

青岛百洋医药股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【266】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

青岛百洋医药股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
百洋转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：青岛百洋医药股份有限公司（以下简称“百洋医药”或“公司”，股票代码：301015.SZ）2024 年核心品牌收入稳健增长，业务结构继续优化，且 2024 年公司通过收购上海百洋制药股份有限公司（以下简称“百洋制药”）实现产业链向上游医药制造延伸。同时中证鹏元也关注到，部分品牌运营产品推广效果不及预期计提大额减值准备，叠加不断增长的销售费用显著影响公司 2025 年一季度利润表现，股权收购、投资及业务扩张进一步推高公司债务规模，股权收购评估增值率较高，公司偿债压力加大，以及需关注品牌运营业务集中风险及品牌合作稳定性等风险因素。

评级日期

2025 年 6 月 24 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	73.03	71.13	64.17	50.30
归母所有者权益	24.60	23.75	28.91	23.02
总债务	29.22	27.83	17.85	17.27
营业收入	18.41	80.94	82.56	75.10
净利润	1.10	7.67	7.71	4.85
经营活动现金流净额	3.00	8.14	7.99	3.06
净债务/EBITDA	--	1.07	0.31	0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	13.59	16.12	13.56
总债务/总资本	51.85%	51.65%	36.39%	43.10%
FFO/净债务	--	33.51%	136.97%	42.16%
经营活动现金流净额/净债务	36.54%	70.11%	220.69%	46.54%
EBITDA 利润率	--	13.45%	14.00%	10.49%
总资产回报率	--	15.47%	19.21%	15.09%
速动比率	1.31	1.28	1.78	1.39
现金短期债务比	1.26	1.17	1.77	0.80
销售毛利率	35.82%	35.50%	33.30%	27.76%
资产负债率	62.84%	63.38%	51.39%	54.68%

注：2024 年公司收购关联方股权，形成同一控制下企业合并，本评级报告中 2023 年/2023 年末数据均采用 2024 年报中的期初数，即按照同一控制下企业合并会计准则相关规定进行追溯调整后的数据。2022 年、2024 年数据为审计报告期末数。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **2024 年公司核心品牌收入保持增长，业务结构继续优化。**公司是支持源头创新的医药产业化平台，核心业务仍为医药产品的品牌运营。2024 年公司核心品牌迪巧系列营业收入同比增长 10.73%，海露、扶正化瘀、纽特舒玛等产品收入亦实现较高增速。控股股东百洋医药集团有限公司（以下简称“百洋集团”）持续投资孵化创新药械产品，持续推进公司从代理品牌为主向自有品牌为主转型。业务结构方面，公司聚焦主业品牌运营，继续压降批发配送业务占比，2024 年品牌运营收入及毛利润占比分别增至 68.68%和 92.84%。
- **收购百洋制药股权，产业链向上游延伸。**2024 年公司以 8.80 亿元向关联方收购百洋制药 60.199%股权，百洋制药的主要业务为中成药、化学仿制药的研发、生产及销售，公司实现产业链向上游医药制造的延伸，2024 年百洋制药实现归属母公司的扣非净利润 1.77 亿元，超额完成收购时的业绩承诺。

关注

- **销售费用大幅增长、计提存货减值显著拖累 2025 年一季度利润表现。**2025 年一季度公司归属于上市公司的净利润同比下滑 54.36%，主要原因系公司将紫杉醇聚合物胶束计提存货跌价准备 3,000 余万元、销售费用增长及公允价值变动损失。紫杉醇聚合物胶束为公司品牌运营产品，公司按合作协议的约定采购量进行提前采购备货，而实际市场销售不及预期，因此全额计提跌价准备，对当期利润形成较大影响。2024 年及 2025 年一季度，公司销售费用分别同比增长 15.42%和 28.20%，对利润形成较大侵蚀。
- **股权收购、投资及业务扩张大幅推高公司债务规模，短期债务占比较高，偿债压力加大。**2024 年末公司总债务同比增长 56.44%，资产负债率抬升至 60%以上，新增债务主要用于收购百洋制药、对外股权投资以及增加销售费用等。百洋制药收购评估增值率为 249.68%，增值率较高。公司 2024 年杠杆水平有所提升，经营活动现金流对净债务的覆盖能力下滑，短期债务占比超过 50%，整体债务压力加大。
- **需关注品牌运营业务集中风险及品牌合作稳定性。**2024 年，迪巧系列营业收入占公司营业收入的 25.95%，毛利润占公司总毛利润的 49.28%，占比进一步提升。在人口出生率下降的背景下，若迪巧系列市场竞争格局、消费者偏好、生产供应情况等因素出现不利变化，可能导致公司整体业绩出现大幅波动。此外，2024 年公司运营的部分品牌因上游跨国药企调整全球产品权益部署，终止合作或到期后不再续约，需关注公司品牌合作的稳定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在医药产品品牌运营领域具有一定竞争优势，业务结构持续优化，经营风险和财务风险相对稳定。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况
		初步财务状况	8/9

