



奥锐特药业股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

奥锐特药业股份有限公司2024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	2024-7-5

债券概况

发行规模：不超过 81,212.00 万元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。附债券赎回及回售条款

发行目的：用于募投项目建设及补充流动资金

联系方式

项目负责人：张旻熿
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：王致中
wangzz@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到奥锐特药业股份有限公司（以下简称“奥锐特”或“公司”，股票代码：605116.SH）在特色原料药行业深耕多年，研发能力较强，原料药产品线较丰富，并向下游制剂进行拓展，开发的地屈孕酮单方制剂为国内首仿。得益于地屈孕酮原料药及单方制剂、醋酸阿比特龙原料药的投产销售，公司近年营业收入、净利润持续增长。公司财务杠杆水平较低，主营业务现金生成能力较强，上市后资本实力增强、融资渠道拓宽。但中证鹏元也关注到，以外销为主的销售格局令公司面临一定汇率波动和国际贸易环境变化风险；伴随着近年来的业绩增长，公司积极扩产，未来项目投入及运营尚需一定资金，面临一定资金压力；公司推行制剂原料药一体化发展战略，但制剂新产品和新工艺开发的技术难度大，周期长，需关注新产品研发风险及本期债券募投项目效益不达预期等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	26.87	25.75	20.33	17.21
归母所有者权益	20.57	19.68	16.76	15.06
总债务	2.70	2.26	0.87	0.18
营业收入	3.36	12.63	10.08	8.03
净利润	0.82	2.89	2.08	1.68
经营活动现金流净额	0.89	3.86	1.66	2.02
净债务/EBITDA	--	-0.81	-0.98	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	110.60	287.66	368.62
总债务/总资本	11.60%	10.29%	4.93%	1.18%
FFO/净债务	--	-109.44%	-87.06%	-47.97%
EBITDA 利润率	--	29.34%	28.87%	29.54%
总资产回报率	--	14.40%	12.88%	11.84%
速动比率	1.72	1.71	2.00	3.17
现金短期债务比	3.25	3.57	5.54	109.41
销售毛利率	53.68%	55.92%	51.62%	49.13%
资产负债率	23.44%	23.58%	17.15%	12.40%

注：2021-2023 年净债务为负。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司研发投入较大，原料药产品线不断丰富，并向下游制剂进行拓展，近三年营业收入、净利润持续增长。**公司是国内较早成功研发并生产出丙酸氟替卡松、依普利酮、普瑞巴林等原料药和中间体的企业，目前涵盖呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康等多个领域，积累了丰富的客户资源，和主要客户合作关系较稳定。2023年6月公司研发的首个制剂产品地屈孕酮片为国内首仿，并实现上市销售，产品线进一步丰富。得益于地屈孕酮原料药及单方制剂、醋酸阿比特龙原料药的投产销售，近三年公司营业收入、净利润持续增长。
- **公司财务杠杆水平较低，主营业务现金生成能力较强。**公司近三年盈利情况良好，业务现金生成能力较强，经营活动现金流均为净流入。截至2023年末，公司资产负债率为23.58%，财务杠杆维持在较低水平。
- **公司上市后资本实力增强，融资渠道拓宽。**2020年公司于上海证券交易所主板上市，募集资金净额2.84亿元，增强了公司的资本实力，扩充了公司的融资渠道。截至2023年末公司可用银行授信仍有一定额度，备用流动性较充足。

关注

- **公司销售以海外市场为主，面临一定汇率波动和国际贸易环境变化风险。**公司原料药产品以出口为主，外销收入占比长期达到85%以上，客户主要来源于欧洲、亚洲和南美洲，外销业务通常以美元结算，盈利水平易受国际贸易环境变化、汇率波动的影响。
- **公司处于产能扩张、业务增长的阶段，项目投入及运营尚需一定资金投入，面临一定资金压力。**为应对扩大的市场需求，近年来公司用于采购、研发等经营活动的现金支出规模扩大，且公司在天台厂区、扬州厂区扩建产能，资本支出较高，在建项目尚需投入一定规模资金，或推高公司财务杠杆水平。
- **公司存在新产品研发风险及本期债券募投项目效益不达预期的风险。**近年公司在现有特色原料药的基础上，提出原料药制剂一体化战略，积极开发新工艺和生产新产品，本期债券募投项目为公司战略的重要组成部分。但医药行业新产品和新工艺开发的技术难度较大，产品审批周期较长，存在一定研发风险，且募投项目能否顺利完工投产并实现预期收益亦存在一定不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司的特色原料药产品具有一定竞争力，未来预计盈利能力仍然向好，公司的经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	奥锐特	美诺华	司太立	九州药业	奥翔药业	天宇股份	华海药业
总资产	25.75	44.24	55.16	108.52	29.52	63.38	186.00
营业收入	12.63	12.16	21.96	55.23	8.17	25.27	83.09
净利润	2.89	0.16	0.45	10.33	2.54	0.27	8.17
销售毛利率	55.92%	30.87%	24.29%	37.66%	55.05%	39.17%	60.42%
资产负债率	23.58%	50.59%	68.12%	21.37%	27.44%	44.97%	55.64%
研发费用占营业收入比重	10.84%	7.83%	6.13%	5.99%	9.56%	9.65%	11.83%
销售费用占营业收入比重	7.98%	4.23%	4.51%	1.48%	2.22%	3.87%	15.58%

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：各公司年度报告，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
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

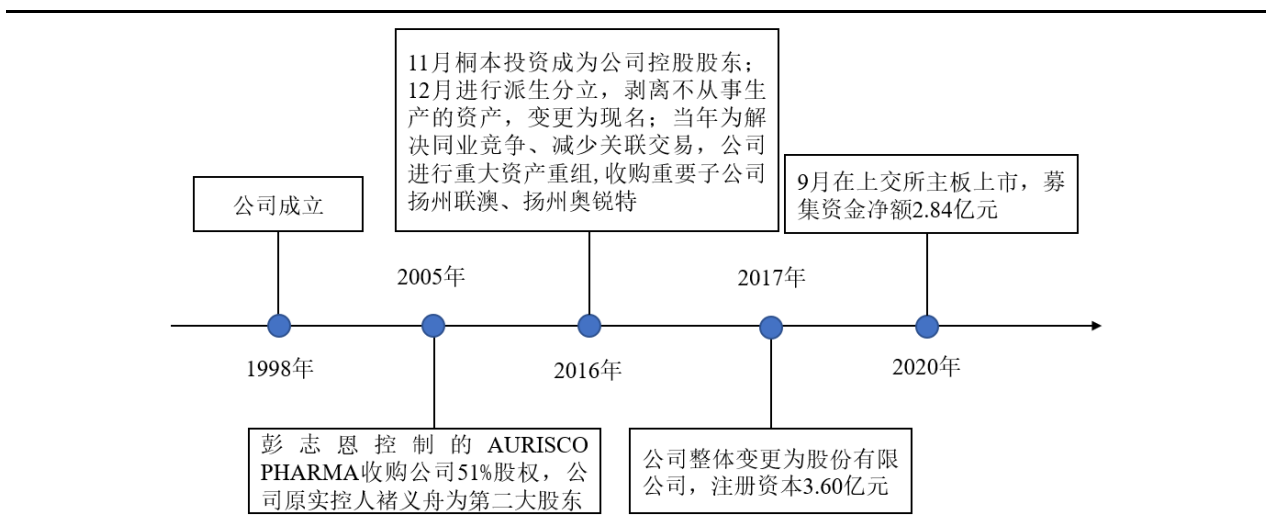
个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

一、发行主体概况

公司前身为浙江省天台县大古化工有限公司，成立于1998年3月，由浙江省圣达集团有限公司、天台县汇通化工有限公司和王为文共同出资200.00万元设立。后经过多次股权变动和增资，2005年4月公司名称变更为“浙江省天台县奥锐特药业有限公司”（以下简称“天台奥锐特有限”），实际控制人变更为彭志恩。2016年11月，公司控股股东变更为浙江桐本投资有限公司（以下简称“桐本投资”，彭志恩全资控股）。2016年12月天台奥锐特有限进行派生分立¹，公司更名为现名。为解决同业竞争、减少关联交易，公司在2016年进行了重大资产重组，收购了实控人持有的扬州奥锐特药业有限公司（以下简称“扬州奥锐特”）和扬州联澳生物医药有限公司（以下简称“扬州联澳”）100%股权。2017年6月公司整体变更为股份有限公司，注册资本3.60亿元²，彭志恩为公司实际控制人。2020年9月，公司于上海证券交易所主板挂牌上市，募集资金净额2.84亿元。

图1 公司主要发展历程



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

根据公司2024年一季报，截至2024年3月末，公司的注册资本和实收资本为40,619.50万元，公司的控股股东为桐本投资，持股比例为37.81%。实际控制人为彭志恩，通过桐本投资、天台铂融投资企业（有限合伙）（以下简称“天台铂融”）、天台铂恩投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“天台铂恩”）共计直接和间接合计控制公司41.88%的股权，桐本投资、天台铂融、天台铂恩所持有的公司股份不存在被质押、冻结的情况。

¹ 剥离原有不再从事工业生产的老厂区土地、房产，派生分立后天台奥锐特有限为存续公司。

² 以经审计的扣除安全生产准备后的账面净资产 6.02 亿元折股，其中 3.60 亿元作为注册资本，2.42 亿元计入资本公积。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例	质押、标记或冻结情况	
				股份状态	数量
桐本投资	境内非国有法人	153,583,200	37.81%	无	
褚义舟	境内自然人	112,294,800	27.65%	无	
刘美华	境内自然人	16,513,200	4.07%	无	
邱培静	境内自然人	11,178,000	2.75%	无	
天台铂融	其他	9,907,200	2.44%	无	
裘伟红	境内自然人	9,853,500	2.43%	质押	1,950,000
李建文	境内自然人	6,984,000	1.72%	无	
天台铂恩	其他	6,606,000	1.63%	无	
中国银行股份有限公司—华夏行业景气混合型证券投资基金	其他	5,292,342	1.30%	无	
褚定军	境内自然人	3,301,200	0.81%	无	
金平	境内自然人	3,301,200	0.81%	无	
合计	--	338,814,642	83.42%	--	

资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

公司主要从事特色复杂原料药、医药中间体和制剂的研发、生产和销售，是一家集科研、生产、销售为一体的制药企业，公司自设立以来主营业务未发生变更。公司的主要产品为呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康药物的原料药和中间体。

截至2023年末，公司纳入合并范围内的子公司共9家。公司主要依靠内源发展，公司向外收购的子公司有奥锐特药业（天津）有限公司（以下简称“天津奥锐特”），天津奥锐特在研发类人才、研发能力、研发体系方面具有优势，为公司在天津设立的研发中心。公司重要子公司为扬州奥锐特和扬州联澳；其中，扬州奥锐特定位为生殖、多肽、寡核苷酸的原料药和制剂生产基地，目前收入主要来源于地屈孕酮原料药和制剂；扬州联澳为中间体生产基地，产品主要为西罗莫司、星孢菌素等中间体，销售给公司本部、扬州奥锐特以及外部企业。

表2 公司重要子公司 2023 年度财务数据（单位：万元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
扬州联澳	21,908.76	19,299.08	17,862.86	1,071.94
扬州奥锐特	74,542.66	54,761.56	20,856.20	3,927.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：奥锐特药业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：不超过人民币81,212.00万元（含）；

