

西藏奇正藏药股份有限公司

公开发行可转换公司债券

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5165号

联合资信评估股份有限公司通过对西藏奇正藏药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西藏奇正藏药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“奇正转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十四日

声 明

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

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

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

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

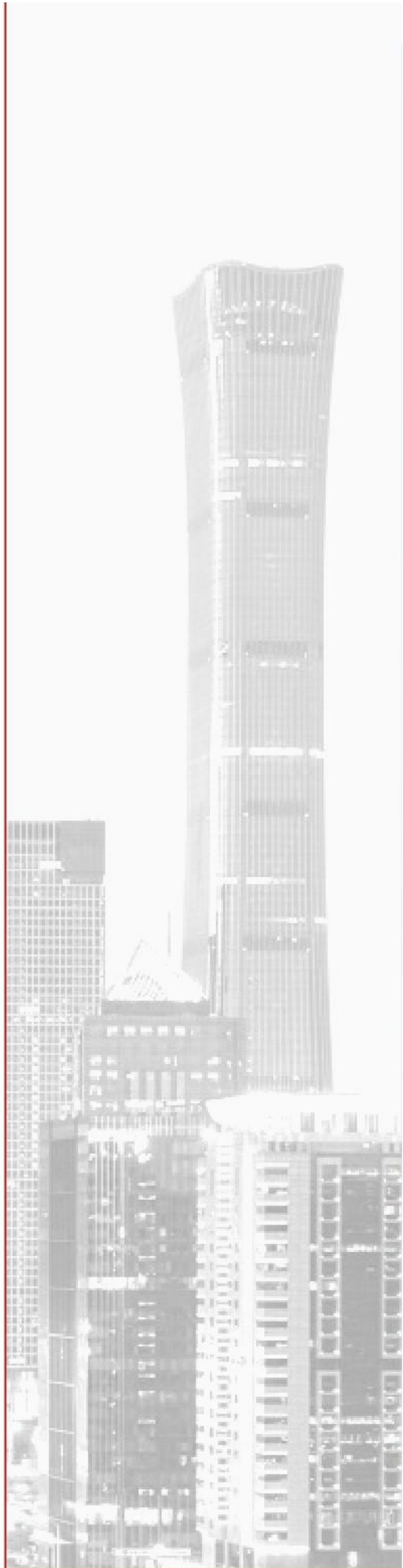
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



西藏奇正藏药股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
西藏奇正藏药股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/24
奇正转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”）主营业务仍为藏药的研发、生产及销售，在外用贴膏细分市场竞争力较强，在产品研发和资源获取方面具备竞争优势。2024 年，得益于主要产品销量持续增长，公司营业总收入和利润总额均同比增长，消痛贴膏类产品仍为公司主要收入来源，公司对单一产品依赖度较高；公司现金类资产充裕，债务负担较轻，经营活动现金保持净流入，偿债能力指标表现好。

2024 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“奇正转债”的保障程度高。“奇正转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“奇正转债”的保障能力或将增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司核心产品消痛贴膏市场竞争力强且稳定，未来，随着公司募投项目的逐步投产，公司产品种类和产能将进一步增加，公司整体竞争力有望获得进一步提升，公司评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司竞争优势凸显，销量和市场占有率明显提高，销售收入和利润总额大幅增长；期间费用得到有效控制；公司资本实力显著提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：医保目录调整、医保价格谈判、集中采购等医药行业政策对公司经营产生重大不利影响；债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降；公司高级管理人员频繁更换，重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重要影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在行业内竞争力较强。**公司作为知名藏药企业，产品知名度及市场占有率较高，在外用贴膏细分市场竞争力较强，在产品研发和资源获取等方面具备竞争优势。
- **2024 年，公司营业总收入和利润总额均同比增长，业务综合毛利率水平高，经营活动现金保持净流入。**2024 年，公司营业总收入同比增长 14.32%，利润总额同比增长 0.28%，综合毛利率 82.11%，经营活动现金净流入 4.57 亿元。
- **公司现金类资产充裕，债务负担较轻，偿债能力强。**截至 2024 年底，公司货币资金、理财产品等构成的现金类资产规模为 38.45 亿元，公司全部债务 17.56 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.42%、29.92%和 16.27%；公司现金短期债务比为 4.02 倍，对短期债务覆盖程度高。

关注

- **医药行业政策调整较大，给企业经营发展带来压力。**医药行业政策调整较大，随着医药改革的推进，药品价格面临持续下行的压力，给企业经营发展带来一定压力。
- **公司收入对单一产品依赖度较高。**公司营业总收入主要来自消痛贴膏产品，国内市场上与公司产品适用症状相同的贴膏类产品较多，竞争较为激烈。
- **公司采购集中度较高，且对部分供应商存在一定依赖。**2024 年，公司向前五名供货商采购金额为 1.62 亿元，占当期采购总额的比例为 32.74%，集中度较高，其中第一大供应商采购金额占比为 12.19%，对部分供应商存在一定依赖。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		1
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

