中证鹏元
CSCI Pengyuan

奥锐特药业股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【467】号 01

让 评 级 彰 显 价 值

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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相关债券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
奥锐转债	AA-	AA-

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）原料药产品线较丰富，2024 年国内首仿制剂“地屈孕酮片”销售放量，带动营收和利润双增长，公司继续保持稳健的财务政策，偿债指标表现仍较好，债务压力较小。但中证鹏元也关注到，公司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；近年来公司积极扩产，未来项目投入及运营尚需一定资金；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。

评级日期

2025 年 6 月 27 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	38.97	38.77	25.75	20.33
归母所有者权益	24.41	23.32	19.68	16.76
总债务	10.26	10.16	2.26	0.87
营业收入	4.02	14.76	12.63	10.08
净利润	1.19	3.55	2.89	2.08
经营活动现金流净额	0.26	3.32	3.86	1.66
净债务/EBITDA	--	-0.05	-0.81	-0.98
EBITDA 利息保障倍数	--	25.54	110.60	287.66
总债务/总资本	29.60%	30.36%	10.29%	4.93%
FFO/净债务	--	-1,579.70%	-109.44%	-87.06%
EBITDA 利润率	--	33.71%	29.34%	28.87%
总资产回报率	--	13.12%	14.40%	12.88%
速动比率	3.21	2.74	1.71	2.00
现金短期债务比	--	11.38	3.57	5.54
销售毛利率	60.73%	58.56%	55.92%	51.62%
资产负债率	37.37%	39.87%	23.58%	17.15%

注：公司 2022-2024 年净债务指标为负。

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：曾利利

zengll@cspengyuan.com

项目组成员：周文颖

zhouwy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司经营状况良好，2024 年公司收入和净利润实现较快增长。**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，公司的原料药产品线较为丰富，并继续推行制剂原料药一体化发展战略，在原料药基础上开发制剂产品，2024 年公司国内首仿的制剂产品地屈孕酮片销量放量，带动销售收入和净利润上升。
- **公司财务杠杆水平较低，债务压力较小。**公司财务政策相对稳健，主要通过债券融资以及自身盈余积累满足自身资金需求，截至 2024 年末，资产负债率为 39.87%，EBITDA 利息保障倍数、现金短期债务等偿债指标表现仍较好。

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 2024 年外销收入占比仍达到 75%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。**截至 2024 年末公司主要在建项目为本期债券的募投项目和两个以自有资金投资的项目，项目尚需投资一定规模，2024 年由于业务发展而导致采购增加、人员薪酬成本上升，经营活动现金流净额小幅下降。
- **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。**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，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仍具有一定竞争力，推行制剂原料药一体化战略初显成效，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	美诺华	司太立	九洲药业	奥翔药业	天宇股份	华海药业	公司
总资产	46.51	60.46	111.27	29.82	65.79	202.61	**38.77**
营业收入	13.73	23.50	51.61	7.95	26.31	95.47	**14.76**
净利润	0.76	-0.49	6.07	2.07	0.56	11.07	**3.55**
销售毛利率（%）	32.61	19.43	33.78	54.23	34.66	61.91	**58.56**
资产负债率（%）	50.73	56.42	22.63	23.82	46.83	55.48	**39.87**

注：以上各指标均为 2024 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_2024V1.0
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	8/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					**aa-**
外部特殊支持					0
主体信用等级					**AA-**

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
奥锐转债	8.12	8.12	2024-7-5	2030-07-26

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂项目（一期）项目、年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目、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和补充流动资金。截至2025年4月30日，奥锐债募集资金专项账户余额为1.04亿元。截至2024年末，公司已使用募集资金投入项目6.39亿元，实际结余募集资金1.62亿元。根据公司现行的闲置募集资金管理政策，公司可使用不超过人民币3亿元的暂时闲置募集资金购买银行等金融机构发行的满足安全性高、流动性好、期限不超过十二个月要求的保本型理财产品或存款类产品，2025年公司多次公告使用闲置募集资金购买结构性存款。

