



# 2022年深圳微芯生物科技股份有限公司向 不特定对象发行可转换公司债券2022年跟 踪评级报告

---

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年深圳微芯生物科技股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
个体信用状况	a+	a+
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
微芯转债	A+	A+

## 评级日期

2022年9月2日

## 联系方式

**项目负责人：**张旻楠  
zhangmy@cspengyuan.com

**项目组成员：**秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持深圳微芯生物科技股份有限公司（以下简称“微芯生物”或“公司”，股票代码：688321.SH）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“微芯转债”的信用等级为 A+。
- 该评级结果是考虑到：公司专注原创新药行业，自主研发能力较强，核心产品西达本胺竞争力较强，营业收入持续增长；同时中证鹏元也关注到，公司产品集中度仍较高，销售价格受医保政策影响较大，研发及销售费用增长较快，产品研发及推广存在较大不确定性，利润短期承压，存在一定市场竞争风险、资产减值风险。

## 未来展望

- 公司在原创新药行业具备一定竞争优势，业务持续性较好，未来随着生产基地陆续投产、在研项目获批以及新产品西格列他钠片销售放量，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	22.16	18.94	17.26	16.91
归母所有者权益	14.17	14.18	14.94	14.46
总债务	4.82	1.49	0.58	1.00
营业收入	2.16	4.30	2.69	1.74
净利润	-0.19	0.22	0.31	0.19
经营活动现金流净额	0.23	1.25	0.94	-0.25
销售毛利率	93.67%	94.99%	95.00%	95.81%
EBITDA 利润率	--	1.92%	2.78%	6.09%
总资产回报率	--	1.27%	2.18%	1.85%
资产负债率	36.03%	25.17%	13.46%	14.49%
净债务/EBITDA	--	-39.10	-78.47	-41.01
EBITDA 利息保障倍数	--	1.37	2.16	1.57
总债务/总资本	25.38%	9.52%	3.74%	6.47%
FFO/净债务	--	6.19%	-0.61%	4.34%
速动比率	1.42	2.12	5.15	7.73
现金短期债务比	1.77	3.38	18.48	8.51

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表

## 优势

- **公司专注原创新药行业，自主研发能力较强。**公司自主研发能力较强、研发投入力度不断加大。2021年10月公司第二个原创新药西格列他钠国内获批上市，西达本胺1项适应症、西格列他钠1项适应症、西奥罗尼2项适应症的III期临床研究顺利推进。
- **公司核心产品西达本胺竞争力较强，营业收入持续增长。**西达本胺为公司自主研发的国家1类原创新药，已有两个适应症外周T细胞淋巴瘤、乳腺癌国内获批上市，产品竞争力较强。2021年西达本胺国内销售进一步放量，两项适应症在日本获批上市对应许可收入增加，公司营业收入同比增长59.74%。2021年12月西达本胺不降价续约进入国家医保目录。

## 关注

- **公司产品集中度仍较高，销售价格受医保政策影响较大。**2021年、2022年1-6月西达本胺片的销售收入占比仍高达89.99%、89.97%，公司收入对单一产品的依赖性仍较大。若未来国家医保局进一步调整西达本胺片的医保支付范围或标准，或将对公司业绩产生一定不利影响。
- **公司研发及销售费用增长较快，产品研发及推广存在较大不确定性，利润短期承压。**随着研发投入加大、西格列他钠上市推广，2021年公司销售费用、研发费用继续增长，其中销售费用同比大幅增长78.6%。同时，公司在研项目周期长、能否获批上市及顺利实现产业化存在较大不确定性，2021年10月获批上市的西格列他钠的市场推广受疫情影响有所滞缓，销售尚未放量。
- **新药上市或纳入医保产生的市场竞争风险。**公司主要产品西达本胺已有两个适应症获批上市，西格列他钠已有一个适应症获批上市，如果针对相同适应症的新药或者相关仿制药获批上市，则会增加可选治疗方案，加剧市场竞争。公司西达本胺乳腺癌销售受CDK抑制剂进入医保分流部分病人影响，2022年上半年销售同比出现下滑。
- **在建工程、开发支出、无形资产减值风险。**2022年6月末公司在建工程、开发支出、无形资产占总资产比重较大，若在研项目未能获批上市或行业技术迭代更新都将带来一定资产减值风险。

## 同业比较（单位：亿元）

股票简称	总资产	归属母公司股东的净资产	营业总收入	归属母公司股东的综合收益	销售费用率
百济神州	551.85	399.26	75.89	-101.65	58.66%
信达生物	162.44	103.30	42.70	--	63.90%
君实生物	110.35	79.45	40.25	-7.11	18.25%
贝达药业	62.71	45.61	22.46	4.06	36.28%
艾力斯	31.30	29.73	5.30	0.22	50.67%
亚盛医药-B	29.40	12.35	0.28	-8.14	171.08%
复旦张江	27.81	21.93	11.40	2.10	52.59%
百奥泰	26.18	20.88	8.37	0.82	20.67%
前沿生物	25.33	18.30	0.41	-2.60	148.59%
基石药业-B	22.71	12.07	2.44	--	149.27%
<b>微芯生物</b>	<b>18.94</b>	<b>14.18</b>	<b>4.30</b>	<b>0.22</b>	<b>49.43%</b>
泽璟制药	17.46	11.96	1.90	-4.52	73.41%
神州细胞	13.73	-2.27	1.34	-8.67	89.87%

注：以上各指标均为2021年数据。

资料来源：iFind，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
医药制造企业评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	财务状况	初步财务状况	3/非常大
	行业&运营风险状况	4/中等		杠杆状况	5/中等
	行业风险	5		净债务/EBITDA	9
	经营状况	3/弱		EBITDA 利息保障倍数	3
	经营规模	1		总债务/总资本	9
	产品、服务和技术	5		FFO/净债务	8
	品牌形象和市场份额	4		杠杆状况调整分	-2
	经营效率	4		盈利状况	极其弱
	业务多样性	2		盈利趋势与波动性	中等
					盈利水平
			流动性状况	7	
			流动性比率	7	
			获取流动性资源的能力	较强	
业务状况评估结果		4/中等	财务状况评估结果		6/较小
指示性信用评级					a+
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					a+
外部特殊支持调整					0
主体信用等级					A+

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+/稳定	A+/微芯转债	2021-10-19	张旻燊、秦风明	<a href="#">医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
微芯转债	5.00	5.00	2021-10-19	2028-7-5

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年7月5日发行6年期5.00亿元可转换公司债券，募集资金计划用于创新药生产基地（三期）项目、西奥罗尼联合紫杉醇治疗卵巢癌III期临床试验项目以及补充流动资金。截至2022年8月19日，本期债券募集资金专项账户余额为1.41亿元，用于现金管理的暂时闲置募集资金为2.9亿元。

## 三、发行主体概况

2021年7月8日激励股份上市，公司股本增加72.05万股；跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本均为41,072.05万元，控股股东和实际控制人仍为XIANPINGLU，其个人及一致行动人仍控制公司27.93%的股份。截至2022年6月末，公司前十大股东所持股票均未质押，具体情况如下表所示。

**表1 截至2022年6月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）**

序号	股东	股东简称	股东性质	持股数量	持股比例
1	博奥生物集团有限公司	博奥生物	国有法人	4,291.96	10.45%
2	深圳市海粤门生物科技开发有限公司	海粤门	境内非国有法人	2,293.60	5.58%
3	XIANPINGLU	-	境外自然人	2,223.96	5.41%
4	深圳海德睿博投资有限公司	海德睿博	境内非国有法人	1,981.74	4.83%
5	VertexTechnologyFund(III)Ltd	Vertex	境外法人	1,774.59	4.32%
6	深圳市海德康成投资合伙企业(有限合伙)	海德康成	境内非国有法人	1,528.53	3.72%
7	深圳市海德睿远企业管理合伙企业(有限合伙)	海德睿远	境内非国有法人	1,253.38	3.05%
8	深圳市海德睿达企业管理合伙企业(有限合伙)	海德睿达	境内非国有法人	1,253.38	3.05%
9	深圳市海德鑫成企业管理合伙企业(有限合伙)	海德鑫成	境内非国有法人	941.65	2.29%
10	广东红土创业投资管理有限公司-深圳市人才创新创业一号股权投资基金(有限合伙)	红土创投	境内非国有法人	900.97	2.19%
<b>合计</b>	-	-	-	<b>18,443.78</b>	<b>44.89%</b>

注：XIANPINGLU 与海德睿达、海德睿远、海德鑫成、海粤门、海德睿博、海德康成为一致行动人

资料来源：iFind，中证鹏元整理

根据2022年5月14日《关于变更监事暨提名监事候选人的公告》，YICHENGSHEN先生辞去监事职务，2022年公司第一次临时股东大会决议通过《关于补选仝胜利先生为公司第二届监事会非职工代表监事的议案》，仝胜利先生补选为公司非职工代表监事。

公司主要从事恶性肿瘤、糖尿病等代谢性疾病、自身免疫性疾病、抗病毒领域、中枢神经系统五大领域的原创新药的自主研发、生产及销售，已上市销售产品主要为西达本胺，公司第二个原创新药西格列他钠2021年10月国内获批上市、目前仍处于市场导入期。