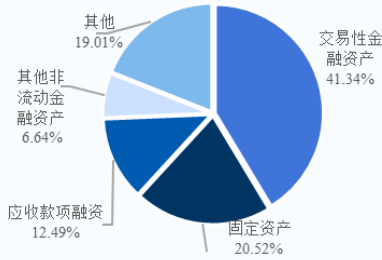
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	28.96	38.45	36.25
资产总额（亿元）	62.98	67.90	67.15
所有者权益（亿元）	37.70	41.13	40.69
短期债务（亿元）	4.78	9.56	10.44
长期债务（亿元）	10.68	7.99	8.08
全部债务（亿元）	15.46	17.56	18.52
营业总收入（亿元）	20.45	23.38	4.03
利润总额（亿元）	6.44	6.46	0.89
EBITDA（亿元）	8.03	8.44	--
经营性净现金流（亿元）	6.93	4.57	2.56
营业利润率（%）	82.49	80.42	80.12
净资产收益率（%）	15.36	14.13	--
资产负债率（%）	40.14	39.42	39.40
全部债务资本化比率（%）	29.08	29.92	31.28
流动比率（%）	256.53	249.57	256.55
经营现金流流动负债比（%）	55.69	27.44	--
现金短期债务比（倍）	6.06	4.02	3.47
EBITDA 利息倍数（倍）	11.99	13.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.92	2.08	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	50.84	56.40	/
所有者权益（亿元）	34.21	36.63	/
全部债务（亿元）	12.82	11.23	/
营业总收入（亿元）	10.98	11.51	/
利润总额（亿元）	6.03	5.29	/
资产负债率（%）	32.71	35.05	/
全部债务资本化比率（%）	27.25	23.47	/
流动比率（%）	507.91	281.73	/
经营现金流流动负债比（%）	53.21	139.16	/

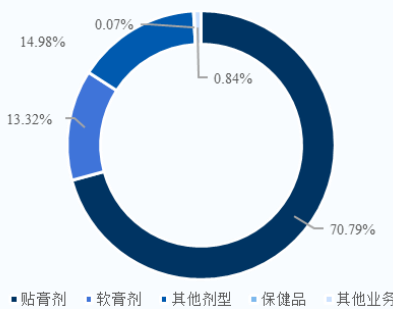
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2025 年一季度公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用，“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底公司资产构成

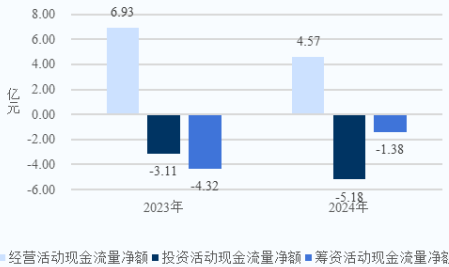


2024 年公司收入构成



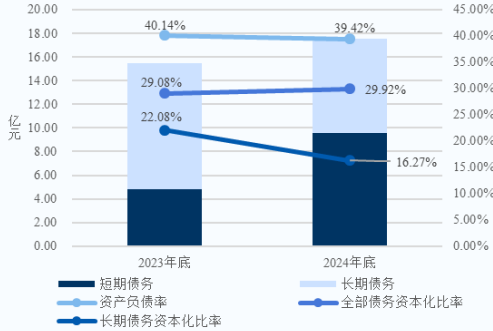
■贴膏剂 ■软膏剂 ■其他剂型 ■保健品 ■其他业务

2023—2024 年公司现金流情况



■经营活动现金流量净额 ■投资活动现金流量净额 ■筹资活动现金流量净额

2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
奇正转债	8.00 亿元	7.81 亿元	2026/09/22	转股修正条款、有条件赎回条款等

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时尚处于存续期的债券；2. 可转债债券余额为截至 2025 年 3 月底数据
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
奇正转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/18	王阳 张乾 肖怀玉	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
奇正转债	AA/稳定	AA/稳定	2020/06/15	蒲雅修 罗屹	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨哲 yangzhe@lhratings.com

项目组成员：王玥 wangyue1@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”或“奇正藏药”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身是西藏林芝奇正藏药厂（以下简称“奇正药厂”），于 1995 年 12 月由甘肃奇正实业集团有限公司（以下简称“奇正集团”）、西藏宇妥文化发展有限公司（原名“西藏宇妥藏药研究所”，以下简称“宇妥文化”）和西藏林芝地区民政局共同创办设立，注册资本为 1000.00 万元，经济性质为集体企业。1997 年 12 月，公司改制为私营企业，注册资本为 4000.00 万元。2007 年 8 月，公司更名为西藏林芝奇正藏药厂（有限公司），企业类型变更为有限责任公司；同年 10 月，公司整体变更为股份有限公司，注册资本增至 3.65 亿元，名称变更为现名。经证监会（2009）762 号文核准，公司首次公开发行股票 4100.00 万股，注册资本变更为 40600.00 万元，并于 2009 年 8 月在深圳证券交易所上市，股票简称为“奇正藏药”，股票代码为“002287.SZ”。经数次增资后，截至 2025 年 3 月底，公司股本总额为 5.31 亿元。其中，奇正集团持有公司 68.64% 的股份，是公司控股股东，与宇妥文化（持股比例为 18.53%）为一致行动人；雷菊芳女士为公司实际控制人。截至 2025 年 6 月 7 日，奇正集团及其一致行动人所持股份累计被质押的数量为 2301.35 万股，占其所持股份比例的 4.97%，质押比例低。

2024 年，公司主营业务仍为藏药的研发、生产及销售，较上年未发生变化，适用联合资信一般工商企业信用评级方法；公司内部设投资与业务拓展部、战略管理部、财务部、运营管理部、人力资源部、合规部、行政管理部等职能部门。截至 2024 年底，公司在职员工共 3170 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 67.90 亿元，所有者权益 41.13 亿元（含少数股东权益 0.49 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 23.38 亿元，利润总额 6.46 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 67.15 亿元，所有者权益 40.69 亿元（含少数股东权益 0.48 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.03 亿元，利润总额 0.89 亿元。

公司注册地址：西藏自治区林芝市巴宜区德吉路 2 号；法定代表人：刘凯列。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用。跟踪期内，“奇正转债”已在付息日正常付息。2025 年 1 月 24 日“奇正转债”因分红转股价格调整为 19.39 元/股。截至 2025 年 3 月底，“奇正转债”尚未转股余额 7.81 亿元。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
奇正转债	8.00	7.81	2020/09/22	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

