71</b>
固定资产	46.98	30.05	43.59	25.94	42.53	24.55	-7.21
在建工程	7.09	4.53	10.44	6.21	11.26	6.50	47.28
无形资产	10.78	6.89	11.25	6.69	11.08	6.40	4.33
商誉	38.74	24.78	38.72	23.05	39.04	22.53	-0.06
<b>资产总额</b>	<b>156.33</b>	<b>100.00</b>	<b>168.01</b>	<b>100.00</b>	<b>173.24</b>	<b>100.00</b>	<b>7.47</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 截至 2024 年底公司商誉情况（单位：亿元）

被投资单位全称	期末余额	商誉减值准备	账面价值
Omni International Corp.	0.16	0.00	0.16
CB Cardio HoldingsII Limited、CB Cardio Holdings V Limited	66.65	38.48	27.17
Bluesail New Valve Technology Limited	9.90	0.00	9.90
武汉必凯尔救助用品有限公司	0.49	0.00	0.49
<b>合计</b>	<b>77.21</b>	<b>38.48</b>	<b>38.72</b>

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司资产受限情况如下表所示，受限规模较大。

图表 11 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	1.32	信用证保证金、利息储备金、银行汇票保证金、结售汇保证金、金融衍生品保证金
固定资产	8.70	融资租赁售后回租、银行借款抵押
无形资产	1.86	银行借款抵押
在建工程	6.55	银行借款抵押
一年内到期的其他非流动资产	2.34	银行借款质押
其他非流动资产	0.53	银行借款质押
<b>合计</b>	<b>21.29</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司年报整理

**截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底变化不大，所有者权益结构稳定性尚可。**

截至 2024 年底，由于少数股东权益增长，公司所有者权益 98.01 亿元，较上年底增长 2.64%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.53%，少数股东权益占比为 16.47%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.28%、50.13%、2.04%和 17.07%。所有者权益结构稳定性尚可。截至 2025 年 3 月底，由于少数股东权益增长，公司所有者权益较上年底增长 3.07%至 101.02 亿元，所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

**截至 2024 年底，公司负债和债务规模均较上年底增长，公司债务负担加重；公司短期债务占比下降，长期债务中 1~2 年内需偿付的债务规模大，需关注未来的集中偿付压力。**

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长，由于偿还一年内到期的长期借款，公司流动负债占比大幅下降，负债结构以非流动负债为主。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 22.66%，主要系长期债务大幅增长，全部债务以长期债务为主。短期债务方面，截至 2024 年底，公司短期债务主要为短期借款和一年内到期的长期借款（3.80 亿元）和一年内到期的长期应付款（1.78 亿元）等，由于公司偿还一年内到期的债务，公司短期债务较上年底大幅下降；长期债务方面，截至 2024 年底，公司长期债务主要为长期借款（较上年底大幅增长主要系部分一年内到期长期借款完成续贷转入长期借款科目所致）、应付债券即“蓝帆转债”、长期应付款（心脑血管事业部收到引入战略投资者的投资款存在潜在回购义务，根据会计准则作为金融负债计入长期应付款），由于长期应付款计入债务的部分大幅增长，带动公司长期债务大幅增长。债务指标方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底上升，公司债务负担加重，债务期限结构有所改善。

债务期限结构来看，截至 2024 年底，公司 1~2 年内到期需偿还的债务规模大，包括尚未转股的“蓝帆转债”余额，需关注公司的集中偿债压力。

截至 2025 年 3 月底，公司负债规模和付息债务规模均较上年底增长，由于部分长期债务转为一年内到期，公司短期债务占比上升；公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底上升，债务负担加重。