2021年公司合并范围新增两家子公司成都微芯新域生物技术有限公司（以下简称“微芯新域”）<sup>1</sup>、微芯生物科技(美国)有限公司，截至2022年6月末，公司合并范围共4家子公司，具体情况见附录。

**表2 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主	合并方式
微芯新域	40.66%	1,721.67	药	设立
微芯生物科技(美国)有限公司	100.00%	5,000.00 美元	品	设立

注：持股比例为间接持股

资料来源：iFind，公司 2022 年半年度报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累固定资产投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

<sup>1</sup> 微芯新域系公司布局在成都的大分子生物技术公司，是一家以研发为驱动的创新生物技术企业，包括以抗体为代表的大分子、核酸药物、细胞治疗等新颖治疗手段及技术，在肿瘤等多个治疗领域开发满足临床需求、新颖作用机制的创新药物。截至目前，微芯新域已完成两轮增资。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

## 行业环境

### 人口老龄化趋势加剧、癌症、糖尿病等治疗药物需求增加推动全球医药市场规模持续增长

受人口老龄化趋势加剧、居民消费能力提升及健康意识增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升。根据国家统计局数据，截至2021年末我国人口总量已达到14.13亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为14.20%，较2020年增长0.70个百分点。我国老龄化日益明显，且近年来有加速趋势。老年人癌症、糖尿病等疾病发病率较高，未来伴随着老龄化人口的增加，对癌症、糖尿病的治疗药物的需求将会持续增加。发达国家经验表明，老龄化人口的医药消费占整体医药消费的50%以上，人口老龄化将直接刺激我国医药消费的快速增长。2014-2021年，我国居民年人均消费支出从14,491元增长至24,100元，居民的消费能力不断增强，2021年人均医疗保健消费支出2,115元，占全部支出比重8.78%。

随着新冠疫情影响消退，预计未来随着我国人均收入和人均消费支出的提高，人均医疗保健消费支出仍将保持增长，癌症、糖尿病等治疗药物需求仍有较大空间，长期行业需求不变。

**图1 2014-2021年医疗保健支出情况**



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

**图2 2012-2021年我国人口老龄化情况**



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

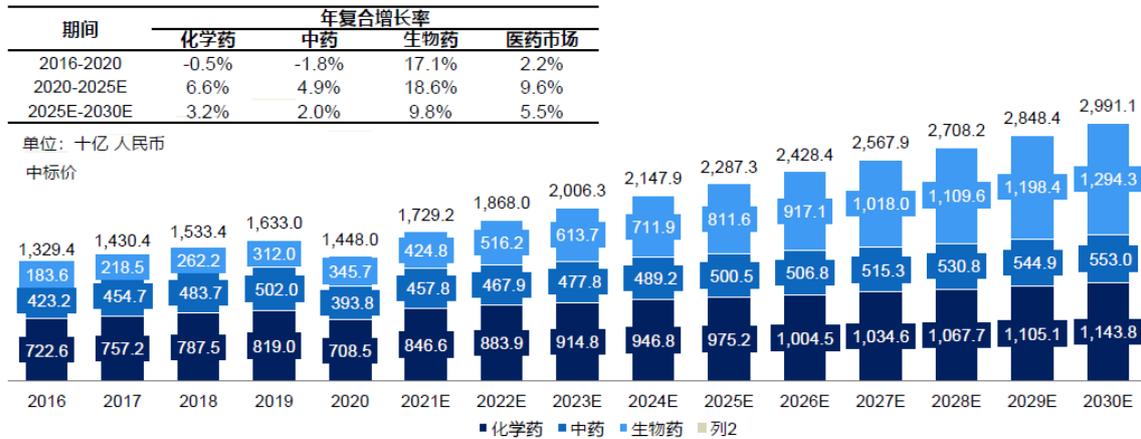
近年来，全球医药市场规模呈现平稳增长的趋势，根据 IQVIA 的研究报告《TheGlobalUseofMedicines2022》，2011-2016 年全球医药支出规模（按发票价计算）五年复合增长率为 6.50%，2017-2021 年增速略微放缓，但仍保持 5.10%的复合增长率，预计 2022-2026 年复合增长率将在 3.00%-6.00%，2026 年全球医药支出规模将会达到 1.80 万亿美元。近年医疗卫生产业不断发展，推动了中国医药行业的持续发展，根据国际调研机构弗若斯特沙利文发布的数据显示，中国医药市场规模从 2016 年的 13,294 亿元增长至 2019 年的 16,330 亿元，2020 年受疫情影响，其市场规模有所下降，降为 14,480 亿元，预计 2025 年中国医药市场规模将进一步达到 22,873.00 亿元，2020-2025 年中国医药市场规模年复合增长率预计将达到 9.6%。

**图3 2011-2026年全球医药支出规模和增速（单位：十亿美元）**



资料来源：IQVIAInstitute，中证鹏元整理

**图4 2016-2030年中国医药市场规模（单位：十亿元）**

**中国医药市场规模，2016-2030E**


资料来源：弗若斯特沙利文分析，中证鹏元整理

我国国产创新药市场不断发展，随着“优先审评”“快速通道”“突破性疗法”“有条件批准”等特殊审评审批通道的开通，创新药的审评审批速度得以大幅提高。自 2018 年以来，国家药品监督管理局不断加快新药审评审批，新药获批数量远超以往。根据国家药监局发布的《2021年度药品审评报告》显示，2021 年药审中心受理创新药注册申请 1886 件（998 个品种），同比增长 76.10%；审结创新药注册申请 1744 件（943 个品种），同比增长 67.85%。2021 年一批临床急需药品进入“快速通道”，53 件（41 个品种）注册申请纳入突破性治疗药物程序，115 件注册申请（69 个品种）纳入优先审评审批程序。同时，2021 年建议批准的 NDA 中，有 5 件被纳入突破性治疗药物程序得以加快上市，60 件（38 个品种）经附条件批准后上市，已纳入优先审评审批程序的注册申请中有 219 件（131 个品种）建议批准上市。2015 年以来我国药政和医保体系推出多项改革措施，中国已开始在全球创新药市场中占据相当份额，并成为仅次于美国的全球第二大单一市场；中国创新药市场将成为未来中国医药市场进一步扩容的主要驱动力，也成为全球创新药企业竞争的重要战场。

**图5 2017-2021 年创新药 IND 受理量（件）**


资料来源：国家药品监督管理局，中证鹏元整理

**图6 2017-2021 年创新药 NDA 受理量（件）**


资料来源：国家药品监督管理局，中证鹏元整理

国家对原创新药支持力度大，国产创新药生产企业的发展政策环境良好，未来在技术研发创新、产业化经营方面前景广阔，同时具有自主研发能力的原创新药企业具备一定优势

近年来，我国出台一系列法律法规和行业政策将肿瘤治疗类药物和创新类药物作为战略性新兴产业的重点产品，从药品研发、药品审批、药品流通等环节给予优惠和支持，为国产创新药生产企业的发展创造良好的政策环境。创新药审批新政对创新药企业新药研发具有积极影响。2013年2月22日，国家药监局出台《国家食品药品监督管理局关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》，将对重大疾病具有更好治疗作用、具有自主知识产权和列入国家科技计划重大专项的创新药物注册申请等，给予加快审评；通过调整创新药物临床试验申请的审评策略，推动创新药物加快取得临床验证结果。2017年12月28日，国家食品药品监督管理局又出台《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》，对于未在中国境内外上市销售的创新药注册申请、列入国家科技重大专项、国家重点研发计划的新药注册申请等给与优先审评审批。这些政策针对国内创新药研发端激励不足、临床试验产能受限、临床和上市申报审批时间过长等多方面困境，为创新药研发企业提供了诸多利好。

我国基本医疗保险的报销范围也在逐步扩大，新纳入较多种类国产原创新药。人社部2017年7月发布《人力资源社会保障部关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》，将36种国家谈判药品纳入国家医保目录，其中包含了西达本胺、康柏西普、阿帕替尼等国产创新药。2018年10月，国家医保局印发《关于将17种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》。17种谈判抗癌药品中有10种药品为2017年之后上市的品种，这也充分体现了对医药创新的重视和支持。药品纳入国家医保目录后价格下调，有利于减轻患者的用药负担，有效提高药品的可及性。

**表3 近年来中国创新药行业相关政策梳理**

实施/修订时间	发文机构	文件名称	主要内容
2022年4月	药品审评中心	《药物临床依赖性研究技术指导原则》	提出要重视药物上市前的药物依赖性评估工作，为药品注册提供更充分的风险监测信息。
2022年2月	药品审评中心	《药品审评中心加快创新药上市申请审评工作程序（试行）（征求意见稿）》	加快创新药品种审评审批速度，适用于纳入突破性治疗药物程序的创新药
2021年12月	国家医保局	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	调整共计74种药品新增进入目录，11种药品被调出目录。
2021年11月	药品审评中心	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	明确提及在药物进行临床对照实验室，一是应尽量为受试者提供临床实践中最佳治疗方式/药物，二是新药研发应以为患者提供更优的治疗选择为最高目标。
2021年7月	国家药品监督管理局等	《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》	保护药品专利人合法权益，鼓励新药研究和促进高水平仿制药发展，建立药品专利纠纷早期解决机制。
2021年4月	国家医保局、卫健委	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付。