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

五、行业分析

2024年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入止跌回升，利润水平整体企稳。仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，鼓励研究和创制新药，鼓励优质中医药企业发展。与此同时，医药反腐政策进一步规范了行业发展，加速行业内部分化。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定。完整版医药行业分析详见《[医药制造行业 2025 年度行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为知名的藏药企业，主要从事藏药的研发、生产及销售，产品包括外用止痛药物和口服藏成药等，覆盖领域广。公司目前生产的主要药品包括以消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏、铁棒锤止痛膏为主的外用系列产品，以及红花如意丸、如意珍宝片、十味龙胆花胶囊、十味龙胆花颗粒、仁青芒觉胶囊等口服藏药、中药产品；涵盖骨骼肌肉系统、神经系统、皮肤科、心脑血管、妇科、儿科、消化系统、呼吸系统、泌尿系统等多个领域。

公司拥有多个独家品种，核心产品市场竞争力很强，多款品种进入医保目录。公司有以消痛贴膏（获国家科学技术进步二等奖、日内瓦国际发明金奖，为国家技术秘密（秘密级）品种）、白脉软膏等25个独家品种为核心的141个药品批准文号，其中OTC品种60个、国家秘密技术（秘密级）品种3个。奇正®消痛贴膏获“2024年度中国非处方药黄金大单品”“2024年度中国非处方药产品中成药综合统计排名骨伤科类第2名”；公司在“2024年度中国非处方药生产企业综合统计排名”中名列第31位，在米内网“2023中国中药企业TOP100榜单”位列第28位，较上一年度上升1个位次，上榜西普会“2024医药工业综合竞争力百强及2024中成药工业综合竞争力50强”。截至2024年底，公司核心产品消痛贴膏等24个品种进入国家基本药物目录，70个品种进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024年版）》，37个产品进入地方省级医保目录，51个产品进入地方基药目录，2个产品进入国家急（抢）救药品目录。

公司重视研发，不断完善系统化藏药研发体系。公司依托藏药固体制剂和外用制剂两个国家地方联合工程实验室，持续与国内外，特别是国际一流学术研究机构保持长期有效的合作。在藏、中、西医临床专家、药学专家、资源专家、基础研究专家的指导和支持下，公司不断完善资源研究、种植研究、标准研究、制剂研究、药理药效研究、临床研究、上市后再评价等方面的系统化藏药研发体系；同时，公司也不断完善研发质量管理体系建设，在确保研发高质量的同时，注重研发速度的提升。白脉软膏于2024年8月24日获得《药物临床试验批准通知书》，成为首个豁免II期临床、直接开展III期临床试验的民族药品种；公司的催汤颗粒国内注册正在进行商业化再验证；1.1类创新药正乳贴已完成II期临床试验，申请召开沟通交流会；小儿热立清颗粒收到CDE书面意见回复，将申请临床试验。2024年，公司研发投入1.05亿元，占营业总收入比例为4.48%。

公司具有一定的资源优势。公司不断对所用重点药材和具有开发前景的藏药材的资源情况进行调研，同时基于质量标准研究的数据和资源调研的情况，对常用藏药材开展野生半抚育技术的种植研究，以保证资源的可持续性。公司先后在西藏自治区的山南、林芝地区建立了野生抚育基地、人工种植基地和保护基地，积累了独一味、翼首草等藏药材的种植技术，并先后承担了多个国家和西藏自治区的藏药材种植技术科研项目。

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91540000710910578J），截至2025年6月18日，公司未结清/已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。截至2025年6月23日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局企业信用信息

公示系统、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和“信用中国”网站等主要信用信息平台中的异常记录。

（二）管理水平

2024 年，公司主要管理制度未发生重大变化；公司进行了董事会、监事会换届选举及高级管理人员聘任，部分董事、监事及高级管理人员发生变动。

2024 年，公司进行了董事会、监事会换届选举及高级管理人员聘任，部分董事、监事及高级管理人员变动情况如下表所示。公司主要管理制度连续，未发生重大变化。

图表 2•公司董事、监事及高级管理人员变动情况

序号	姓名	担任的职务	类型	日期
1	刘凯列	董事长	换届选举	2024 年 4 月 26 日
2	夏海建	董事、总裁	换届选举、董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
3	桑杰东主	职工代表董事	换届选举	2024 年 4 月 26 日
4	王志强	监事会主席	换届选举	2024 年 4 月 26 日
5	虎九丁	监事	换届选举	2024 年 4 月 26 日
6	白玛仓决	职工代表监事	换届选举	2024 年 4 月 26 日
7	陈宏艳	职工代表监事	换届选举	2024 年 4 月 26 日
8	肖剑琴	常务副总裁	董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
9	李军	高级副总裁	董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
10	冯平	高级副总裁	董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
11	李田哲	副总裁	董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
12	吕贵兰	财务总监	董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
13	万玛旦增	文化传承总监	董事会聘任	2024 年 4 月 26 日
14	雷菊芳	董事长、董事	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
15	骆燮龙	董事	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
16	贾钰	监事会主席	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
17	何志坚	监事	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
18	万玛旦增	职工代表监事	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
19	刘凯列	总裁	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
20	夏海建	副总裁	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
21	姚晓梅	财务总监	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
22	王志强	副总裁、行政管理部总监	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
23	李军	副总裁	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
24	冯平	副总裁	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
25	肖剑琴	运营副总裁	任期届满离任	2024 年 4 月 26 日
26	陈宏艳	职工代表监事	工作调动离任	2024 年 12 月 20 日
27	唐林林	监事	被选举	2025 年 1 月 15 日