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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
百洋转债	8.60	8.46	2024-06-18	2029-04-13

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年4月14日发行6年期8.6亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于“百洋品牌运营中心建设项目”、“百洋云化系统升级项目”及补充流动资金。根据公司于2024年10月26日发布的《关于部分募投项目暂缓实施的公告》，公司决定暂缓实施“百洋品牌运营中心建设项目”，该项目计划使用募集资金5.00亿元，截至2024年12月31日累计使用募集资金为0.00元。同时，根据公司于2024年10月26日发布的《关于部分募投项目延期的公告》，由于“百洋云化系统升级项目”推进进度与原计划有所差异，同时结合公司实际情况与业务需求变化，公司对项目原规划的部分业务场景和流程进行了调整，因此项目的整体进度放缓，无法在计划时间内完成建设。公司在保持募投项目的实施主体、投资用途及投资规模不变的情况下，将项目达到预定可使用状态日期延长至2025年12月31日，该项目计划使用募集资金1.05亿元，截至2024年12月31日累计使用募集资金0.64亿元。

根据公司于2025年4月24日发布的《青岛百洋医药股份有限公司关于2024年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2024年末，“百洋转债”募集资金专项账户余额为2,095.53万元（未包含公司使用闲置募集资金暂时补充流动资金的5.20亿元）。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更，股权结构未发生重大改变。2024年及2025年一季度，因“百洋转债”转股累计增加公司股本0.77万元。截至2025年一季度末，公司总股本为52,561.93万元，控股股东仍为百洋集团，持股比例为70.22%，截至2025年6月3日，百洋集团已质押股份占比45.54%，质押比例较上年继续提升。公司实际控制人仍为付钢，持有百洋集团52.00%的股权，具体股权结构见附录二所示。

2024年12月，公司原董事、副总经理、董事会秘书兼财务总监王国强因个人原因辞职，同月，公司聘任李震担任副总经理、董事会秘书兼财务总监，2025年1月股东大会选举其为公司董事。

2024年公司通过收购百洋制药、青岛百洋投资集团有限公司、青岛百洋伊仁投资管理有限公司、北京百洋康合科技有限公司的股权，进而持有百洋制药共60.199%的股权，交易总价格为8.80亿元，交易对手方为控股股东百洋集团及其所控制的企业，构成关联交易。本次交易以资产评估机构出具的评估报告为定价参考，百洋制药股东全部权益评估价值为16.37亿元，较审计后合并口径归属于母公司净资产的评估增值率为249.68%，评估增值率较高，2025年5月末深交所因此事项向公司出具关注函。收购资金来源为并购贷款和公司自有资金。2024年7月上述交易已完成交割。百洋制药主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产和销售，主要产品包括中成药产品扶正化瘀、化药产品奈特（硝苯地平控释片）、奈达（盐酸二甲双胍缓释片）等。本次收购业绩承诺期间为2024、2025、2026年，百洋制药和百洋集团承诺百洋制药三年分别实现经审计的扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润不低于14,429万元、

17,226万元和21,548万元。若触发业绩补偿条件，将由百洋集团对公司进行现金补偿。2024年百洋制药实现经审计的扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润为17,721.36万元，超额完成业绩承诺。

表1 重要子公司 2024 年主要财务指标（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	主要业务
百洋健康产业	100.00%	9.07	8.26	6.68	2.83	品牌服务及跨境电商
百洋智合	100.00%	4.83	3.80	5.13	2.19	品牌服务及营销策略
百洋制药	60.20%	10.64	6.21	9.53	1.89	医药生产与销售

注：（1）财务指标均为 2024 年（末）子公司合并口径数据；（2）百洋健康产业为百洋健康产业国际贸易有限公司的简称、百洋智合为北京百洋智合医学成果转化服务有限公司的简称。
资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