2021年1月	国家药品监督管理局	《药品上市后变更管理办法（实行）》	鼓励持有人运用新生产技术、新方法、新设备、新科技成果，不断改进和优化生产工艺，持续提高药品质量。
2021年1月	国务院办公厅	《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》	加快形成全国统一开放的药品集中采购市场，引导药品价格回归合理水平。
2020年12月	国家医保局	《2020 新版国家医保药品目录》	调整《2020年药品目录》收载西药和中成药共 2800 种，其中西药部分 1,264 种，中成药部分 1,315 种，协议期内谈判药品 221 种，基金可以支付的中药饮片 892 种。
2020年7月	国家药品监督管理局	《化学药品、生物制品注册分类及申报资料要求》	I类创新药可获得优先审评待遇，具有较高的自主定价权，准入通道顺畅。
2019年1月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》	绩效考核指标中使用合理用药的相关指标取代了单一使用药占比进行考核，评价体系更加精细化，有利于提高合理用药水平。
2018年12月	国家药品监督管理局	《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项公告》	开展仿制药一致性评价，保障仿制药在质量和疗效上与原研药一致，在临床上实现与原研药相互替代，不仅可以节约医疗费用，也有助于提升我国仿制药质量和制药行业的整体发展水平，保证公众用药安全有效。
2018年11月	国家医保局	《4+7 城市药品集中采购文件》	对试点城市组织药品集中竞价采购，对创新药给与一定适应期
2018年11月	国家药品监督管理局	《关于优化优先审评申请审核工作程序的通知》	药审中心对申请人提出的优先审批申请采取即到即审方式组织专家进行审核，确定优先审评品种。
2018年9月	国家医保局	《关于将 17 种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和剩余保险药品目录乙类范围的通知》	将 17 种抗癌药物纳入国家医保目录，包括伊莎佐米、安罗替尼等创新药物。
2018年7月	国家药品监督管理局	《关于调整药物临床试验审批程序的公告》	提出实施药物临床试验备案制，在我国申报药物临床试验的，自申请受理并缴费之日起 60 日内，申请人未受到药品审评中心否定或质疑意见的，可按照提交的方案开展药物临床试验。
2018年5月	科技部	《“十三五” 生物技术创新专项规划》	重点强调新型疫苗、抗体制备、免疫治疗、基因诊疗和生物信息平台化建设。
2018年4月	财政部、海关总署、税务总局、国家药品监督管理局	《关于抗癌药品增值税政策的通知》	降低抗癌药品价格，提升抗癌药物的可支付性与可及性，帮助患者临床获益。
2017年10月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理，加大临床资源供给。临床机构实行备案制管理，临床医生在职务晋升方面一视同仁；鼓励创新，加强专利保护。完善和落实药品试验数据保护制度，鼓励优质仿制药发展，加速新药临床推广，加强监管，提升违规成本。
2017年2月	人力资源和社会保障部	国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）	参保人员使用目录内西药、中成药及目录外中药饮片发生的费用，按基本医疗保险、工伤保险、生育保险有关规定支付。各省（区、市）社会保险主管部门对《药品目录》甲类药品不得进行调整，并应严格按照现行法律法规和文件规定进行乙类药品调整。

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

随着全球药品市场规模的扩大，我国医药企业数量和规模都有所增加，但受制于资金、人才、政策等因素的限制，我国医药企业原始创新能力薄弱，一直以来医药研发停留在仿制药的水平，主要依靠生

生产和销售仿制药，凭借低廉的价格取得竞争优势，利润率较低；另一方面，研发创新能力强大的跨国大型药企依靠品牌优势和临床必需新药，占据了我国高端主流医院的用药市场，享受药价上的单独定价权利，从而获得丰厚的利润。目前我国主要的创新药企业包括微芯生物、贝达药业、百奥泰、复旦张江、基石药业、君实生物等。创新药产品来源主要包括自主研发和合作开发两种模式。创新药研发风险高，周期相对较长，自主研发模式对企业的核心研发能力要求较高，故大部分公司的全部或部分研发产品属于合作开发模式。国内仿制药占比较高，上市的创新药也多为Me-too、Me-better药物，缺乏原创药物。

根据国家药监局发布的《2021年三季度药品监督管理统计报告》，截至2021年9月末，全国共有原料药和制剂生产企业4,587家，但形成规模的大型企业较少，多数企业专业化程度不高，生产技术和装备水平落后，市场开发能力和管理水平低，我国制药企业中大部分以生产一些比较成熟、技术要求相对较低的仿制药品为主，导致重复生产现象严重，因市场同质化带来的市场竞争日益加剧。提高医药行业的集中度，提升产品技术含量与附加值，增强与大型跨国公司抗衡的实力，是目前我国医药行业的重点发展方向。

在政策、资本、人才等多方因素共同促进下，研发实力突出、新药创制能力强的医药企业将脱颖而出，药企的研发战略、市场战略将迎来大的转型，创新药企将受益于政策利好从而迎来前所未有的发展机遇。中国国内创新药企业的推出产品将会从创新层次较低的Me-too、Me-better药物转向创新层次较高的Firstinclass和Bestinclass药物。

## 五、经营与竞争

公司主要从事针对恶性肿瘤、糖尿病等代谢性疾病、自身免疫性疾病、抗病毒领域、中枢神经系统五大领域的原创新药研发。2021年以来公司主要生产并销售的药品为自主研发的国家1类原创新药西达本胺（商品名为“爱谱沙®/Epidaza®”）及2021年10月获批上市的国家1类原创新药西格列他钠（商品名为“双洛平®/Bilessglu®”）。

2021年公司营业收入继续保持较高增速，同比增长59.74%，主要系西达本胺国内销售进一步放量，及西达本胺两项适应症在日本获批上市对应的技术授权许可收入增加所致。2022年1-6月公司营业收入同比增长17.79%，有所放缓，一是因为西达本胺乳腺癌销售受CDK抑制剂进入医保，分流部分病人影响，上半年销售同比出现下滑；二是因为疫情影响西格列他钠学术推广，其销售未能放量。

2021年及2022年1-6月公司销售毛利率分别为94.99%、93.67%，仍维持较高水平。2021年度，西格列他钠毛利率较低为3.71%，主要系公司西格列他钠于2021年10月获批上市，上市销售时间较短，另公司将其研发支出资本化金额转入无形资产中核算，相关摊销金额计入制造费用，导致西格列他钠成本中制造费用增加所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
西达本胺销售收入	19,426.89	96.02%	38,736.64	95.24%	24,502.66	94.50%
西格列他钠销售收入	584.82	6.27%	325.87	3.71%	0.00	-
技术授权许可收入	1,437.41	100.00%	3,956.26	100.00%	2,444.32	100.00%
其他业务	143.01	67.22%	26.23	100.00%	0.00	
<b>合计</b>	<b>21,592.13</b>	<b>93.67%</b>	<b>43,045.00</b>	<b>94.99%</b>	<b>26,946.98</b>	<b>95.00%</b>

资料来源：2020-2021年公司年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**公司专注原创新药行业、自主研发能力较强，2021年西格列他钠获批上市、三个重大品种4个III期临床研究顺利推进；公司研发投入规模较大、继续增长，需关注新产品研发风险及市场竞争风险**

公司作为创新型制药企业，自主研发能力较强。截至2022年6月末，公司累计申请发明专利482个，累计获得131个发明专利授权，其中2021年公司新申请发明专利126个，获得境内外授权32个（含24个境外专利），2022年1-6月新申请发明专利75个，获得专利8个。

截至2022年6月末，公司在研项目较多，三个重大品种4个III期临床研究顺利推进。公司原创肿瘤新药西达本胺已有两个适应症获批上市，并正拓展用于更多的适应症，用于弥漫性大B细胞淋巴瘤的治疗正在开展III期临床试验，用于非小细胞肺癌的联合PD-L1治疗正在开展II期临床试验，以及正在国外进行的其他肿瘤适应症的临床试验，2021年西达本胺于日本获批成年人白血病和外周T细胞淋巴瘤两个适应症。西格列他钠首个针对饮食运动控制不佳的2型糖尿病适应症已于2021年10月获批上市，使得公司摆脱了对单一产品的依赖，进一步增强了公司产品竞争实力。同时，西格列他钠联合二甲双胍治疗2型糖尿病的III期临床试验、西格列他钠治疗非酒精性脂肪肝（NASH）II期临床试验也在推进中。公司原创抗肿瘤新药西奥罗尼治疗经过2线系统化疗后疾病进展或复发的小细胞肺癌III期临床试验、西奥罗尼联合紫杉醇治疗铂难治或铂耐药复发卵巢癌的III期临床试验正在推进中，另有5项II期临床试验已获批或正在进行。公司在研药物均为自主研发，原创性强，公司具备完整的创新药研发能力，未来有望将推出更多原创新药品种以及拓展适应症。