2024年12月公司发布公告称，根据公司募集资金投资项目的实际建设情况，公司结合当前募投项目实际建设情况和投资进度、募投产品注册及审批时间、上市销售拓展时间，对本募投项目的建设进度进行了梳理及优化。公司将募投项目“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”达到预定可使用状态日期延长至2025年12月。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人、注册资本均未发生变化，截至2025年3月末，公司实收资本为4.06亿元。控股股东浙江桐本投资有限公司（以下简称“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、天台铂融投资合伙企业（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。2025年2月5日，奥锐转债开始转股，目前转股价格为24.94元/股。

表1 截至 2025 年 3 月底公司前十大股东持股及质押情况（单位：股）

股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押数量	限售股份数量
桐本投资	境内非国有法人	153,583,200	37.81%	-	-
褚义舟	境内自然人	112,294,800	27.65%	-	-
刘美华	境内自然人	16,513,200	4.07%	-	-
天台铂融	其他	9,907,200	2.44%	-	-
裘伟红	境内自然人	9,715,600	2.39%	1,950,000	-
邱培静	境内自然人	8,383,500	2.06%	-	-
李建文	境内自然人	6,984,000	1.72%	-	-
天台铂恩	其他	6,606,000	1.63%	-	6,606,000
瑞众人寿保险有限责任公司-自有资金	其他	3,978,800	0.98%	-	-
褚定军	境内自然人	3,301,200	0.81%	-	-
金平	境内自然人	3,301,200	0.81%	-	-

合计	**--**	**334,568,700**	**44.94%**	**1,950,000**	**6,606,000**

资料来源：公司 2025 年一季度报表，中证鹏元整理

公司主要仍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，截至2024年末，公司纳入合并范围内的子公司共9家，较上年无变动，公司重要子公司仍为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”）。

表2 公司重要子公司 2024 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	23,091.06	20,906.02	15,932.02	1,363.57
扬州奥锐特	123,037.93	84,176.08	31,079.78	8,878.27

资料来源：公司提供，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，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。

行业环境

2025年医保控费阵痛持续，医药制造业业绩继续承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加大，创新药

上市及出海加速；中长期来看，医药需求较为刚性、政策负面影响边际减弱，医药制造业行业将企稳向好

随着集采、医保谈判、DRG/DIP支付改革等医保控费政策持续推进，近年来我国药品价格整体呈下降趋势。同时，随着行业监管加强，药品推广亦受到一定影响。受药品价格下降、推广受限影响，医药制造业企业业绩持续承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加速。化学仿制药、疫苗行业高度内卷，原料药制剂一体化持续推进，中药注射剂市场规模大幅萎缩，口服中成药、血液制品行业发展相对稳健，创新药上市及出海加速。2025年药品价格将继续呈下降趋势，医药制造业企业业绩继续承压，行业内部分化继续加大。

预计未来国内药品消费需求将持续增长，其中抗生素类、慢性病治疗类、肿瘤治疗及免疫调节类、保健品类需求最为突出。同时，随着医保谈判、全国带量采购等政策规则持续优化，竞价合理性不断提升，对药品价格的冲击将边际减弱。此外，随着DRG/DIP2.0版本的推出、医保预付费制度的落实，商业健康保险的加快推进等，药品支付端未来将逐渐改善。中长期来看，我国医药制造业结构逐步调整优化、企稳向好，创新转型、并购整合以及集中度提高为行业发展主旋律。

