

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0263号

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“博瑞转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“博瑞转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月20日至2024年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年6月20日

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司 主体及“博瑞转债”2023年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | 跟踪评级日期 | 上次评级结果 | 评级组长 | 小组成员 |
|------------|-----------|--------|------|------|
| AA-/稳定 | 2023/6/20 | AA-/稳定 | 高君子 | 宋馨 |

债项信用

| 债项简称 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|------|--------|--------|
| 博瑞转债 | AA- | AA- |

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”或“公司”）主要从事高端仿制原料药及制剂的研发、生产和销售，控股股东仍为自然人袁建栋，实际控制人仍为自然人袁建栋和钟伟芳。

评级模型

1.基础评分模型

| 一级指标 | 二级指标 | 权重（%） | 得分 |
|-----------|-------------|-------|------|
| 企业规模 | 营业收入 | 20.00 | 9.17 |
| | 多样化 | 5.00 | 3.00 |
| 市场竞争力 | 产品竞争力 | 10.00 | 6.00 |
| | 研发能力 | 10.00 | 6.00 |
| 盈利能力 | 利润总额 | 15.00 | 9.38 |
| | EBITDA 利润率 | 5.00 | 4.73 |
| 债务负担和保障程度 | 全部债务/EBITDA | 10.00 | 4.11 |
| | 经营现金流流动负债比 | 10.00 | 8.40 |
| | EBITDA 利息倍数 | 10.00 | 6.34 |
| | 货币资金/短期有息债务 | 5.00 | 3.92 |

调整因素

无

个体信用状况

aa-

外部支持

无

评级模型结果

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

公司主要产品为阿尼芬净等高端仿制特色原料药和制剂，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力；公司研发实力较强，拥有多个核心药物研发技术平台，跟踪期内在肿瘤免疫、呼吸吸入等领域进行研发，新获得国内外专利 12 件；公司不断完善生产供应体系，在建项目投产后，有助于原料药及制剂制造能力、产品多元化程度的提升；跟踪期内，公司加大抗真菌类产品市场拓展力度，并通过原料药制剂一体化优势、规模化生产、供应链资源整合等措施降低成本，毛利润有所提升。但同时公司外销收入占比仍较高，地缘政治及汇率大幅波动等因素将对公司业绩产生一定影响；2022 年，由于恩替卡韦原料药客户需求阶段性下降、产品销售价格下降，原料药业务收入有所下降；部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；跟踪期内，公司债务规模增长较快，在建项目后续投入规模较大，债务规模仍将保持增长。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“博瑞转债”的信用等级为 AA-。

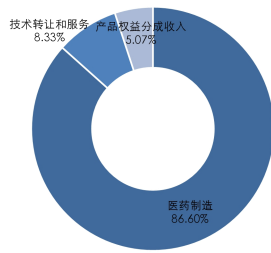
同业对比

| 项目 | 博瑞医药 | 浙江寿仙谷医药股份有限公司 (AA-) | 特一药业集团股份有限公司 (AA-) | 宁波美诺华药业股份有限公司 (AA-) |
|----------------|-------|---------------------|--------------------|---------------------|
| 资产总额 (亿元) | 46.61 | 28.56 | 25.46 | 44.19 |
| 营业总收入 (亿元) | 10.17 | 8.29 | 8.87 | 14.57 |
| 利润总额 (亿元) | 2.42 | 2.78 | 1.96 | 3.84 |
| 毛利率 (%) | 63.01 | 84.42 | 49.04 | 40.10 |
| 经营现金流流动负债比 (%) | 38.35 | 71.43 | 33.51 | 20.33 |
| 资产负债率 (%) | 51.91 | 33.28 | 44.88 | 50.83 |

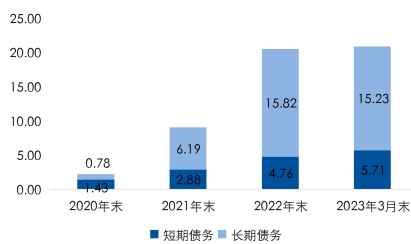
资料来源：企业公开披露的 2022 年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2022年公司主营业务收入构成



公司债务情况 (亿元)



主要数据和指标

| 项目 | 2020年(末) | 2021年(末) | 2022年(末) | 2023年1~3月(末) |
|----------------|----------|----------|----------|--------------|
| 资产总额(亿元) | 18.28 | 29.70 | 46.61 | 47.77 |
| 所有者权益(亿元) | 14.33 | 17.42 | 22.42 | 23.69 |
| 全部债务(亿元) | 2.20 | 9.07 | 20.58 | 20.94 |
| 营业总收入(亿元) | 7.85 | 10.52 | 10.17 | 3.05 |
| 利润总额(亿元) | 1.91 | 2.57 | 2.42 | 0.76 |
| 经营性净现金流(亿元) | 1.55 | 1.76 | 3.11 | 0.25 |
| 营业利润率(%) | 54.62 | 55.83 | 62.50 | 58.42 |
| 资产负债率(%) | 21.62 | 41.35 | 51.91 | 50.42 |
| 流动比率(%) | 324.42 | 170.31 | 238.85 | 216.69 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.95 | 2.84 | 6.29 | - |
| EBITDA利息倍数(倍) | 113.86 | 15.20 | 4.35 | - |

数据来源：公司2020年~2022年经审计的合并财务报告及2023年1~3月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司主要产品为阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净等高端仿制特色原料药和制剂，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力；
- 公司研发实力较强，拥有发酵半合成平台、多手性药物技术平台等多个核心药物研发技术平台，跟踪期内在肿瘤免疫、呼吸吸入等领域进行研发，新获得国内外专利12件；
- 公司不断完善生产供应体系，泰兴原料药和制剂生产基地、海外高端制剂药品等在建项目投产后，业务布局将进一步优化，产能和产品多元化程度将有所提升；
- 跟踪期内，公司加大抗真菌类产品市场拓展力度，抗真菌类产品销量增长，同时通过规模化生产、供应链资源整合等措施降本，综合毛利润有所提升。

关注

- 公司外销收入占比仍较高，地缘政治及汇率大幅波动等因素或将对公司业绩产生一定影响；
- 2022年，由于恩替卡韦原料药客户需求阶段性下降、产品销售价格下降，原料药业务收入有所下降；
- 部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；
- 跟踪期内，公司债务规模增长较快，在建项目后续投入规模较大，债务规模仍将保持增长。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来，随着更多在研、报批的原料药及制剂产品获批生产、销售，公司市场竞争力将保持稳定。

评级方法及模型

《医药制造企业信用评级方法及模型(RTFC020202208)》

历史评级信息

| 主体信用等级 | 债项信用等级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法及模型 | 评级报告 |
|--------|--------|-----------|-----------|------------------------------------|------|
| AA-/稳定 | AA- | 2022/6/9 | 高君子、莫琛、宋馨 | 《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》(RTFC020202004) | 阅读原文 |
| AA-/稳定 | AA- | 2021/6/24 | 高君子、莫琛 | 《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》(RTFC020202004) | 阅读原文 |

注：自2021年6月24日(首次评级)以来，博瑞医药主体信用等级未发生变化，均为AA-/稳定

本次跟踪相关债项情况

| 债项简称 | 上次评级日期 | 发行金额(亿元) | 存续期 | 增信措施 | 增信方/主体信用等级/评级展望 |
|------|----------|----------|---------------------------|------|-----------------|
| 博瑞转债 | 2022/6/9 | 4.65 | 2022.01.04~ 2028.01.04 | 无 | 无 |

跟踪评级原因

根据相关监管要求及相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司（以下简称“博瑞医药”或“公司”）提供的 2022 年度审计报告、2023 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

博瑞医药主要从事高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，截至 2023 年 3 月末，公司股本 4.22 亿股，控股股东自然人袁建栋持股比例为 26.87%，实际控制人仍为袁建栋和钟伟芳。

公司主营高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主导产品仍涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域。公司依托在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新晶型、药械组合、药物靶向递送等方面的技术优势，形成了贯通起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链。截至 2022 年末，公司已取得有效专利共 200 件，其中发明专利 194 件，并形成了众多在研项目。公司生产和质量体系与国际接轨，cGMP 生产质量体系通过美国 FDA、欧盟 EUGMP、日本 PMDA、韩国 KFDA 等多个国家及地区的官方认证及国内新版 GMP 认证。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 47.77 亿元，所有者权益 23.69 亿元，资产负债率为 50.42%。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 10.17 亿元和 3.05 亿元，分别实现利润总额 2.42 亿元和 0.76 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2021〕3551 号”文件核准，公司于 2022 年 1 月 4 日发行 6 年期 4.65 亿元的可转换公司债券，债券简称“博瑞转债”。

“博瑞转债”募集资金扣除保荐承销费及其他发行费用后净额为 4.57 亿元。截至 2022 年末，已累计投入募集资金总额 3.03 亿元，均用于博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）项目建设，其余资金中，1.00 亿元用于现金管理，其他资金存放募集资金专项账户。