资料来源：公司提供

公司董事长刘凯列先生，1964 年 4 月生，中国国籍，无永久境外居留权。上海医科大学药学院药理专业学士、中山大学岭南学院医药高科技 EMBA 硕士。曾任中美（天津）史克制药有限公司华南地区销售经理，拜耳（中国）有限公司保健消费品部销售及政府事务总监，雅来（佛山）制药有限公司营销总经理，健康元药业集团股份有限公司销售副总经理，公司总裁。现任公司董事长，西藏宇妥藏药产业集团有限责任公司董事长，北京奇正医药科技有限公司董事长，临洮县奇正藏医医院有限责任

公司执行董事，奇正（珠海市横琴）国际医药有限公司董事长，中国中药协会副会长，中国民族医药学会医药企业分会会长，全国工商联医药商会副会长，西藏自治区证券业协会副理事长。

公司总裁夏海建先生，1975 年 10 月生，中国国籍，无永久境外居留权。赣南医学院毕业，曾任公司地区经理、省区经理、大区总监、营销中心总经理、副总裁，现任公司董事、总裁，西藏奇正藏药营销有限公司董事，甘肃奇正藏药营销有限公司董事长、总裁。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2024 年，公司营业总收入同比增长，毛利率同比略有下降但仍属很高水平，公司收入主要来自消痛贴膏。

2024 年，公司实现营业总收入同比增长，综合毛利率同比下降，利润总额 6.46 亿元，同比增长 0.28%，同比变化不大。

从各板块收入来看，2024 年，公司各板块收入均同比增长，公司收入仍以贴膏剂为主，贴膏剂主要为消痛贴膏，公司对单一产品的依赖程度高，软膏剂和其他剂型对公司收入形成良好补充，保健品及其他业务在收入中占比较低。毛利率来看，2024 年，贴膏剂毛利率同比变化不大，软膏剂和其他剂型毛利率同比下降，带动公司综合毛利率同比下降，公司毛利率仍保持在很高水平。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.03 亿元，同比增长 10.39%；由于费用规模同比有所增长，公司利润总额 0.89 亿元，同比下降 21.42%。

图表 3•公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2024 年收入同比变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
贴膏剂	14.23	69.57%	86.54%	16.55	70.79%	87.21%	16.31%
软膏剂	2.85	13.93%	87.03%	3.11	13.32%	82.72%	9.29%
其他剂型	3.18	15.53%	75.32%	3.50	14.98%	61.01%	10.27%
保健品	0.00	0.01%	4.53%	0.02	0.07%	34.07%	712.24%
其他业务	0.20	0.96%	16.98%	0.20	0.84%	22.72%	0.56%
合计	20.45	100.00%	84.19%	23.38	100.00%	82.11%	14.32%

注：1.2023 年保健品收入为 214113.13 元；2.尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）采购

2024 年，公司采购模式和结算方式等未发生重大变化，主要原材料价格较为稳定，对部分供应商存在一定依赖。

2024 年，公司的采购模式以“以产定采”为主，较上年未发生较大变化，部分关键药材在价格波动时或者是预期环境变化时会提前备货。

从采购量来看，2024 年，随着销量增长，公司主要原材料的采购量均同比有所增长。公司主要原材料采购均价随行就市，但综合公司实际采购均价来看，2024 年公司主要原材料采购均价表现较为稳定。

从采购集中度来看，2024 年，公司向前五名供货商采购金额为 1.62 亿元，占当期采购总额的比例为 32.74%，集中度较高，其中第一大供应商采购金额占比为 12.19%，对部分供应商存在一定依赖。

采购结算方面，公司一般采用“货到付款”的结算方式。账期方面，对自主采购的供应商，公司账期一般不低于 90 天，一般采用银行承兑汇票的付款方式。2024 年，公司采购结算方式和结算周期较上年未发生变化。

图表 4•公司主要原材料采购情况

原材料		2023 年	2024 年	2024 年同比变化情况
保密药材	采购金额（单位：万元）	1236.73	1438.05	16.28%
	采购量（单位：千克）	215.00	250.00	16.28%

背衬膜	采购均价（单位：元/克）	57.52	57.52	0.00%
	采购金额（单位：万元）	3126.93	3515.44	12.42%
	采购量（单位：万平方米）	194.80	223.92	14.95%
	采购均价（单位：元/平方米）	16.05	15.70	-2.18%
覆盖膜	采购金额（单位：万元）	864.64	1168.50	35.14%
	采购量（单位：万千克）	14.48	20.12	38.95%
	采购均价（单位：元/千克）	59.69	58.06	-2.73%

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2. 由于公司原材料药材中涉及国家保密品种配方，无法披露具体药材名称
资料来源：公司提供

（3）生产

2024 年，公司生产模式未发生重大变化，随着产能的陆续释放，公司贴膏剂的产能利用率下降。

2024 年，公司的生产模式较上年未发生较大变化。公司药品的生产主要由生产体系下的各子公司生产部门负责，仍采用“以销定产”的生产模式。公司基于 GMP（药品生产质量管理规范）制定了 SOP（标准操作规程）。在实际生产中，生产部负责具体产品的生产流程管理，严格按照 GMP 和 SOP 的要求组织生产工作。生产成本构成方面，2024 年，公司生产成本仍主要为直接材料（占营业成本比重为 53.66%）和制造费用（占营业成本比重为 37.16%）。

产能方面，2024 年，随着在建产能的建成投产以及产能爬坡，公司主要产品贴膏剂和软膏剂产能均同比增长，由于各产品产能转移尚需办理许可手续以及受下游需求影响，贴膏剂产量同比增长但增速不及产能释放增速，产能利用率同比有所下降，需关注后续产能消化压力；由于部分生产基地更新和搬迁，其他剂型产品的产能产量同比有所下降，产能利用率仍属较低。