图表 12 • 公司主要负债情况

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底变化 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
<b>流动负债</b>	<b>39.09</b>	<b>64.24</b>	<b>29.67</b>	<b>42.39</b>	<b>36.84</b>	<b>51.01</b>	<b>-24.09</b>
短期借款	5.43	8.93	5.19	7.41	6.74	9.33	-4.50
应付账款	4.31	7.08	5.49	7.84	4.42	6.12	27.29
其他应付款	12.15	19.97	9.96	14.23	8.85	12.26	-18.00
一年内到期的非流动负债	14.87	24.44	5.82	8.31	12.83	17.76	-60.88
<b>非流动负债</b>	<b>21.76</b>	<b>35.76</b>	<b>40.33</b>	<b>57.61</b>	<b>35.38</b>	<b>48.99</b>	<b>85.32</b>
长期借款	3.18	5.22	10.78	15.40	5.25	7.27	239.30
应付债券	14.94	24.55	15.47	22.10	15.60	21.60	3.58
长期应付款	1.84	3.03	12.03	17.19	12.50	17.31	552.57
<b>负债总额</b>	<b>60.85</b>	<b>100.00</b>	<b>70.00</b>	<b>100.00</b>	<b>72.22</b>	<b>100.00</b>	<b>15.04</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

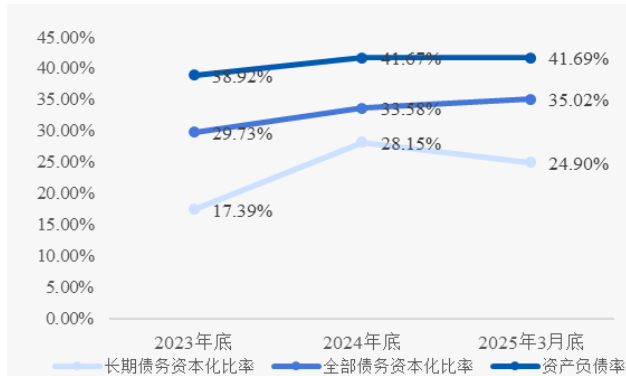
图表 13 • 截至 2025 年 3 月底公司债务期限结构 (单位: 亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
<b>合计</b>	<b>20.95</b>	<b>28.45</b>	<b>0.25</b>	<b>4.80</b>	<b>54.45</b>

资料来源：公司提供

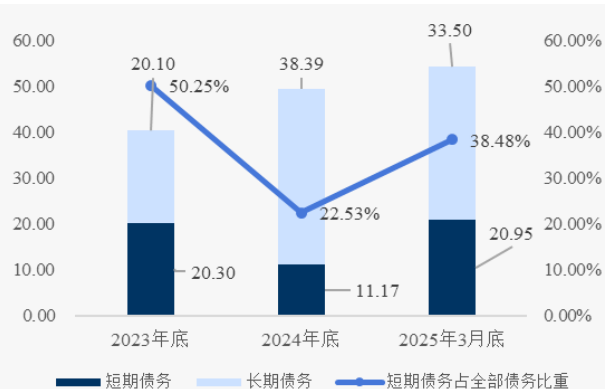


图表 14 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司营业总收入同比增长，利润总额亏损规模同比收窄，利息支出大幅增长带动公司财务费用增长；2025 年 1—3 月，公司利润总额同比扭亏。2025 年，随着心脑血管板块的产品放量，公司整体有望扭亏。

盈利能力方面，营业收入及利润相关分析请参见本报告“业务经营分析”。2024 年，公司期间费用率<sup>1</sup>为 21.68%，较上年下降 2.75 个百分点，对利润存在一定侵蚀；由于利息支出大幅增长至 2.90 亿元，公司财务费用同比大幅增长。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 14.78 亿元，同比增长 1.59%，同比变化不大；公司利润总额 0.71 亿元，同比扭亏。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2024 年同比变化
营业总收入	49.27	62.53	14.78	26.91%
营业成本	43.21	52.23	12.24	20.87%
期间费用	12.03	13.56	2.72	12.65%
其中：销售费用	4.49	4.66	0.92	3.83%
管理费用	3.40	3.49	0.70	2.61%
研发费用	2.91	3.42	0.68	17.60%
财务费用	1.24	1.99	0.42	60.36%
投资收益	0.14	-0.07	0.02	-151.88%
利润总额	-6.23	-4.02	0.71	35.47%
营业利润率 (%)	11.56	15.81	16.35	4.24 个百分点
总资产收益率 (%)	-2.84	-1.26	--	1.58 个百分点
净资产收益率 (%)	-5.95	-4.74	--	1.21 个百分点