2023 年 4 月 25 日，公司发布《博瑞生物医药（苏州）股份有限公司关于可转债募投项目变更产品种类的公告》，随着公司药物研发工作的持续推进，根据公司实际研发情况及研发计划，为提高募集资金使用效率，公司拟对博瑞生物医药（苏州）股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）所涉产品种类进行调整，变更后品种为沙美特罗替卡松干粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、伏环孢素软胶囊及生物医药 CDMO 等，拟投入募集资金金额 4.65 亿元，项目投产后，有助于公司

销售收入的提升，但同时，若公司所处行业及市场环境等情况发生突变、国家产业政策出现调整或项目建设过程中管理不善影响项目进程，以及公司未能有效地拓展销售市场等因素均可能对本次募投项目的实施进度、预期收益产生不利影响。

图表 1 变更后募投项目涉及品种及用途

| 序号 | 产品名称 | 规格 | 设计能力 | 主要用途 |
|----|---------------|-----------------------------------|----------|---------------------|
| 1 | 沙美特罗替卡松干粉吸入剂 | 50μg:250μg | 200 万盒/年 | 治疗可逆性阻塞性气道疾病 |
| 2 | | 50μg:500μg | 200 万盒/年 | |
| 3 | 噻托溴铵吸入粉雾剂 | 18μg（以噻托溴铵托计）每瓶 30 喷 | 400 万盒/年 | 慢性阻塞性肺疾病（COPD）的维持治疗 |
| 4 | 噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂 | 每瓶 60 喷，每喷含噻托溴铵 2.5μg 和奥达特罗 2.5μg | 200 万盒/年 | 慢性阻塞性肺疾病（COPD）的维持治疗 |
| 5 | 伏环孢素软胶囊 | 30 粒/盒 | 40 万盒/年 | 成人活动性狼疮性肾炎（LN）的治疗 |
| 6 | 生物医药 CDMO | - | - | ADC 产品 |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司按时支付“博瑞转债”利息，截至本报告出具日，“博瑞转债”尚未到还本日。

由于公司变更募投项目产品种类，触发“博瑞转债”附加回售条款生效，回售申报期 2023 年 5 月 24 日至 2023 年 5 月 30 日，回售价格 100.23 元人民币/张（含当期利息），回售的有效申报数量为 60 张，回售金额为 6013.80 元（含利息）。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，

大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

行业分析

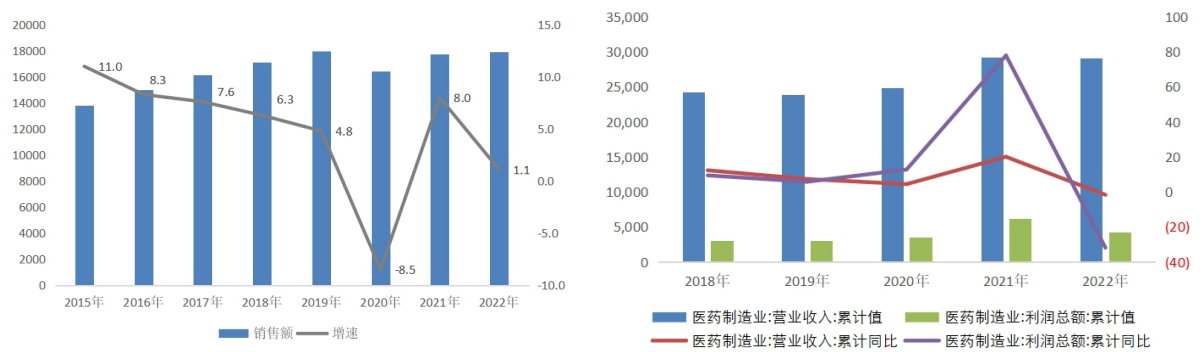
公司营业收入仍主要来源于高端仿制原料药研发、生产和销售，属于医药制造行业。

2022 年医药行业需求有所增加，受年初上海、西安等多地由于外部事件医疗诊疗减少影响，增速有所减缓，预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长

随着居民消费水平提升、人口老龄化加剧，药品需求不断上升，医药制造行业规模保持增长，但增速逐年下降。2015~2019 年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增加但增速有所放缓；2020 年，短期内对部分的医械产品需求增加，其他药械产品受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降，我国三大终端六大市场药品销售额 16437 亿元，同比下降 8.5%。2021 年，受延迟医疗需求释放以及部分医疗产业链需求增加影响，医药行业需求增加。2022 年，我国三大终端六大市场药品销售额为 17936 亿元，同比增长 1.1%，受年初上海、西安等多地由于外部事件医疗诊疗减少影响，增速有所减缓。预计未来随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，国内医药需求有望继续保持增长。

虽然行业需求保持增长，但近年受医保控费、一致性评价、带量采购等政策的推进，药品价格整体有所下降，医药制造行业营业收入和利润增速承压。根据国家统计局数据，2020年，由于年初医院诊疗人次下降，同时药品流通受到管控，医药制造企业短期经营承压，之后行业收入及盈利逐步改善，全年医药制造行业收入同比增长4.50%，增速进一步缩窄。2021年，规模以上医药制造企业营业收入为21291.00亿元，同比增长24.40%。2022年受国内外环境，叠加医保控费、防疫相关物资价格下降等因素影响，医药制造行业收入和利润均有下降，盈利承压。预计2023年，在国家经济稳增长背景下，行业整体将恢复性增长。

图表2 我国医药终端市场销售情况（亿元、%） 图表3 我国医药制造行业盈利情况（亿元、%）



数据来源：米内网，wind，东方金诚整理

随着医疗卫生体制改革深化，药品价格呈下降趋势，行业集中度提高，并驱动企业向创新转型，利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源，提高行业整体竞争实力，国家陆续出台了优先审评审批、仿制药一致性评价、限辅助用药等政策，不断提升制药行业准入门槛，引导和鼓励落后产能择机退出。

近年新医保目录调整，集采政策落地扩面，药品价格呈下降趋势。2020年，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出“1+4+2”的总体改革框架，指出要完善医保目录动态调整机制，将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围；深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革，坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。随着医疗卫生体制改革的不断深化，医药企业进一步延续以价换量的模式，化药降价预期不变，中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制。2020年《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》正式施行，质量体系进一步健全。在带量采购等政策实行、行业监管趋严、行业准入门槛提高的背景下，短期内造成相关药品价格降低，龙头企业通过原料药制剂一体化等优势来降本增效，小企业市场份额受到进一步挤占，一批中小企业退出市场，行业集中度提升。2015年到2021年，百强企业营收从6131.0亿元升至10762.0亿元，在集中度方面，百强企业的营业收入占比由22%左右提升32.6%，产业集中度进一步提升。

为鼓励研究和创制具有明显临床优势的药品，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，

规范临床急需短缺药品等优先审评审批，2020年国家药监局关于发布《突破性治疗药物审评工作程序（试行）》、《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）》、《药品上市许可优先审评审批工作程序（试行）》，原《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》同时废止。随着审批制度的改革，医保谈判进程加快，创新药呈现“审评快、上市快、上量快”的趋势。医药创新活跃，企业研发管理储备丰富，药品上市申报数量增多。随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。预计未来行业政策将继续向研发实力强，创新能力高的企业倾斜，创新驱动发展将更加突出。

预计未来在医疗体制改革持续深化的背景下，行业分化将进一步加剧，利好研发实力强，药品质量好具有成本优势的企业。但中药注射剂受到医保受限、辅助用药重点监控、注射剂上市后再评价政策的影响，对于中药注射剂收入占比大、药品单一的企业经营压力将进一步增加。

业务运营

经营概况

公司主营业务收入和毛利润仍主要来源于原料药业务，受原料药业务收入下降影响，2022年，主营业务收入有所下降，但成本管控加强，毛利率及毛利润均有所增长

跟踪期内，公司仍主营高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主导产品涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域。原料药业务仍是公司主要收入和毛利润来源，制剂业务、技术转让和服务、产品权益分成业务等仍对公司收入、利润形成一定补充。受原料药业务收入下降影响，2022年公司主营业务收入有所下降，但公司利用原料药制剂一体化优势、规模化生产、供应链资源整合等措施降低成本，主营业务毛利率及毛利润均有所增长。