医改政策影响深远，但边际冲击有所缓解，医药流通市场规模预计稳步增长，细分市场增速分化。行业集中度进一步提升，规模化、连锁化、数字化趋势为增长主线

“两票制”等政策导致医药批发行业整体竞争压力加大，盈利能力面临挑战，但政策冲击的高峰期已过，“处方外流”进程下医药零售行业长期向上趋势不改。医药流通下游需求刚性，近年全国药品流通市场销售规模稳步增长，其中医药批发企业在产业链中处于弱势地位，零售药店稳居第二大销售终端，其中长期重要性抬升趋势较为确定。全国性流通批发企业通过兼并重组、整合渠道资源等方式进一步提升市场影响力，重庆医药和中国医药两大集团开展战略整合并持续推进股权变更，“重庆医药—中国医药”作为联合体，开启医药批发行业“1超4强+N”新模式，五大龙头市占率过半，医药零售行业集中度呈提升态势。

医药批发行业政策的边际影响预计将有所减缓，但行业整体尤其中小企业仍面临盈利能力等方面的挑战，医保个账改革导致个账收入缩水，或对医药零售行业造成短期扰动。人口老龄化、居民可支配收入的持续增长及健康意识的提高将对医疗支出提供有力支撑，预计药品需求的提升亦将带动整体市场规模稳步增长，其中医药批发行业的垫资属性预计仍将维系，且短期内难以替代，零售行业受个账改革等政策影响短期快速扩张的可能性不大。医药批发行业仍有较大整合空间，大型龙头批发企业的市场占有率仍将持续提升，且在政策和市场的驱动下有望逐渐实现从传统的药品分销商向健康综合服务商的转型升级。全国性和区域性龙头连锁药店通过资产和股权收购等方式实现行业加速整合，但行业集中度及连锁化率相较于发达国家仍有提升空间，近年医药零售行业积极推进数字化转型并加大线上业务布局，预计未来网上药店发力空间更大。

详见[《医药流通业：医改政策冲击边际减缓，关注零售企业偿债能力变化》](#)。

医药行业专业化分工催生专业品牌推广及运营服务需求，需求主要来自跨国药企、国内Biotech及传统药企；目前国内专职从事医药产品品牌运营的公司较少，但传统的医药流通企业逐渐注重品牌运营业务布局，加剧行业竞争

随着医学技术的发展、研发投入的不断增长和医药市场的国际化程度提高，医药行业分工不断细化，传统的医药批发、零售企业很难完成不同医药产品个性化市场推广及销售的职能，市场对医药产品专业品牌运营的需求应运而生。由于市场竞争的不断加剧，研发生产支出的不断提升大幅压缩了传统医药生产企业在产品推广及销售方面的支出。因此，医药行业正逐步从研发、生产及销售一体化的传统经营方式向专业化、平台化的方向发展，已初步形成了研发平台、生产加工平台、推广销售平台共生发展的行业格局。

医药品牌运营需求主要来自以下三个方向：

表2 医药品牌运营需求三大来源

类别	需求产生原因
跨国药企	我国是药品进口大国，发达国家跨国药企对中国的市场需求了解不足，更愿意付出一定成本，将医药产品推广及销售工作交给专业的公司去完成，自身专注于药品的研发与生产。
国内 Biotech	近年来国内创新药蓬勃发展，创新药企研发实力强劲，但在产品商业化经验上相对缺乏。
国内传统药企	传统药企多注重大客户管理方式的院内渠道推广模式，但随着医药分开、集中采购等政策推行，大量处方药流向院外市场，面对零售渠道，传统大客户管理方式投资回报下降。因此很多医药生产企业会选择自有推广团队和外部销售推广团队相结合的方式。

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

国内目前专门从事医药产品品牌运营的公司数量较少，除公司外，康哲药业（0867.HK）、上海先锋控股（1345.HK）等均以医药产品的品牌推广运营为主要业务，业务侧重各有不同。康哲药业（0867.HK）主要从事自主知识产权的新药及医疗器械产品的开发、生产、销售和进口药品的代理等业务，主要运营的品牌包括由阿斯利康生产的原研药波依定、由德国Dr.Falk Pharma GmbH委托生产的优思弗等。上海先锋控股（1345.HK）是一家致力于进口医药产品及医疗器械的综合性营销、推广及渠道管理服务供应商，重点布局眼科、齿科等领域，主要运营和推广的产品包括黛芬、希弗全以及匹多莫德的原研产品普利莫等。随着品牌运营业务在产业链中的作用日益凸显，全国性大型医药商业集团如中国医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司等近年也在主营业务之外开拓品牌代理相关业务板块，虽然目前品牌运营占其整体营业收入的比重较小，但大型医药流通企业在渠道掌控、对不同区域市场商业运作规则理解、资金实力等方面存在一定优势，将加剧医药品牌运营行业的市场竞争。