详见《医药制造业：医保控费阵痛持续，行业“腾笼换鸟”、分化加大》。

四、 经营与竞争

2024年公司营业收入同比增长16.89%，原料药方面，由于心血管类疾病发病率提升、药品的适应症增加，2024年心血管类产品收入明显上升；2024年呼吸系统类产品的相关专利即将到期，公司加大了对该类别产品销售规模；2024年女性健康类产品销售结构改变，降低了中间体产品销售，主要销售品种为地屈孕酮原料药，类别整体销售毛利率提高，但该产品在2024年面临的市场竞争加剧，整体销售收入小幅下降。得益于国内首仿上市的地屈孕酮制剂产品2024年销售放量（当期销售收入为2.20亿元），制剂产品收入同比大幅增长。得益于毛利率较高的制剂产品销售收入占比提升，公司2024年整体销售毛利率提升。2025年一季度公司营业收入保持上涨，同比增长19.78%，毛利率小幅提升至60.73%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目		2024年			2023年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务		**14.72**	**99.75%**	**58.57%**	**12.54**	**99.32%**	**55.80%**
自产产品		13.61	92.20%	61.94%	11.49	90.98%	56.74%
原料药及中间体	心血管类	4.32	29.27%	67.74%	3.00	23.79%	65.30%
	女性健康类	1.26	8.56%	79.10%	1.89	14.96%	69.91%
	呼吸系统类	1.91	12.92%	52.22%	1.63	12.93%	51.49%
	抗肿瘤类	2.12	14.35%	42.87%	2.44	19.35%	43.33%
	神经系统类	0.68	4.61%	28.88%	0.74	5.83%	44.29%

	抗感染类	0.25	1.68%	44.85%	0.18	1.46%	52.54%
	其他	0.87	5.89%	49.15%	0.70	5.54%	57.66%
制剂		2.20	14.91%	84.71%	0.90	7.12%	87.74%
贸易产品		1.11	7.55%	17.42%	1.05	8.34%	19.05%
其他业务		**0.04**	**0.25%**	**53.27%**	**0.09**	**0.68%**	**73.65%**
合计		**14.76**	**100.00%**	**58.56%**	**12.63**	**100.00%**	**55.92%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司研发能力仍较强，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。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，拥有5个研发中心，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。2024年公司研发费用为1.46亿元，占营业收入比重为9.92%，仍保持较高的研发费用占营业收入比重。

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4 截至 2024 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
项目一	原料药	糖尿病、体重管理	工艺验证
项目二	原料药	糖尿病、体重管理	中试
项目三	原料药	高胆固醇血症	工艺优化完成
项目四	原料药	真菌感染	工艺开发
项目五	原料药	雌激素缺乏	工艺优化完成
项目六	制剂	雌激素缺乏	BE 试验已备案
项目七	制剂	雌激素缺乏	开展 BE 试验
项目八	制剂	前列腺癌	中试完成

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年受益于心血管类产品需求增加、地屈孕酮制剂产品销售放量，公司营收规模继续扩大；但受市场竞争加剧影响，产品销售均价普遍呈下降趋势；公司原料药产品以外销为主，制剂产品以内销为主，外销同时面临一定的汇率波动和国际贸易环境变化风险

跟踪期内公司销售模式无变化，原料药销售仍以直销为主，制剂销售以经销为主。2024年由于制剂产品收入占比上升，2024年直销收入占比下降至约60%。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。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。

2024年公司的前五大客户销售占比为31.35%，较上年变动较小，客户集中度尚可，其中主要大客户仍为葛兰素史克（GSK）、威林（Welding）等外国企业。针对制剂产品的销售，公司基于区域分布选择当地较有实力的经销商，经销商在全国各个区域分布广泛。

2024年公司来自国内市场的收入占比有所提升，主要系制剂产品在国内产生销售收入，境外销售收入占比降至80%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，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，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。

表5 公司按主要地区的主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
国外	11.44	77.70%	10.89	86.88%
国内	3.28	22.30%	1.64	13.12%
合计	**14.72**	**100.00%**	**12.54**	**100.00%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从具体产品销售收入来看，2024年公司自产原料药及中间体收入上升主要系心血管类产品收入增加，由于心血管类疾病发病率提升、药品的适应症增加，近三年公司心血管类原料药及中间体的销售收入持续提升，其中2024年销售增长区域主要欧洲客户。2024年呼吸系统类产品的相关专利即将到期，公司加大了对该类别产品销售规模。2023年抗感染类产品收入下降主要系当年巴西HIV治疗一线用药变化导致订单减少，2024年采购逐渐恢复，当年该类别收入实现增长。