图表 5•公司产能、产量及产能利用率情况

产品		2023 年	2024 年	2024 年同比变化情况
贴膏剂	产能（单位：万贴/年）	18000.00	34800.00	93.33%
	产量（单位：万贴）	17841.00	18103.00	1.47%
	产能利用率（单位：%）	99.12	52.02	-47.10 个百分点
软膏剂	产能（单位：万支/年）	1700.00	4860.00	185.88%
	产量（单位：万支）	1069.00	1073.00	0.37%
	产能利用率（单位：%）	62.88	22.08	-40.80 个百分点
其他剂型	产能（单位：万盒/年）	4422.00	4115.00	-6.94%
	产量（单位：万盒）	1413.00	1143.00	-19.11%
	产能利用率（单位：%）	31.95	27.78	-4.17 个百分点

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

（4）销售

2024 年，公司主要销售模式和结算方式未发生重大变化，主要产品产销率均保持在很高水平。

2024 年，公司主要销售模式未发生重大变化，以经销商模式为主。在经销模式下，公司建立了 1700 多人的营销团队，采用专业化的学术推广模式和品牌推广模式，结合文化营销和数字化营销，在城市等级医院、基层医疗和零售市场、第三终端开展销售推广和消费者沟通。公司聚焦大医院市场，进一步推动渠道下沉，加快基层及县域医疗布局，扩大市场覆盖；同时公司也积极推进数字化营销转型，扩大电商平台销售；公司也积极拓展新媒体传播，推动品牌适度年轻化。

从销量来看，2024 年，受下游需求变化影响，公司主要产品贴膏剂和软膏剂销量同比均有所增长，由于产品结构变化，其他剂型的销量同比有所下降。从销售均价来看，公司各剂型包含产品品种和规格较多，销售均价变动主要系产品品种和规格结构的变化影响。2024 年，公司贴膏剂和软膏剂销售均价同比均变化不大，其他剂型销售均价同比有所增长。从产销率来看，2024 年，公司产品产销率均同比上升。从销售集中度来看，2024 年，公司向前五名客户销售金额为 5.18 亿元，占年度销售总额的比例为 22.17%，公司客户集中度尚可。结算方面，公司与下游客户采用“预付款”和“赊销”两种模式；对于赊销客户，公司授予一定资信额度，信用期最长不超过 60 天。2024 年，公司与客户的结算方式和结算周期较上年未发生变化。

图表 6•公司主要产品销售情况

产品		2023 年	2024 年	2024 年同比变化情况
贴膏剂	销量（单位：万贴）	16336.10	19331.71	18.34%
	产销率（单位：%）	91.56	106.79	15.23 个百分点
	销售均价（单位：元/贴）	8.71	8.56	-1.72%
软膏剂	销量（单位：万支）	987.98	1072.70	8.58%
	产销率（单位：%）	92.41	100.01	7.60 个百分点
	销售均价（单位：元/支）	28.83	29.02	0.66%
其他剂型	销量（单位：万盒）	1242.21	1181.30	-4.90%
	产销率（单位：%）	87.94	103.39	15.45 个百分点
	销售均价（单位：元/盒）	25.57	29.80	16.54%

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司制定了较为清晰的发展战略，可行性较强。

营销方面，公司将加快营销组织变革，在营销中心下设医疗事业部、零售事业部、招商事业部、商务销售部、B2C 销售部和中央市场部，在渠道端加强各销售渠道的专业化能力建设，强化对一二级经销商的统筹管理，并在市场营销端加强统筹。公司落地发展多模式营销，聚焦重点市场，渠道下沉、做大基层，不断拓展 O2O 和电商渠道、搭建线上产品供应链体系，完善线上渠道多元合作模式布局。

研发方面，公司将聚焦于未被满足的临床需求，布局藏药优势品种，推进新产品开发及大产品二次开发；建立经皮给药研究及评价技术平台、研发管理数字化平台，建立公司藏药产品全周期一体化研发平台。

生产制造方面，公司将继续保持 GMP、GVP、安全、环保体系合规有效运行，保障安全生产、环保达标、合规经营；产销一体化管理平台投入使用，不断提升数字化管理水平，保障供货的同时提升产销协同性、订单满足率及存货周转率；继续开展藏药炮制工艺标准化工作，完成藏药材企业内控标准制定及地方标准申报；按计划完成产品技术转移相关工作；持续进行技术改进，完成工艺技术优化及新产品设计。

截至 2024 年底，公司主要在建项目如下表所示，公司整体资金投入压力较小。

图表 7•截至 2024 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划投资金额	资金来源	已投资金额	尚需投资金额	工程进度
奇正藏药医药产业基地建设项目	11.99	募集资金及自有资金	10.61	1.37	95.00%
拉萨宇妥德堂林家园	5.00	自有资金和金融机构贷款	2.57	2.43	51.43%
智能制造项目	0.38	自有资金	0.37	0.02	95.20%
技改安装工程	0.15	自有资金	0.12	0.03	82.86%
设备安装工程	0.12	自有资金	0.11	0.01	95.16%
合计	17.64	--	13.79	3.85	--

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2. 公司计划投资总额为预算数，部分项目实际投入和预算数存在差异

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2024 年度财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年 1—3 月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2024 年底以及 2025 年 3 月底，公司合并报表范围变化不大，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司现金类资产充裕，随着在建项目的持续转固，公司固定资产较上年底增长。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长，流动资产占比上升。公司账面货币资金少，现金类资产主要为交易性金融资产，公司交易性金融资产较上年底大幅增长，主要包括大额存单、理财产品等。公司的应收款项融资均为应收票据，较上年底大幅增长。公司其他非流动金融资产主要为理财产品等，由于公司调整理财投入方式，其规模较上年底有所下降。随着在建项目的持续转固，公司固定资产较上年底有所增长。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及结构变化不大。