债券期限和利率：6年，票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，股东大会授权公司董事会及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机构（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，到期归还本金和最后一年利息。

转股期限：自发行结束之日满6个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格及转股价格调整：本期债券的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A股股票交易均价（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均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。本期债券发行后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，则需对转股价格进行调整。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本期债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本期债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司A股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%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审议表决。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日公司股票交易均价。

赎回条款：本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本期债券未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权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：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的本期债券转股而增加的股本）、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。最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。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券监督管理委员会或上海证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证券监督管理委员会或上海证券交易所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。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券给予原 A 股股东优先配售权。具体优先配售数量股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转债的发行公告中予以披露。原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后的部分采用通过上海证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士与保荐机构（主承销商）协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过81,212.00万元（含），资金投向明细如下：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂项目（一期）	50,859.00	37,512.00	73.76%
年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目	27,939.00	23,414.00	83.80%
年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线建设项目	6,230.00	3,286.00	52.74%
补充流动资金	17,000.00	17,000.00	--
合计	102,028.00	81,212.00	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、募投项目基本情况

（1）308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂项目（一期）

项目地址位于浙江省天台县苍山产业聚集区自有地块内，实施主体为公司本部。本项目为一期项目，建设307.10吨特色原料药和8,000万片抗肿瘤制剂生产线和配套设施，具体包括普瑞巴林、苯磺贝他斯汀、糠酸氟替卡松、卤倍他索丙酸酯4种特色原料药和醋酸阿比特龙片、恩扎卢胺片2种抗肿瘤制剂。项目计

划建设期为3年。

(2) 年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目

项目地址位于江苏省扬州市邗江区高新技术产业开发区，项目实施主体为子公司扬州奥锐特。本项目为一期建设项目，建设内容为年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施，实现从小分子药物向多肽类药物的拓展。项目计划建设期为2年。

(3) 年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线建设项目

项目地址位于江苏省扬州市邗江区高新技术产业开发区，项目实施主体为子公司扬州奥锐特。本项目为一期项目，建设年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线。公司开发了地屈孕酮单方制剂，于2021年提交了药品注册申请，2023年公司首款成品药地屈孕酮片获批及上市销售。项目计划建设期为1年。

2、募投项目批复情况

本期债券的募投项目均已办理建设项目投资备案，已取得环评批复。

3、募投项目经济效益

根据浙江医药工业设计院有限公司编制的可行性分析报告，308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂项目（一期）税后内部收益率为19.49%，投资回收期为7.59年（含建设期），项目建设期3年，运营期10年，计算期合计13年，年均净利润12,375万元。根据扬州奥锐特自行编制的可行性分析报告，年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目税后内部收益率为29.94%，投资回收期为5.2年（含建设期），项目建设期2年，生产期10年，年均净利润9,965.00万元；年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线建设项目税后内部收益率为39.31%，投资回收期为5.4年（含建设期），项目建设期1年，生产期10年，年均净利润4,177.00万元。

总体来看，募投项目预期效益良好，但募投项目投资规模大，受项目建设进度、政策以及公司未来发展状况等因素影响，项目能否如期完工存在不确定性。募投项目的投资回收期较长，原材料价格波动、下游产品需求变动等多重因素将影响募投项目的预期收益。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为

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

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

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

行业环境

随着人口老龄化加剧及大量专利药品到期，预计未来原料药市场规模韧性较大，中国目前是全球主要的原料药供给方之一，预计我国原料药出口预计将继续保持增长趋势

从需求端来看，全球原料药市场在经历2020年的下滑后，需求端持续回升，2022年全球原料药市场规模约为2,040.4亿美元，预计2023年增速将有所下滑但仍保持正增长态势，预计2032年全球原料药市场规模将达3,637亿美元。相较于下游医药行业，原料药行业成熟度更高、竞争更为激烈，其增长主要取决于医药市场自然增长，以及原料药外购比例。一方面，在全球人口规模扩张、老龄化趋势加剧以及居民健康意识不断提高的背景下，全球医药市场规模持续增长；另一方面，大量专利药品到期使得对原料药需求规模的进一步增长。公开数据看，目前亚洲、欧洲和北美洲是中国原料药的主要出口市场，在出

口市场中占比达到85%以上。

从供给端来看，由于环保、成本等原因，全球化学原料药的生产重心逐步转移至中国、印度等发展中国家，中国成为全球主要的原料药生产基地之一，随着中国、印度等发展中国家的原料药厂商不断增加研发投入、优化生产工艺、提高技术水平，其在原料药行业的竞争地位不断提升。在世界原料药竞争格局中，美国拥有药品专利优势，西欧拥有工艺优势，而以印度和中国为代表的发展中国家则拥有相对成本优势，当前我国原料药行业仍以大宗原料药生产为主，技术含量有待提升。全球原料药供给主要集中在中国、意大利、印度，据中国医药保健品进出口商会数据，2022年中国原料药产能约为363万吨，在全球占比30%，原料药产品结构不断迭代优化，中国已多年位列全球最大的原料药生产和出口国。近年来我国化学原料药的出口规模持续增长，根据中国医药保健品进出口商会数据，2022年，我国原料药出口金额达到518亿美元，同比增长24.04%；原料药出口量达1,194万吨，同比增长8.74%。但是，近年来贸易保护主义兴起，地缘政治导致的国际贸易冲突加剧，或导致我国原料药的出口环境恶化。

图 1 全球原料药市场规模波动增长

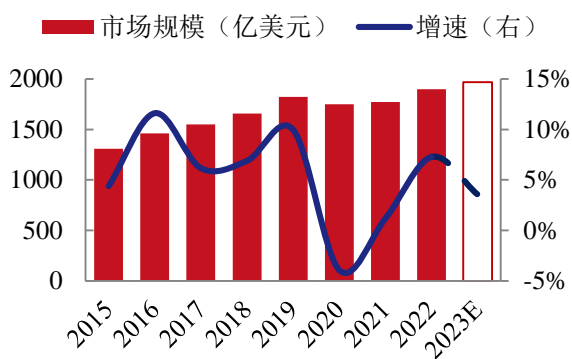
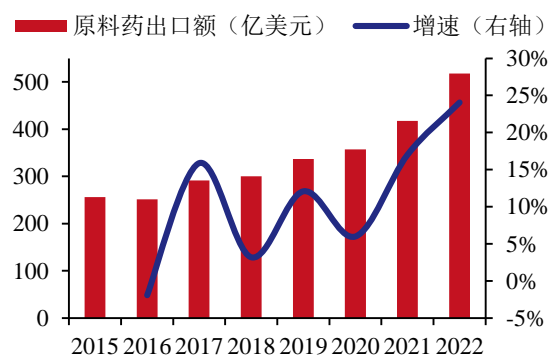


图 2 我国化学原料药出口规模及增速



资料来源：公开资料、中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

资料来源：公开资料、中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

环保持续趋紧、集采常态化及药品关联审批提高了原料药行业壁垒，预计将进一步提升原料药企业集中度，原料药行业竞争格局持续优化，带量采购一定程度加速原料药国产替代

2016年以来，国家环保政策持续收紧，环保督察常态化，2018年1月起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开。受江苏盐城响水化工厂爆炸影响，江苏省、浙江省、河北省均对当地新建医药、化工项目作出严格限制，大量原料药及中间体企业停产整顿或被直接关停。随着环保政策的推进，技术落后、环保不达标的中小原料药企业逐步退出市场，原料药行业竞争格局有所优化。截至2022年底，江苏、山东、浙江、四川省原料药企业数量合计占比近四成，我国原料药企业行业集中度仍有待提升。

原料药关联审批、化药带量采购等政策提高了原料药行业壁垒。2017年11月，原国家食品药品监督管理总局发布《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》，实行制剂与原料药、药用辅料、包装材料关联审批，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。2019年7月，国家药品监督管理

局发布《进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》正式落地。2019年8月《中华人民共和国药品管理法》，药物审批时对化学原料药一并审评审批，对相关辅料等一并审批，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并审批。关联审批模式下，下游制剂企业捆绑原料药同步审批，原料药的质量直接影响评审结果，且审批通过后如需更换原料药供应商需要再次审核，因此下游制剂企业将更倾向于选择质量过硬、供应能力稳定的原料药企业，对于原料药的质量及供应能力提出更高要求，行业壁垒将进一步提升。此外，近年国家陆续出台了绿色发展和鼓励支持高端原料药生产和布局，推动原料药企业规范生产，政策扶持将使得原料药产业迎来高速、优质发展期。

化药带量采购政策进一步凸显了原料药行业在产业链中的重要性。自2018年首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种公布至今，国家医保局已累计组织开展九批国家组织药品集采。经过多年努力，集中带量采购改革已经进入常态化、制度化新阶段，国家组织、联盟采购已经形成了常态化格局，集采竞价规制、质量、供应、配送、使用的保障机制和配套政策也日趋完善和优化。在集中采购政策的影响下，对于原料药企业而言，质量保证能力、供应规模及供应稳定性、价格竞争力显得尤为重要。带量采购模式下原料药企业质量及成本控制能力成为影响下游仿制药企业盈利能力的关键因素之一，随着国内集中采购政策、药品关联审批和一致性评价政策的实施，药品企业集中度将进一步提升；此外，目前部分原研药企在相关领域仍处于垄断地位，国家集中带量采购为具有成本优势的国产药企提供了争夺市场份额的机会，进一步推动原料药国产替代。

表4 涉及原料药发展相关政策

时间	政策文件	政策内容
2023年2月	《质量强国建设纲要》	加强推进化学原料药、中药技术研发和质量标准升级，提升仿制药与原研药、专利药的质量和疗效一致性。
2022年5月	《“十四五”生物经济发展规划》	依托生物制造技术，实现化工原料和过程的生物技术替代，推动化工、医药等重要工业产品制造与生物技术深度融合，向绿色低碳、无毒低毒、可持续发展模式转型。
2022年1月	《“十四五”医药工业发展规划》	提高原料药创新工艺，巩固原料药制造优势，促进原料药产业向更高价值链延伸，打造“原料药+制剂”一体化优势。
2021年11月	《原料药高质量发展重大工程》	推进原料药现金制造技术创新工程、绿色低碳技术发展工程、高端生产装备提升工程、节能环保设备升级工程和高性能耗材发展工程。
2021年10月	《关于推动原料药高质量发展实施方案的通知》	大力发展特色原料药和创新原料药，鼓励优势企业做大做强补齐技术装备短板，加快绿色低碳转型，推动布局优化调整，培育国际竞争新优势，构建原料药产业新发展格局，夯实医药供应保障基础。
2021年1月	发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	再一次明确药品集中带量采购是协同推进医药服务供给侧改革的重要举措，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，加快形成全国统一开放的药品集中采购市场。
2020年1月	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；提出五个调整方向：一是调整原料药产业结构；二是优化原料药产业布局；三是加快技术创新与应用；四是推行绿色生产标准；五是推动建设集中生产基地。
2020年1月	《药品生产监督管理办法》	对“原料药”的生产许可、执行质量管理规范、委托生产、接受检查等作出相关规定，包括原料药企业实行生产许可。
2019年12月	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，产业结构更加合理，高端特色原料药市场份额显著提升，产业布局更加合理，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地。