2024年原料药及中间体产品类别收入下降主要系市场竞争因素：2023年女性健康类产品销售结构中，除地屈孕酮原料药外，公司还销售了其他中间体产品，2024年由于市场需求减少，公司降低了中间体产品销售，2024年女性健康类产品中主要为地屈孕酮原料药，该产品在2024年面临的市场竞争加剧，女性健康类别产品整体销售收入小幅下降；2024年抗肿瘤类产品中的醋酸阿比特龙产品仍保持较激烈的市场竞争程度，销售价格进一步下降，导致抗肿瘤类产品整体收入小幅下降；2024年神经系统类产品延续上年收入下降走势。

从主要产品的产销情况来看，公司的地屈孕酮原料药部分自用、部分外销，2024年随着自产制剂产品生产规模的扩大，公司地屈孕酮类原料药的外销量下降，制剂产品的产销率上升。2024年女性健康类中间体销量大幅下降，地屈孕酮原料药自用比例提高，导致当期女性健康类产品产销率大幅下降；由于单价较高地屈孕酮原料药销量占比上升，导致单价大幅提升。2024年心血管类产品、呼吸系统收入规模

上升，公司加大备货，产销率有所下降，但仍维持较高水平；根据销售预期，公司为2025年设备检修作库存准备，抗肿瘤类产品期末库存上升；神经系统类产品库存较高，公司2024年降低生产量，产销率相应提升；抗感染类产品由于2023年巴西HIV治疗一线用药变化导致订单减少，前期积压大量库存，2024年主要为库存消化，当年的产销率大幅提升。从产品销售单价看，公司2024年产品单价普遍下降。得益于毛利率较高的制剂产品销售收入占比提升，公司2024年整体销售毛利率提升。

表6 公司主要自产产品的产销及单价情况

项目			2024	2023
原料药及中间体	心血管类	产量（kg）	46,473.62	26,026.13
		销量（kg）	38,837.27	26,619.28
		单价（元/kg）	11,123.70	11,285.58
		产销率	83.57%	102.28%
	女性健康类	产量（kg）	7,504.09	31,583.44
		销量（kg）	1,808.91	29,657.71
		单价（元/kg）	69,829.34	6,367.69
		产销率	24.11%	93.90%
	呼吸系统类	产量（kg）	20,164.86	10,888.73
		销量（kg）	19,267.64	10,982.08
		单价（元/kg）	9,898.66	14,868.41
		产销率	95.55%	100.86%
	抗肿瘤类	产量（kg）	34,738.10	29,003.25
		销量（kg）	29,447.71	28,693.92
		单价（元/kg）	7,189.90	8,512.09
		产销率	84.77%	98.93%
	神经系统	产量（kg）	68,968.19	79,292.10
		销量（kg）	83,415.24	74,472.78
		单价（元/kg）	816.25	987.97
		产销率	120.95%	93.92%
	抗感染类	产量（kg）	5,897.13	16,990.36
		销量（kg）	23,245.59	12,923.30
		单价（元/kg）	1,069.52	1,430.42
		产销率	394.18%	76.06%
制剂	地屈孕酮片	产量（盒）	5,466,536.00	3,125,699.58
		销量（盒）	5,811,882.00	1,918,366.12
		单价（元/盒）	37.86	46.84
		产销率	106.32%	61.37%

注：表格中销售量为外部销售量，公司生产量除外部销售外，其他部分主要作为内部继续生产、研发领用。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司新增产能为女性健康类原料药，整体产能利用水平较高，但小部分产品的产能利用水平