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司经营活动现金由净流出转为净流入，投资活动现金仍为净流出，由于收到 HKG 和其他战略投资者的投资资金，公司筹资活动现金净流入规模同比大幅增长。公司投资支出规模较大，对筹资活动现金存在一定依赖。

现金流方面，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金以及收到的税费返还等，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工及为职工支付的现金等。2024 年，公司经营活动产生的现金由净流出转为净流入。公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金等，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，以及投资支付的现金等。2024 年，公司投资活动现金流入规模小，公司投资活动产生的现金仍为净流出。2024 年，由于公司收到 HKG 以及其他战略投资者的资金，公司筹资活动现金流入同比大幅增长，由于公司持续偿还到期债务，公司筹资活动现金流出规模同比大幅增长，公司筹资活动现金仍为净流入，且净流入规模同比大幅增长。

<sup>1</sup>（期间费用率=期间费用总额/营业总收入\*100%）

2025年1—3月，公司经营活动现金净流入1.98亿元，投资活动现金净流出4.24亿元，筹资活动现金净流入4.78亿元。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比变化
经营活动现金流入小计	53.86	67.29	17.76	24.94%
经营活动现金流出小计	54.59	65.93	15.79	20.78%
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-0.73</b>	<b>1.36</b>	<b>1.98</b>	<b>286.39%</b>
投资活动现金流入小计	3.01	0.78	1.77	-74.09%
投资活动现金流出小计	11.72	7.94	6.02	-32.30%
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-8.71</b>	<b>-7.15</b>	<b>-4.24</b>	<b>17.84%</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-9.44</b>	<b>-5.80</b>	<b>-2.27</b>	<b>38.58%</b>
筹资活动现金流入小计	10.40	33.54	6.52	222.39%
筹资活动现金流出小计	9.07	20.31	1.73	123.94%
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>1.33</b>	<b>13.23</b>	<b>4.78</b>	<b>892.27%</b>
现金收入比（%）	99.82	98.20	109.47	-1.62个百分点

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 2 偿债指标变化

截至2024年底，公司主要长短期偿债指标均较上年底上升，短期偿债指标表现好，长期偿债指标表现一般，需关注2026年的集中偿付压力；公司剩余授信空间较为充足，作为A股上市公司具备直接融资渠道。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年
短期偿债指标	流动比率（%）	96.44	177.22
	速动比率（%）	69.46	136.02
	经营现金/流动负债（%）	-1.86	4.58
	经营现金/短期债务（倍）	-0.04	0.12
	现金类资产/短期债务（倍）	0.78	2.03
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.35	4.36
	全部债务/EBITDA（倍）	29.92	11.37
	经营现金/全部债务（倍）	-0.02	0.03
	EBITDA/利息支出（倍）	0.73	1.50
	经营现金/利息支出（倍）	-0.40	0.47

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

短期偿债指标方面，截至2024年底，由于短期债务下降以及收到投资资金导致现金类资产增长，公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务较上年底上升，现金类资产对短期债务覆盖程度高。截至2024年底，公司销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债为2.07倍，能够对流动负债形成一定覆盖。

长期偿债指标方面，2024年，公司EBITDA为4.36亿元。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占106.99%）、摊销（占21.14%）、计入财务费用的利息支出（占63.99%）构成。2024年，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱，对利息支出能够形成一定覆盖。截至2024年底，按照1~2年内的长期债务28.45亿元计算，公司2026年的偿债压力大。

对外担保方面，截至2024年底，公司合并口径之外的对外担保为公司对上海市中小微企业政策性融资担保基金管理中心的责任保证，担保额度和实际担保金额均为850万元，担保期限为自担保基金代偿借款之日起三年。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司及下属子公司存在重大未决诉讼（涉案金额 1000 万元以上且占净资产 10%以上）。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司合并口径共获得授信 36.18 亿元人民币、2.90 亿欧元、5821.06 万新加坡币，尚余授信 18.46 亿元人民币、6000.00 万欧元和 1765.72 万新加坡币。公司是 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