图表 8•公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023年底		2024年底		2025年3月底		2024年同比变化
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	31.94	50.72%	41.54	61.18%	40.74	60.67%	30.05%
货币资金	4.03	6.41%	1.90	2.79%	5.23	7.79%	-53.01%
交易性金融资产	19.63	31.17%	28.07	41.34%	26.74	39.83%	43.01%
应收款项融资	5.29	8.40%	8.48	12.49%	4.28	6.37%	60.36%
非流动资产	31.04	49.28%	26.36	38.82%	26.41	39.33%	-15.08%
其他非流动金融资产	6.27	9.95%	4.51	6.64%	4.53	6.74%	-28.05%
固定资产	13.30	21.12%	13.93	20.52%	13.73	20.45%	4.73%
资产总额	62.98	100.00%	67.90	100.00%	67.15	100.00%	7.81%

资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

截至 2024 年底，由于未分配利润增长，公司所有者权益较上年底增长，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益 41.13 亿元，较上年底增长 9.10%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.81%，少数股东权益占比为 1.19%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 12.91%、12.03%、0.06%和 57.95%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司负债和债务均较上年底增长，短期债务占比上升；债务负担指标较上年底变化不大。

负债方面，截至 2024 年底，公司负债较上年底增长，流动负债占比较上年底上升，除全部债务以外，公司负债主要为应付账款和其他应付款。公司应付账款规模较上年底有所下降，公司应付账款主要为应付设备款、应付货款等。公司其他应付款主要为广告宣传及市场推广费，以及经销商保证金、部分往来款等。全部债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长，短期债务占比有所上升，主要系短期借款增加所致；公司长期债务主要为“奇正转债”。截至 2024 年底，公司全部债务资本化比率较上年底变化不大，长期债务资本化比率有所下降。

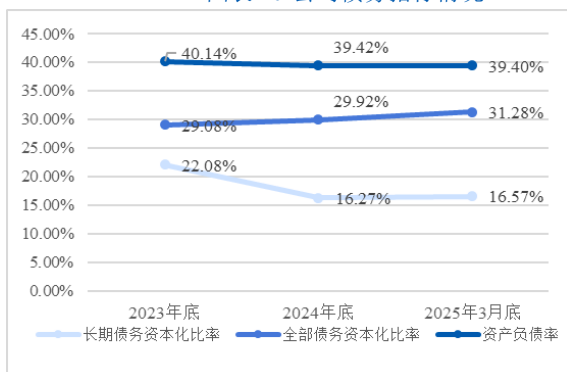
截至 2025 年 3 月底，公司负债和全部债务均较上年底变化不大。

图表 9•公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2023年底		2024年底		2025年3月底		2024年同比变化
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	12.45	49.25%	16.65	62.18%	15.88	60.02%	33.68%
短期借款	4.52	17.86%	8.13	30.37%	9.11	34.45%	80.06%
应付账款	2.56	10.11%	1.78	6.64%	1.90	7.18%	-30.49%
应付职工薪酬	1.35	5.35%	1.61	6.01%	0.85	3.23%	19.03%
其他应付款（合计）	1.97	7.78%	1.95	7.29%	1.56	5.91%	-0.67
非流动负债	12.83	50.75%	10.12	37.82%	10.58	39.98%	-21.09
应付债券	7.80	30.85%	7.98	29.80%	8.07	30.48%	2.28
递延收益	1.91	7.57%	1.84	6.88%	2.22	8.37%	-3.75
负债总额	25.28	100.00%	26.77	100.00%	26.46	100.00%	5.88

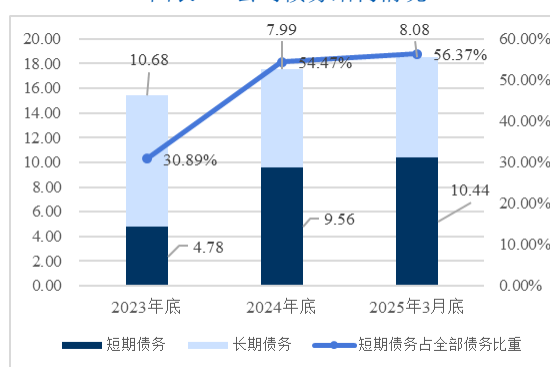
资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

图表 10•公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 11•公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

2024 年，公司营业总收入和利润总额均同比增长，销售费用规模大，对利润存在一定侵蚀，金融资产的公允价值变动收益对利润总额存在一定影响。

盈利能力方面，2024 年，公司营业总收入、营业成本及利润总额均同比增长，具体分析详见本报告“六、（四）经营方面”。费用方面，从构成看，公司销售费用占比高，费用仍对利润存在一定侵蚀。公司持有大量金融资产，公允价值变动收益对公司利润存在一定影响。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.03 亿元，同比增长 10.39%；由于理财相关收益同比有所下降，公司利润总额 0.89 亿元，同比下降 21.42%。

图表 12 • 公司盈利指标（单位：亿元、%、百分点）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比变化（%、百分点）
营业总收入	20.45	23.38	4.03	14.32
营业成本	3.23	4.18	0.74	29.40
费用总额	12.71	14.01	2.43	10.24
其中：销售费用	9.78	11.09	1.78	13.47
管理费用	1.84	1.71	0.40	-7.24
研发费用	0.59	0.67	0.11	13.82
财务费用	0.50	0.54	0.14	7.24
投资收益	0.29	-0.05	-0.03	-116.75
公允价值变动收益	0.37	1.05	0.19	183.59
利润总额	6.44	6.46	0.89	0.28
营业利润率（%）	82.49	80.42	80.12	-2.07
总资本收益率（%）	12.08	10.89	--	-1.19
净资产收益率（%）	15.36	14.13	--	-1.23