**表5 截至2022年6月末公司主要在研项目情况**

序号	项目名称	进展或阶段性成果	具体应用前景
1	西达本胺弥漫大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）III 期临床试验	完成全部入组	在双表达 DLBCL 的一线治疗上，优于现有标准方案
2	西奥罗尼用于治疗小细胞肺癌、卵巢癌、肝细胞癌和淋巴瘤的 II 期临床试验	全部四个 II 期试验研究结束，进入关中心阶段。治疗小细胞肺癌、卵巢癌在去年进入 III 期试验，目前积极入组中	为适应症新药注册性试验提供依据
3	西奥罗尼单药用于治疗小细胞肺癌的 III 期临床试验	III 期试验去年已完成首例患者给药，正在入组期	为 SCLC 患者三线及以上治疗上，提供有确切疗效和良好耐受性的治疗手段

4	西奥罗尼联合化疗用于治疗卵巢癌的 III 期临床试验	III 期试验去年已完成首例患者给药, 正在入组期	在复发卵巢癌二线治疗上, 优于现有标准化疗方案
5	西奥罗尼单药用于治疗小细胞肺癌的 1b/II 期临床试验 (美国)	已获美国 FDA 批准, 按计划推进试验	为 SCLC 者患者三线及以上治疗上, 提供有确切疗效和良好耐受性的治疗手段
6	西格列他钠联合二甲双胍治疗 2 型糖尿病 III 期临床试验	完成入组	为 2 型糖尿病患者提供安全有效的新机制治疗药物
7	西格列他钠在非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 伴甘油三酯升高和胰岛素抵抗患者的 II 期临床试验	II 期临床试验已获批准, 已于 2022 年 3 月完成首例入组	为适应症新药注册性试验提供依据
8	CS12192 治疗类风湿性关节炎的临床前及 I 期试验	已完 I 期临床试验第一阶段研究 (单次给药剂量递增), 完善剂型中	高选择性的 JAK3 抑制剂, 具有与临床已有药物差异化的应用价值
10	西奥罗尼胶囊单药或联合方案在蒽环类和紫杉类治疗失败的晚期三阴性乳腺癌的 II 期临床试验	已获 IND 批准, 2022 年 4 月首家中心启动	为蒽环类和紫杉类治疗失败的晚期三阴乳腺癌患者提供新的治疗选择
11	西达本胺联合替雷利珠单抗一线治疗 PD-L1 表达阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的随机、双盲、对照、多中心 II 期临床试验	已获 IND 批准, 正在积极推进临床试验的各项启动工作	为 PD-L1 表达阳性的局晚期或转移性非小细胞肺癌的 1 线治疗提供新的治疗选择
12	西奥罗尼胶囊治疗标准治疗失败的晚期或不可手术切除的软组织肉瘤的开放、多中心、II 期临床试验	已获 IND 批准, 正在积极推进临床试验的各项启动工作	为软组织肉瘤患者提供新的治疗选择

资料来源: 公司 2022 年半年度报告, 中证鹏元整理

2021年及2022年1-6月公司进一步加大研发投入力度。截至2021年末公司研发人员共260人, 较上年末增加69人。2021年公司研发投入2.34亿元, 同比增长70.73%, 研发投入占营业收入比重为54.44%, 较上年进一步增加3.5个百分点, 2022年1-6月研发投入占营业收入比重进一步提升至60.52%, 在同业可比公司中仍处于较高水平。但需关注的是新药研发投入大, 周期长, 如果公司在研项目或产品无法获得临床试验批件、临床试验结果未达预设目标、临床试验进度和获批上市时间不及预期等都会对公司的生产经营产生不利影响, 公司研究成果能否顺利实现产业化存在一定的不确定性, 因此仍存在一定新产品研发风险。

此外, 公司主要产品西达本胺已有两个适应症获批上市用于治疗外周T细胞淋巴瘤和乳腺癌, 西格列他钠已有一个适应症获批上市用于治疗2型糖尿病, 西奥罗尼治疗小细胞肺癌、卵巢癌的III期临床试验已启动, 针对上述适应症, 国内市场存在已上市或尚处于临床阶段的药物, 未来如果针对相同适应症的新药或者相关仿制药获批上市, 则会增加可选治疗方案, 加剧市场竞争, 从而对公司的经营业绩产生一定影响。

**表6 公司及同行业可比公司研发投入情况 (单位: 亿元)**

公司名称	2021 年		2020 年	
	研发投入占营业收入比重	研发投入	研发投入占营业收入比重	研发投入
前沿生物	424.93%	1.72	297.05%	1.38
泽璟制药	267.59%	5.09	1135.89%	3.14
百奥泰	64.96%	5.43	304.15%	5.63

微芯生物	54.44%	2.34	50.94%	1.37
君实生物	51.40%	20.69	112.72%	17.98
贝达药业	38.32%	8.61	39.69%	7.42
康弘药业	28.53%	10.29	28.98%	9.55
恒瑞医药	23.95%	62.03	17.99%	49.89
信立泰	22.61%	6.91	28.21%	7.73
复旦张江	21.76%	2.48	18.59%	1.55
康辰药业	20.36%	1.65	11.51%	0.93

资料来源：iFind，中证鹏元整理

### 2021年西达本胺产销量进一步提高，但需关注CDK抑制剂纳入医保对公司产品的分流影响；西格列他钠处于市场导入期、收入规模较小

在产品销售方面，西达本胺公司采用行业内较为普遍的由“经销商负责物流配送、肿瘤产品事业部负责专业化学术推广”<sup>2</sup>的销售模式。西格列他钠片的市场推广采用“自营+合作推广”的模式，对于自营覆盖区域，公司由自营团队负责专业化学术推广合作，与西达本胺类似。同时，公司及子公司成都微芯与浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”）签署了独占许可及联合营销战略合作协议，公司向海正药业授权使用西格列他钠片在中国大陆地区指定区域的相关知识产权以及独家药品市场推广权（包括未来可能上市适应症的独家市场推广权），海正药业负责依据协议的约定条件，在中国大陆指定的地区进行西格列他钠片的市场推广。公司授权海正药业市场推广的区域包括河南、浙江、江苏等共19个省份，在授权区域内海正药业享有独家市场推广的权利。海正药业向公司分阶段支付独家授权许可费用合计1亿元，销售里程碑付费最高不超过1.2亿元，公司将根据销售额梯度向海正药业支付销售额的48%-55%的市场推广服务费。在授权海正药业推广的区域，公司根据海正药业提供的经销商名单选择相应的经销商签订产品经销协议，将产品销售给经销商，并通过医院或药店最终销售给患者。

公司主要产品西达本胺片于2015年3月正式上市销售，为我国首个获批的适应症为复发或难治性外周T细胞淋巴瘤（PTCL）的原创新药，2017年7月被纳入国家基本医保乙类目录后，销量逐年大幅提升。2021年西达本胺产量为223.94万片，同比增长50.17%，销量为130.17万片，同比增加54.45%，当年产销率、产能利用率均有所提升。2022年1-6月西达本胺销售不及公司管理层预期，主要系西达本胺乳腺癌销售受CDK抑制剂进入全国医保对病人的分流作用，上半年销售同比出现下滑。但病人在使用CDK抑制剂后疾病进展中位时间为6个月左右，西达本胺作为有效针对复发、耐药作用机制的药物，在患者进展后将作为有效的治疗方案之一，故下半年销售或有回升。公司生产的西达本胺片主要用于对外销售、后续免费用药、内部研究以及慈善捐助四部分。公司针对符合条件的患者设有西达本胺(爱谱沙)后续免

<sup>2</sup> 公司每年与多具有GSP资质的经销商签订《产品经销协议》，将产品销售给经销商，再由经销商将药品在授权区域内调拨、配送至医院或者药店，并最终销售给患者。公司产品通过经销商配送进入医院或零售药店，由经销商各自与医院或者药店签署合同。

费用药项目，截至2021年12月末，公司累计赠药6.50万盒。

西格列他钠是公司自主设计、合成、筛选和开发的新一代胰岛素增敏剂和糖脂能量代谢综合调控剂类药物，于2021年10月在中国获批上市，2021年2个月销量110.03万盒，当年产销率较低为44.01%，2022年1-6月西格列他钠销售增长较缓，系受上半年全国多地疫情影响，其新药学术推广工作在多个区域、多个时间段内无法开展所致，制约了患者对西格列他钠的使用。西格列他钠目前仍处于市场导入期，公司正全力推进西格列他钠进入医保，后续有望成为公司业绩新的增长点，但需关注西格列他钠市场能否顺利推广、能否纳入医保均存在较大的不确定性。

**表7 2020-2021年及2022年1-6月公司主要产品产销情况（万片）**

西达本胺	2022年1-6月	2021年	2020年
产量	132.07	223.94	149.12
销量	65.23	130.17	84.27
后续免费用药	19.53	45.69	34.36
内部研究样品	15.61	36.72	15.59
慈善捐助	0.24	-	0.48
产销率	67.46%	91.97%	85.39%
西格列他钠	2022年1-6月	2021年	2020年
产量	107.60	110.03	-
销量	83.80	45.88	-
内部研究样品	3.24	5.77	-
产销率	80.30%	44.01%	-