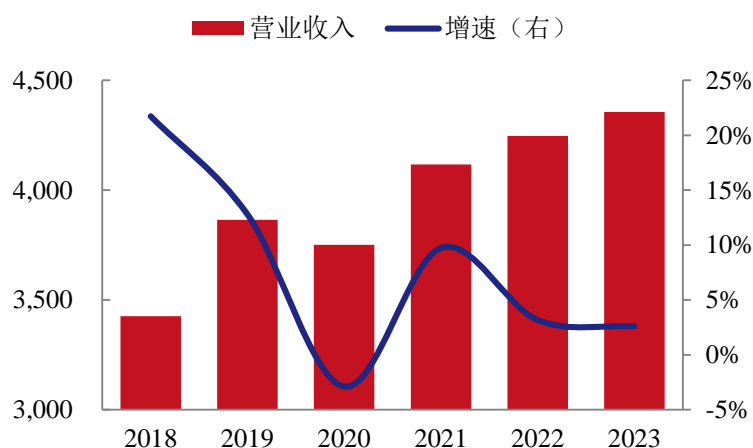
2019年8月 《中华人民共和国药品管理法》 药物审批时对化学原料药一并审评审批，对相关辅料等一并审批，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并审批。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年化药制剂行业上市公司业绩增速继续放缓，全国制剂行业转为负增长，随着国家集采与医保谈判政策常态化运行，化药制剂行业业绩预计将持续承压，“原料药、制剂”一体化或具备竞争优势

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。根据申万行业分类，近年化学制剂行业收入有所波动，营收增速放缓，2020年受国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策进入执行期等影响，化药制剂行业业绩同比大幅下滑，2021年化药销售回暖，2022年国内部分化药企业生产、销售工作延迟开展，2023年下半年医药行业反腐全面铺开，对行业扰动较大。根据中国医药企业管理协会发布的《2023年医药工业经济运行情况》，2023年全国化学药品制剂行业转为负增长，营业收入同比下降0.5%，利润同比下降3.4%，考虑到当前从国家集采到地方联盟集采已成常态化趋势、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，预计我国化药制剂行业业绩将持续承压。

图3 化学制剂行业增速持续放缓（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行9批药品集中带量采购，2023年11月16日，国家组织药品联合采购办公室公布第九批国家组织药品集采中选的41种药品和价格，拟中选药品平均降价58%，降幅较以往继续扩大，本次集采中选结果将于2024年3月实施，按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求，到2025年药品集中带量采购品种需超过500个，未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购将进一步加速扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压。

我国仿制药一致性评价工作自2012年开始，近年已迈向成熟阶段。2023年，共有2,713个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，涉及742个品种，同比增长42.86%。截至2022年末，已通

过一致性评价（含视同过评）的受理号达5,573个，涉及药品4,013个。从申报种类来看，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出在集采提速扩面的新阶段下，部分市场规模小、竞争格局激烈的老品种一致性评价不再受青睐，企业重心转移到发展高质量高标准的新药研发。未来随着仿制药一致性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

“原料药、制剂”一体化布局的企业竞争优势明显，在药品集采政策驱动下，销售端利润空间持续收缩，更多制剂企业向上游要利润，外购原料药通常不具备成本优势，并且受到原料药生产企业的工艺、设备、控制措施等因素影响，原料药存在一定质量风险，如若更换上游原料药供应商，需重新进行评估，增加时间和资金成本。在此背景下，“原料药、制剂”一体化布局能发挥产业链优势，在节约成本的前提下，保证原料药质量和供给。

表5 全国带量采购加速扩面，预计未来化药行业利润将继续承压

项目	全国第九批集采	全国第八批集采	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2023年11月	2023年2月	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	2024年3月	2023年7月	2022年11月	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	41个品种	39个品种	60个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业（家）	205	174	217	148	118	125	77
平均降幅	58%	56%	48%	56%	50%	53%	53%

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列
 资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

表6 近年化药行业主要政策情况

发布时间	政策/文件名称	主要内容
2021年11月	工信部等九部门联合印发《“十四五”医药工业发展规划》	对我国医药产业升级发展提出整体目标：加强产品创新和产业化技术突破、重视产业链的稳定性和竞争力、推进制造能力系统升级以及创造国际竞争优势。
2023年1月	2022年国家医保药品目录调整结果发布	本次调整 121 个药品谈判或竞价成功，平均价格降幅 60.1%
2023年1月	国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》	进入该目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险
2023年3月	国家药监局药品审评中心发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规划（试行）》	加快创新药审评速度，鼓励创新药研究发展

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在特色原料药行业深耕多年，研发能力较强，实行“原料药+制剂”一体化战略，原料药产品线较丰富、与主要客户的关系较稳定，2023年公司首个制剂产品地屈孕酮片上市销售、带来新的收入增长点；但考虑到医药行业新产品和新工艺开发的技术难度较大、产品审批周期较长，公司的新产品

研发存在一定不确定性；公司原料药及中间体产品以外销为主，面临一定汇率波动和国际贸易环境变化风险；近年公司积极扩产，对产能消化能力提出挑战，且未来项目投入及运营尚需一定资金，面临一定资金压力

公司主要从事特色原料药、医药中间体和制剂的研发、生产和销售，致力于打造一流的小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物的研发和生产平台。经过多年深耕，公司的原料药产品线较为丰富，主要产品为呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康药物的原料药和中间体，近年公司在现有特色原料药的基础上，开发相应的制剂产品，2023年公司首个制剂产品地屈孕酮片上市销售，2023年地屈孕酮片实现销售收入8,985.00万元。公司其他业务主要为原材料销售和提供技术服务，收入占比较小。

公司自产医药中间体和原料药的销售下游客户主要为仿制药厂和少部分制剂原研药厂；公司自产制剂产品主要采用经销模式，通过持有药品经营许可证的医药流通企业将产品销售到各等级医院、基层医疗卫生机构、药店等终端客户。近三年公司自产产品销售收入持续上升，主要得益于依普利酮（心血管类）、地屈孕酮（女性健康类）、醋酸阿比特龙（抗肿瘤类产品）占比较大且收入实现较快上涨。公司还从事原料药及医药中间体的贸易业务，贸易业务收入近三年波动上升。综合来看，公司2021-2023年营业收入年复合增长率约为25%。

毛利率方面，公司近三年销售毛利率水平维持在较高水平且持续上升。2022年地屈孕酮原料药放量，2022年单位成本较2021年下降明显，带动产品整体销售毛利率小幅提升；2023年公司地屈孕酮片制剂产品毛利率拉高整体销售毛利率上升。近三年公司贸易产品销售毛利率波动下降，主要系贸易业务的产品价格下降、采购成本上升。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	12.54	99.32%	55.80%	10.01	99.28%	51.50%	8.00	99.64%	49.12%
自产产品	11.49	90.98%	56.74%	9.12	90.50%	54.64%	7.06	87.83%	53.73%
心血管类	3.00	23.79%	65.30%	2.37	23.48%	64.17%	1.80	22.46%	64.95%
女性健康类	1.89	14.96%	69.91%	1.94	19.28%	75.03%	1.66	20.62%	61.82%
呼吸系统类	1.63	12.93%	51.49%	1.52	15.07%	58.02%	1.53	19.08%	54.91%
原料药及中间体	2.44	19.35%	43.33%	1.41	13.95%	31.09%	0.40	5.03%	40.19%
抗肿瘤类	0.74	5.83%	44.29%	1.00	9.96%	40.63%	0.83	10.39%	38.18%
神经系统类	0.18	1.46%	52.54%	0.47	4.62%	41.83%	0.49	6.14%	35.27%
抗感染类	0.70	5.54%	57.66%	0.42	4.13%	20.61%	0.33	4.11%	29.80%
其他	0.90	7.12%	87.74%	-	-	-	-	-	-
制剂	1.05	8.34%	19.05%	0.89	8.79%	19.10%	0.95	11.81%	14.83%
贸易产品	0.09	0.68%	73.65%	0.07	0.72%	69.15%	0.03	0.36%	52.66%
其他业务	0.09	0.68%	73.65%	0.07	0.72%	69.15%	0.03	0.36%	52.66%
合计	12.63	100.00%	55.92%	10.08	100.00%	51.62%	8.03	100.00%	49.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司研发能力较强，研发投入不断加大，产品线不断丰富；地屈孕酮单方制剂为国内首仿，于2023年上市销售，产品盈利能力较强；公司在研项目较多，为中长期发展提供一定支撑，但需关注产品研发、审批以及能否实现预期收益存在较大不确定性

公司重视技术研发与积累，是国内较早成功研发并生产出丙酸氟替卡松、依普利酮、普瑞巴林等原料药和中间体的企业，经过多年的研发投入和发展，在原料药方面形成了一定的技术积累和较强的研发能力。近年来公司新产品地屈孕酮原料药、醋酸阿比特龙原料药逐步投产放量，成为公司重要的营业收入来源之一。目前公司产品线较为丰富，应用领域涵盖呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康等多个领域，公司各类别的主要产品如下表所示。

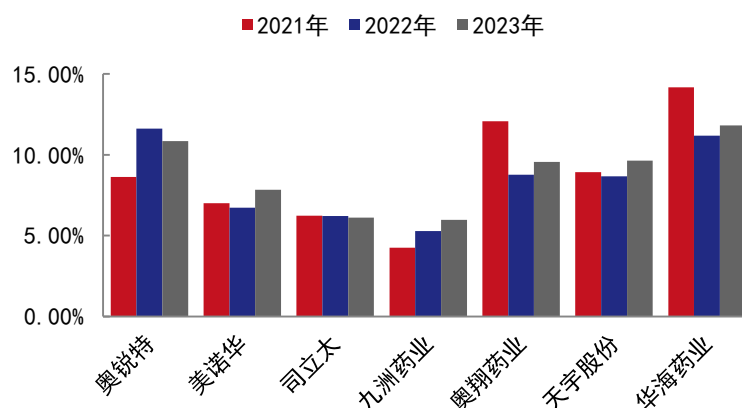
表8 公司主要产品介绍

所属类别	主要产品	制剂适应症
原料药及中间体	心血管 依普利酮原料药及中间体	依普利酮制剂用于治疗高血压、心力衰竭
	女性健康 地屈孕酮原料药及中间体	地屈孕酮制剂用于治疗痛经、子宫内膜异位症、月经周期不规则等
	呼吸系统 氟美松、丙酸氟替卡松、糠酸氟替卡松	(1) 氟美松制剂用于治疗皮肤病 (2) 丙酸氟替卡松制剂用于治疗哮喘、过敏性鼻炎 (3) 糠酸氟替卡松制剂用于治疗哮喘、过敏性鼻炎、慢性阻塞性肺病
	抗肿瘤 醋酸阿比特龙原料药及中间体	醋酸阿比特龙制剂用于治疗前列腺癌
	神经系统 普瑞巴林原料药	普瑞巴林制剂用于治疗神经性疼痛、纤维肌痛、癫痫等
	抗感染 替诺福韦原料药	用于治疗 HIV-1 感染、慢性乙肝
制剂	女性健康 地屈孕酮片	用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病