2023年1~3月，公司主营业务收入3.05亿元，毛利润1.80亿元，同比均有所增长；毛利率58.88%，同比有所下降。

图表 4 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（亿元、%）

| 类别 | 2020年 | | 2021年 | | 2022年 | | 2023年1~3月 | |
|------------------|-------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|-------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 医药制造 | 6.70 | 85.57 | 9.28 | 88.35 | 8.78 | 86.60 | 2.68 | 87.87 |
| 原料药 ¹ | 6.34 | 80.97 | 8.78 | 83.63 | 7.77 | 76.69 | 2.21 | 72.53 |
| 制剂 | 0.36 | 4.60 | 0.50 | 4.72 | 1.00 | 9.91 | 0.47 | 15.33 |
| 技术转让和服务 | 0.47 | 6.00 | 0.68 | 6.45 | 0.84 | 8.33 | 0.25 | 8.08 |
| 产品权益分成收入 | 0.66 | 8.43 | 0.55 | 5.20 | 0.51 | 5.07 | 0.12 | 4.06 |
| 合计 | 7.83 | 100.00 | 10.50 | 100.00 | 10.13 | 100.00 | 3.05 | 100.00 |
| | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 |
| 医药制造 | 3.34 | 49.77 | 4.92 | 53.07 | 5.16 | 58.77 | 1.43 | 53.41 |
| 原料药 | 3.09 | 48.65 | 4.70 | 53.57 | 4.44 | 57.09 | 1.09 | 49.39 |
| 制剂 | 0.25 | 69.53 | 0.22 | 44.26 | 0.72 | 71.77 | 0.34 | 72.45 |
| 技术转让和服务 | 0.31 | 65.28 | 0.43 | 63.58 | 0.70 | 83.05 | 0.24 | 97.67 |
| 产品权益分成收入 | 0.66 | 100.00 | 0.55 | 100.00 | 0.51 | 100.00 | 0.12 | 100.00 |
| 合计 | 4.31 | 54.93 | 5.90 | 56.19 | 6.37 | 62.88 | 1.80 | 58.88 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

医药制造业务

跟踪期内，公司主要产品仍为阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净等高端仿制特色原料药和制剂，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力

医药制造业务仍由全资子公司博瑞生物医药泰兴市有限公司（以下简称“博瑞泰兴”）和博瑞制药（苏州）有限公司（以下简称“博瑞制药”）负责运营。博瑞泰兴仍主要负责部分医药中间体和原料药前序步骤的生产，博瑞制药主要负责规范市场中间体、原料药后续步骤和制剂的生产。公司从原料药制造向下游制剂产品延伸，形成了贯通起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链，具有较强的细分市场竞争力。

公司产品仍包括高端仿制原料药和制剂，主要产品有阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净和恩替卡韦原料药及相关中间体，跟踪期内，恩替卡韦片、阿加曲班注射液、磷酸奥司他韦干混悬剂取得生产批文，全产业链布局进一步完善。2022年，抗病毒类恩替卡韦原料药客户需求阶段性下降，同时产品价格有所下降，原料药销售收入同比下降11.51%；但公司注射用米卡芬净钠在第七批全国药品集中采购中中标，同时流感季节性爆发对磷酸奥司他韦制剂的需求有所拉动，

¹ 包括原料药、中间体以及相关标准品、对照品和杂质。

制剂产品收入 1.00 亿元，较上年同期增长 102.46%；医药制造业务整体实现收入 8.78 亿元，同比略有下降；同期，实现毛利率 58.77%，同比有所增长。

公司研发实力较强，同时拥有发酵半合成平台、多手性药物技术平台等多个核心药物研发技术平台，跟踪期内在肿瘤免疫、呼吸吸入等领域开展研发工作，新获得国内外专利 12 件

公司研发实力较强，跟踪期内，公司仍基于发酵半合成技术、多手性药物合成技术等多项具有全球先进水平的自主知识产权技术平台，开展高端仿制药、制剂和创新药研发。2022 年，公司仍保持较高的研发投入比例，研发费用 2.07 亿元，同比增长 19.47%，研发费用占营业收入的 20.35%。

跟踪期内，公司重点打造偶联药物平台、药械组合平台，在肿瘤免疫和靶向治疗领域开发具有自主知识产权的创新药物，在呼吸吸入领域构建具有竞争力的产品线。创新药端，公司自主研发的长效多肽靶向偶联药物 BGC0228 处于临床 I 期试验阶段，2022 年 5 月在中国医学科学院肿瘤医院开始首例入组，已开展四个剂量组爬坡研究。多肽类降糖药 BGM0504 注射液已获批准开展减重和 2 型糖尿病适应症临床试验，完成 Ia 期临床给药和观察，初步数据显示 BGM0504 具有良好药效（体重下降）、安全性和药代动力学特征。仿制药端，截至 2022 年末，艾沙康唑原料药、曲贝替定原料药处于稳定性阶段，羧基麦芽糖铁注射液已进入中试阶段，吸入用布地奈德混悬液、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂处于中试阶段，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、噻托溴铵吸入粉雾剂已经完成小试。

2022 年，公司新提交国内专利申请 32 件，新获得国内专利授权 7 件，新提交国外专利申请 7 件，新获得国外专利授权 5 件。截至 2022 年末，累计申请专利 365 件，其中发明专利 354 件；拥有有效专利共 200 件，其中发明专利 194 件，布局了美国、日本、加拿大、欧洲、韩国等多个国家和地区，有助于未来业务的发展。

公司在泰兴、苏州拥有生产基地，并着力于供应体系的完善，泰兴原料药和制剂生产基地、海外高端制剂药品等在建项目投产后，业务布局将进一步优化，产能和产品多元化程度将有所提升

公司在泰兴、苏州拥有生产基地，泰兴基地以原料药生产为主，苏州基地以原料药后端及制剂产品生产为主。公司生产和质量体系与国际接轨，cGMP²生产质量体系通过美国 FDA、欧盟 EUGMP、日本 PMDA、韩国 KFDA 等多个国家及地区的官方认证及国内新版 GMP 认证。

近年来，公司着力于供应链体系的完善，有泰兴原料药和制剂生产基地（一期）、泰兴原料药和制剂生产基地（二期）、博瑞（山东）原料药一期项目等原料药生产线，以及苏州吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心项目（一期）、苏州吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（二期）和海外高端制剂药品生产项目等制剂生产线在建。在建项目投产后，一方面，有助于恩替卡韦原料药、磷酸奥司他韦原料药、纽莫康定、子囊霉素、米卡芬净钠、阿尼芬净、达巴万星等中间体和原料药供应能力的提升，业务布局将进一步优化，巩固原料药制造优势，提高全要素生产效率，不断强化体系化制造优势；另

² cGMP 指动态药品生产管理规范，英文名 Current Good Manufacture Practices 的缩写。

一方面，产品多元化程度将更高，将丰富甾体、肿瘤和呼吸系统药物原料药生产线，以及抗流感病毒制剂产品、呼吸系统制剂产品、抗肿瘤制剂产品和辅助生殖领域制剂产品生产线，促进原料药产业向更高价值链延伸，完善“原料药+制剂”一体化优势。

1.原料药

2022年，恩替卡韦原料药客户需求阶段性减少、产品价格下降导致原料药业务收入和毛利润有所减少，但毛利率同比有所增长

公司原料药产品仍涉及抗真菌、抗病毒及免疫抑制等领域，主要包括卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净原料药和中间体、恩替卡韦原料药和中间体等。2022年，公司原料药（包含中间体）业务收入为7.77亿元，同比减少11.51%，毛利润4.44亿元，同比下降5.71%，主要系受到恩替卡韦原料药客户需求阶段性减少影响，抗病毒类产品收入较去年同期减少25.91%，抗真菌类产品受到产品价格下滑影响，收入较去年同期减少18.06%。同期，公司通过规模化生产、供应链资源整合等措施降低成本，实现毛利率57.09%，同比增长3.51个百分点。

图表5 主要类别产品近年收入情况（亿元、%）

| | 2020年 | | 2021年 | | 2022年 | |
|-----------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 抗病毒类 | 1.51 | 23.85 | 1.40 | 15.99 | 1.04 | 13.39 |
| 抗真菌类 | 2.51 | 39.61 | 4.05 | 46.10 | 3.32 | 42.69 |
| 免疫抑制类 | 0.72 | 11.31 | 0.21 | 2.37 | 0.60 | 7.66 |
| 其他类 | 1.60 | 25.23 | 3.12 | 35.54 | 2.82 | 36.26 |
| 合计 | 6.34 | 100.00 | 8.78 | 100.00 | 7.77 | 100.00 |
| | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 |
| 抗病毒类 | 0.30 | 19.83 | 0.36 | 25.48 | 0.30 | 29.07 |
| 抗真菌类 | 1.71 | 68.04 | 2.80 | 69.28 | 2.39 | 72.17 |
| 免疫抑制类 | 0.43 | 60.48 | 0.06 | 29.46 | 0.29 | 48.78 |
| 其他类 | 0.64 | 40.15 | 1.48 | 47.44 | 1.45 | 51.42 |
| 合计 | 3.09 | 48.65 | 4.70 | 53.57 | 4.44 | 57.09 |

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司采取以销定产的模式，跟踪期内，由于需求增长，米卡芬净、卡泊芬净和阿尼芬净等抗真菌类产品产量有所增长

公司采取以销定产的模式，中间体、原料药产品以自主生产为主，少量技术要求低的前端中间体会外协生产。产能利用率方面，由于同类别或工艺相近的医药产品可以共线生产，公司的产能按照同类产品的研发、生产需求规划，具体某个产品的生产能力可以根据市场情况或客户需求进行灵活调整。公司产品通常在反应釜中生产，特定时期内反应釜体积是固定的，因此选用反应釜的反应体积利用情况³来衡量公司生产能力。跟踪期内，公司原生产车间整体产能无