仍有提升空间；公司在建扩产项目尚需投入一定规模资金，需关注公司新增产能后续的消化情况

2024年以来公司主要产能分布未发生变化，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2024年的产能增量为女性健康类的地屈孕酮原料药，系公司为将来产品生产储备而提高产能，目前本期债券的募投项目之一年产308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂生产线项目部分生产线已经开始试运行。2024年公司抗感染类产品主要为前期库存消化，替诺福韦产品的当期产能利用率有所下降。整体来看，除替诺福韦外，2024年公司主要产品的产能利用水平与上年相比较为平稳，整体产能利用水平较高，但小部分产品的产能利用水平仍有提升空间。

截至2024年末公司主要投资项目为本期债券的募投项目和两个以自有资金投资的项目，项目尚需投资2.37亿元，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7 截至 2024 年末公司主要投资项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	资金来源
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	58,967.21	48,799.20	10,168.01	自有资金、募集资金
新建年产 300kg 司美格鲁肽原料药生产线及配套设施项目	27,939.00	19,835.20	8,103.80	自有资金、募集资金、金融机构贷款
901 车间小核酸原料药生产线建设项目	14,000.00	13,016.74	983.26	自有资金
雌激素原料药生产线建设项目(828 车间)	3,800.00	3,407.44	392.56	自有资金
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	2,183.38	4,046.62	自有资金、募集资金
合计	**110,936.21**	**87,241.96**	**23,694.25**	--

资料来源：公司提供、公司 2024 年年报，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，基础化工原料价格受行业市场供需变动等因素影响，2024年公司采购价格普遍下降，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，以原材料成本为主，2024年公司成本结构与上年相比变动较小，约50%为原材料成本。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。公司生产中所用的基础化工原料涉及的品种类别较多，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。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，2024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。采购价格方面，2024年自产产品主要原材料的采购单价普遍下降，贸易业务下采购单价降幅较大。公司的主要原材料价格受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。

表8 公司贸易业务采购情况

项目	2024 年	2023 年
采购数量（kg）	247,368.73	136,169.85
采购额（万元）	9,036.88	8,369.95
采购单价（元/kg）	365.32	614.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司前五大供应商采购额占采购总额比重为26.57%，较上年基本持平，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。

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天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年一季度未经审计的财务报表。

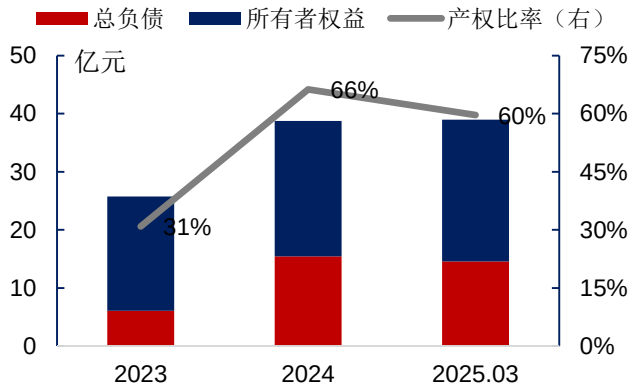
随着本期债券发行和经营收益累积，公司总资产规模上升，其中主要系现金类资产、在建项目投入形成的资产规模增加；公司财务政策相对稳健，2024 年业务获现能力仍较强，债务压力较小

资本实力与资产质量

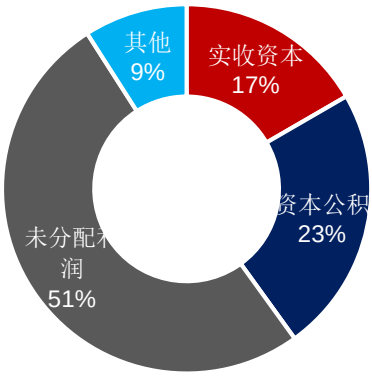
随着本期债券的发行，公司的产权比率有所上升，但整体上杠杆水平仍处于较低水平，整体财务安全性较高。截至2025年3月末，公司所有者权益以上市后形成的资本溢价、自身经营累积的未分配利润和实收资本为主要构成。