四、 经营与竞争

公司作为支持源头创新的医药产业化平台，业务涵盖医学创新成果的产品开发、生产制造和商业化运营，主营业务是为医药生产企业提供商业化整体解决方案，包括医药产品的品牌运营、批发配送及零售服务。2024年，公司营业收入小幅下降，主要是公司持续压缩批发配送业务规模，聚焦主业品牌运营所致，2024年公司品牌运营收入占比提升至68.68%，整体销售毛利率同比提升2.20个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
品牌运营	12.95	70.34%	46.91%	55.59	68.68%	48.00%	50.92	61.67%	46.77%
批发配送	4.50	24.46%	10.18%	21.36	26.39%	8.30%	27.74	33.60%	12.16%
零售	0.91	4.92%	3.99%	3.73	4.61%	4.29%	3.60	4.36%	5.59%
其他	0.05	0.28%	57.28%	0.26	0.32%	47.96%	0.30	0.36%	33.44%
合计	18.41	100.00%	35.84%	80.94	100.00%	35.50%	82.56	100.00%	33.30%

注：2023 年数据为按照同一控制下企业合并会计准则进行追溯调整后的数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）品牌运营业务

2024年公司核心品牌迪巧系列、海露系列等收入稳健增长，但部分品牌协议到期后不再续约或终止合作；百洋集团及公司持续投资孵化创新药械，促进公司从代理品牌为主向自有品牌为主转型，但需关注新产品推广效果存在一定不及预期的风险

品牌运营为公司的核心业务，跟踪期内业务模式未发生重大变化，公司大部分运营品种仍采用产品销售和收取服务费两种模式并存的经营方式。2024年公司品牌运营（含医药制造）收入同比增长9.17%，毛利率小幅提升。

2024年公司旗舰产品迪巧系列营业收入同比增长10.73%，为公司品牌运营收入提供稳健支撑。海露系列、扶正化瘀系列、安斯泰来系列亦实现较高增速。泌特系列产品收入略有下降，受部分上游跨国药企全球产品权益调整影响，部分产品在协议期满后不再续约或提前终止合作，需关注公司后续品牌合作的稳定性。

表4 2023-2024 年公司主要品牌运营产品系列收入情况（单位：万元）

品牌	盈利方式	2024		2023	
		收入	占比	收入	占比
迪巧系列	产品销售	186,547.17	33.56%	169,184.90	33.23%
	服务费	23,510.60	4.23%	20,512.98	4.03%
	小计	210,057.77	37.79%	189,697.88	37.25%
海露系列	产品销售	73,577.75	13.24%	64,044.30	12.58%
	服务费	0.00	--	0.00	--
	小计	73,577.75	13.24%	64,044.30	12.58%
扶正化瘀系列	产品销售	63,140.66	11.36%	54,142.95	10.63%
	服务费	--	0.00%	--	0.00%
	小计	63,140.66	11.36%	54,142.95	10.63%
安斯泰来系列	产品销售	41,936.69	7.54%	30,070.30	5.91%
	服务费	8,309.99	1.49%	7,290.64	1.43%
	小计	50,246.68	9.04%	37,360.94	7.34%
纽特舒玛	产品销售	12,137.72	2.18%	8,347.86	1.64%
	服务费	-	0.00%	-	0.00%
	小计	12,137.72	2.18%	8,347.86	1.64%

注：表中“扶正化瘀系列”为百洋制药生产的产品
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年迪巧系列营业收入占品牌运营业务总收入的37.79%，毛利润占品牌运营业务总毛利润的53.08%，整体看公司盈利对迪巧品牌的依赖程度仍较高。迪巧现有产品品类主要分为孕产期钙营养、婴幼儿钙营养、儿童钙营养和成人钙营养等系列，2024年公司推出新品规小粉条液体钙，满足女性群体特别是孕妇群体的补钙需求，并通过冠名综艺节目、公益主题捐赠、联合权威调研机构发布研究报告、举办社区科普活动等多种方式持续巩固迪巧系列的市场知名度和消费者认可度。但需关注补钙产品市场品