³公司根据自身生产特点，按一年里除节假日外的250个工作日作为统计基数确认公司及下属子公司的产能利用率，产能利用率=Σ（使用的反应釜体积*使用天数）/（反应釜总体积*250）。

重大变化，产能利用率仍维持较好水平；泰兴原料药和制剂生产基地（一期）、博瑞（山东）原料药一期项目部分产线转固，但2022年处于环保验收、GMP符合性检查阶段，尚未形成规模化生产。从产量来看，跟踪期内，受需求减少影响，恩替卡韦等抗病毒产品产量有所下降；由于需求增长，米卡芬净、卡泊芬净和阿尼芬净等抗真菌类产品产量有所增长。

跟踪期内，公司加大抗真菌类产品市场拓展力度，抗真菌类产品销量增长，但产品均价有所下降，同时公司外销收入占比仍较高，地缘政治及汇率波动等因素或将对公司业绩产生一定影响

跟踪期内，公司加大市场拓展力度，公司米卡芬净、卡泊芬净、阿尼芬净等多种产品销量均同比增长；但恩替卡韦原料药客户需求阶段性波动下降使得恩替卡韦产品销量下降。销售均价方面，整体有所下降。

图表6 公司主要原料药产品近年产销情况⁴

| 主要产品 | | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 抗病毒类-恩替卡韦 | 产量（千克） | 399.91 | 597.58 | 532.18 |
| | 销量（千克） | 399.82 | 585.75 | 266.06 |
| | 产销率（%） | 99.98 | 98.02 | 49.99 |
| 抗真菌类-米卡芬净 | 产量（千克） | 75.58 | 181.98 | 275.45 |
| | 销量（千克） | 74.84 | 195.42 | 233.25 |
| | 产销率（%） | 99.02 | 107.39 | 84.68 |
| 抗真菌类-卡泊芬净 | 产量（千克） | 84.13 | 95.91 | 115.42 |
| | 销量（千克） | 81.58 | 103.11 | 113.91 |
| | 产销率（%） | 96.97 | 107.51 | 98.69 |
| 抗真菌类-阿尼芬净 | 产量（千克） | 76.04 | 45.04 | 116.25 |
| | 销量（千克） | 45.26 | 74.81 | 92.92 |
| | 产销率（%） | 59.52 | 166.10 | 79.93 |

资料来源：公司提供、东方金诚整理

销售模式方面，对于境外业务，公司仍主要通过自主开拓方式进行客户开发，辅以代理商渠道；对于境内业务，公司仍以自主开发客户为主。境外客户账期多为2~3个月，以电汇或国际信用证方式结算；境内客户账期通常3~6个月，多为先货后款。境外仍主要销往欧洲、美国、日本等地，2022年公司外销收入⁵4.41亿元，占主营业务收入比重为43.56%，外销收入占比仍较高，地缘政治及汇率波动等因素或将对公司业绩产生一定影响。

跟踪期内，公司下游客户整体较为稳定，前五名客户销售额合计占年度销售总额比例为31.78%，较上年有所分散。

⁴ 产销量仅包括原料药产量、销量，不包括相应中间体产品产量、销量。产量为公司生产线全部产量，销量仅为对外销售量，不包含内部耗用量。

⁵ 此口径包括技术转让和服务收入以及权益分成收入。

图表7 2022年公司前五大客户销售情况⁶（亿元、%）

| 客户名称 | 销售额 | 占年度销售总额的比例 |
|------|------|------------|
| 客户 A | 1.01 | 9.89 |
| 客户 B | 0.69 | 6.78 |
| 客户 C | 0.60 | 5.93 |
| 客户 D | 0.55 | 5.37 |
| 客户 E | 0.39 | 3.81 |
| 小 计 | 3.23 | 31.78 |

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司主要采购部分原料药中间体及基础物料，原料定制属性较强，跟踪期内与供应商合作保持稳定

原材料采购方面，在原料药生产中，公司采购合成环节相对前端、工艺难度较小、技术保密性要求较低或客户对质量要求相对较低的前端中间体，以及基础原物料（包括溶剂、纯化用填料等）等。前端中间体采购中，根据公司相关产品的生产工艺和技术要求，向供应商询价，选择性价比高的供应商合作，具有较强的定制属性，缺乏权威的市场价格，跟踪期内，采购价格有所下降；二氯甲烷、甲醇、乙腈为大宗化工原料，跟踪期内，采购价格呈波动下降态势。

公司与供应商合作较为稳定，2022年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重为35.84%，集中度较上年有所下降。

2. 制剂业务

跟踪期内，注射用米卡芬净钠中标集采，同时流感季节性爆发对磷酸奥司他韦制剂的需求有所拉动，带动制剂业务销售收入及毛利润增长，未来随着更多在研品种通过审评审批，公司制剂业务获利能力有望进一步增长

公司在原料药研发、生产的基础上，进一步向制剂领域延伸产业链，制剂生产主要由子公司博瑞制药负责运营。

公司积极推进制剂产品的审评审批工作，国内注册方面，公司有3款制剂获得生产批文，3款制剂获临床试验通知书；国际注册方面，公司有2款制剂获批。截至2022年末，卡前列素氨丁三醇注射液、磺达肝癸钠注射液、盐酸西那卡塞片、磷酸奥司他韦干糖浆、依维莫司片等处于审评审批过程中；并有注射用BGC0228、BGM0504注射液、吸入用布地奈德混悬液、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂等研项目。

截至2022年末，注射用米卡芬净钠、磷酸奥司他韦胶囊、恩替卡韦片和阿加曲班注射液纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

⁶ 此口径包括技术转让和服务收入以及权益分成收入。

图表 8 2022 年公司通过审批的药（产）品情况

| | 产品名称 | 注册分类/国家 | 进展情况 | 通过时间 |
|----|-----------------------|------------|----------------|------|
| 国内 | 恩替卡韦片 | 化学药品 4 类 | 已取得生产批文 | 2022 |
| | 阿加曲班注射液 | 化学药品 4 类 | 已取得生产批文 | 2022 |
| | 磷酸奥司他韦干混悬剂 | 化学药品 3 类 | 已取得生产批文 | 2022 |
| | 硫酸阿托品滴眼液 ⁷ | 化学药品 2.4 类 | 已取得临床试验通知书 | 2022 |
| | BGC1201 片 | 化学药品 1 类 | 已取得药物临床试验批准通知书 | 2022 |
| | BGM0504 注射液 | 化学药品 1 类 | 已取得药物临床试验批准通知书 | 2022 |
| 国外 | 注射用米卡芬净钠 | 印度尼西亚 | 已获批 | 2022 |
| | 恩替卡韦片 | WHO | 已获批 | 2022 |

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司制剂生产所需原料药主要内部供给，具有一定成本优势；目前主要生产产品是磷酸奥司他韦制剂、米卡芬净钠制剂和恩替卡韦片剂等。2022 年，公司注射用米卡芬净钠在第七批全国药品集中采购中中标，中标价格为 134.43 元/盒，首年约定采购量基数为 11.0105 万盒；同时流感季节性爆发对磷酸奥司他韦制剂的需求有所拉动，制剂实现销售收入 1.00 亿元，较上年同期增长 102.46%；实现毛利润 0.72 亿元，同比增加 0.50 亿元；实现毛利率 71.77%，同比增加 27.51 个百分点。

制剂业务是公司未来发展方向之一，目前公司正在推进“海外高端制剂药品生产项目”、“吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）”等制剂生产线的建设，随着更多在研品种通过审评审批，公司制剂业务获利能力有望进一步增长。

其他业务

公司其他业务包括技术转让和服务业务以及产品权益分成业务，分别在客户制剂产品上市前后确认，仍对公司收入和毛利润形成一定补充

其他业务收入包括技术转让和服务业务收入以及产品权益分成收入。技术转让和服务业务仍主要发生在下游客户制剂上市前，转让技术或为客户提供注册等相关服务，根据与客户合作进展里程碑式确认收入。产品权益分成收入仍主要发生在客户制剂产品上市销售后，公司按照一定方式和比例享受客户制剂产品利润分成。技术转让和服务业务以及产品权益分成使得公司收入确认时间线延长。

技术转让和服务业务方面，公司在未接受客户委托的情况下，自主立项并研究开发，在研发达到特定阶段后，公司根据自身产品布局和相关产品的市场需求状况，将部分产品以技术转让或技术服务的形式与下游客户进行合作，指导客户完成独立的研发流程、协助客户取得临床试验批件和生产批件等⁸。该业务模式下，公司根据双方事先约定的阶段性工作完成情况收取报

⁷ 公司已与宁波视方医药科技有限公司签署硫酸阿托品滴眼液临床批文及技术转让合同。

⁸ 对于仿制药技术服务项目，通常立项时即明确对应的技术合同，按独立的项目编号单独核算，相关支出计入技术收入成本；对于创新药技术转让项目，通常立项时为自主研发项目，尚未明确是否会对外转让，相关支出计入研发费用，在签订技术转让合同后，项目后续的支出计入技术转让成本。