### 3 公司本部主要变化情况

公司本部负责部分健康防护产品业务。截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降，以非流动资产为主；负债总额较上年底下降，以非流动负债为主，债务负担较轻。2024 年，公司本部利润亏损，投资活动现金由净流出转为净流入。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 93.58 亿元，较上年底下降 8.72%。其中，流动资产 14.18 亿元（占比 15.16%），非流动资产 79.40 亿元（占比 84.84%）。从构成看，流动资产主要由交易性金融资产（占 21.84%）、其他应收款（占 55.95%）、一年内到期的非流动资产（占 16.49%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 95.86%）构成。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 20.44 亿元，较上年底下降 25.76%。其中，流动负债 4.45 亿元（占比 21.77%），非流动负债 15.99 亿元（占比 78.23%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 29.92%）、其他应付款（合计）（占 6.25%）、一年内到期的非流动负债（占 62.48%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 96.76%）构成。公司本部 2024 年底资产负债率为 21.84%，较 2023 年底下降 5.01 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 20.10 亿元。其中，短期债务占 20.45%、长期债务占 79.55%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 21.56%，公司本部债务负担较轻。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 73.14 亿元，较上年底下降 2.46%。在所有者权益中，实收资本为 10.07 亿元（占 13.77%）、资本公积合计 61.62 亿元（占 84.24%）、未分配利润合计-1.63 亿元（占-2.23%）、盈余公积合计 2.34 亿元（占 3.20%），公司本部所有者权益稳定性高。

2024 年，公司本部营业总收入为 1.21 亿元，利润总额为-1.50 亿元。同期，公司本部投资收益为-0.03 亿元。现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 1.43 亿元，投资活动现金流净额 6.98 亿元，筹资活动现金流净额-8.64 亿元。截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 55.70%；公司本部负债占合并口径的 29.20%；公司本部所有者权益占合并口径的 74.63%；公司本部营业总收入占合并口径的 1.94%；公司本部利润总额（亏损）占合并口径的 37.32%；公司本部全部债务占合并口径的 40.56%。

## （五）ESG 方面

公司注重环境保护、绿色发展，履行了一定社会责任，治理结构和内控制度较为完善。

环境责任方面，公司废气排放口安装了在线监测系统，委托第三方公司对废气等进行第三方监测，并通过全国污染源监测信息管理与共享平台和排污许可网络申报系统及时公开监测方案、监测报告、污染治理设施运行情况、年度完成情况报告等，在线监测系统进行全天实时连续监测，监测数据实时上传属地环保部门监测平台。2024 年，公司生产经营活动产生的废气均实现达标排放。公司采用自行监测和委托第三方检测相结合的方式，对生产过程产生的污水进行全流程管控，2024 年，公司生产经营活动产生的废水均实现达标排放。公司制定了自行监测方案并报属地环保部门备案，自行监测方案已实施运行。

社会责任方面，公司披露了《蓝帆医疗 2024 年度环境、社会及公司治理报告》，2024 年，公司对外捐赠和公益项目总投入资金 171.07 万元。

公司治理方面，公司制定了符合上市公司要求的治理结构和内控制度。跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动情况详见本报告“（二）管理水平”。

## 七、债券偿还能力分析

蓝帆转债余额较大，转股价与正股价格差距较大，转股可能性较低。考虑到蓝帆转债设置有条件回售条款，需关注可能触发的有条件回售条款带来的偿债压力。

截至 2025 年 3 月底，公司发行的“蓝帆转债”余额为 15.20 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入量对“蓝帆转债”能够形成一定覆盖。

蓝帆转债设置了有条件的回售条款，在蓝帆转债最后一个计息年度，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%时，蓝帆转债持有人有权将其持有的蓝帆转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

截至 2025 年 6 月 6 日，公司股票价格为 5.44 元/股，回售触发的价格为 8.75 元/股，若触发回售条款，公司存在一定集中偿付压力，需关注可能触发的有条件回售条款带来的偿债压力。