资料来源：联合资信根据公司财报、提供资料整理

2024 年，公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金保持净流出，由于持续偿债和分红，公司筹资活动现金仍为净流出。

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金保持净流入，由于在建项目投入以及公司投资理财产品等，公司投资活动现金持续净流出；由于偿还到期债务以及分红金额大于取得借款金额，公司筹资活动现金为净流出。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金和投资活动现金保持净流入，筹资活动现金为净流出。

图表 13•公司现金流情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比变化（%）
经营活动现金流入小计	24.65	23.61	7.79	-4.24
经营活动现金流出小计	17.72	19.04	5.23	7.46
经营活动现金流量净额	6.93	4.57	2.56	-34.13
投资活动现金流入小计	14.17	22.44	6.50	58.41

投资活动现金流出小计	17.27	27.62	5.48	59.92
投资活动现金流量净额	-3.11	-5.18	1.02	66.78
筹资活动前现金流量净额	3.83	-0.61	3.57	-116.00
筹资活动现金流入小计	7.50	8.12	5.52	8.25
筹资活动现金流出小计	11.82	9.50	5.76	-19.65
筹资活动现金流量净额	-4.32	-1.38	-0.24	-68.04
现金收入比（%）	108.30	96.04	180.42	-12.26

资料来源：联合资信根据公司财报、提供资料整理

2 偿债指标变化

2024 年，公司长、短期偿债能力指标表现好；间接融资渠道空间尚可，公司具备直接融资渠道。

图表 14•公司偿债指标情况

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	256.53	249.57
	速动比率（%）	243.98	238.43
	经营现金/流动负债（%）	55.69	27.44
	经营现金/短期债务（倍）	1.45	0.48
	现金类资产/短期债务（倍）	6.06	4.02
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	8.03	8.44
	全部债务/EBITDA（倍）	1.92	2.08
	经营现金/全部债务（倍）	0.45	0.26
	EBITDA/利息支出（倍）	11.99	13.87
	经营现金/利息支出（倍）	10.35	7.50

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，由于短期债务增长，公司短期偿债能力指标均有所下降，但仍保持在较高水平。公司经营活动现金流量净额对短期债务的保障程度一般，现金类资产对短期债务的保障程度很高，整体看，公司短期偿债能力指标表现好。

2024 年，公司 EBITDA 同比增长 5.12%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 13.31%）、计入财务费用的利息支出（占 6.84%）、利润总额（占 76.53%）构成。EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出覆盖程度高，对全部债务覆盖程度尚可。公司长期偿债指标表现好。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

融资渠道方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 15.32 亿元，剩余授信额度 5.02 亿元，间接融资渠道有待拓宽；公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部是重要的经营实体，资产和利润总额在合并报表中占比很高。

公司本部是重要的经营实体。截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 83.06%；公司本部负债占合并口径的 73.85%；公司本部所有者权益占合并口径的 89.06%；公司本部营业总收入占合并口径的 49.22%；公司本部利润总额占合并口径的 81.86%；公司本部全部债务占合并口径的 63.97%。

七、债券偿还能力分析

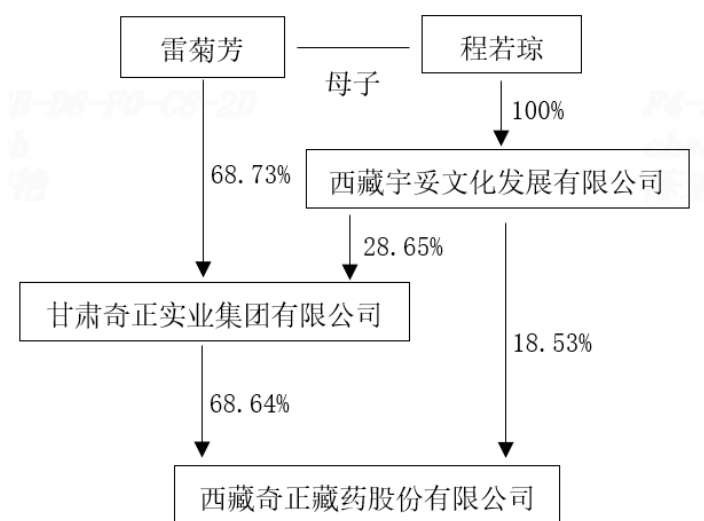
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“奇正转债”的保障程度高。考虑到未来转股因素，公司对“奇正转债”的保障能力或将增强。

截至 2025 年 3 月底，公司发行的“奇正转债”余额为 7.81 亿元。2024 年/截至 2024 年底，EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和现金类资产分别为“奇正转债”余额的 1.08 倍、3.02 倍、0.58 倍和 4.92 倍。“奇正转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担可能下降，公司对“奇正转债”的保障能力或将增强。