图1 公司资本结构

图2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



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



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

随着本期债券发行，公司货币资金规模增加，公司对闲置资金采取短期投资，2024年末交易性金融资产规模增加。公司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，随着厂区建设，2024年公司固定资产、在建工程合计规模继续增长。2024年底公司在建工程增加主要系本期债券募投项目建设投入增加所致。2024年末公司存货主要系库存商品以及半成品，规模较上年变动较小，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。公司应收账款，主要系应收制药企业、原料药生产企业的货款，账龄主要集中在一年以内，2024年末应收账款增加主要系收入确认与收款时间错配，公司24年年末确认收入较去年同期增长幅度较大，但款项根据账期时间尚未到账。

2024年其他权益工具投资增长系公司对源道医药（苏州）有限公司追加投资1,500.00万元及确认的3,500.03万元利得。截至2024年末，其他权益工具投资主要系对华翊博奥(北京)量子科技有限公司、源道医药（苏州）有限公司的投资，近年来公司持续对外进行股权投资，需关注其投资风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

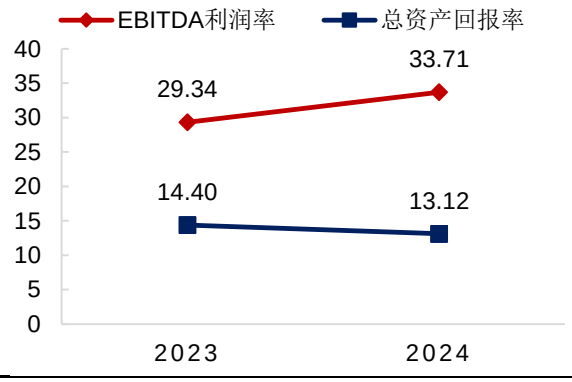
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.37	18.90%	7.69	19.84%	5.46	21.20%
交易性金融资产	2.51	6.45%	3.00	7.73%	-	-
应收账款	3.93	10.09%	3.50	9.02%	2.87	11.16%
存货	6.15	15.78%	5.90	15.21%	5.10	19.80%
流动资产合计	**20.22**	**51.89%**	**20.47**	**52.79%**	**13.66**	**53.06%**
其他权益工具投资	1.33	3.42%	1.33	3.44%	0.79	3.08%
固定资产	7.77	19.93%	6.07	15.65%	5.82	22.60%
在建工程	7.40	19.00%	8.70	22.43%	2.81	10.90%
非流动资产合计	**18.75**	**48.11%**	**18.31**	**47.21%**	**12.09**	**46.94%**
资产总计	**38.97**	**100.00%**	**38.77**	**100.00%**	**25.75**	**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年公司销售状况良好，净利润同比上升22.74%，EBITDA、EBITDA利润率均上升。2024年由于收到募集资金、加大项目投入，公司总资产规模大幅上升，综合影响下，总资产回报率小幅下降。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



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

现金流与偿债能力

2024年起公司总债务增长主要系本期债券发行，公司财务政策相对稳健，刚性债务兑付压力较小，融资结构以债券和银行借款为主，为配套产能扩大项目建设，2024年还新增了一定规模银行借款。公司经营性负债主要为应付账款。应付账款主要系应付供应商货款、设备款，2024年应付账款规模增加系采购规模增加。

表10 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	0.40	2.75%	0.20	1.29%	0.40	6.60%
应付票据	0.53	3.66%	0.68	4.42%	1.09	17.93%
应付账款	2.21	15.19%	2.90	18.78%	1.74	28.60%
一年内到期的非流动负债	0.07	0.46%	0.06	0.37%	0.05	0.85%
流动负债合计	**4.38**	**30.06%**	**5.32**	**34.42%**	**5.01**	**82.54%**
长期借款	1.16	7.96%	1.16	7.49%	0.60	9.96%
应付债券	7.98	54.80%	7.91	51.18%	0.00	0.00%
非流动负债合计	**10.19**	**69.94%**	**10.14**	**65.58%**	**1.06**	**17.46%**
负债合计	**14.56**	**100.00%**	**15.46**	**100.00%**	**6.07**	**100.00%**
总债务	10.26	70.47%	10.16	65.74%	2.26	37.19%
其中：短期债务	1.00	9.74%	0.94	9.25%	1.54	68.24%
长期债务	9.26	90.26%	9.22	90.75%	0.72	31.76%