牌众多、竞争激烈，在出生率下降的背景下，一旦迪巧系列产品的市场竞争格局、消费者偏好、生产供应情况等因素出现不利变化，均可能导致公司整体业绩出现大幅波动。

表5 迪巧系列产品收入及毛利占比情况（单位：万元）

项目	2024年	2023年
收入	210,057.77	189,697.87
占品牌运营业务收入比例	37.79%	37.25%
占公司营业收入比例	25.95%	22.98%
毛利额	141,610.24	127,880.30
占品牌运营业务毛利额比例	53.08%	53.70%
占公司毛利额比例	49.28%	46.52%

资料来源：公司提供

新增品牌方面，跟踪期内，公司一方面与国内创新药企北京华昊中天生物医药股份有限公司、跨国药企罗氏制药等达成新的合作，持续丰富“OTC及大健康、OTX等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械”四大品牌矩阵。另一方面，公司控股股东百洋集团投资孵化的高端医疗器械项目逐步进入商业化阶段，并陆续由公司进行品牌商业化推广，逐步推进公司从以代理品牌为主向以自有品牌为主的转型。百洋集团投资孵化的项目交由公司推广将构成关联交易，需关注相关交易的公允性。

表6 跟踪期内公司主要新增品牌运营协议情况

交易对手方	产品	授权范围	协议到期日
同昕生物技术（北京）有限公司	RTA（鼻咽癌早筛产品）	中国（不含香港、澳门、台湾地区）	2025年12月31日
北京华昊中天生物医药股份有限公司	优替德隆	中国（不含香港、澳门、台湾地区）	（1）生效日开始的第一个完整自然年度开始计算的10年；（2）乳腺癌新辅助治疗及晚期非小细胞肺癌适应症获批后第一个完整自然年度开始计算的10年，二者中的较晚日期。最长不超过15年。
江苏百优达生命科技有限公司	人工血管	北京、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆	2027年8月31日
上海罗氏制药有限公司	美罗华	中国（不含香港、澳门、台湾地区）	2027年12月31日
Zap Medical System,Ltd	ZAP-X系统	中国（含香港、澳门，不含台湾地区）	初始有效期10年，经双方书面同意可再延长2期，每期10年。

资料来源：公司公告及公司提供，中证鹏元整理

（二）医药制造业务

2024年公司通过关联方股权收购百洋制药，产业链向上游医药制造延伸；百洋制药核心中成药产品扶正化癥在抗肝纤维化细分领域具备一定竞争优势，部分化药产品已中标集采，预计未来业务稳定性较好，但仍需关注医保控费政策下的价格压力及市场竞争风险

百洋制药主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产和销售，主要产品包括中成药产品扶正化癥、化药产品奈特（硝苯地平控制片）、奈达（盐酸二甲双胍缓释片）等。其中扶正化癥片（胶囊）为独家品种，为国家医保和基药品种，也是唯一获得FDA批准在美国完成二期临床的肝病领域中成药，

在抗肝纤维化领域具备一定竞争优势。化药产品奈达（盐酸二甲双胍缓释片）为一天服用一次的降糖药物，是国内首个获批的渗透泵控释剂型二甲双胍，2023年进入国家医保目录。

2024年百洋制药营业收入同比增长25.39%，营业收入构成中，中成药、化药占比约为2:1。2024年毛利率小幅提升，但2025年一季度出现回落。2023-2024年，百洋制药主要产品销量均实现增长，销售单价稳中有增。

百洋制药主要产品中，扶正化癥系列为中成药，未纳入集采，奈达（盐酸二甲双胍缓释片）目前为独家剂型，尚未进入集采范围，其余化学仿制药产品大多已纳入集采。公司所产的奈特（硝苯地平控释片）在2022年中标国家第七批集采，中标价格为15元/盒，主供广东、辽宁、西藏、湖北四省。塞来昔布胶囊、盐酸度洛西汀肠溶胶囊也已先后中标区域性集采，预计未来短期内销量有一定保障。

百洋制药主要生产基地位于上海市宝山区、青岛市即墨区，分别由其子公司上海百洋制药科技有限公司（以下简称“上海百洋制药”）¹和青岛百洋制药有限公司（以下简称“青岛制药”）负责。其中上海百洋制药主要负责扶正化癥系列及其他中成药产品生产，青岛制药主要负责化药产品生产。

2023-2024年，扶正化癥系列产能利用率不足50%，主要系公司考虑后续发展，提前储备一定规模产能所致。化药产品的产能利用率均较高，处于接近满产状态。2023年起青岛制药在原厂址投资建设新厂房及生产线，截至2025年3月末，青岛制药新建厂房项目预计总投资1.90亿元，已投资1.54亿元，该项目包含制剂车间、综合大楼、危险化学品仓库等，新建厂房设计总产能56亿片/粒，公司根据目前需求购置生产设备，预计新增实际产能10亿片/粒，需关注后续产能利用情况。