注：产销率=销量/（产量-内部研究-后续免费用药-慈善捐助）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售价格方面，2021年12月，西达本胺通过申请不降价续约进入国家医保目录，保障国家医保支付标准仍为343元/片，有效期至2023年12月31日。2021年西达本胺不含税销售均价同比有所增长，主要系抗癌药品增值税政策变动所致。

**表8 公司主要产品销售量、平均供货价格变化情况**

西达本胺	2022年1-6月	2021年	2020年
销量（盒）	27,179	54,236	34,976
平均单价（元/盒）	7,147.76	7,142.24	6,986.91
西格列他钠	2022年1-6月	2021年	2020年
销量（盒）	34,917	19,115	-
平均单价（元/盒）	167.49	170.48	-

注：上述平均供货单价为不含税价格。2021年平均销售单价较2020年上升主要系因为：根据财政部、海关总署、国家税务总局和国家药品监督管理局颁布的《关于抗癌药品增值税政策的通知》（财税[2018]47号），自2020年7月1日起，公司销售西达本胺片选择简易征收方式，执行3%征收率，对应不含税销售单价有所上升。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司产品主要在境内销售，华北地区、华东地区和华南地区相对人口较为集中，

经济发展较为发达，患者支付水平较高，因此来自这三个地区的收入占比仍较高。2022年1-6月上述三个区域产品销售收入占总收入比重分别为13.60%、21.81%、37.22%。

公司的专利技术授权许可模式采用“许可费+里程碑收入+收益分成”<sup>3</sup>的方式；合作方主要为沪亚生物国际有限责任公司（以下简称“沪亚生物”）、华上生技医药股份有限公司（以下简称“华上生技”）。沪亚生物已于2021年6月取得了该药物在日本针对T细胞白血病适应症的上市批准，于2021年11月取得该药物在日本针对T细胞淋巴瘤适应症的上市批准。受西达本胺两项适应症在日本获批上市影响，2021年公司取得技术授权许可收入3,956.26万元，同比增长61.86%，占当年营收比重为9.19%，已成为公司营业收入和利润的重要组成部分。

**表9 公司技术授权许可业务情况**

公司专利授权许可方	许可日期	专利授权许可区域范围
沪亚生物国际有限责任公司	2006	美国、日本、欧盟等国家或地区
华上生技医药股份有限公司	2013	中国台湾地区

资料来源：公司 2021 年度报告，中证鹏元整理

2021年公司客户集中度仍较高，前五大客户占当期营业收入比例为81.67%。2021年公司前五大客户较上年未发生变化，除沪亚生物外，均为公司西达本胺的一级经销商，且主要为国内大型的医药流通企业，较为稳定。其中，国药控股股份有限公司近年一直为公司第一大销售客户，该公司是中国医药零售行业领先的医药零售运营商，拥有并经营中国最大的药品分销网络。公司每年与上述经销商签订产品经销合同，通过其销售资源及配送网络，将产品配送至医院及药店，最终销售给患者。公司的主要客户均为药品经销商，仅负责公司药品的流通和配送，不负责产品推广。公司与客户主要采用电汇收款方式，信用周期一般在60天以内。

**表10 2021-2022年1-6月公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	销售金额	销售内容	主营占比
2021年 1-6月	1	国药控股股份有限公司	5,600.57	西达本胺片、西格列他钠片	26.11%
	2	广东京卫医药有限公司	5,157.34	西达本胺片、西格列他钠片	24.04%
	3	上海医药集团股份有限公司	2,896.52	西达本胺片、西格列他钠片	13.5%
	4	华润医药商业集团有限公司	2,450.31	西达本胺片、西格列他钠片	11.42%
	5	沪亚生物国际有限责任公司	1,037.41	技术授权许可	4.84%
		<b>合计</b>	<b>17142.15</b>		<b>79.91%</b>
2021年	1	国药控股股份有限公司	12,193.98	西达本胺片	28.33%

<sup>3</sup>许可费是指专利许可协议签订后，被许可方向授权方支付的初始费用，里程碑收入是指被许可方到达/完成合同约定的阶段/成果时，被许可方需要支付授权方相应的里程碑费用；收益分成是指授权方有权按照合同约定的分成比例分享被许可方未来的专利再授权收益或者产品销售收入。

2	广东京卫医药有限公司	8,737.96	西达本胺片	20.30%
3	华润医药商业集团有限公司	5,253.27	西达本胺片	12.20%
4	上海医药集团股份有限公司	5,015.61	西达本胺片	11.65%
5	沪亚生物国际有限责任公司	3,956.26	技术授权许可	9.19%
<b>合计</b>		<b>35,157.08</b>	<b>-</b>	<b>81.67%</b>

资料来源：公司 2021 年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司主要产品产量、产能利用率进一步提高，在建项目尚需投资规模较大，需关注CS12192等相关项目如若未能获批上市造成后续开发支出和在建工程资产减值的风险**

公司目前在深圳市坪山区和成都高新区各有一处生产基地，其中深圳市坪山区生产基地占地20亩，主要生产西达本胺产品。成都高新区药品GMP生产基地占地100亩，由公司子公司成都微芯负责投资建设。成都创新药生产基地项目分三期建设，一期为原创糖尿病新药西格列他钠生产及辅助设施、二期为原创抗肿瘤新药西奥罗尼生产及辅助设施，三期作为本期债券的募投项目，主要用于满足公司小分子创新药的产业化，包括CS12192、CS27109、CS17919等创新药的研发、中试和生产。

成都研发中心及区域总部项目为公司2019年公开发行股票募投项目，项目总占地25亩，已于2021年12月完成竣工验收正式投入使用。2021年7月，成都创新药生产基地（一期）项目取得GMP认证转入固定资产，公司新增西格列他钠产能；截至2022年6月末，成都创新药生产基地（二期）项目已完工，但西奥罗尼尚处于III期临床试验阶段，尚未达到GMP验收阶段，未满足转入固定资产的条件。生产模式上，公司生产部根据公司全年产品需求量制定全年生产品种及批次计划，同时根据公司销售需求及安全库存情况制定详细的批次计划。如遇到临时订单按照流程追加临时生产计划。产能方面，2021年西达本胺产能无变动，2022年启动了西达本胺片深圳生产基地的扩产环评工作（年产800万片），已完成环评报告书初稿；西格列他钠2021年正式投产，截至2022年6月末半年产能为500.00万片。产量方面，西达本胺2021年共生产223.94万片，同比增长50.17%，产能利用率因此提高了18.71个百分点；西格列他钠2021年总产量为110.03万片，至2022年6月末产能有待释放。总体而言，随着西达本胺片适应症的不增加及西格列他钠的市场推广，公司产能利用率会逐渐提升。

**表11 2020-2021年及2022年1-6月公司产能利用情况（万片）**

<b>西达本胺</b>	<b>2022年1-6月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
产能	200.00	400.00	400.00
产量	132.07	223.94	149.12
产能利用率	66.04%	55.99%	37.28%
<b>西格列他钠</b>	<b>2022年1-6月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
产能	500.00	166.67	-
产量	107.6	110.03	-
产能利用率	21.52%	66.02%	-

注：产能利用率=产量/产能，

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司募投项目进展方面，2022年4月公司取得成都创新药生产基地（三期）项目环评批复，2022年5月完成主体结构封顶。西奥罗尼联合紫杉醇治疗卵巢癌III期临床试验项目总投资13,298.95万元，截至2022年6月末，已投资2,582.32万元，去年已完成首例患者给药，正在入组期。需关注的是，公司在建成都创新药生产基地（三期）尚需投资额较大，如若CS12192等相关项目未能获批上市，则未来开发支出和在建工程的资产减值将对公司的经营业绩产生重大不利影响，生产基地能否顺利达产以及未来投产后的经济效益亦存在一定不确定性。

**表12 截至 2022 年 6 末公司主要建设工程情况（单位：万元）**

在建项目	计划总投资	已投资
成都创新药生产基地（一、二期）	28,000.00	33,460.41
成都创新药生产基地（三期）	30,340.00	6,161.23
<b>合计</b>	<b>58,340.00</b>	<b>39,621.63</b>

注：成都创新药生产基地（二期）已完工但尚未完成 GMP 验收，不符合转固条件，故仍列在建项目  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司营业成本占比仍较小，直接人工、制造费用仍为营业成本主要构成项，2021年西格列他钠获批上市投产原材料采购量有所增加**

公司主营业务成本以直接人工、制造费用为主。2021年公司主营业务成本中制造费用金额增加较大主要系当年西格列他钠获批上市，公司将研发支出中西格列他钠相关资本化金额转入无形资产中核算，相关摊销金额计入制造费用所致。