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

2024年由于业务发展而导致采购增加、人员薪酬成本上升，经营活动现金流净额小幅下降，且由于2024年公司在建项目投入，资本支出较大，当年自由现金流为净流出。随着本期债券发行，公司资产负

债率、EBITDA利息保障倍数表现均下降。但总体来看，公司财务政策相对稳健，主要通过债券融资以及自身盈余积累满足自身资金需求，债务压力仍较小，净债务指标为负，且经营状况较好，FFO指标2024年有所上升。

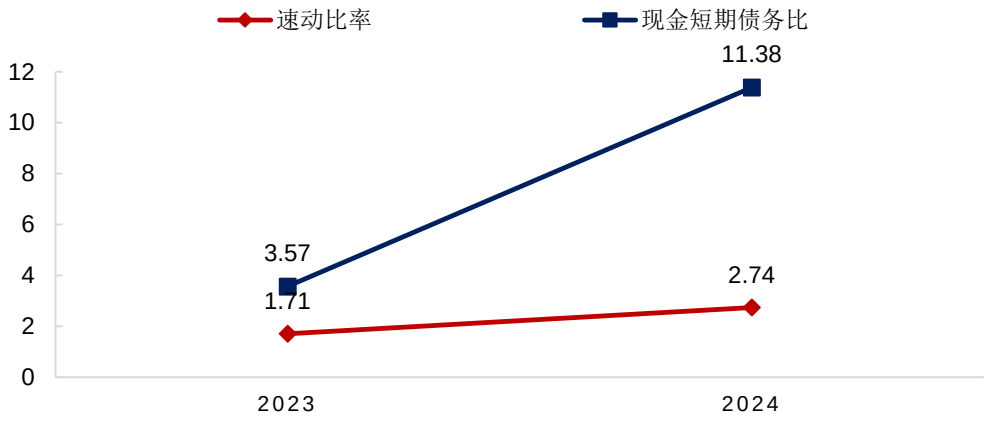
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.26	3.32	3.86
FFO（亿元）	--	4.23	3.27
资产负债率	37.37%	39.87%	23.58%
净债务/EBITDA	--	-0.05	-0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	25.54	110.60
总债务/总资本	29.60%	30.36%	10.29%
FFO/净债务	--	-1,579.70%	-109.44%
经营活动现金流净额/净债务	56.94%	-1,241.29%	-129.03%
自由现金流/净债务	-182.77%	776.25%	-26.81%

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

2024年本期债券发行后，公司的货币资金、流动资产规模上升，现金短期债务比、速动比例均上升，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。截至2025年3月末公司尚有31.64亿元银行授信，备用流动性较好。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，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2023年1月1日至报告查询日（公司本部报告查询日为2025年5月28日，子公司报告查询日为2025年5月29日），公司本部、扬州奥锐特、扬州联澳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，截至报告查询日（2025年6月19日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