注：地屈孕酮片为纳入国家医保、省医保的制剂产品。

资料来源：公司 2023 年年报，中证鹏元整理

图 3 同行业可比上市公司研发费用占营业收入比重



资料来源：各公司年报，中证鹏元整理

2021-2023年公司研发费用为0.69亿元、1.17亿元、1.37亿元，占营业收入比重为8.63%、11.63%、

10.84%，比重有所上升。与同行业公司相比，公司的研发费用占营业收入比重处于较高水平。近年公司提出原料制剂一体化发展战略，制剂研发投入亦有所加大，公司地屈孕酮片制剂于2023年上市销售，截至2023年末，公司还完成了雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片的工艺验证和恩扎卢胺片的中试。截至2023年末，公司共提交了15个原料药品种的国内备案和1个制剂的上市申请，其中有9个原料药和1个制剂产品通过国内GMP符合性检查；13个产品获得出口欧盟原料药证明；7个原料药产品取得欧盟CEP证书，3个原料药产品通过欧洲官方（BGV）检查；26个原料药及中间体已经提交了美国DMF注册，其中6个产品通过美国FDA的审评；2个产品取得印度注册；3个产品获得了台湾的注册。截至2023年末，公司共递交国内申请发明专利114项，进入国外国家阶段的发明专利申请9项。其中，中国授权有效发明专利45项，PCT专利申请24项；国外发明专利授权3项。

目前公司已建立了生物发酵、多手性中心复杂合成、合成生物学、光化学、晶体研究及微粉技术、寡核苷酸合成等六大工程技术创新平台，致力于小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物的发展。公司目前拥有5个研发中心，分别位于天津、浙江杭州、浙江天台、江苏扬州、上海，覆盖药品研发、新工艺研发、放大生产、分析研发、质量研究等方面。截至2023年末，公司尚有36个产品正处于研发阶段，在研产品覆盖小分子原料药、多肽类和寡核苷酸类原料药以及制剂。公司通过自主研发、合作研发，布局较多产品研发管线，为中长期持续发展提供支持。但需关注公司研发投入较大，若在研品种未能研发成功、未能取得产品批件上市或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，将加大公司的经营成本，对公司的产品布局规划和未来发展产生不利影响。

表9 公司主要核心技术

技术名称	应用情况
生物发酵	氟美松、倍他米松等甾体药物中间体
多手性中心复杂合成	依普利酮、布瓦西坦、替诺福韦艾拉酚胺
合成生物学	司美格鲁肽，瑞美吉泮，维贝格隆
光化学技术	布地奈德、地屈孕酮
晶体研究及微粉技术	糠酸氟替卡松，莫米他松丙酸氟替卡松，瑞卢戈利、瑞美吉泮
寡核苷酸合成	诺西那生钠，因利司然

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至 2023 年末公司主要在研项目

在研项目名称	项目类型	适用症或功能主治	研发阶段
司美格鲁肽	原料药	糖尿病	完成中试
非奈利酮	原料药	慢性肾脏病	准备试生产
维贝格隆	原料药	膀胱过度活动症	完成工艺优化
瑞美吉泮	原料药	偏头痛	完成工艺优化
英克西兰	原料药	高胆固醇血症或血脂异常	完成工艺优化
雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片	制剂	围绝经期综合症	完成工艺验证
恩扎卢胺片	制剂	前列腺癌	完成中试

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原料药客户资源丰富，主要客户合作关系较稳定；公司原料药产品以外销为主，制剂产品以内销为主，公司积极拓展海内外市场，近年销售收入、销售毛利率持续上升，但外销同时面临一定的汇率波动和国际贸易环境变化风险

公司在上海设立了营销中心，由营销中心统一负责境外销售，公司在天台、上海设立了面向国内市场的销售团队，营销团队通过市场调研、展销会、客户拜访、网络、贸易商以及渠道介绍等方式开拓新市场。公司销售采用直销和经销相结合的方式，近年来直销收入占比在70%以上。对于原料药产品的销售，公司以直销为主，考虑到经销商熟悉特定的市场区域，能够协助公司办理药品注册、审计程序，为开拓新市场，公司部分产品以经销方式销售。对于制剂产品的销售，公司组建了制剂营销团队，负责产品全国市场推广工作，主要采用经销模式。截至2023年末，地屈孕酮片已经在24个省市挂网，进院1,058家（含社区门诊）。对于原料药及中间体产品的销售，公司一般对下游客户给予60-90天的账期，对少数客户给予120天的账期。对于制剂产品的销售，公司一般给予下游客户60-90天的账期。

为满足客户需求，公司也从事原料药及医药中间体的贸易业务。收到客户订单之后，公司选择供应商进行采购。公司对上游供应商和下游贸易客户的账期一般都为90天，公司基本不垫资，采购的商品从供应商处直接发货给客户。近几年贸易业务的下游客户价格降低，叠加公司采购成本增加，贸易业务毛利率有所下滑。

公司的原料药及中间体客户主要是原料药、制剂生产企业，公司大多数产品销售给仿制药厂，少部分销售给原研药厂。公司与许多世界大型知名医药企业建立了稳定的长期合作关系。公司的客户主要包括葛兰素史克（GSK）、赛诺菲（Sanofi）、奥贝泰克（Apotex）、梯瓦（Teva）、Hikma、威林（Welding）、好利安（Hovione）、Sterling、瑞迪博士实验室（Dr.Reddy's）、西普拉（Cipla）等。近年来前五名客户的销售金额占当期营业收入的比例在30%-40%左右，客户集中度尚可。其中，Welding为经销商客户，Synthon、MSN以及Farmabios SpA等客户为仿制药企业，GSK为原研药厂。公司制剂产品的经销商客户较为分散，前十大客户销售金额占当年总收入比约为48.3%，经销商在全国各个区域分布广泛。公司在选择经销商方面会考虑销售实力、在女性健康品类方面的过往销售业绩等因素，目前制剂产品终端客户主要为各类型的医院。

表11 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	涉及主要产品	金额	占营业收入比重
2023年	Welding	依普利酮、普瑞巴林、醋酸阿比特龙	8,698.37	6.89%
	MSN	依普利酮中间体	8,022.70	6.35%
	Synthon	依普利酮、醋酸阿比特龙、西罗莫司、贝派地酸	7,459.65	5.91%
	GSK	氟美松、倍他米松	7,068.42	5.60%
	Farmabios SpA	6-亚甲基-黄体酮醋酸酯、曲安奈德环氧物	5,823.51	4.61%

	小计	--		37,072.66	29.36%
2022年	Welding	依普利酮、普瑞巴林、醋酸阿比特龙		9,763.28	9.69%
	GSK	氟美松、倍他米松		6,955.65	6.90%
	Synthon	依普利酮、醋酸阿比特龙、西罗莫司、贝派地酸		6,618.05	6.57%
	MSN	依普利酮中间体		5,140.22	5.10%
	Farmabios SpA	6-亚甲基-黄体酮醋酸酯、曲安奈德环氧物		4,480.86	4.44%
	小计	--		32,958.05	32.69%
2021年	Welding	依普利酮、普瑞巴林、醋酸阿比特龙		9,569.87	11.91%
	Farmabios SpA	6-亚甲基-黄体酮醋酸酯、曲安奈德环氧物		5,382.91	6.70%
	GSK	氟美松、倍他米松		4,503.44	5.61%
	Brainfarma	莫美他松、地奥司明		4,054.24	5.05%
	Arasa Pharmaceuticals AG	地屈孕酮		3,907.17	4.86%
	小计	--		27,417.62	34.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，2021-2022年公司产品外销收入占比达到90%以上，2022年公司来自国内市场的收入占比有所提升，主要系抗肿瘤类醋酸阿比特龙和神经系统类布瓦西坦的收入上升，2023年随着制剂产品在国内产生销售收入，境外销售收入占比降至90%以下。公司产品境外销售区域主要为欧洲、亚洲和南美洲等地区，结算以美元为主，面临一定国际贸易环境变化风险以及汇率风险。目前公司主要采取择期结汇方式管理汇率风险。近年来贸易保护主义兴起，地缘政治导致的国际贸易冲突加剧，国外市场对原料药的生产重视程度加强，若未来公司的主要客户所在国家加强贸易保护措施，可能对公司业务产生一定不利影响。近年来公司积极拓展国内市场，和国内头部企业齐鲁药业、科伦药业以及扬子江药业等展开多品合作。但国内市场上公司起步时间不长，市场开拓需要一定时间，目前国内市场收入占比水平仍较低。

表12 公司按主要地区的主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	10.89	86.88%	9.21	92.00%	7.65	95.59%
国内	1.64	13.12%	0.80	8.00%	0.35	4.41%
合计	12.54	100.00%	10.01	100.00%	8.00	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司心血管产品主要是依普利酮原料药及中间体，在全球范围内市场占有率较高。2022年以来随着依普利酮原料药中间体销量增加、进入日本市场，整体收入上升幅度较大。但需关注近年来依普利酮制剂原研药专利到期，依普利酮原料药及中间体的价格呈现下降趋势，公司心血管类产品销售毛利率小幅波动。

女性健康类产品主要为地屈孕酮原料药和制剂地屈孕酮片，地屈孕酮原料药自2021年实现量产销售，

成为公司收入的重要来源之一。地屈孕酮合成工艺较为复杂，目前公司是全球极少数商业化生产地屈孕酮原料药的企业，产品竞争力较强。2022年，产品销售单价较上年有所上升，同时由于工艺改进和规模效应导致单位成本下降，带动自产产品整体销售毛利率提升。2023年公司下调销售价格，销售单价和销售毛利率有所下降。公司的制剂地屈孕酮片2023年实现了8,985.00万元销售收入。公司制剂地屈孕酮片为国内首仿、未满足药品集采的条件，公司参考原研厂家和经销商销售情况对产品进行定价，相比公司所生产的原料药，制剂产品定价较高，制剂产品的盈利能力较强。

公司呼吸系统类产品主要为氟美松和丙酸氟替卡松，为公司起家产品，客户主要为原研厂商，具有一定技术壁垒和客户粘性。受市场需求影响，收入呈上涨趋势，2023年销售结构调整，中间体的销售占比增加，中间体的价格相对较低，导致该类别下整体的销售单价和毛利率下降。

公司抗肿瘤类产品主要为醋酸阿比特龙，随着醋酸阿比特龙制剂专利到期，欧美客户仿制药获批上市，原料药在全球范围内需求提升，该产品的销量提升。同时随着公司IPO募投项目实施达产，产能大幅提升、销量快速放量，且2023年公司主要原材料采购成本有所下降，2023年该品类毛利率提升明显。但需关注，醋酸阿比特龙原料药竞争加剧，市场价格持续下滑。

神经系统和抗感染类产品收入占比较小，近三年销售单价小幅增加，毛利率小幅上升。神经系统类产品中的布瓦西坦生产线于2022年开始试生产并实现销售收入，当年神经系统类产品收入增长幅度较大；2023年由于主要竞争对手降价竞争，该类产品销量、收入下降。抗感染类产品收入方面，2022年公司对印度客户销售替诺福韦的收入有所减少，对巴西客户的销售收入回升，替诺福韦的销售收入与2021年基本持平。2023年替诺福韦亚洲市场部分对手降价竞争，公司在亚洲市场的销售收入减少，销售单价较高的欧洲市场的收入占比在2023年有所增长，导致替诺福韦产品2023年收入下降，但销售单价和毛利率升高。

表13 公司自产原料药及中间体收入按主要产品分类（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
心血管类						
依普利酮	2.06	68.63%	1.51	63.61%	1.52	84.47%
依普利酮中间体	0.80	26.64%	0.76	31.95%	0.25	14.05%
其他	0.14	4.72%	0.11	4.44%	0.03	1.48%
小计	3.00	100.00%	2.37	100%	1.80	100%
女性健康类						
地屈孕酮原料药	1.42	75.08%	1.62	83.59%	1.35	81.52%
其他	0.47	24.92%	0.32	16.41%	0.31	18.48%
小计	1.89	100.00%	1.94	100.00%	1.66	100.00%
呼吸系统类						
氟美松	0.92	56.13%	0.89	58.49%	0.84	55.05%