八、跟踪评级结论

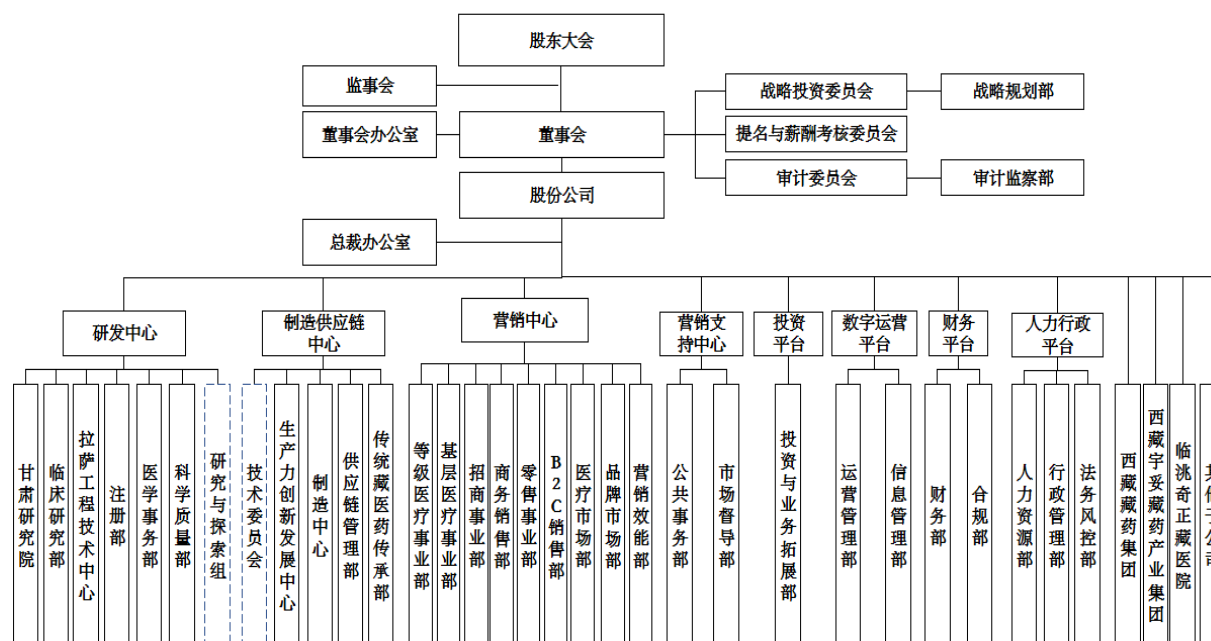
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“奇正转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
西藏奇正藏药营销有限公司	10000.00	药品销售	100.00%	--	设立
甘肃佛阁藏药有限公司	39169.60	药品制造业	100.00%	--	同一控制企业合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	28.96	38.45	36.25
应收账款（亿元）	0.76	0.95	1.90
其他应收款（亿元）	0.18	0.06	0.00
存货（亿元）	1.56	1.85	2.19
长期股权投资（亿元）	0.61	0.58	0.56
固定资产（亿元）	13.30	13.93	13.73
在建工程（亿元）	3.03	2.95	0.00
资产总额（亿元）	62.98	67.90	67.15
实收资本（亿元）	5.30	5.31	5.31
少数股东权益（亿元）	0.50	0.49	0.48
所有者权益（亿元）	37.70	41.13	40.69
短期债务（亿元）	4.78	9.56	10.44
长期债务（亿元）	10.68	7.99	8.08
全部债务（亿元）	15.46	17.56	18.52
营业总收入（亿元）	20.45	23.38	4.03
营业成本（亿元）	3.23	4.18	0.74
其他收益（亿元）	1.66	0.78	0.04
利润总额（亿元）	6.44	6.46	0.89
EBITDA（亿元）	8.03	8.44	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	22.15	22.45	7.27
经营活动现金流入小计（亿元）	24.65	23.61	7.79
经营活动现金流量净额（亿元）	6.93	4.57	2.56
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.11	-5.18	1.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.32	-1.38	-0.24
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.86	3.02	--
存货周转次数（次）	2.28	2.45	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.36	--
现金收入比（%）	108.30	96.04	180.42
营业利润率（%）	82.49	80.42	80.12
总资本收益率（%）	12.08	10.89	--
净资产收益率（%）	15.36	14.13	--
长期债务资本化比率（%）	22.08	16.27	16.57
全部债务资本化比率（%）	29.08	29.92	31.28
资产负债率（%）	40.14	39.42	39.40
流动比率（%）	256.53	249.57	256.55
速动比率（%）	243.98	238.43	242.74
经营现金流动负债比（%）	55.69	27.44	--
现金短期债务比（倍）	6.06	4.02	3.47
EBITDA 利息倍数（倍）	11.99	13.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.92	2.08	--

注：1.公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	14.28	24.08
应收账款（亿元）	0.49	0.48
其他应收款（亿元）	12.34	6.23
存货（亿元）	0.40	0.65
长期股权投资（亿元）	17.35	19.12
固定资产（亿元）	1.80	1.66
在建工程（亿元）	2.38	2.65
资产总额（亿元）	50.84	56.40
实收资本（亿元）	5.30	5.31
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	34.21	36.63
短期债务（亿元）	2.19	3.25
长期债务（亿元）	10.62	7.98
全部债务（亿元）	12.82	11.23
营业总收入（亿元）	10.98	11.51
营业成本（亿元）	2.88	2.76
其他收益（亿元）	0.90	0.11
利润总额（亿元）	6.03	5.29
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	13.73	17.95
经营活动现金流入小计（亿元）	31.45	32.67
经营活动现金流量净额（亿元）	2.93	15.65
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.00	-11.01
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.66	-4.82
财务指标		
销售债权周转次数（次）	9.15	13.20
存货周转次数（次）	6.16	5.24
总资产周转次数（次）	0.21	0.21
现金收入比（%）	125.05	156.01
营业利润率（%）	72.35	74.78
总资本收益率（%）	12.85	11.10
净资产收益率（%）	16.09	13.16
长期债务资本化比率（%）	23.70	17.88
全部债务资本化比率（%）	27.25	23.47
资产负债率（%）	32.71	35.05
流动比率（%）	507.91	281.73
速动比率（%）	500.57	275.94
经营现金流动负债比（%）	53.21	139.16
现金短期债务比（倍）	6.51	7.40
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

注：1. 公司未披露 2025 年一季度公司本部财务数据；2. “--”表示指标不适用，“/”表示未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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