酬，并通过合作加速相关产品的商业化进程，有助于带动公司中间体和原料药的销售。2022年，公司技术服务订单按照开发进度完成里程碑交付，实现技术收入0.84亿元，较上年同期增长24.50%；实现毛利润0.70亿元，同比增长26.99%；毛利率83.05%，同比增长19.48个百分点。

产品权益分成业务方面，凭借研发技术优势，公司与部分客户约定由公司提供原料药技术支持的制剂产品上市销售后，公司可按照一定方式和比例享受客户制剂销售的利润分成。公司主要权益分成产品涉及卡泊芬净制剂、阿尼芬净制剂和吡美莫司原料药等。2022年，公司权益分成收入0.51亿元，同比下降5.86%，毛利率仍为100.00%⁹，收入下降主要系该业务收入对应产品进入成熟期，合作伙伴的竞争对手增加导致销售利润减少所致。

总体来看，技术转让和服务业务以及产品权益分成业务仍能对公司收入和毛利润形成一定补充。

未来发展

公司在建项目后续投资规模较大，公司未来存在一定资金支出压力，部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险

截至2022年末，公司重点在建项目预计总投资23.07亿元，累计已投入17.90亿元，主要用于原料药和制剂生产。原料药生产线短期主要用以解决公司近期发展的产能制约问题，并为新产品上市提供必要的产能支持。制剂项目方面，吸入剂、铁剂等拥有较好的市场空间规模。

泰兴原料药和制剂生产基地（一期），规划产能3450kg，主要为卡泊芬净、米卡芬净钠、阿尼芬净、恩替卡韦、奥司他韦、依维莫司等产品原料药的生产。截至2022年末，项目尚未通过环保验收，本项目涉及产品中，恩替卡韦原料药、磷酸奥司他韦原料药已由江苏省药品监督管理局公示GMP符合性检查结果，检查结论为符合。泰兴原料药和制剂生产基地（二期），主要为纽莫康定、子囊霉素、米卡芬净钠、阿尼芬净、达巴万星等中间体和原料药的生产。截至2022年末，已完成建筑物、消防验收，前期试生产资料准备完成，准备申报中，污水池设备安装完成。博瑞（山东）原料药一期项目，目前规划产能为1600kg，产品为甾体、肿瘤和呼吸系统药物原料药。截至2022年末，土建及机电均已施工完成，车间厂房及工艺设备完成调试验证工作，目前已具备试生产条件。

制剂方面，苏州海外高端制剂药品生产项目，为建设符合美国、欧盟cGMP标准的注射剂生产制造基地。苏州吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心项目（一期）将进行沙美特罗替卡松干粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、伏环孢素软胶囊、生物医药CDMO等品种生产。

未来在建项目完工投产后，原料药的生产供应能力将进一步提升，制剂品类将进一步丰富，有助于起始物料、高难度中间体、特色原料药、制剂的全产业链的进一步完善。但部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，若未来监管政策、市场竞争态势发生变化或研发进度趋缓，公司或将面临产能消纳风险。

⁹ 公司权益分成收入由于是按照客户相关产品收入或利润的一定比例提取，公司不发生额外的支出，因此毛利率为100%。

图表 9 截至 2022 年末在建项目情况 (亿元)

| 项目名称 | 项目内容 | 总投资 | 已投资 | 资金来源 |
|-----------------------------------|--|--------------|--------------|---------------|
| 泰兴原料药和制剂生产基地(一期) | 恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、奥司他韦、吡美莫司原料药生产基地 | 3.60 | 3.84 | IPO 募集资金+自有资金 |
| 海外高端制剂药品生产项目 | 注射用醋酸卡泊芬净、注射用米卡芬净钠、注射用阿尼芬净、磺达肝癸钠注射液、奥司他韦类产品等 | 5.80 | 5.10 | IPO 募集资金+自有资金 |
| 博瑞(山东)原料药一期项目 | 原料药 | 3.00 | 2.46 | 自有资金 |
| 泰兴原料药和制剂生产基地(二期) | 纽莫康定(卡泊芬净中间体)、子囊霉素(吡美莫司中间体)、米卡芬净、阿尼芬净等 | 5.00 | 3.34 | 自有资金 |
| 吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目(一期) | 沙美特罗替卡松干粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、伏环孢素软胶囊、生物医药 CDMO 等 | 5.67 | 3.17 | 自有资金+可转债募集资金 |
| 合计 | | 23.07 | 17.90 | |

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司在治理结构方面无重大变化，未来，公司将践行“研发驱动”和“国际化”战略，持续落实“走出去，引进来”的双向战略，提升公司产品竞争力

跟踪期内，公司在治理结构方面无重大变化，实际控制人仍为袁建栋先生及其母亲钟伟芳女士。

未来，公司将践行“研发驱动”和“国际化”两大核心战略。“研发驱动”是公司发展的核心战略，公司持续加大研发投入力度；依托发酵半合成、多手性药物、非生物大分子、药械组合和偶联药物等技术平台，不断开发技术难度高的高端仿制药和原创性新药，打造仿制药和创新药两大研发体系，并不断提升研发体系建设，持续创新。“国际化”是公司发展的重要战略。“产品立项选项，到研发、生产质量、注册申请、知识产权、市场销售全环节贯彻“国际化”，以全球视野选择产品立项，以 ICH 指南指导研发和注册，以 cGMP 为标准不断提高质量体系，积极参与国际竞争，开拓全球市场，推动企业向国际先进水平升级。

同时，公司将持续落实“走出去，引进来”的双向战略。“走出去”战略分为两个部分，一方面是通过建设欧美 cGMP 标准的制剂生产质量体系，以高质量的制剂产品行销全球，另一

方面努力将自己的技术成果授权许可给国外公司，实现技术输出和收益。“引进来”战略包括三个方面，一是通过国际合作，积极引进国外具有领先优势的原创性新药，获取中国权益；二是引进国际上优秀的技术平台，在公司体系内孵化出具有全球竞争力的创新药行销全球；三是吸引全球优秀的人才，优化和提升团队的专业能力，进一步缩短和全球领先企业的差距。

财务分析

财务质量

公司提供了2022年的合并财务报告及2023年1~3月合并财务报表，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年合并财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告，2023年1~3月合并财务报表未经审计。

截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共16家，较上年末增加4家¹⁰。

资产构成与资产质量

随着在建工程的持续投入以及收到可转债募集资金，2022年末公司资产规模大幅增加，资产结构仍以非流动资产为主

随着在建工程的持续投入以及可转债发行成功，公司资产规模大幅增加，截至2023年3月末，公司资产总额47.77亿元，其中非流动资产占比61.02%，资产结构仍以非流动资产为主。

由于收到可转债募集资金，2022年末及2023年3月末，公司流动资产规模大幅增加，主要由货币资金、存货和应收账款等构成。2022年末，由于新增长期借款和发行可转债，货币资金规模大幅增加250.43%至11.80亿元，其中0.29亿元由于承兑汇票保证金、信用证保证金而受限。公司存货主要为在产品和库存商品，2022年末，存货账面价值同比有所增长，周转速度有所减慢；2023年3月末，存货账面价值较2022年末有所增加。2022年末，公司应收账款账面价值同比减少，周转速度有所放缓；截至2022年末，公司应收账款余额3.27亿元，计提坏账准备0.24亿元，计提比例7.40%；其中账龄在1年以内的应收账款余额占比92.34%；2023年3月末，应收账款规模进一步减少至2.98亿元。

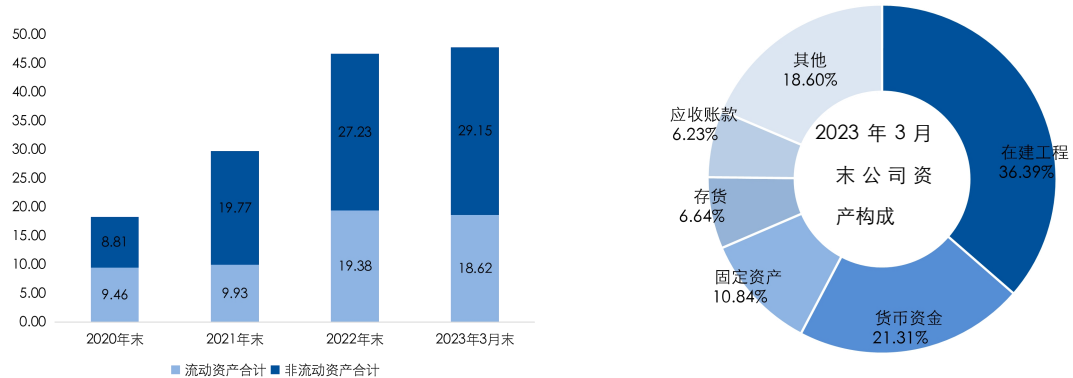
由于在建工程持续投入，2022年末，公司非流动资产规模增幅较大，主要由在建工程、固定资产、其他非流动资产和其他权益工具投资等构成。公司在建工程主要为海外高端制剂药品生产项目、博瑞吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）、泰兴原料药和制剂生产基地（二期）等，随着项目建设投入不断增加，跟踪期内在建工程账面价值保持增长。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和实验设备等，跟踪期内，由于购置房屋建筑物、运输设备以及房屋建筑物和机器设备转固，固定资产规模保持增长。其他非流动资产主要为对合伙企业投资、预付设备款等，2022年末，由于公司加入投决会，把对苏州鸿博创业投资合伙企业（有限合伙）、BRIGHT INNOVATIVE LP、苏州朗煜园丰创业投资合伙企业（有限合伙）的投资由“其他权益工具投资”转入“其他非流动资产”，其他非流动资产