整体看，百洋制药的核心产品在细分领域具备一定市场竞争力，但同时需关注其部分化药产品已中标集采，在医保控费的行业大环境下，医药制造行业普遍盈利承压，百洋制药在行业内业务规模不大，研发实力一般，未来面临持续的政策调整和市场竞争风险。

（三）批发配送及零售业务

2024年公司批发配送业务规模继续下降，应收账款账龄结构小幅优化；公司零售业务仍以青岛地区的自营药房收入为主，维持平稳运营

相较于品牌运营业务，药品批发配送业务毛利率较低，且对营运资金占用较大。受市场竞争加剧及公司调整业务结构影响，2024年公司批发配送业务收入同比继续下降23.00%，在整体营业收入中的占比下降至26.39%，业务毛利率小幅下滑。目前公司的批发配送业务集中在青岛市及周边地区，客户仍以医院、医药商业公司、零售药店等为主，2024年公司加强应收账款催收清缴工作，年末应收账款账面余额同比下降13.96%，一年期以上应收账款占比为8.79%，较上年有所下降，账龄结构小幅优化。

¹ 原名为上海黄海制药有限责任公司，2025年6月变更为现名。

表7 2023-2024 年公司批发配送业务分客户类型收入构成情况（单位：万元）

类别	2024年		2023年	
	收入	占比	收入	占比
医院	112,292.69	52.57%	152,232.43	54.88%
医药商业公司	66,314.16	31.04%	85,088.67	30.67%
零售药房	17,989.31	8.42%	24,663.07	8.89%
社区诊所	12,782.28	5.98%	12,181.65	4.39%
其他	4,240.91	1.99%	3,247.24	1.17%
合计	213,619.34	100.00%	277,413.06	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

零售业务方面，公司以线下销售方式为主销售医药产品。公司线下零售主要是通过青岛地区的院边DTP药房开展，所销售的药品以慢性病处方药为主，辅以OTC药品、医药器械等。公司零售业务规模较小，竞争力相对于全国性连锁药店较弱，因此毛利率较低。公司线上销售主要通过自营线上商城和天猫、京东等第三方电商平台进行，收入规模较小且随着行业竞争的加剧持续下滑。

表8 公司零售业务分渠道收入构成情况（单位：万元）

品牌	2024年		2023年	
	收入	占比	收入	占比
线上收入	382.73	1.03%	909.08	2.53%
线下收入	36,946.94	98.97%	35,093.32	97.47%
合计	37,329.67	100.00%	36,002.40	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）销售区域、客户及供应商

2024年公司销售区域集中度继续降低，前五大客户及供应商构成较为稳定

从公司收入区域分布来看，品牌运营销售收入面向全国市场，而批发配送和零售业务主要集中在青岛区域，体现出一定区域集中性。由于公司优化批发配送业务，2024年山东省、华北地区、华东地区（除山东）收入占比降低，区域集中度继续下降。

表9 公司分区域收入情况（单位：万元）

品牌	2024年		2023年	
	收入	占比	收入	占比
山东省	266,308.14	32.90%	294,997.03	35.73%
华东地区（除山东）	135,999.93	16.80%	150,533.90	18.23%
华北地区	82,101.28	10.14%	78,040.14	9.45%
华南地区	81,308.42	10.05%	79,026.90	9.57%
华中地区	64,754.59	8.00%	58,441.25	7.08%

香港	53,201.12	6.57%	36,207.16	4.39%
西南地区	50,331.69	6.22%	45,276.87	5.48%
东北地区	43,430.24	5.37%	48,232.47	5.84%
西北地区	31,061.49	3.84%	33,888.71	4.11%
美国	520.35	0.06%	662.30	0.08%
国外其他地区	428.56	0.05%	293.05	0.04%
合计	809,445.81	100.00%	825,599.77	100.00%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要以国内大型医药流通企业和医疗机构为主，其中医药流通企业为公司品牌运营业务的客户，医疗机构主要为公司批发配送业务的客户。2024年公司前五名客户构成未发生变动，前五大客户收入占比基本保持稳定，客户集中度尚可。