丙酸氟替卡松原料药	0.18	11.21%	0.33	21.49%	0.29	18.96%
丙酸氟替卡松中间体	0.26	15.63%	0.16	10.83%	0.21	13.83%
其他	0.28	17.03%	0.14	9.19%	0.19	12.16%
小计	1.63	100.00%	1.52	100.00%	1.53	100.00%
抗肿瘤类						
醋酸阿比特龙	2.32	95.08%	1.23	87.09%	0.27	66.70%
其他	0.12	4.92%	0.18	12.91%	0.13	33.30%
小计	2.44	100.00%	1.41	100.00%	0.40	100.00%
神经系统类						
普瑞巴林	0.69	93.16%	0.85	84.19%	0.81	97.22%
其他	0.05	6.84%	0.16	15.81%	0.02	2.78%
小计	0.74	100.00%	1.00	100.00%	0.83	100.00%
抗感染类						
替诺福韦	0.16	87.39%	0.39	83.59%	0.40	81.74%
其他	0.02	12.61%	0.08	16.41%	0.09	18.26%
小计	0.18	100.00%	0.47	100.00%	0.49	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从主要产品的产销情况来看，公司主要自产产品的产销率较高。2022年公司加大了地屈孕酮原料药的备货，产量增长较多，产销率相应下降。抗感染类产品近三年销量和产销率均下滑，与收入走势一致。2023年公司针对地屈孕酮制剂进行了一定备货，且由于是首次销售制剂产品，当年产销率相对较低。

表14 公司主要自产产品的产销及单价情况

项目		2023	2022年	2021年	
原料药及中间体	心血管类	产量 (kg)	26,026.13	22,444.93	13,529.32
		销量 (kg)	26,619.28	20,340.73	12,867.10
		单价 (元/kg)	11,285.58	11,634.59	14,020.01
		产销率	102.28%	90.63%	95.11%
	女性健康类	产量 (kg)	31,583.44	33,113.05	19,834.83
		销量 (kg)	29,657.71	20,599.00	22,775.30
		单价 (元/kg)	6,367.69	9,437.54	7,273.84
		产销率	93.90%	62.21%	114.82%
	呼吸系统类	产量 (kg)	10,888.73	8,994.95	10,289.83
		销量 (kg)	10,982.08	8,351.73	9,753.93
		单价 (元/kg)	14,868.41	18,190.92	15,718.10
		产销率	100.86%	92.85%	94.79%
抗肿瘤类		产量 (kg)	29,003.25	15,271.08	3,162.18
		销量 (kg)	28,693.92	14,275.62	2,936.54
		单价 (元/kg)	8,512.09	9,853.61	13,748.56
		产销率	98.93%	93.48%	92.86%

	神经系统	产量 (kg)	79,292.10	102,804.06	101,529.07
		销量 (kg)	74,472.78	101,975.79	101,226.75
		单价 (元/kg)	987.97	984.93	824.58
		产销率	93.92%	99.19%	99.70%
	抗感染类	产量 (kg)	16,990.36	43,545.42	45,231.27
		销量 (kg)	12,923.30	36,662.25	45,195.71
		单价 (元/kg)	1,430.42	1,270.86	1,092.24
		产销率	76.06%	84.19%	99.92%
制剂	地屈孕酮片	产量 (万片)	6,166.76	-	-
		销量 (万片)	3,833.98	-	-
		单价 (元/万片)	23,435.17	-	-
		产销率	62.17%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为应对市场需求增加和实现原料制剂一体化战略，公司近年来积极扩产，醋酸阿比特龙、地屈孕酮原料药及制剂实现量产，丙酸氟替卡松、普瑞巴林产能提升；公司在建扩产项目规模较大，需关注公司新增产能后续的消化情况

为应对市场需求的增加和实现原料药制剂一体化战略，近年公司对原有厂区进行更新改造的同时也在积极新建产能，公司产能布局如下表所示。扬州联澳负责生产天台厂区、扬州奥锐特所用的部分前端中间体产品，扬州联澳也有部分中间体和原料药对外销售。天台本部厂区和扬州奥锐特主要负责关键中间体、原料药和制剂的生产。公司生产基地均设立了专门的人员进行管理，生产车间按照产品线分类，部分产品可以共线生产，部分产品进行专线生产，天台本部厂区设有依普利酮和阿比特龙生产专线，扬州奥锐特设有地屈孕酮生产专线。公司产品的生产周期分产品有所不同，公司从安排订单组织生产到产品完工入库的周期一般为2-3个月左右。

表15 截至目前公司主要生产基地设置情况

生产基地名称	投产时间	定位及主要生产产品
天台本部生产基地	-	除地屈孕酮之外的原料药及中间体
天台苍山生产基地	在建	以抗癌、甾体的原料药和制剂为主
扬州奥锐特	扬州奥锐特（一期） 2021年	以生殖、多肽、寡核苷酸的原料药和制剂为主，目前在产主要产品为地屈孕酮
	扬州奥锐特（二期） 在建	
扬州联澳	2008年	中间体生产

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产模式按照“以销定产+适量备货”方式进行，原料药方面，公司每年度末根据客户及市场需求情况制定下一年度的销售计划，根据销售计划制定相应的生产计划，组织实施生产。对于预期销量高的产品，公司会进行生产备货。对于客户采购小批量用于研究开发或者验证阶段的产品，公司会结合该产品的市场前景、市场开拓重要性、客户关系维护等因素综合考虑安排生产。由于原料药及医药中间

体监管的特殊要求，公司定期或不定期接受NMPA、FDA、BGV、WHO等监管机构或客户的现场审计，公司生产严格遵循国内外规范市场GMP生产管理模式要求，原料药及中间体的合格率很高。制剂方面，公司制剂产品的生产是在自产原料药的基础上进一步加工生产而成。公司根据市场供求状况制定年度、季度和月度的销售计划，并将相关计划发至生产部门，生产部门根据销售计划及产品库存情况制定具体的月度生产计划及生产物料的需求计划，并将物料需求计划发至公司物流部，物流部按计划进行采购以满足生产需求。生产部门生产完工后，由质量控制部负责产品检验，合格后的产品交由物流部储存。

公司近三年的产能增量集中在丙酸氟替卡松原料药、地屈孕酮原料药、醋酸阿比特龙原料药和地屈孕酮制剂产品，主要系公司IPO募投项目于2022年5月全部竣工投入生产，且产线建设项目新增产能。截至2023年末，公司主要产品的产能利用水平较高，小部分产品的产能利用水平仍有提升空间。其中，丙酸氟替卡松和氟美松均为呼吸系统类产品，近三年呼吸系统类产品总收入较平稳，公司根据市场需求决定氟美松和丙酸氟替卡松的产量。

表16 公司主要自产产品的产能利用情况³

项目		2023年	2022年	2021年	
原料药及中间体	依普利酮	产能 (kg)	20,000.00	20,000.00	20,000.00
		产量 (kg)	20,948.84	19,906.95	13,309.49
		产能利用率	104.74%	99.53%	66.55%
	地屈孕酮	产能 (kg)	6,000.00	3,000.00	3,000.00
		产量 (kg)	3,575.59	2,198.94	1,546.18
		产能利用率	59.59%	73.30%	51.54%
	氟美松	产能 (kg)	20,000.00	24,500.00	24,500.00
		产量 (kg)	5,687.52	8,165.06	5,898.97
		产能利用率	28.44%	33.33%	24.08%
丙酸氟替卡松	产能 (kg)	4,000.00	4,000.00	1,600.00	
	产量 (kg)	2,222.53	686.24	2,510.84	
	产能利用率	55.56%	17.16%	156.93%	
醋酸阿比特龙	产能 (kg)	30,000.00	15,000.00	8,000.00	
	产量 (kg)	28,757.45	15,100.88	2,898.35	
	产能利用率	95.86%	100.67%	36.23%	
普瑞巴林	产能 (kg)	100,000.00	100,000.00	100,000.00	
	产量 (kg)	78,392.72	102,037.09	101,272.46	
	产能利用率	78.39%	102.04%	101.27%	
替诺福韦	产能 (kg)	30,000.00	60,000.00	30,000.00	
	产量 (kg)	15,055.03	41,599.98	40,725.34	
	产能利用率	50.18%	69.33%	135.75%	

³ 公司部分产能利用率超过 100%，主要系产能数据为生产线的理论产能，公司可以通过延长工作时间等方法增加产量。

制剂	地屈孕酮片	产能（万片）	20,000.00	-	-
		产量（万片）	6,166.76	-	-
		产能利用率	30.83%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末公司主要在建项目为本期债券的募投项目，项目尚需投资6.18亿元，面临一定资金压力。公司本期债券的募投项目建设内容包括原料药新品种、地屈孕酮及抗肿瘤制剂等产品，符合公司原料制剂一体化的战略定位，但需持续关注后续公司新增产能的消化能力和产品的盈利能力。

表17 截至 2023 年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	资金来源
308 吨特色原料药及 2 亿片抗肿瘤制剂项目（一期）	50,859.00	18,945.20	31,913.80	债券融资、自筹
年产 300KG 司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目	27,939.00	2,602.39	25,336.61	债券融资、自筹
年产 3 亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线建设项目	6,230.00	1,647.45	4,582.55	债券融资、自筹
合计	85,028.00	23,195.04	61,832.96	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营业成本中原料成本占比最高，原材料主要为基础化工原料，公司与主要原材料供应商合作关系稳定；基础化工原料价格受宏观经济、行业市场供需变动等因素影响，需关注原材料价格波动对公司盈利造成的风险

公司的上游行业主要是基础化工原料行业，公司营业成本构成较为稳定，以原材料成本为主，原材料价格为影响公司成本最重要的因素。公司生产所用的原材料多为基础化工原料，大部分原材料准入门槛较低、市场供应较充足、市场价格较透明，公司的采购价格变动与市场价格走势相近。

表18 公司主营业务成本构成（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自产业务	4.69	84.63%	4.14	85.24%	3.26	80.17%
直接材料	2.87	51.79%	2.60	53.52%	2.10	51.65%
直接人工	0.35	6.25%	0.32	6.56%	0.25	6.10%
原料药及中间体						
制造费用	1.19	21.48%	0.99	20.44%	0.71	17.45%
运费及其他	0.17	3.12%	0.23	4.72%	0.20	4.96%
小计	4.58	82.64%	4.14	85.24%	3.26	80.16%
制剂						
直接材料	0.03	0.53%	-	-	-	-
直接人工	0.02	0.28%	-	-	-	-
制造费用	0.06	1.13%	-	-	-	-
运费及其他	0.00	0.05%	-	-	-	-
小计	0.11	1.99%	-	-	-	-

贸易业务	0.85	15.37%	0.72	14.76%	0.81	19.83%
直接材料	0.84	15.10%	0.69	14.21%	0.78	19.04%
运费及其他	0.02	0.27%	0.03	0.55%	0.03	0.79%
合计	5.54	100.00%	4.85	100.00%	4.07	100.00%