¹⁰ 因开始经营纳入合并范围子公司2家：重庆乾泰医药研究院有限公司、博瑞新创生物医药科技（无锡）有限公司；新设子公司1家：苏州瑞核医药科技有限公司；新购入二级子公司1家：艾特申博（苏州）医药科技有限公司。

规模同比增长 159.73%。其他权益工具投资主要为对外股权类投资，由于对上述三家合伙企业的投资转入“其他非流动资产”，跟踪期内规模有所减少。

截至 2022 年末，公司受限资产规模为 4.36 亿元，占同期末资产总额比重为 9.36%，占净资产比重为 19.46%，受限原因为信用证保证金/票据保证金、借款抵押；其中受限在建工程、无形资产分别为 3.35 亿元和 0.72 亿元。

图表 10 公司资产构成及质量情况（亿元）



| 项目 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年 1~3 月 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 3.40 | 3.37 | 11.80 | 10.18 |
| 存货 | 2.03 | 2.00 | 2.80 | 3.17 |
| 应收账款 | 1.77 | 3.73 | 3.03 | 2.98 |
| 流动资产合计 | 9.46 | 9.93 | 19.38 | 18.62 |
| 在建工程 | 2.19 | 11.31 | 16.66 | 17.38 |
| 固定资产 | 2.33 | 2.38 | 4.02 | 5.18 |
| 其他非流动资产 | 1.72 | 1.16 | 3.01 | 2.58 |
| 其他权益工具投资 | 1.27 | 2.96 | 1.25 | 1.58 |
| 非流动资产合计 | 8.81 | 19.77 | 27.23 | 29.15 |
| 资产总额 | 18.28 | 29.70 | 46.61 | 47.77 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累、可转债发行和定向增发，跟踪期内公司所有者权益保持增长，资本构成仍以资本公积和未分配利润为主

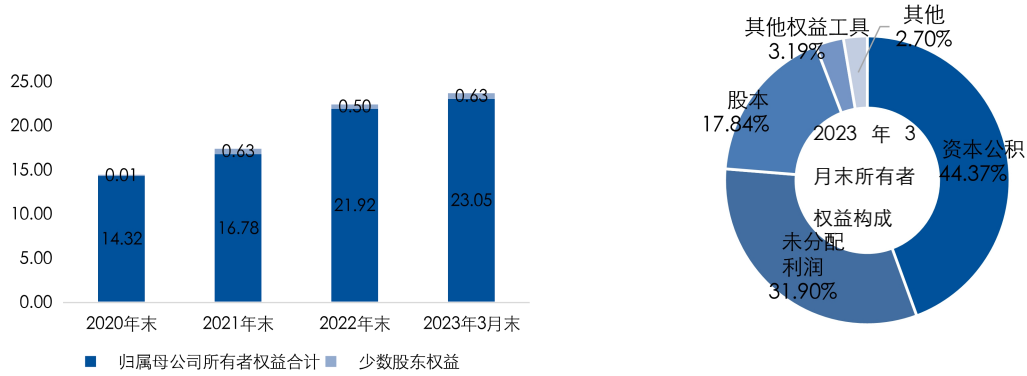
受益于经营积累及可转债发行，跟踪期内公司所有者权益继续增长，截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益为 23.69 亿元，主要由资本公积、未分配利润和股本等构成。

2022 年末，公司资本公积同比增加 36.42%，仍以股本溢价为主，其中由于向特定对象发行股票新增股本溢价 2.07 亿元，可转债转股增加股本溢价 3949.09 元，子公司引入少数股东形成资本溢价 0.61 亿元。2022 年末，受益于经营积累，公司未分配利润大幅增加。

公司于 2022 年 11 月向特定对象发行 12464966 股新股，募集资金净额 2.20 亿元，增加

股本 0.12 亿元，2022 年末，公司股本增加至 4.22 亿元，2023 年 3 月末，公司股本较期初无变化。

图表 11 公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务随在建项目投入增长较快，债务结构以长期有息债务为主，在建项目未来大规模资金支出将致有息债务规模进一步增长

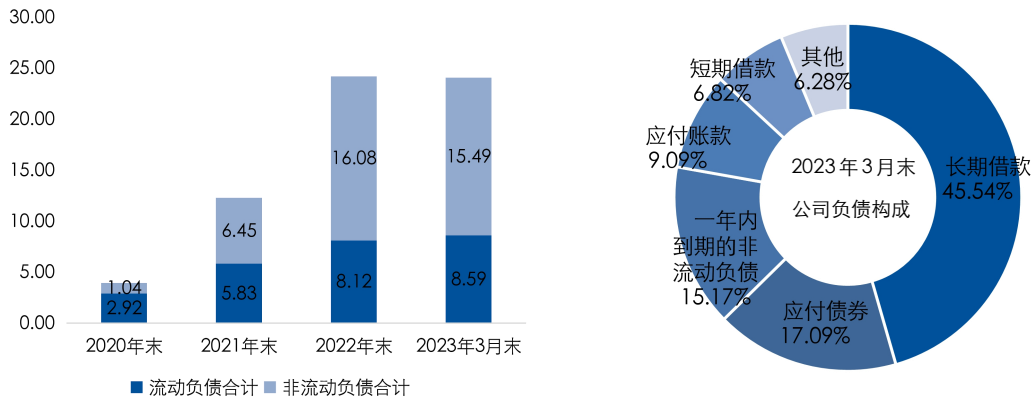
由于长期借款大幅增加以及可转债发行，公司负债总额大幅增加，截至 2023 年 3 月末为 24.08 亿元，负债结构仍为以非流动负债为主。

跟踪期内，公司流动负债有所增长，2023 年 3 月末，公司流动负债 8.59 亿元，主要由一年内到期的非流动负债、应付账款和短期借款等构成。2022 年末，由于一年内到期的长期借款规模增长，一年内到期的非流动负债账面价值大幅增长至 3.15 亿元，其中一年内到期的长期借款 3.14 亿元。应付账款主要是日常经营过程中材料、设备采购款等，跟踪期内变动不大。跟踪期内，公司归还部分短期借款，2022 年末，短期借款规模 1.24 亿元，其中保证借款 0.99 亿元，信用借款 0.25 亿元。

由于长期借款增加以及收到“博瑞转债”募集资金，公司非流动负债总额大幅增加，截至 2023 年 3 月末，公司非流动负债规模 15.49 亿元，以长期借款和应付债券为主。随着在建工程项目所需资金投入持续增长等原因，公司外部融资需求增加，2022 年末，公司长期借款规模大幅增加至 11.70 亿元，其中混合借款¹¹8.46 亿元、信用借款 1.64 亿元、保证借款 1.59 亿元；2023 年 3 月末，长期借款规模较上年末略有下降。2022 年 1 月 4 日“博瑞转债”发行，2022 年末及 2023 年 3 月末，应付债券账面价值分别为 4.06 亿元和 4.12 亿元。

¹¹ 同一笔借款，混合了保证、抵押、质押等增信措施。

图表 12 公司负债情况 (亿元)



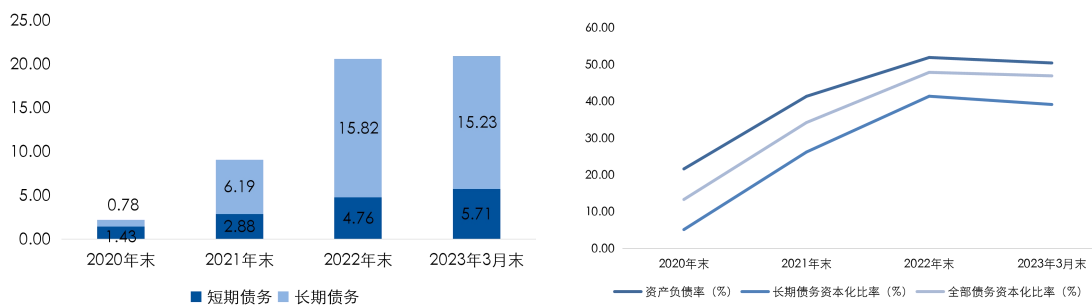
| 项目 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 | 2023 年 1~3 月 |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 一年内到期的非流动负债 | 0.03 | 0.26 | 3.15 | 3.65 |
| 应付账款 | 0.80 | 2.08 | 2.17 | 2.19 |
| 短期借款 | 1.40 | 2.57 | 1.24 | 1.64 |
| 流动负债合计 | 2.92 | 5.83 | 8.12 | 8.59 |
| 长期借款 | 0.78 | 6.19 | 11.70 | 10.97 |
| 应付债券 | - | - | 4.06 | 4.12 |
| 非流动负债合计 | 1.04 | 6.45 | 16.08 | 15.49 |
| 负债总额 | 3.95 | 12.28 | 24.20 | 24.08 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模大幅增加，2023年3月末，全部债务规模20.94亿元，以银行借款和可转换债券为主，少量租赁负债等，债务期限结构以长期债务为主。2022年末及2023年3月末，公司资产负债率大幅增加；同期末，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均大幅增长。公司在建项目仍需大规模资金支出，预计未来有息债务规模将继续增长。