表10 2023-2024 年公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户	收入金额	占营业收入的比例
2024年	客户一	79,070.36	9.77%
	客户二	51,495.96	6.36%
	客户三	33,360.43	4.12%
	客户四	29,489.96	3.64%
	客户五	23,368.70	2.89%
	合计	216,785.41	26.78%
2023年	客户一	68,829.08	8.34%
	客户二	61,589.12	7.46%
	客户三	29,823.75	3.61%
	客户四	24,847.60	3.01%
	客户五	31,599.75	3.83%
	合计	216,689.30	26.25%

注：受同一控制人控制的客户，合并计算其销售额

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司前五名供应商中新增一家COSMAXNBT,INC（科丝美诗），为迪巧“小黄条”产品的韩国委托生产企业，减少一家AstraZeneca Pharmaceuticals LP（阿斯利康），为部分品牌产品终止合作所致。2024年前五大供应商采购金额占比小幅提高。

表11 2023-2024 年公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商	采购金额	占采购总额的比例
2024年	供应商一	70,765.66	14.80%
	供应商二	49,243.68	10.30%
	供应商三	39,764.86	8.32%
	供应商四	20,256.39	4.24%
	供应商五	12,994.40	2.72%

	合计	193,024.98	40.38%
2023年	供应商一	57,497.41	11.29%
	供应商二	44,406.86	8.72%
	供应商三	40,656.33	7.98%
	供应商四	24,428.00	4.80%
	供应商五	22,443.98	4.41%
	合计	189,432.58	37.20%

注：受同一控制人控制的供应商，合并计算其采购额
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）医药产业投资

公司参与医药产业直接股权投资及多支基金投资，投资对象以创新药、医疗器械领域初创型企业为主，需关注相关投资的收益情况及风险

为了拓展公司在高端医疗器械、创新药等方面的布局，稳固与上游企业的合作关系，公司持续参与医药行业的股权投资。2024年11月，公司公告与Zap Medical System,Ltd（以下简称“ZAP公司”）签订优先股认购协议，公司累计认购ZAP公司优先股金额5,000万美元，间接持有其19.14%的股权，投资资金来源为自有资金。ZAP公司注册于开曼群岛，由美国斯坦福大学荣誉教授约翰·艾德勒博士创立，核心产品为头颈部X射线放射外科系统，是一款专为优化颅内和颈部实体恶性肿瘤、病变治疗而设计的放射外科设备，已于2023年6月正式在中国获批上市。此外，公司还参与多支医药产业基金投资，投资对象以创新药、医疗器械领域的初创企业为主。公司参与投资孵化的创新药械产品有望成为未来业绩的增长点，但创新药械产品尤其是医疗设备推广周期整体较长，新产品能否取得预期推广效果及收益存在一定不确定性，同时需持续关注相关投资的收益情况及风险。

表12 截至 2024 年末公司主要权益投资情况（单位：万元）

投资对象	投资时间	持股比例	账面价值
安士制药（中山）有限公司	2017年	33.12%	25,512.31
日美健药品（中国）有限公司	2018年	10.04%	937.42
北京五维康科技有限公司	2022年	40.05%	3,814.52
上海中医大源创科技有限公司	2010年	32.00%	103.12
北京市门头沟区百洋医药产业投资基金（有限合伙）	2023年	29.80%	2,414.42
廊坊临空百洋股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2024年	29.50%	2,898.60
Zap Medical System, Ltd	2024年	19.14%	36,251.24
合计	--	--	71,931.63

注：2025年5月，公司发布《关于与专业投资机构共同投资的进展公告》，公司参与投资阿斯利康中金（青岛）创业投资基金合伙企业（有限合伙），公司认缴出资5,000万元，占认缴出资总额的5%，首期已实缴出资1,500万元。
资料来源：公司提供

五、 财务分析

财务分析基础说明

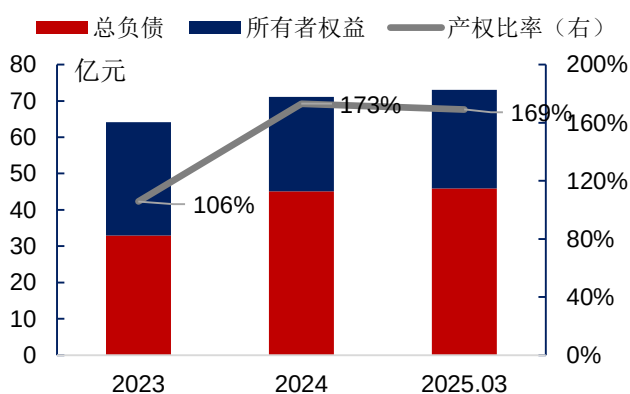
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年一季度报告。由于公司2024年收购百洋制药构成同一控制下企业合并，公司在2024年审计报告中对财务数据进行追溯调整，以下分析所涉及的2023年（2023年末）数据均采用追溯调整后的数据。