图表 19 • 公司可转债偿还能力指标

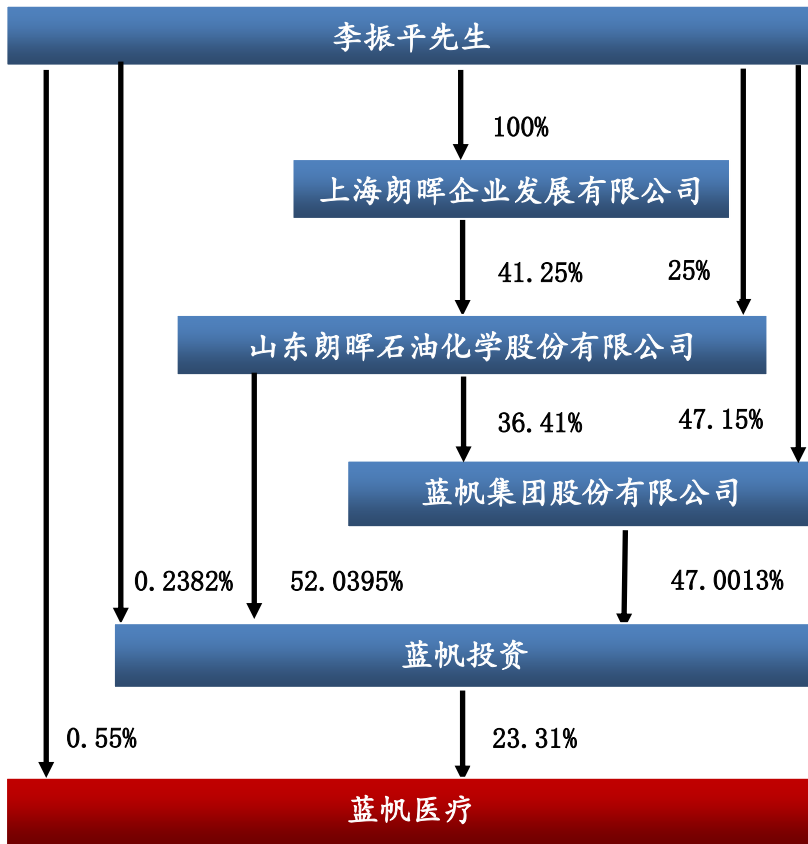
项目	2024 年
长期债务（亿元）	38.39
经营现金流入/长期债务（倍）	1.75
经营现金/长期债务（倍）	0.04
长期债务/EBITDA（倍）	8.81

注：1.经营现金指经营活动现金流量净额；2.经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2024 年度数据  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 八、跟踪评级结论

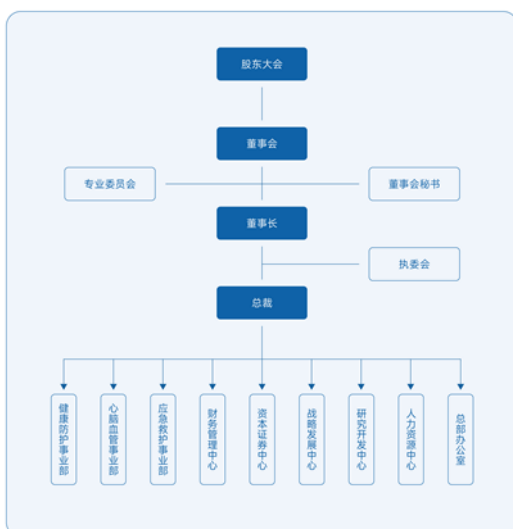
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，下调“蓝帆转债”的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 5 月 16 日）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 5 月 21 日）



资料来源：公司提供

**附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）**

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		注册地
		直接	间接	
山东蓝帆新材料有限公司	PVC 手套等生产、销售	100.00	--	山东临朐
淄博蓝帆防护用品有限公司	丁腈手套等生产、销售	--	100.00	山东淄博
山东蓝帆健康科技有限公司	丁腈手套等生产、销售	--	69.36	山东临朐
淄博蓝帆新材料有限公司	PVC 手套等生产、销售	100.00	--	山东淄博
淄博蓝帆健康科技有限公司	丁腈手套等生产、销售	100.00	--	山东淄博
山东吉威医疗制品有限公司	开发、生产及销售医疗器械	--	83.61	山东威海
Biosensors Europe SA	市场营销及销售、医疗器械、转让医疗技术专利使用权	--	83.61	瑞士
Biosensors Interventional Technologies Pte. Ltd	开发、生产、组装及销售医疗器械	--	83.61	新加坡
武汉必凯尔救助用品有限公司	医疗器械销售	100.00	--	湖北武汉
湖北高德急救防护用品有限公司	急救包生产及销售	--	100.00	湖北黄冈