注：2023年制剂的运费及其他成本金额为25.77万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产中所用的基础化工原料涉及的品种类别较多，主要包括R-CMH、L108、L101、甾醇等基础化工产品，氟化剂、二氯甲烷、四氢呋喃等辅助溶剂或催化剂等，公司原材料基本从国内采购。针对采购额占比较大的基础化工原材料，年初公司制定采购计划，选择供应商谈战略合作框架协议，约定采购价格和一定采购数量，同时约定若供应商的原料价格涨跌超过一定幅度，公司和供应商再协商确定价格。大宗溶剂价格受原油等多种因素影响而波动，针对大宗溶剂的采购，公司根据市场行情进行高频采购。公司原材料中还有少部分辅料、配件、试剂等，辅料使用的数量大、单价低，公司采取多家比价、随行就市的方式采购。为保障生产需求，公司一般会提前备货。公司建立了《生产物资供应商管理制度》，对供应商的生产资质、质量标准、企业信誉、生产能力及售后服务进行整体评价，规定了供应商的选择、评估、现场审计和变更等流程。公司对上游供应商的支付周期一般在1-3个月，对部分原材料或设备的购买也会采取预付部分价款的方式。贸易业务下，公司对上游供应商的支付周期一般为90天，公司基本不垫资。

自产产品采购方面，近年公司原材料的采购总额、采购数量总体上随着产销规模的扩大而增长。主要原材料的采购单价存在一定波动，2023年主要原材料采购单价普遍下降，公司的采购价格受大宗化工品市场周期性波动影响，面临一定原材料价格波动风险。贸易业务下，公司主要向成都亚中生物制药有限责任公司采购地奥司明，向江西天新药业有限公司采购维生素b1、维生素b6。

表19 公司自产产品主要原材料采购情况

项目		2023年	2022年	2021年
R-CMH	采购金额（万元）	2,159.71	4,228.93	3,579.98
	采购数量（kg）	79,025.00	137,760.00	125,500.00
	采购单价（元/kg）	273.29	306.98	285.26
L108	采购金额（万元）	3,420.35	4,136.42	3,281.02
	采购数量（kg）	11,975.00	14,625.00	14,185.00
	采购单价（元/kg）	2,856.24	2,828.32	2,313.02
黄体酮	采购金额（万元）	1,385.49	2,963.67	2,828.61
	采购数量（kg）	16,010.00	31,200.00	27,375.00
	采购单价（元/kg）	865.39	949.89	1,033.28
去氢表雄酮	采购金额（万元）	2,924.29	2,071.50	610.52
	采购数量（kg）	33,950.00	20,278.00	6,401.62
	采购单价（元/kg）	861.35	1,021.55	953.70
17a 羟基黄体酮醋酸酯	采购金额（万元）	1,510.07	1,938.05	1,678.25

	采购数量 (kg)	20,075.00	25,000.00	20,505.00
	采购单价 (元/kg)	752.21	775.22	818.46
	采购金额 (万元)	2,174.87	1,514.16	402.65
二乙基(3-吡啶基) 硼烷	采购数量 (kg)	14,760.00	9,000.00	2,325.00
	采购单价 (元/kg)	1,473.49	1,682.40	1,731.83
	采购金额 (万元)	2,084.96	1,392.04	1,539.82
L101	采购数量 (kg)	70,000.00	40,000.00	45,000.00
	采购单价 (元/kg)	297.85	348.01	342.18
	采购金额 (万元)	2,465.97	1,223.23	202.72
碘	采购数量 (kg)	47,727.00	25,525.00	6,983.50
	采购单价 (元/kg)	516.68	479.23	290.28
	采购金额 (万元)	386.22	1,003.68	231.90
二(三苯基膦) 氯化钨	采购数量 (kg)	75,000.00	139,600.00	30,000.00
	采购单价 (元/kg)	51.50	71.90	77.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表20 公司贸易业务采购情况

项目	2023年	2022年	2021年
采购数量 (kg)	136,169.85	196,750.51	159,164.21
采购额 (亿元)	0.84	0.72	0.81
采购单价 (元/kg)	614.67	364.14	507.49

注：除上表数据，2023年公司采购30,000.00片制剂产品，采购花费2.18万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司前五大供应商采购额占采购总额比重在30%-40%之间，不存在对少数供应商过于依赖的情况。由于医药的生产制造流程对原材料质量的要求和管控较为严格，公司建立了合格供应商管理制度，选择达标的供应商建立稳定的合作关系，避免频繁的更换供应商导致的质量风险，近年来公司前五大供应商基本稳定。

表21 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	涉及主要原材料	采购金额	占采购总额比重
2023年	山东赛托生物科技股份有限公司	L108、醋酸四烯物、17a 羟基黄体酮醋酸酯	5,362.07	9.31%
	湖北竹溪人福药业有限责任公司	黄体酮、去氢表雄酮	3,745.93	6.51%
	江西金丰药业有限公司	R-CMH	2,911.20	5.06%
	成都亚中生物制药有限责任公司	地奥司明	2,587.43	4.49%
	上海东岳生物化工有限公司	卡培他滨中间体	2,249.11	3.91%
	合计	--	16,855.74	29.27%
2022年	山东赛托生物科技股份有限公司	L108、醋酸四烯物、17a 羟基黄体酮醋酸酯	6,605.49	12.88%
	江西金丰药业有限公司	R-CMH	4,403.16	8.58%
	成都亚中生物制药有限责任公司	地奥司明	3,706.86	7.23%

	湖北竹溪人福药业有限责任公司	黄体酮、去氢表雄酮	2,748.85	5.36%
	湖北共同生物科技有限公司	DHEA、17a 羟基黄体酮醋酸酯、黄体酮	1,958.40	3.82%
	合计	--	19,422.77	37.87%
2021年	山东赛托生物科技股份有限公司	L108、醋酸四烯物、17a 羟基黄体酮醋酸酯	4,136.68	9.16%
	江西金丰药业有限公司	R-CMH	3,782.82	8.38%
	成都亚中生物制药有限责任公司	地奥司明	3,712.39	8.22%
	丽江映华生物药业有限公司	黄体酮	1,986.73	4.40%
	河北达瑞生物科技股份有限公司	L101	1,371.68	3.04%
	合计	--	14,990.30	33.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司的成本控制较好，自产产品销售毛利率小幅提升，2021-2023年整体销售毛利率持续提升。但随着公司天台厂区、扬州奥锐特的产能扩大，对公司的原材料采购、库存管理提出了更高的要求。公司的主要原材料价格受宏观经济、基础化工行业市场供需变动等因素影响，需持续关注原材料价格波动对公司成本的影响。

六、财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。近年来公司合并报表范围变化情况如下表所示。

公司注重市场拓展和技术研发，新增子公司的主营业务也围绕市场和研发两方面，其中AURISCO USA INC.为拓展美国市场设置的商业公司。

表22 近年来公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021-2023年新纳入公司合并范围的子公司情况					
年份	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
2023年	浙江奥锐特医药有限公司	100.00%	1,000	药品批发、药品零售	新设
2022年	杭州奥锐特生物有限公司	100.00%	100	化学合成技术研发	新设
	AURISCO USA INC.	100.00%	100 美元	商业	新设
2021年	上海奥锐特生物科技有限公司	100.00%	6,000	寡核苷酸药物研发	新设
	广东省卓肽医药有限公司	51.03%	1,021	工业微生物菌株研发	增资纳入合并范围

2、2021-2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
2023年	广东省卓肽医药有限公司	1,021	工业微生物菌株研发	股权全部处置

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

近年来随着扬州、天台产能的扩增，公司总资产持续增长；公司财务政策较稳健，资产增量主要源自股权融资及自身盈余积累；公司资产中货币资金占比较高，整体资产流动性尚可；但需关注未来随着项目建设的推进，整体资产流动性或下降

公司财务政策相对稳健，主要通过股权融资、自身盈余积累进行产能扩张，近年来公司财务杠杆有所提高但仍处于较低水平，整体财务安全性较高。截至2024年3月末，公司所有者权益以上市后形成的资本溢价、自身经营累积的未分配利润和实收资本为主要构成。

图 4 公司资本结构

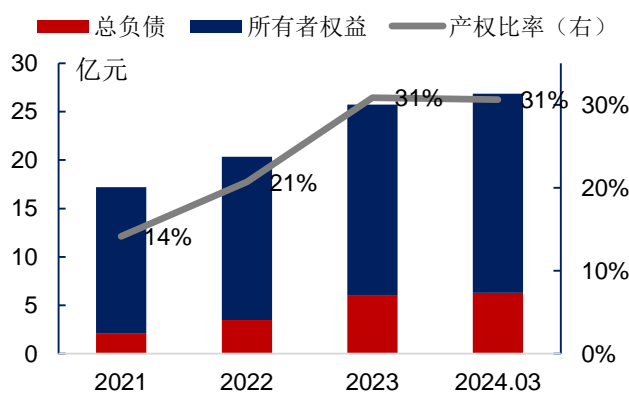
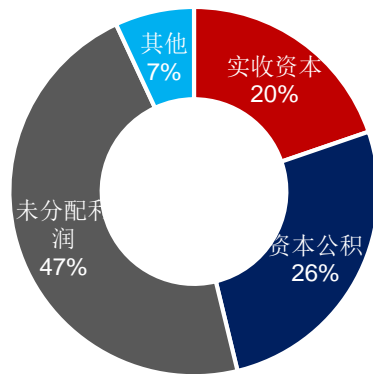


图 5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

公司为原料药生产企业，核心资产主要为天台及扬州生产基地的厂房、设备及存货等。近年来随着扬州奥锐特厂区建设工程、天台厂区生产线技改项目，以及天台苍山生产基地的建设推进，公司固定资产、在建工程合计规模持续快速增长。2023年底公司在建工程增加主要系本期债券的募投项目新建年产308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂生产线项目投入。截至2024年3月底，公司在建工程主要系本期债券募投项目。

公司存货主要系库存商品以及半成品，由于产品品类较多、客户产品需求多样化，公司存货维持较大规模，存货周转天数在200天以上，略低于行业平均水平。近年来公司为地屈孕酮制剂销售加大备货，故近年来公司存货规模、存货周转天数呈增长趋势。公司产品主要为特色原料药且以销定产，存货跌价风险整体较小。

公司于2020年9月上市，募集资金净额2.84亿元。随着收入规模增大，整体来看公司货币资金较为充裕。2023年底，公司货币资金中外币账户余额折算人民币合计1.97亿元。2023年底公司货币资金中1,083.32万元因银行承兑汇票保证金而受限，受限资金规模不大。

公司应收账款，主要系应收制药企业、原料药生产企业的货款，账期主要集中在一年以内，整体回收风险较为可控。近年来公司给予主要客户信用账期无重大变动，应收账款周转天数相对稳定，维持在

60-70天左右。2022年四季度，信用账期相对较长的南美客户（一般为4个月）销售快速增长，同时GSK集团年末下达的大额订单已交货尚未结算，受上述因素影响，2022年底公司应收账款同比大幅增加。2023年公司开始销售制剂产品，随着营业收入规模扩大，公司的应收账款规模继续扩大。

近年来公司持续对外进行股权投资，其他权益工具投资持续增长，需关注其投资风险。2023年底主要系对华翊博奥(北京)量子科技有限公司（公司持股比例3.79%，金额约6,400万元）、源道医药（苏州）有限公司（公司持股比例10%，金额为1,500万）的投资。