对外担保方面，截至2022年末，公司无对合并报表范围外企业担保情况。

图表 13 公司有息债务情况 (亿元)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司通过原料药制剂一体化优势、规模化生产、供应链资源整合等措施降低成本，毛利润和营业利润率有所提升，但研发投入、职工薪酬、推广费增加对利润总额造成影响，未来随着新产品陆续获批生产，收入及利润有望增长

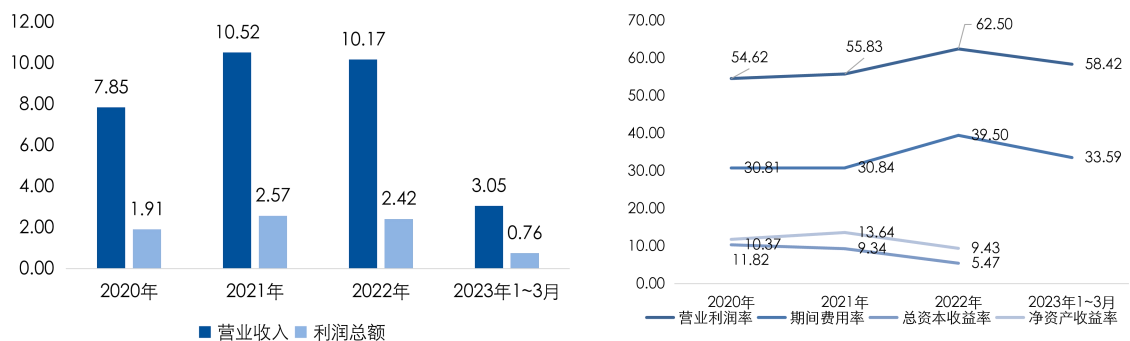
2022年，公司营业收入10.17亿元，同比变动不大；同期，公司利用原料药制剂一体化优势、规模化生产、供应链资源整合等措施降低成本，毛利润同比增长8.33%至6.41亿元，营业利润率同比增长6.67个百分点至62.50%。2022年，公司期间费用仍以研发费用、管理费用和销售费用为主，由于研发投入、企业职工薪酬、销售推广费、资产折旧摊销增加，同时借款增加带来利息支出增加，期间费用规模同比有所增长，期间费用率为39.50%，同比增加8.65个百分点。

非经常性损益方面，2022年，公司其他收益0.21亿元，同比增加0.15亿元，主要为收到的工业园区支持制造业企业有效投入奖、苏州市先进技术研究院研发补贴等与收益相关的政府补助；同期，公司计提存货跌价准备，导致资产减值损失0.15亿元，较上年多计提0.05亿元。总体来看，非经常性损益对公司利润总额的影响不大，2022年，公司利润总额2.42亿元，同比下降5.92%，主要系期间费用增加所致。

2022年，公司总资本收益率为5.47%，同比减少3.87个百分点；净资产收益率为9.43%，同比减少4.21个百分点；公司部分在建项目基本投入尚未形成规模化收益，总资本及净资产收益率有所下降。预计未来随着新产品陆续获批，新技术平台逐渐成熟，公司营业收入及利润总额仍有望增长。

2023年1~3月，公司实现营业收入3.05亿元，同比增加22.77%，营业利润率58.42%，同比下降4.92个百分点；期间费用率33.59%，同比下降2.81个百分点；同期，实现利润总额0.76亿元，同比增加15.78%。

图表 14 公司盈利能力情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

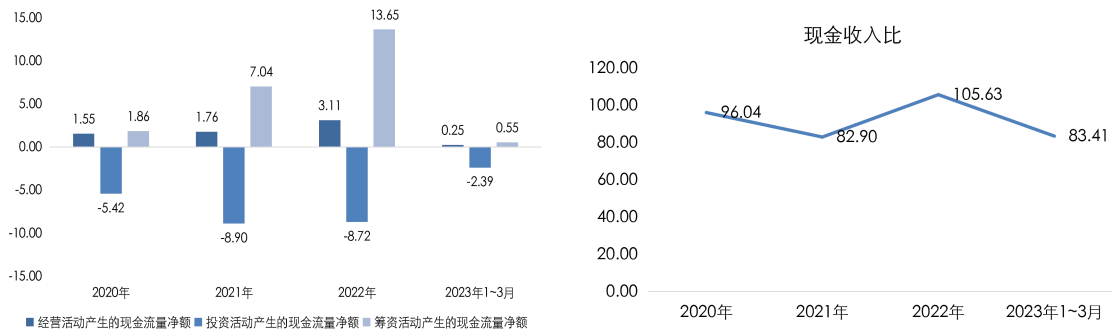
跟踪期内，公司加强应收账款回款管理，经营性现金流净流入规模扩大，在建工程项目持续投入导致投资活动现金流量净额持续净流出，对外部融资依赖增加

2022年，公司加强应收账款回款管理，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长23.16%，公司经营活动现金流入同比增长27.59%，同时现金支付采购款减少，购买商品、接受劳务支付的现金同比下降4.24%，经营活动现金流量净流入3.11亿元，同比增加1.35亿元；同期，现金收入比为105.63%，同比增加22.72个百分点，经营获现能力有所提升。

投资活动现金流方面，投资活动现金流入仍主要是收回投资收到的现金，投资活动现金流出仍主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资支付的现金，由于在建工程项目持续投入以及购买理财产品等，投资活动现金流量仍保持大规模净流出。

筹资活动现金流方面，2022年，公司向特定对象发行12464966股新股，募集资金净额2.20亿元，子公司吸收少数股东投资0.73亿元，同时借款收到现金（包括可转债募集资金）16.46亿元，筹资活动现金流净流入规模大幅增加，公司在建项目后续投资支出规模仍较大，后续仍具有较强的外部融资依赖性。

图表 15 公司现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年1~3月，公司经营活动现金流净流入0.25亿元，投资活动现金流量净额持续净流出2.39亿元，由于子公司吸收少数股东投资收到现金0.60亿元，筹资活动现金流量净流入0.55亿元。

偿债能力

跟踪期内，公司向特定对象发行新股募集资金净额2.20亿元，作为A股上市公司，股权融资渠道畅通

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均较2021年末有所增长；经营性净现金流对流动负债的保障程度有所增强。从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司EBITDA利息倍数大幅下降，全部债务/EBITDA大幅上升。

截至2022年末，公司短期债务为4.76亿元；截至本报告出具日，公司无未来一年到期的债券（含回售）。2022年公司经营性净现金流为3.11亿元，投资性净现金流为-8.72亿元，筹资活动前净现金流为-5.60亿元。预计2023年，随着原料药及制剂产品销售规模的增长，公司盈利能力将保持稳定，在建项目仍将保持一定规模的资本支出，仍需要一定规模的外部融资支

持。

截至 2023 年 3 月末，公司合并口径的银行授信总额约 34.44 亿元，未使用额度 18.32 亿元，具有一定备用流动性。公司于 2022 年 11 月向特定对象发行 12464966 股新股，募集资金净额 2.20 亿元，作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

图表 16 公司偿债能力主要指标（%、倍）

| 指标名称 | 2020 年（末） | 2021 年（末） | 2022 年（末） | 2023 年 3 月（末） |
|-------------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| 流动比率 | 324.42 | 170.31 | 238.85 | 216.69 |
| 速动比率 | 254.76 | 136.00 | 204.30 | 179.80 |
| 经营现金流动负债比 | 53.28 | 30.20 | 38.35 | - |
| EBITDA 利息倍数 | 113.86 | 15.20 | 4.35 | - |
| 全部债务/EBITDA | 0.95 | 2.84 | 6.29 | - |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，跟踪期内，随着在建工程的持续投入以及收到可转债募集资金，公司资产规模增幅较大，同时由于在建工程项目资金需求增加，公司对外部融资的依赖性加大；受益于非公开发行股票、经营积累，公司所有者权益稳定增长；公司营业收入微降，通过原料药制剂一体化优势、规模化生产、供应链资源整合等措施降低成本，毛利润和营业利润率有所提升，但研发投入、职工薪酬、推广费增加对利润总额造成影响；公司经营性现金流净流入规模增加，在建工程项目持续投入导致投资活动现金流量净额持续净流出，对债务融资的依赖性大幅增加。

过往期债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至 2023 年 5 月 19 日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录。跟踪期内，公司按时支付“博瑞转债”利息，尚未到还本日。