资料来源：公司提供

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	15.90	22.70	27.72
应收账款（亿元）	8.97	12.38	11.80
其他应收款（亿元）	0.78	0.71	0.74
存货（亿元）	10.55	12.22	12.11
长期股权投资（亿元）	2.00	1.82	1.80
固定资产（亿元）	46.98	43.59	42.53
在建工程（亿元）	7.09	10.44	11.26
资产总额（亿元）	156.33	168.01	173.24
实收资本（亿元）	10.07	10.07	10.07
少数股东权益（亿元）	0.00	16.14	18.46
所有者权益（亿元）	95.48	98.01	101.02
短期债务（亿元）	20.30	11.17	20.95
长期债务（亿元）	20.10	38.39	33.50
全部债务（亿元）	40.40	49.56	54.45
营业总收入（亿元）	49.27	62.53	14.78
营业成本（亿元）	43.21	52.23	12.24
其他收益（亿元）	0.39	0.31	0.14
利润总额（亿元）	-6.23	-4.02	0.71
EBITDA（亿元）	1.35	4.36	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	49.18	61.40	16.18
经营活动现金流入小计（亿元）	53.86	67.29	17.76
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.73	1.36	1.98
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.71	-7.15	-4.24
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.33	13.23	4.78
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	6.09	5.86	--
存货周转次数（次）	4.38	4.59	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.39	--
现金收入比（%）	99.82	98.20	109.47
营业利润率（%）	11.56	15.81	16.35
总资本收益率（%）	-2.84	-1.26	--
净资产收益率（%）	-5.95	-4.74	--
长期债务资本化比率（%）	17.39	28.15	24.90
全部债务资本化比率（%）	29.73	33.58	35.02
资产负债率（%）	38.92	41.67	41.69
流动比率（%）	96.44	177.22	154.95
速动比率（%）	69.46	136.02	122.07
经营现金流动负债比（%）	-1.86	4.58	--
现金短期债务比（倍）	0.78	2.03	1.32
EBITDA 利息倍数（倍）	0.73	1.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	29.92	11.37	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2025 年一季度数据未经审计；3. “--”表示数据项无数据，或者数据项对此填表主体不适用/无意义

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2023 年	2024 年
<b>财务数据</b>		
现金类资产（亿元）	3.45	3.25
应收账款（亿元）	0.17	0.26
其他应收款（亿元）	15.20	7.94
存货（亿元）	0.02	0.02
长期股权投资（亿元）	75.84	76.11
固定资产（亿元）	0.13	0.12
在建工程（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	102.52	93.58
实收资本（亿元）	10.07	10.07
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	74.99	73.14
短期债务（亿元）	11.69	4.11
长期债务（亿元）	15.49	15.99
全部债务（亿元）	27.19	20.10
营业总收入（亿元）	1.92	1.21
营业成本（亿元）	1.86	1.21
其他收益（亿元）	0.00	0.01
利润总额（亿元）	-0.79	-1.50
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.90	1.12
经营活动现金流入小计（亿元）	7.34	2.21
经营活动现金流量净额（亿元）	3.92	1.43
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.78	6.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.65	-8.64
<b>财务指标</b>		
销售债权周转次数（次）	12.33	5.67
存货周转次数（次）	38.97	60.02
总资产周转次数（次）	0.02	0.01
现金收入比（%）	99.11	92.01
营业利润率（%）	2.69	-0.02
总资本收益率（%）	0.29	-0.38
净资产收益率（%）	-1.21	-2.06
长期债务资本化比率（%）	17.12	17.94
全部债务资本化比率（%）	26.61	21.56
资产负债率（%）	26.85	21.84
流动比率（%）	174.99	318.85
速动比率（%）	174.79	318.46
经营现金流流动负债比（%）	32.60	32.16
现金短期债务比（倍）	0.29	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

注：公司本部 2025 年一季度财务报告未披露；公司本部其他应付款中计息部分计入短期债务核算；“--”表示数据项无数据，或者数据项对此填表主体不适用/无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持