2021年公司预付天台苍山生产基地的土地款项，计入其他非流动资产核算，2022年转入无形资产核算，2023年底其他非流动资产主要系预付的设备工程款。

表23 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.34	19.86%	5.46	21.20%	3.92	19.27%	4.45	25.83%
应收账款	2.82	10.51%	2.87	11.16%	2.21	10.86%	1.41	8.17%
存货	5.14	19.13%	5.10	19.80%	4.45	21.89%	3.27	18.98%
其他流动资产	0.08	0.31%	0.08	0.31%	0.15	0.74%	0.14	0.82%
流动资产合计	13.53	50.36%	13.66	53.06%	10.88	53.54%	9.40	54.59%
其他权益工具投资	0.79	2.95%	0.79	3.08%	0.55	2.72%	0.15	0.89%
固定资产	5.74	21.38%	5.82	22.60%	5.78	28.41%	5.27	30.62%
在建工程	3.58	13.32%	2.81	10.90%	0.80	3.93%	0.48	2.78%
无形资产	1.21	4.48%	1.21	4.72%	1.23	6.04%	0.40	2.35%
其他非流动资产	1.65	6.15%	1.08	4.21%	0.68	3.35%	1.24	7.21%
非流动资产合计	13.34	49.64%	12.09	46.94%	9.44	46.46%	7.82	45.41%
资产总计	26.87	100.00%	25.75	100.00%	20.33	100.00%	17.21	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

受益于地屈孕酮原料药和制剂、醋酸阿比特龙原料药的投产放量，近年来公司营业收入、净利润持续增长；公司整体盈利能力尚可，但随着业务扩张，经营费用规模较大、增长较快，盈利能力指标呈小幅下降趋势

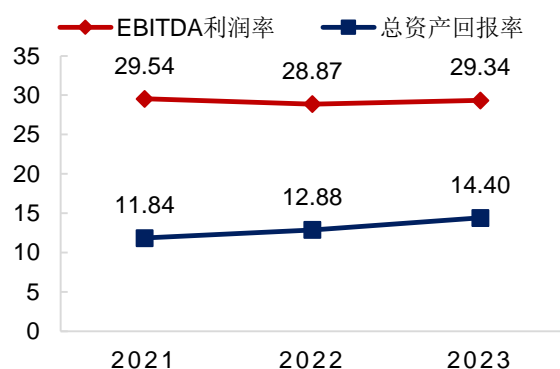
公司为特色原料药生产企业，核心产品主要为依普利酮、地屈孕酮、氟美松、丙酸氟替卡松、普瑞巴林、以及醋酸阿比特龙等原料药及中间体。依普利酮原料药及中间体公司产能规模为国内最大，整体竞争力较好，毛利率水平较高；氟美松、氟替卡松原料药及中间体为公司起家产品，公司进入市场较早，客户主要为原研生产厂家，具有一定技术壁垒和客户粘性，毛利率水平尚可；地屈孕酮原料药系公司2021年新投产产品，生产厂家较少，竞争力较强，毛利率水平较高，拉动公司销售毛利率持续提升；醋酸阿比特龙原料药市场竞争相对激烈，2022年欧美客户仿制药获批上市、从研发小批量采购转变为生产

批量采购，且公司持续扩增产能，故公司醋酸阿比特龙收入持续增长、毛利率有所波动；2023年公司首个制剂产品地屈孕酮片上市销售，2023年地屈孕酮片实现销售收入8,985.00万元，为公司未来收入重要增长点。预计未来，依普利酮、氟美松、氟替卡松等原料药及中间体仍为公司稳定的利润来源，地屈孕酮原料药和制剂、阿比特龙仍有市场增长空间，为公司利润的主要增量来源。

公司原材料及设备采购以国内采购、人民币结算为主，产品销售以外销、美元结算为主，存在一定外币汇率风险敞口。2021-2023年公司汇兑损益分别为-743.56万元、2,485.74万元、358.45万元。2023年底公司货币资金中外币资金折算人民币1.97亿元、应收账款折算人民币2.53亿元，未来仍需关注汇兑损益对公司利润的影响。

近年来随着业务规模扩大、扬州奥锐特的投产、制剂产品上市，公司管理费用和销售费用快速增长；同时，公司新增上海、杭州等多处研发中心，加大研发投入，公司研发费用亦快速增长。综合影响下，2023年EBITDA利润率指标总体较2021年小幅下降。预计未来随着制剂产品、醋酸阿比特龙的销售扩大，公司盈利能力指标有望回升。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 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尚可，对外融资以股权融资为主，财务杠杆水平较低，货币资金较为充裕、能较好覆盖总债务，整体偿债压力较小，但公司仍处于产能扩张、业务增长的阶段，预计未来财务杠杆水平和资金压力或将加大

公司财务政策相对稳健，刚性债务兑付压力较小。2022年起公司总债务规模有所增长，其中，子公司扬州奥锐地屈孕酮业务规模扩大，借入一定规模的美元银行流动资金借款，用于采购进口设备；公司本部新增一定规模应付票据；2023年为新建年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目借入专项借款导致长期借款余额大幅增长。

公司经营性负债主要为应付账款、其他应付款以及应付职工薪酬。应付账款主要系应付供应商货款、设备款，近年来受业务规模、应付票据使用增加影响，公司应付账款规模有所波动，周转天数在70-100天。2022年底其他应付款同比大幅增长，主要系2022年公司进行了股权激励，新增限制性股票回购义务所致。

表24 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.40	6.36%	0.40	6.60%	0.30	8.60%	-	-
应付票据	1.20	19.12%	1.09	17.93%	0.35	9.95%	-	-
应付账款	1.57	24.94%	1.74	28.60%	1.15	33.03%	1.37	64.32%
应付职工薪酬	0.29	4.56%	0.50	8.31%	0.40	11.47%	0.30	14.16%
其他应付款	0.90	14.27%	0.81	13.30%	0.80	22.97%	0.01	0.47%
一年内到期的非流动负债	0.05	0.83%	0.05	0.85%	0.06	1.79%	0.04	1.90%
流动负债合计	4.89	77.64%	5.01	82.54%	3.22	92.40%	1.93	90.46%
长期借款	0.95	15.16%	0.60	9.96%	0.04	1.21%	-	-
非流动负债合计	1.41	22.36%	1.06	17.46%	0.27	7.60%	0.20	9.54%
负债合计	6.30	100.00%	6.07	100.00%	3.49	100.00%	2.13	100.00%
总债务合计	2.70	43.26%	2.26	37.19%	0.87	25.06%	0.18	8.42%
其中：短期债务	1.66	26.31%	1.54	25.38%	0.71	20.34%	0.04	1.90%
长期债务	1.04	16.58%	0.72	11.81%	0.16	4.72%	0.14	6.52%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

现金流方面，公司主营业务回款情况尚可，2021-2023年收现比分别为102.02%、90.79%、93.28%，2022年收现比同比下滑主要系四季度南美客户销售快速增长，仍在信用账期，同时GSK集团年末下达的大额订单已交货尚未结算所致。公司主营业务现金生成能力较好，随着业务规模的扩张，FFO整体呈上升趋势。2022年由于地屈孕酮原料药及中间体备货加大，研发及管理现金支出增加，公司经营活动现金流净额下降；2023年随着地屈孕酮制剂产品销售，经营活动净现金流大幅上升。由于公司扩产项目建设，项目投资支出金额增加，公司投资活动现金流出维持在较高水平。

杠杆状况方面，公司财务政策相对稳健，主要通过股权融资以及自身盈余积累满足自身资金需求。近年来公司财务杠杆有所提高但仍处于较低水平。公司总债务及利息支出规模较小，货币资金较为充裕，能较好覆盖总债务，公司净债务持续为负。公司速动比率、现金短期债务比呈下降趋势，但表现仍较好。整体来看，公司偿债压力较小。公司仍处于产能扩张、业务增长的阶段，项目资金及运营资金需求较大，本期债券募投项目计划通过发行可转换公司债券方式融资，成功发行后将提高公司负债水平。

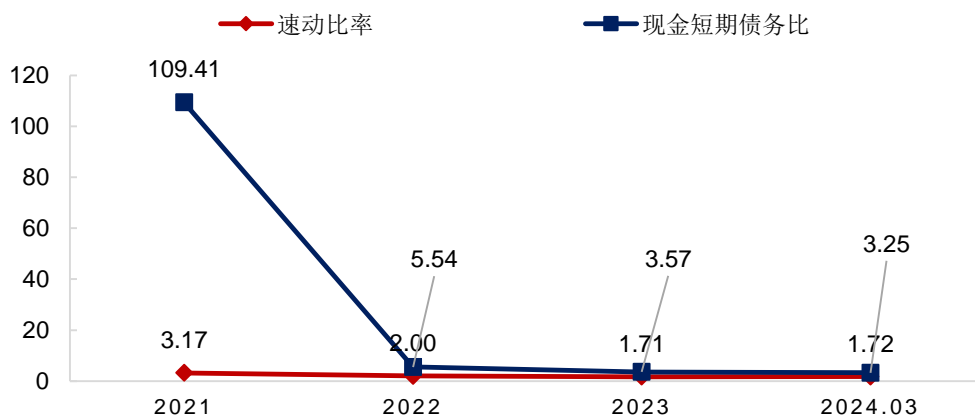
作为上市公司，公司融资渠道较丰富，融资弹性尚可。截至2023年末公司本部及主要子公司尚有26.49亿元可使用银行授信额度，备用流动性较充足。

表25 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.89	3.86	1.66	2.02
FFO	--	3.27	2.49	1.97
资产负债率	23.44%	23.58%	17.15%	12.40%
净债务/EBITDA	--	-1.00	-0.98	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	110.60	287.66	368.62
总债务/总资本	11.60%	10.29%	4.93%	1.18%
FFO/净债务	--	-88.27%	-87.06%	-47.97%
经营活动现金流/净债务	-24.39%	-104.06%	-58.21%	-49.13%
自由现金流/净债务	13.95%	-21.62%	17.43%	11.95%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

图 7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司面临一定环保压力与安全生产风险

公司的产品生产过程中涉及化学合成工艺，存在废水、废气、固体废物等污染性排放物，公司本部及扬州联澳属于环境保护部门公布的重点排污企业。近年来环保监管不断趋严，公司生产受到相关政策严格排查。对此公司建立了完善的环保风险应急机制，制定了《突发环境污染事件应急预案》并在各生

态环境局备案，配备专业的水质分析人员和先进的废水、废气检测仪器，废水排放口安装了 PH、COD、氨氮、总氮、总磷在线监测装置；废气排放口安装了 VOCs 在线监测系统。2021-2023 年公司环保投入分别为 2,098.72 万元、2,551.42 万元和 2,874.48 万元。

公司属于化工类生产制造企业，在生产流程中需要使用危险化学品，涉及易燃、易爆、有毒物质。若发生操作不当、设备老化等事故，可能造成停产、检修等安全生产意外事故，导致公司生产暂停或停滞，近三年公司未发生重大安全生产事故，但不排除未来公司发生安全生产事故的可能性。

总体来看，公司面临一定环保压力与安全生产风险。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员 9 名，其中独立董事 3 名，实际控制人彭志恩任董事长。公司已制定有《公司章程》《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》《董事会秘书工作细则》等多项制度。截至 2024 年 5 月，公司组织架构图如附录三所示。

公司多数董事及高管加入公司多年，多位董事、监事及高级管理人员在公司上市前就在公司任职，公司管理团队较为稳定。公司董事长彭志恩于 1994 年从南开大学化学系毕业，毕业后有多年原料药和中间体的国际贸易业务从业经历。公司董事长彭志恩、副董事长褚义舟在公司工作多年，在医药制造行业内经验丰富。公司于 2022 年 10 月 18 日首次股权激励共授予 519.5 万股限制性股票，授予对象包括公司高级管理人员、核心骨干和核心技术人员，共计 85 人。股权激励的实施有助于公司吸引和留住优秀人才，调动高级管理人员、核心管理人员和核心骨干等公司核心团队的积极性。截至 2023 年末公司本部及主要子公司共 1,521 人，其中主要为生产人员和研发人员。