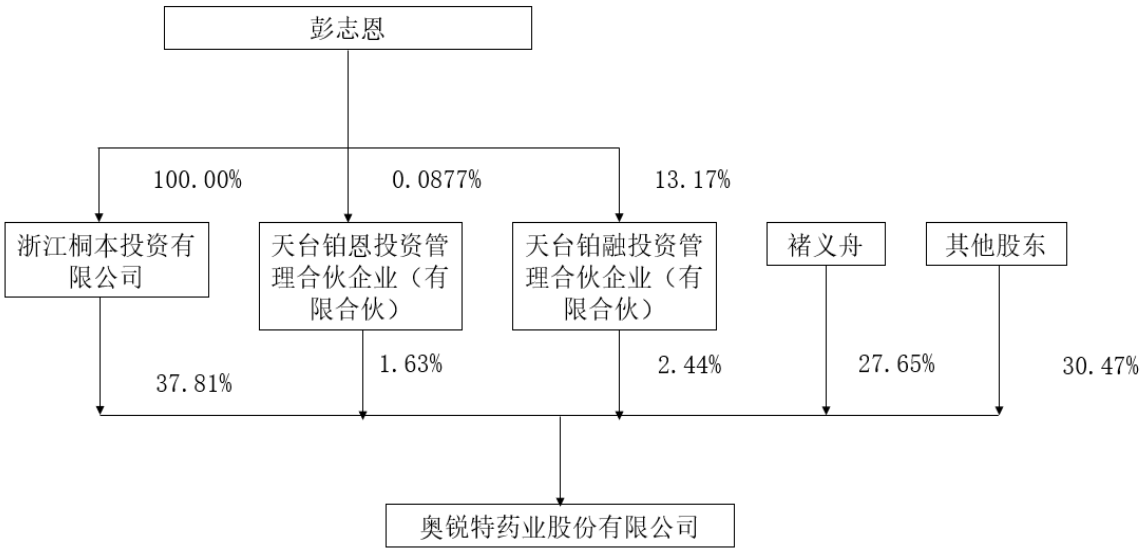
附录一　公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	7.37	7.69	5.46	3.92
应收账款	3.93	3.50	2.87	2.21
存货	6.15	5.90	5.10	4.45
流动资产合计	20.22	20.47	13.66	10.88
固定资产	7.77	6.07	5.82	5.78
在建工程	7.40	8.70	2.81	0.80
非流动资产合计	18.75	18.31	12.09	9.44
资产总计	38.97	38.77	25.75	20.33
短期借款	0.40	0.20	0.40	0.30
应付账款	2.21	2.90	1.74	1.15
一年内到期的非流动负债	0.07	0.06	0.05	0.06
流动负债合计	4.38	5.32	5.01	3.22
长期借款	1.16	1.16	0.60	0.04
应付债券	7.98	7.91	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	10.19	10.14	1.06	0.27
负债合计	14.56	15.46	6.07	3.49
总债务	10.26	10.16	2.26	0.87
长期债务	9.26	9.22	0.72	0.16
所有者权益	24.41	23.32	19.68	16.84
营业收入	4.02	14.76	12.63	10.08
营业利润	1.42	4.10	3.31	2.41
净利润	1.19	3.55	2.89	2.08
经营活动产生的现金流量净额	0.26	3.32	3.86	1.66
投资活动产生的现金流量净额	-0.63	-7.27	-3.65	-2.57
筹资活动产生的现金流量净额	0.03	7.34	0.49	-0.15
财务指标	**2025 年 3 月**	**2024 年**	**2023 年**	**2022 年**
EBITDA（亿元）	--	4.97	3.70	2.91
FFO（亿元）	--	4.23	3.27	2.49
净债务（亿元）	--	-0.27	-2.99	-2.86
销售毛利率	60.73%	58.56%	55.92%	51.62%
EBITDA 利润率	--	33.71%	29.34%	28.87%
总资产回报率	--	13.12%	14.40%	12.88%
资产负债率	37.37%	39.87%	23.58%	17.15%
净债务/EBITDA	--	-0.05	-0.81	-0.98
EBITDA 利息保障倍数	--	25.54	110.60	287.66

总债务/总资本	29.60%	30.36%	10.29%	4.93%
FFO/净债务	--	-1,579.70%	-109.44%	-87.06%
经营活动现金流净额/净债务	--	-1,241.29%	-129.03%	-58.21%
速动比率	3.21	2.74	1.71	2.00
现金短期债务比	--	11.38	3.57	5.54

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 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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

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

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com