抗风险能力及结论

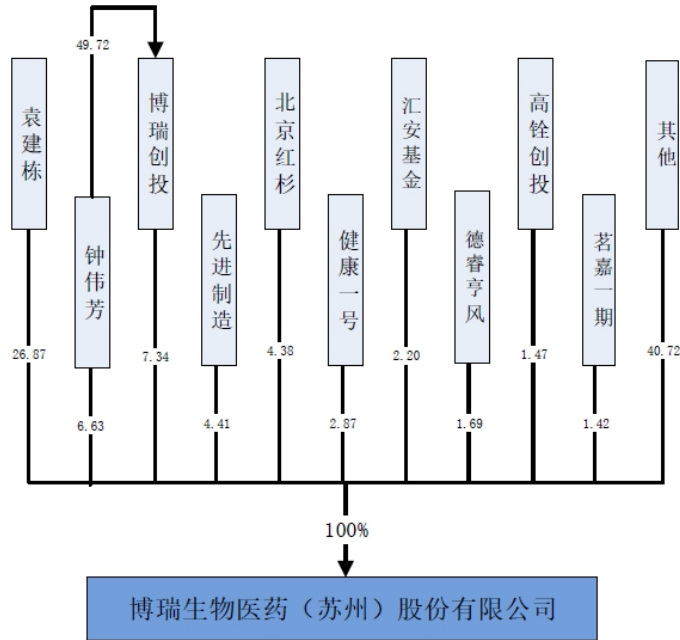
公司主要产品为阿尼芬净、米卡芬净、卡泊芬净等高端仿制特色原料药和制剂，具备从起始物料、中间体、特色原料药到制剂的全产业链，仍具有较强的细分市场竞争力；公司研发实力较强，拥有发酵半合成平台、多手性药物技术平台等多个核心药物研发技术平台，跟踪期内在肿瘤免疫、呼吸吸入等领域进行研发，新获得国内外专利 12 件；公司不断完善生产供应体系，泰兴原料药和制剂生产基地、海外高端制剂药品等在建项目投产后，业务布局将进一步优化，产能和产品多元化程度将有所提升；跟踪期内，公司加大抗真菌类产品市场拓展力度，抗真菌类产品销量增长，同时通过规模化生产、供应链资源整合等措施降本，综合毛利润有所提升。

但同时，东方金诚关注到，公司外销收入占比仍较高，地缘政治及汇率大幅波动等因素或将对公司业绩产生一定影响；2022 年，由于恩替卡韦原料药客户需求阶段性下降、产品销售价格下降，原料药业务收入有所下降；部分在建项目拟生产产品仍处于研发或已申报阶段，政策变化或研发进度等因素将使公司存在产能消纳风险；跟踪期内，公司债务规模增长较快，在建

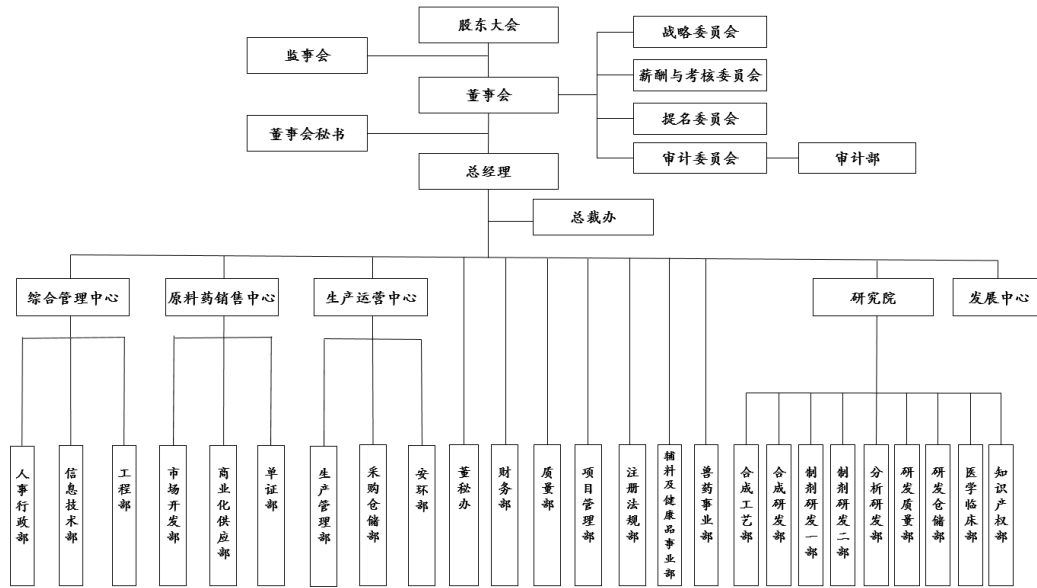
项目后续投入规模较大，债务规模仍将保持增长。

综合分析，东方金诚维持博瑞医药主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，维持“博瑞转债”信用等级为 AA-。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织结构图



附件三：博瑞医药主要财务数据和财务指标

| 项目名称 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年1~3月 |
|-------------------|---------|--------|--------|-----------|
| 主要财务数据及指标 | | | | |
| 资产总额（亿元） | 18.28 | 29.70 | 46.61 | 47.77 |
| 所有者权益（亿元） | 14.33 | 17.42 | 22.42 | 23.69 |
| 负债总额（亿元） | 3.95 | 12.28 | 24.20 | 24.08 |
| 短期债务（亿元） | 1.43 | 2.88 | 4.76 | 5.71 |
| 长期债务（亿元） | 0.78 | 6.19 | 15.82 | 15.23 |
| 全部债务（亿元） | 2.20 | 9.07 | 20.58 | 20.94 |
| 营业收入（亿元） | 7.85 | 10.52 | 10.17 | 3.05 |
| 利润总额（亿元） | 1.91 | 2.57 | 2.42 | 0.76 |
| 净利润（亿元） | 1.69 | 2.38 | 2.11 | 0.66 |
| EBITDA（亿元） | 2.33 | 3.19 | 3.27 | - |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 1.55 | 1.76 | 3.11 | 0.25 |
| 投资活动产生的现金流量净额（亿元） | -5.42 | -8.90 | -8.72 | -2.39 |
| 筹资活动产生的现金流量净额（亿元） | 1.86 | 7.04 | 13.65 | 0.55 |
| 毛利率（%） | 54.93 | 56.23 | 63.01 | 58.88 |
| 营业利润率（%） | 54.62 | 55.83 | 62.50 | 58.42 |
| 销售净利率（%） | 21.56 | 22.57 | 20.78 | 21.66 |
| 总资本收益率（%） | 10.37 | 9.34 | 5.47 | - |
| 净资产收益率（%） | 11.82 | 13.64 | 9.43 | - |
| 总资产收益率（%） | 9.27 | 8.00 | 4.54 | - |
| 资产负债率（%） | 21.62 | 41.35 | 51.91 | 50.42 |
| 长期债务资本化比率（%） | 5.13 | 26.22 | 41.37 | 39.13 |
| 全部债务资本化比率（%） | 13.32 | 34.23 | 47.87 | 46.92 |
| 货币资金/短期债务（%） | 238.14 | 117.11 | 247.92 | 178.25 |
| 非筹资性现金净流量债务比率（%） | -175.60 | -78.73 | -27.22 | - |
| 流动比率（%） | 324.42 | 170.31 | 238.85 | 216.69 |
| 速动比率（%） | 254.76 | 136.00 | 204.30 | 179.80 |
| 经营现金流动负债比（%） | 53.28 | 30.20 | 38.35 | - |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 113.86 | 15.20 | 4.35 | - |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 0.95 | 2.84 | 6.29 | - |
| 应收账款周转率（次） | - | 3.82 | 3.01 | - |
| 销售债权周转率（次） | - | 3.82 | 3.00 | - |
| 存货周转率（次） | - | 2.28 | 1.57 | - |
| 总资产周转率（次） | - | 0.44 | 0.27 | - |
| 现金收入比（%） | 96.04 | 82.90 | 105.63 | 83.41 |

附件四：主要财务指标计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 毛利率 (%) | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 (%) | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 销售净利率 (%) | $\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 (%) | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| 总资本收益率 (%) | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$ |
| 总资产收益率 (%) | $\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 资产负债率 (%) | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 长期债务资本化比率 (%) | $\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 全部债务资本化比率 (%) | $\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 担保比率 (%) | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$ |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$ |
| 全部债务/EBITDA (倍) | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$ |
| 货币资金/短期债务 (倍) | $\text{货币资金} / \text{短期债务}$ |
| 非筹资性现金净流量债务比率 (%) | $(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$ |
| 流动比率 (%) | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 速动比率 (%) | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 经营现金流动负债比率 (%) | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$ |
| 应收账款周转率 (次) | $\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$ |
| 销售债权周转率 (次) | $\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$ |
| 存货周转率 (次) | $\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$ |
| 总资产周转率 (次) | $\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$ |
| 现金收入比率 (%) | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 等级 | 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，有较高违约风险 |
| 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 级和 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。