表26 截至 2023 年末公司本部及主要子公司人员情况（单位：人）

专业构成	人数	占比	教育程度	人数	占比
生产人员	776	51.02%	博士	11	0.72%
销售人员	100	6.57%	硕士	109	7.17%
技术人员	204	13.41%	本科	529	34.78%
财务人员	26	1.71%	专科	318	20.91%
行政管理人员及其他管理人员	167	10.98%	专科以下	554	36.42%
研发人员	248	16.31%	-	-	-
合计	1,521	100.00%	合计	1,521	100.00%

资料来源：公司 2023 年年报，中证鹏元整理

在子公司管理方面，公司往子公司委派了董事、总经理等关键管理职位，子公司的内控制度和公司本部保持一致，子公司的产品销售由公司设立的营销中心、销售团队负责，资金由公司本部统一管理。

需要关注的是，2022 年公司监事杨航先生的配偶在发生了“短线交易”公司股票的行为，当年 11 月杨航先生收到了中国证券监督管理委员会浙江监管局出具的《关于对杨航采取出具警示函措施的决定》（（2022）107 号），2023 年 1 月，公司收到上海证券交易所出具的《关于对奥锐特药业股份有限公司时任监事杨航予以监管警示的决定》（上证公监函（2023）0014 号），公司后续需加强内部管理。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月13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。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月5日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

（1）募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据浙江医药工业设计院有限公司编制的可行性分析报告，308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂项目（一期）税后内部收益率为19.49%，投资回收期为7.59年（含建设期）。根据扬州奥锐特自行编制的可行性分析报告，年产300KG司美格鲁肽和20吨帕罗韦德原料药生产线及配套设施建设项目（一期）税后内部收益率为29.94%，投资回收期为5.2年（含建设期）；年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片和3亿多替拉韦钠片生产线建设项目（一期）税后内部收益率为39.31%，投资回收期为5.4年（含建设期）。但是，由于募投项目投资回收期较长，项目收益受资金到位情况、建成投产后的市场供求情况等因素影响，募投项目能否如期完工和实现收益情况存在一定不确定性。

（2）公司日常经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。2021-2023年公司营业收入持续上升，盈利能力良好，良好的销售回款可为本期债券偿付提供一定保障。但同时也需关注的是，公司仍处于产能扩张、业务增长阶段，在建项目尚需投资规模较大，未来有大额资本支出需求，以及新增产能消化风险。

（3）公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

（4）本期债券为可转换债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素导致债券未能进行转股的可能。

九、结论

随着人口老龄化加剧及专利药品到期，未来原料药市场规模将持续增长，我国原料药出口预计将继续保持增长趋势。公司在特色原料药行业深耕已久，以外销为主，研发投入较大，原料药产品线不断丰富，目前涵盖呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康等多个领域，2023年公司首个制剂产品上市销售。近年来受益于新品种地屈孕酮原料药、醋酸阿比特龙原料药的投产放量，公司营业收入、净利润持续增长。公司财务杠杆水平较低，主营业务现金生成能力较强，2020年上市后，资本实力显著增强，融资渠道拓宽。但另一方面，公司销售以海外市场为主，面临一定汇率波动和国际贸易环境变化风险。公司处于产能扩张、业务增长的阶段，项目投入及运营尚需投入一定资金需求，面临一定资金压力。公司重视研发投入，实行原料药制剂一体化战略，但医药行业新产品和新工艺开发的难度较大，本期债券募投项目能否顺利完工达产受经济环境和市场竞争等因素影响，预期收益具有一定不确定性。总体来看，公司的抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

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。

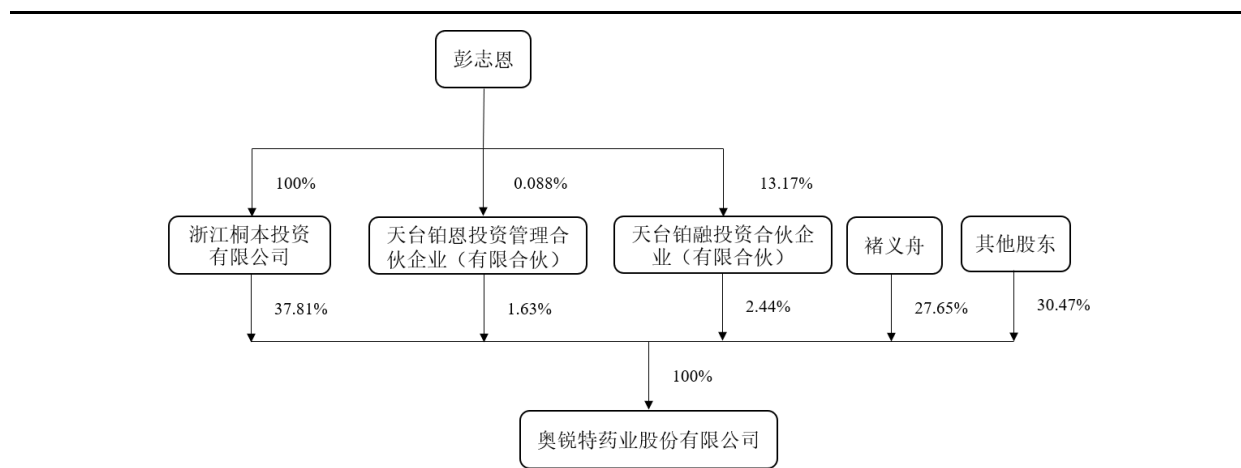
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.34	5.46	3.92	4.45
应收账款	2.82	2.87	2.21	1.41
存货	5.14	5.10	4.45	3.27
其他流动资产	0.08	0.08	0.15	0.14
流动资产合计	13.53	13.66	10.88	9.40
固定资产	5.74	5.82	5.78	5.27
在建工程	3.58	2.81	0.80	0.48
无形资产	1.21	1.21	1.23	0.40
其他非流动资产	1.65	1.08	0.68	1.24
非流动资产合计	13.34	12.09	9.44	7.82
资产总计	26.87	25.75	20.33	17.21
短期借款	0.40	0.40	0.30	0.00
应付票据	1.20	1.09	0.35	0.00
应付账款	1.57	1.74	1.15	1.37
合同负债	0.19	0.22	0.01	0.09
应付职工薪酬	0.29	0.50	0.40	0.30
应交税费	0.26	0.20	0.15	0.11
其他应付款	0.90	0.81	0.80	0.01
一年内到期的非流动负债	0.05	0.05	0.06	0.04
流动负债合计	4.89	5.01	3.22	1.93
长期借款	0.95	0.60	0.04	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.36	0.34	0.08	0.05
非流动负债合计	1.41	1.06	0.27	0.20
负债合计	6.30	6.07	3.49	2.13
总债务	2.70	2.26	0.87	0.18
其中：短期债务	1.66	1.54	0.71	0.04
所有者权益	20.57	19.68	16.84	15.08
营业收入	3.36	12.63	10.08	8.03
营业利润	1.00	3.31	2.41	1.94
净利润	0.82	2.89	2.08	1.68
经营活动产生的现金流量净额	0.89	3.86	1.66	2.02
投资活动产生的现金流量净额	-1.40	-3.65	-2.57	-2.62
筹资活动产生的现金流量净额	0.32	0.49	-0.15	-0.52
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年

EBITDA	0.86	3.70	2.91	2.37
FFO	--	3.27	2.49	1.97
净债务	-2.60	-2.99	-2.86	-4.10
销售毛利率	53.68%	55.92%	51.62%	49.13%
EBITDA 利润率	--	29.34%	28.87%	29.54%
总资产回报率	--	14.40%	12.88%	11.84%
资产负债率	23.44%	23.58%	17.15%	12.40%
净债务/EBITDA	--	-0.81	-0.98	-1.73
EBITDA 利息保障倍数	--	110.60	287.66	368.62
总债务/总资本	11.60%	10.29%	4.93%	1.18%
FFO/净债务	--	-109.44%	-87.06%	-47.97%
速动比率	1.72	1.71	2.00	3.17
现金短期债务比	3.25	3.57	5.54	109.41

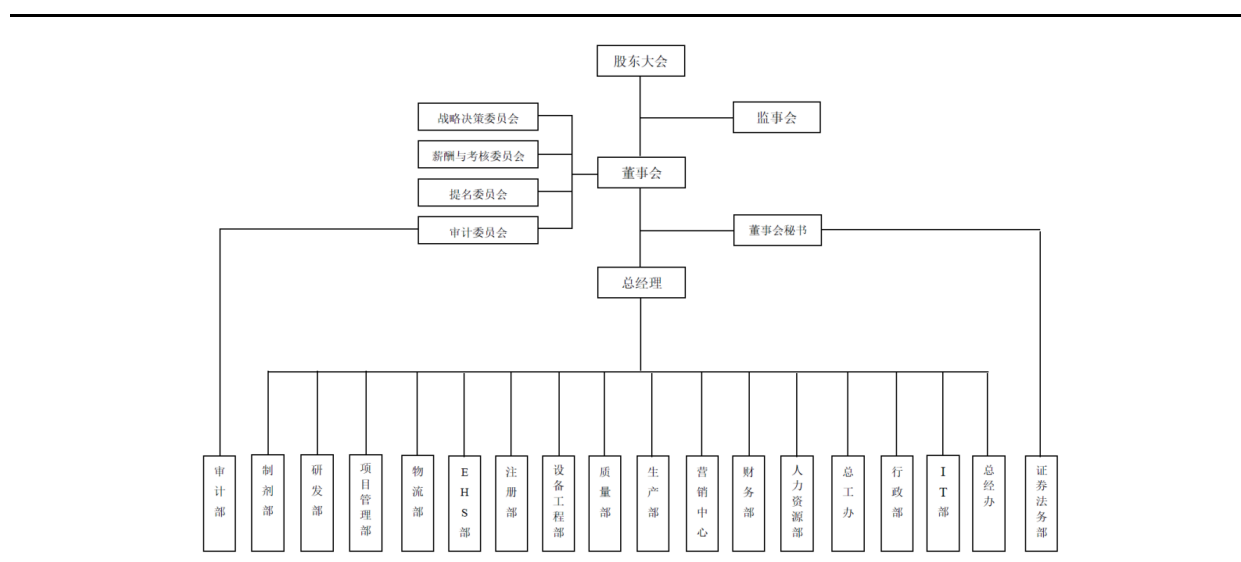
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2023 年末公司纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
扬州联澳生物医药有限公司	8,000.00	100%	制造业	同一控制下企业合并
扬州奥锐特	40,000.00	100%	制造业	同一控制下企业合并
上海奥磊特国际贸易有限公司	1,000.00	100%	商业	新设
Hong Kong Aurisco Trading Co.,Limited	1 万港币	100%	商业	新设
天津奥锐特	6,047.35	100%	研发	非同一控制下企业合并
上海奥锐特生物科技有限公司	6,000.00	100%	研发	新设
杭州奥锐特公司	100.00	100%	研发	新设
浙江奥锐特医药有限公司	1,000.00	100%	商业	新设
Aurisco USA Inc	0.01 万美元	100%	商业	新设

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

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

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

四、展望符号及定义

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