**表13 2018-2021 年 1-6 月公司主营业务成本构成情况（单位：万元）**

项目	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	66.36	5.02%	74.36	3.45%	42.33	3.14%
直接人工	374.52	28.36%	748.31	34.68%	474.61	35.22%
制造费用	879.82	66.62%	1,335.16	61.87%	830.58	61.64%
<b>合计</b>	<b>1,320.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,157.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,347.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购部根据生产计划确定采购数量。公司主要产品西达本胺片的原材料主要为西达本胺原料药、聚维酮K30、乳糖、微晶纤维素、乙醇等，其中西达本胺原料药亦由公司自主生产，主要原材料为3-吡啶甲醛、丙二酸、N, N-羰基二咪唑、对氨基苯甲酸及4-氟邻苯二胺等。西格列他钠片的原材料主要为西格列他钠原料药、羧甲淀粉钠、微晶纤维素、碳酸氢钠等，其中西格列他钠原料药亦由公司自主生产，主要原材料为2-（4-氟苯甲酰基）环己酮、9-咪唑乙醇、DL-酪氨酸甲酯等。

公司原材料供应商均来自国内，2021年前五名供应商采购额426.22万元，占年度采购总额73.08%，均为非关联方，无单一供应商采购占比超过50%。公司与国内供应商结算的账期一般是1-2个月左右，但根据采购品种、行业特点、市场供需关系等情况会有不同。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年及2022年1-6月公司合并报表范围变化情况如下表所示。截至2022年6月末，公司纳入合并范围的子公司共4家，详见附录四。

**表14 2021年纳入公司合并范围的子公司变动情况**

年份	合并范围增加子公司	取得方式
2021	微芯新城	设立
2021	微芯生物科技(美国)有限公司	设立

资料来源：公司 2021 年度报告，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

**公司资产规模保持增长，在建工程、开发支出、无形资产占比仍较高，需关注相关在研项目未能获批上市或行业技术迭代更新带来的资产减值风险**

公司总资产规模保持增长。2021年底公司交易性金融资产主要系上海银行结构性存款，其他流动资产主要为银行大额存单；货币资金、交易性金融资产、银行大额存单总额同比下降，但占比仍较高、均无受限，公司资金仍相对充裕。2021年末公司应收账款同比增加168.85%，主要系当年营业收入增长所致，增幅高于营业收入系公司2021年第四季度西达本胺片销售收入占比较高，同时2021年末公司新增应收沪亚生物技术授权许可费1,531.06万元。2021年末及2022年6月末公司主要应收销售货款对象仍为国内大型医药流通企业如国药控股股份有限公司、广东京卫医药有限公司、上海医药集团股份有限公司等，资金实力、信誉度较强，前五大应收账款客户较为稳定，账龄60天以内占比仍保持在98%以上，回收风险较小。2021年末公司其他应收款规模仍较小，较上年增加主要系当年海正药业承担相关临床费用429.37万元所致。2022年6月末公司存货主要为原材料、在产品和库存产品，规模较小。

2021年末公司在建工程包括成都创新药生产基地（一、二期）、成都创新药生产基地（三期）、成都研发中心及区域总部。2021年公司投资性房地产、固定资产同比有较大幅度增长，在建工程同比下降66.49%，主要系成都研发中心及区域总部项目和创新药生产基地一期项目达到预定可使用状态由在建工程转入固定资产和投资性房地产所致。2022年6月末固定资产增加系深圳南山智谷办公楼转固使用。2021年末公司其他非流动资产同比增加40.57%，主要系支付深圳南山智谷新购买的办公楼和装修款，2022年6月末办公楼转固后余额相应减少。2021年公司无形资产同比增加67.63%，系2021年10月19日西格列他钠获中国国家药品监督管理局批准上市，两项III期临床试验开发支出确认为无形资产。2021年公司开发支出新增1.04亿元，除西格列他钠外，主要为西奥罗尼2项III期临床试验（卵巢癌、肺癌）、西

格列他钠联合二甲双胍治疗2型糖尿病III期临床试验、西达本胺弥漫大B细胞淋巴瘤（DLBCL）III期临床试验，2022年上半年开发支出主要仍为4项III期临床试验。

整体来看，2022年6月末公司在建工程、开发支出、无形资产占总资产比重较大，需关注相关在研项目未能获批上市或行业技术迭代更新带来的资产减值风险。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.70	16.71%	3.00	15.84%	3.19	18.46%
交易性金融资产	0.98	4.44%	0.82	4.33%	2.62	15.17%
应收账款	0.77	3.46%	1.11	5.88%	0.41	2.40%
其他应收款	0.09	0.42%	0.11	0.61%	0.08	0.48%
存货	0.21	0.94%	0.15	0.81%	0.12	0.72%
其他流动资产	0.82	3.69%	1.09	5.75%	1.21	7.00%
<b>流动资产合计</b>	<b>6.70</b>	<b>30.22%</b>	<b>6.39</b>	<b>33.72%</b>	<b>7.69</b>	<b>44.55%</b>
投资性房地产	0.32	1.45%	0.33	1.72%	0.00	0.00%
固定资产	7.94	35.83%	5.35	28.23%	1.15	6.69%
在建工程	1.93	8.70%	1.58	8.33%	4.71	27.27%
无形资产	2.10	9.47%	2.16	11.41%	1.29	7.47%
开发支出	1.95	8.78%	1.40	7.38%	1.33	7.71%
其他非流动资产	0.62	2.81%	1.40	7.39%	1.00	5.77%
<b>非流动资产合计</b>	<b>15.46</b>	<b>69.78%</b>	<b>12.56</b>	<b>66.28%</b>	<b>9.57</b>	<b>55.45%</b>
<b>资产总计</b>	<b>22.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.26</b>	<b>100.00%</b>

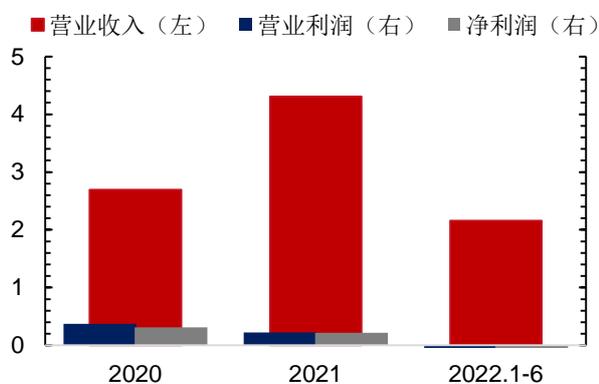
资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表

## 盈利能力

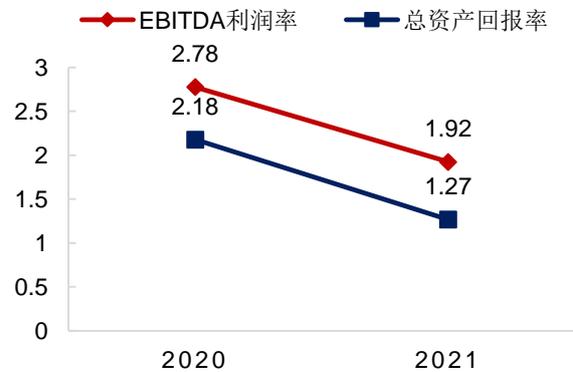
公司营业收入继续保持增长，但对单一产品依赖性仍较大，销售及研发费用规模较大、快速增长，公司利润短期承压

2021年公司营业收入继续保持较高增速，同比增长59.74%，主要系西达本胺国内销售进一步放量，以及西达本胺治疗ATL（成年人白血病）和PTCL（外周T细胞淋巴瘤）两项适应症在日本获批上市对应的许可收入增加所致。2022年1-6月公司营业收入同比增长17.79%，有所放缓，主要系西达本胺乳腺癌销售受CDK抑制剂进入医保分流部分病人影响及疫情影响西格列他钠学术推广所致。2021年末、2022年6月末西达本胺片的销售收入占比仍高达89.99%、89.97%，公司收入对单一产品的依赖性仍较大。2021年10月西格列他钠上市，目前仍处于前期市场推广阶段，公司正全力推进将其纳入医保，未来或将形成新的收入增长点，但需关注市场推广能否达预期、能否纳入医保存在较大不确定性。2021年末、2022年6月末公司销售毛利率仍维持较高水平。

2021年公司肿瘤事业部人员进一步辐射二、三线城市及西格列他钠新药上市组建代谢病事业部并开展市场推广，销售费用同比大幅增长78.6%，销售费用占营业收入比重从2020年的44.21%上升至2021年49.43%，导致公司当年营业利润同比大幅下降39.81%。2021年研发费用同比增加40.89%，但占营收比重为30.21%，较上年下降4.04个百分点。2021年公司利润总额同比进一步下降48.57%，扣非后归母净利润转亏，EBITDA利润率和总资产回报率较上年均有下降，盈利能力有所下滑。2022年1-6月公司上半年营业利润为负。虽然新品上市销售费用陡增、研发投入加大及竞品分流患者致使公司利润短期承压，但考虑到西格列他钠片经市场推广或被纳入医保后销售放量增长的可能，以及有效针对复发、耐药作用机制的西达本胺预计在2022年下半年销售逐步回升的预期，后续公司盈利能力或将有所改善。

**图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

**图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


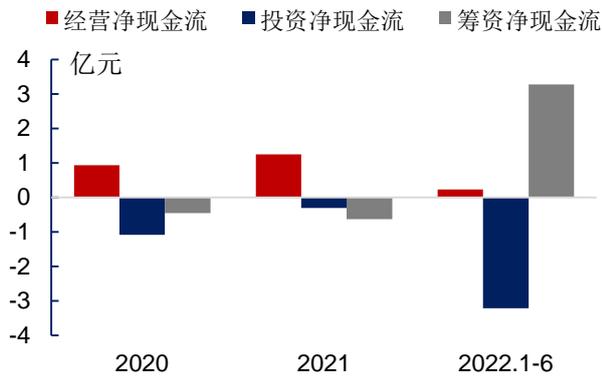
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

## 现金流

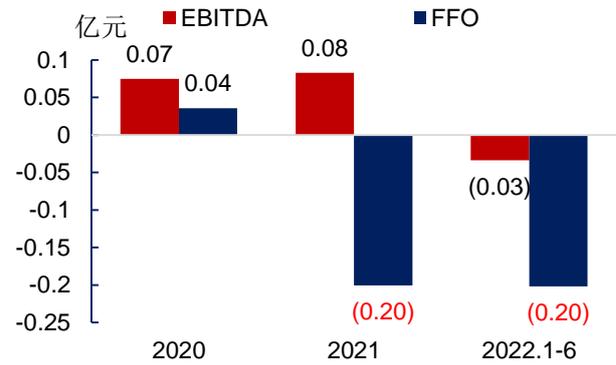
### 公司收入回款能力较好，投资活动现金持续净流出，整体资金压力不大

2021年公司营业收入保持增长，且客户回款良好，当年收到与经营活动有关的政府补助及独家市场推广许可大幅增加，经营活动现金流有所改善，2022年1-6月经营净现金流同比增长29.29%，但FFO指标呈下滑趋势，经营活动现金生成能力有减弱趋势。2021年公司投资活动现金净流出减少系主要在建工程成都研发中心及区域总部项目和创新药生产基地一期项目陆续完工，在建工程和固定资产投资金额较上年减少所致，2022年1-6月投资净现金流大幅增长系购买深圳办公楼、支付装修款及投资基金所致。2021年公司筹资活动现金净流出主要系以1.55亿元回购公司股票375万股用于员工股权激励导致，2022年1-6月公司银行借款增加致使筹资净现金流回正增至3.28亿元。考虑到公司2022年7月发行了5亿元可转换债券，基本满足了目前主要在建的成都创新药生产基地三期项目、部分临床试验项目和流动资金需求，公司整体资金压力不大。

**图9 公司现金流结构**
**图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

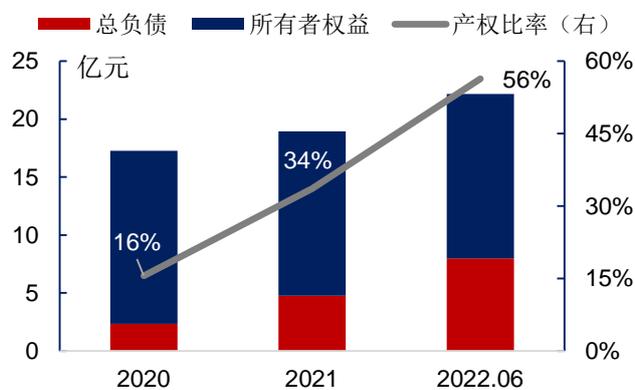
## 资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，财务杠杆水平有所提高，整体偿债压力较小

2020-2022年6月末，公司融资规模持续扩大，总负债水平不断提高。2021年收取海正药业独家市场推广权许可费1.00亿元确认为其他非流动负债，2022年1-6月银行借款增加，公司负债增加带动产权比率不断提升。截至2022年6月末，公司所有者权益仍以资本公积和实收资本为主。

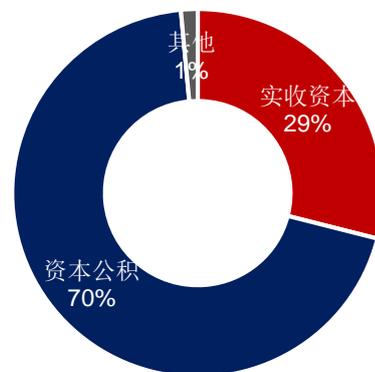
图11 公司资本结构

图12 2022年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表



从负债结构看，2021年末及2022年6月末公司负债仍以流动负债为主，但非流动占比有所提高。

为满足经营规模扩张的流动性资金需求，2021年末、2022年6月末公司短期借款大幅增长，截至2022年6月末均为保证和信用借款，利率区间在3.00%-3.80%。2021年末随公司销售规模扩大，员工招聘增加，公司应付职工薪酬同比增加58.52%。2021年末公司其他应付款同比增加27.75%，主要系当年应付工程款增加所致，其中账龄超过一年的重要其他应付款主要为投资溢缴款和拟回购坪山生产基地产权费。2021年末、2022年6月末公司一年内到期的非流动负债同比大幅增加，主要系长期借款临期。

2021年末递延收益主要为递延确认的政府补助款项，其他非流动负债为当年收取海正药业独家市场推广权许可费1.00亿元，在授权期限十年内摊销冲减销售费用。2022年6月末公司长期借款增加，为中国银行和成都银行的抵押借款。公司预计负债为西达本胺后续免费用药形成，规模较小。

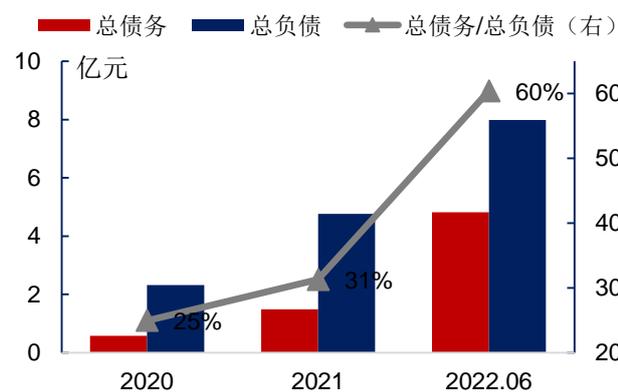
**表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.75	34.43%	1.20	25.20%	0.35	15.15%
应付职工薪酬	0.24	2.95%	0.33	6.98%	0.21	9.04%
其他应付款	1.01	12.71%	0.96	20.13%	0.75	32.33%
一年内到期的非流动负债	0.38	4.80%	0.25	5.25%	0.02	0.85%
<b>流动负债合计</b>	<b>4.56</b>	<b>57.13%</b>	<b>2.94</b>	<b>61.63%</b>	<b>1.47</b>	<b>63.19%</b>
长期借款	1.69	21.18%	0.05	1.02%	0.23	9.80%
预计负债	0.00	0.02%	0.01	0.18%	0.01	0.34%
递延收益-非流动负债	0.77	9.67%	0.79	16.56%	0.62	26.67%
其他非流动负债	0.94	11.79%	0.97	20.29%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.42</b>	<b>42.87%</b>	<b>1.83</b>	<b>38.37%</b>	<b>0.86</b>	<b>36.81%</b>
<b>负债合计</b>	<b>7.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

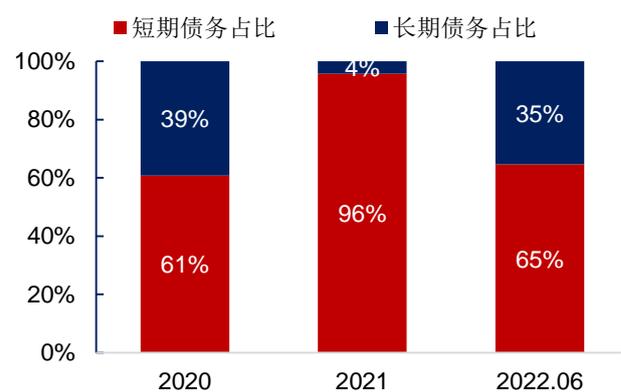
跟踪期内，公司总债务规模持续增长，截至2022年6月末公司总债务规模增至4.82亿元，其占总负债的比重亦明显提升。从期限结构来看，2021年随着公司长期借款临期及当年短期借款增加，当年短期债务占比大幅提升至95.78%；2022年1-6月新增部分长期借款，公司2022年6月末长期债务占比有所提高。

**图13 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

**图14 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

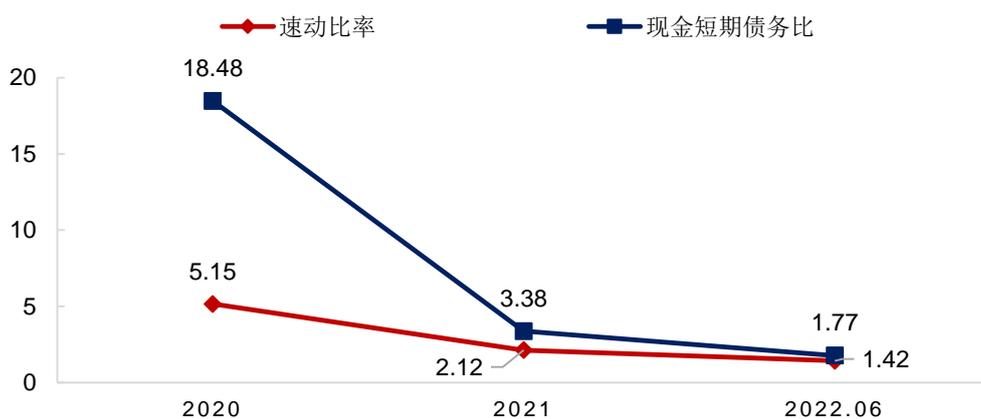
受融资规模扩大影响，2020-2022年6月末公司资产负债率、总债务与总资本比值持续上升。2021年公司净债务仍为负值，EBITDA利息保障倍数虽有所下降，但EBITDA对利息支出的覆盖程度仍较好，整体债务压力较小，但2022年7月可转债发行后公司偿债压力将有所提升。

**表17 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年6月	2021年	2020年
资产负债率	36.03%	25.17%	13.46%
净债务/EBITDA	--	-39.10	-78.47
EBITDA 利息保障倍数	--	1.37	2.16
总债务/总资本	25.38%	9.52%	3.74%
FFO/净债务	--	6.19%	-0.61%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

随着短期借款、一年内到期的非流动负债增加及流动资产的减少，2021年公司现金短期债务比和速动比率明显下降，整体流动性下降，短期偿债压力加大。但公司作为上市公司，融资渠道较为丰富，近年来主要通过公开发行人股票、银行授信获取经营、投资所需资金，公司2022年7月新发行了5亿元可转债，后续亦可通过定增筹集资金，公司固定资产、无形资产、投资性房地产中的房产和土地使用权受限比例较低，必要时可变现，融资弹性较好，整体流动性尚可。

**图15 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

## 七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年7月22日），公司本部及子公司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。

## 八、抗风险能力分析

人口老龄化趋势加剧、癌症、糖尿病等治疗药物需求增加推动全球医药市场规模持续增长。国家对原创新药支持力度大，国产创新药生产企业的发展政策环境良好，未来在技术研发创新、产业化经营方

面前景广阔，同时具有自主研发能力的原创新药企业具备一定优势。公司是一家原创药生产企业，拥有独立完整的研发、采购、生产和销售等体系。虽然公司产品集中度较高，销售价格受医保政策影响较大，研发及销售费用增长较快，产品研发及推广存在较大不确定性，利润短期承压，存在一定市场竞争风险、资产减值风险，但公司专注原创新药行业，自主研发能力较强，核心产品西达本胺竞争力较强，营业收入持续增长。综合来看，公司抗风险能力较强。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“微芯转债”的信用等级为A+。

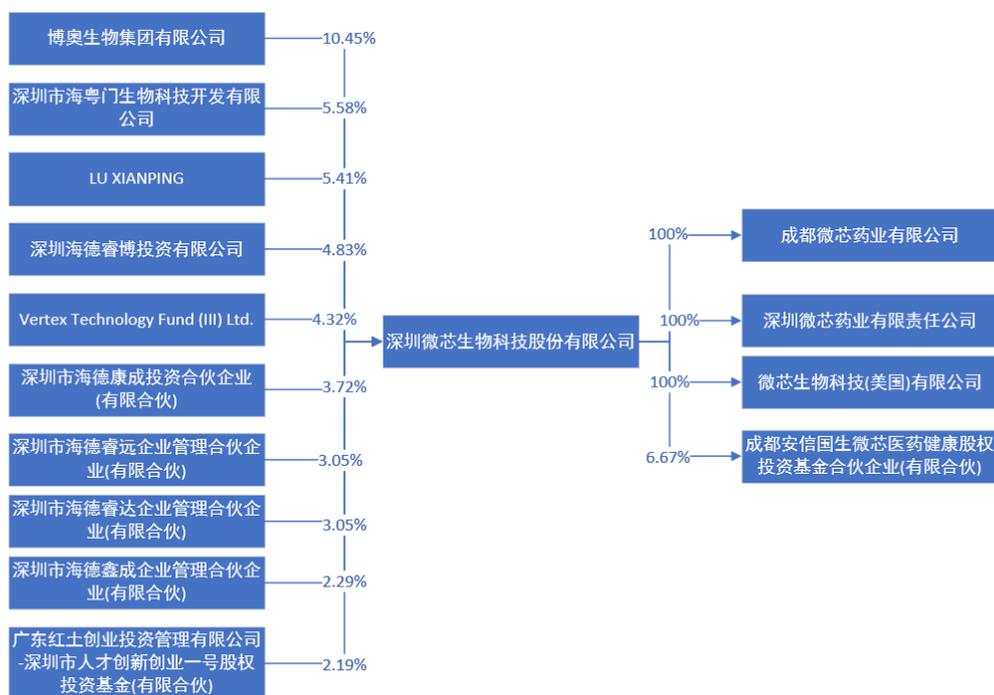
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.70	3.00	3.19	3.76
流动资产合计	6.70	6.39	7.69	10.72
固定资产	7.94	5.35	1.15	0.14
在建工程	1.93	1.58	4.71	3.66
无形资产	2.10	2.16	1.29	1.17
开发支出	1.95	1.40	1.33	0.88
其他非流动资产	0.62	1.40	1.00	0.33
非流动资产合计	15.46	12.56	9.57	6.19
资产总计	22.16	18.94	17.26	16.91
短期借款	2.75	1.20	0.35	0.50
其他应付款	1.01	0.96	0.75	0.52
一年内到期的非流动负债	0.38	0.25	0.02	0.18
流动负债合计	4.56	2.94	1.47	1.37
长期借款	1.69	0.05	0.23	0.37
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.77	0.79	0.62	0.70
其他非流动负债	0.94	0.97	0.00	0.00
非流动负债合计	3.42	1.83	0.86	1.08
负债合计	7.98	4.77	2.32	2.45
总债务	4.82	1.49	0.58	1.00
归属于母公司的所有者权益	14.17	14.18	14.94	14.46
营业收入	2.16	4.30	2.69	1.74
营业利润	-0.18	0.22	0.37	0.22
净利润	-0.19	0.22	0.31	0.19
经营活动产生的现金流量净额	0.23	1.25	0.94	-0.25
投资活动产生的现金流量净额	-3.21	-0.31	-1.09	-7.21
筹资活动产生的现金流量净额	3.28	-0.63	-0.45	9.50
<b>财务指标</b>	<b>2022年6月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	93.67%	94.99%	95.00%	95.81%
EBITDA 利润率	--	1.92%	2.78%	6.09%
总资产回报率	--	1.27%	2.18%	1.85%
资产负债率	36.03%	25.17%	13.46%	14.49%
净债务/EBITDA	--	-39.10	-78.47	-41.01
EBITDA 利息保障倍数	--	1.37	2.16	1.57
总债务/总资本	25.38%	9.52%	3.74%	6.47%
FFO/净债务	--	6.19%	-0.61%	4.34%

速动比率	1.42	2.12	5.15	7.73
现金短期债务比	1.77	3.38	18.48	8.51

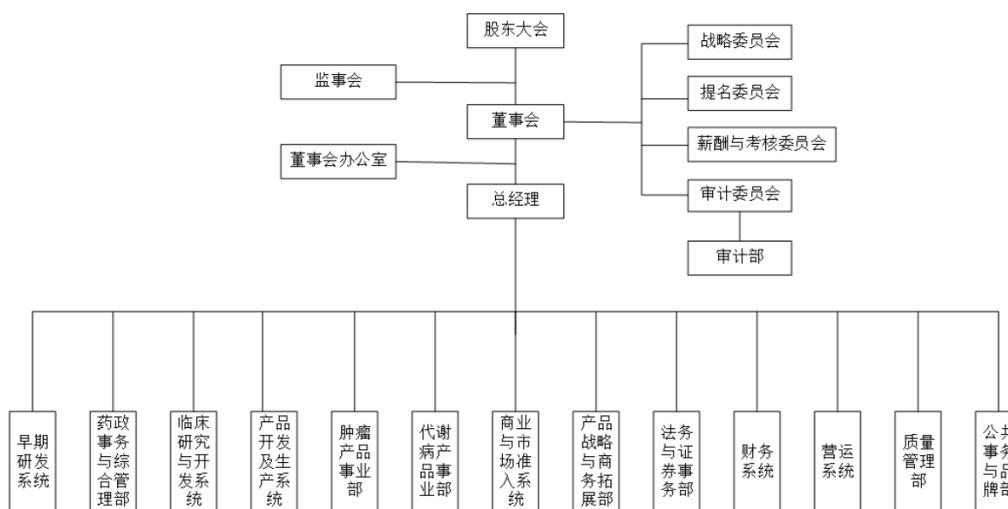
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
成都微芯	四川成都	药品开发并提供技术服务	100.00%		直接设立
深圳微芯药业有限责任公司	广东深圳	原料药(西达本胺), 片剂、硬胶囊剂(均为抗肿瘤类)的生产	100.00%		直接设立
微芯生物科技(美国)有限公司	美国特拉华州	药品开发并提供技术服务	100.00%		直接设立
微芯新域	四川成都	负责推进公司新药研发与合作		40.66%	直接设立

注：微芯新域其他股东与成都微芯为一致行动人

资料来源：iFind，公司 2022 年半年度报告，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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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。