股权收购、投资及业务扩张大幅推高公司债务规模，叠加同一控制下企业合并冲减资本公积，公司杠杆水平显著抬升，偿债压力加大；公司销售费用增幅较大，2024年公司EBITDA利润率和总资产回报率小幅下降，销售费用增长、计提存货减值及股票投资的公允价值波动显著拖累2025年一季度利润表现

资本实力与资产质量

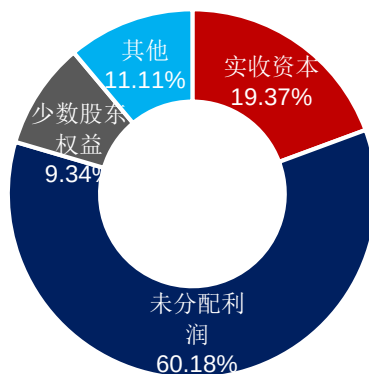
由于公司收购百洋制药构成同一控制下企业合并，冲减资本公积6.56亿元，2024年末公司所有者权益同比下降16.50%。同期内公司为完成并购、对外投资及业务扩张，持续增加外部融资，负债总额同比增长36.69%。综合影响下公司产权比率大幅提高。

图1 公司资本结构



资料来源：公司2024年审计报告及未经审计的2025年一季度报告，中证鹏元整理

图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2025年一季度报告，中证鹏元整理

公司主要从事医药产品的品牌运营和批发、零售业务，所销售的产品主要通过采购取得，因此资产始终以流动资产为主。其中，货币资金、应收账款和存货占比较大。2024年公司压缩批发配送业务占比并加大应收账款清收力度，应收账款余额同比小幅下降，账龄结构有所改善，但绝对值仍较大，公司应收对象以青岛本地及周边地区的医院为主，目前医院账龄在6个月-1年左右，仍需持续关注医院回款情况及对公司资金的占用风险。

2025年一季度，公司对库存的紫杉醇聚合物胶束产品全额计提跌价准备，当期确认资产减值损失3,000余万元。紫杉醇聚合物胶束为上海谊众的核心产品，2022年起由公司负责在指定区域的市场推广，因公司与上海谊众的品牌运营协议中对采购量进行约定，故公司进行一定规模采购备货，而实际市场销

售情况不及预期，公司对近效期180天内的产品按会计准则全额计提减值准备，对当期利润造成较大拖累。截至2024年末，公司存货仍以迪巧系列等库存商品为主，若未来市场环境变化导致产品销售不及预期，或公司未能很好地进行存货库存管理，公司仍将面临一定存货减值的风险。

2024年公司长期股权投资账面价值增幅较大，主要系公司新增对ZAP公司的优先股投资、对北京市门头沟百洋医药产业投资基金（有限合伙）和廊坊临空百洋股权投资基金合伙企业（有限合伙）的基金投资所致。公司参与股权投资主要目的是拓展公司在高端医疗器械、创新药等方面的布局，稳固与上游企业的合作关系，为未来业绩增长奠定基础，但仍需关注公司投资对象以初创企业为主，存在一定投资风险。公司商誉主要为百洋制药1.07亿元（为最终控制方收购百洋制药时形成），若未来百洋制药经营情况不及预期，存在一定商誉减值风险。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.65	24.17%	14.67	20.63%	13.44	20.95%
应收账款	17.84	24.42%	18.85	26.50%	21.83	34.02%
预付款项	2.36	3.24%	2.11	2.97%	1.82	2.84%
存货	8.31	11.37%	9.28	13.04%	8.62	13.43%
流动资产合计	52.16	71.43%	51.11	71.86%	51.18	79.76%
长期股权投资	8.15	11.16%	7.28	10.23%	2.39	3.73%
固定资产	5.23	7.16%	5.36	7.53%	4.21	6.56%
在建工程	1.68	2.30%	1.52	2.14%	1.43	2.23%
商誉	1.12	1.54%	1.12	1.58%	1.08	1.68%
非流动资产合计	20.86	28.57%	20.02	28.14%	12.99	20.24%
资产总计	73.03	100.00%	71.13	100.00%	64.17	100.00%

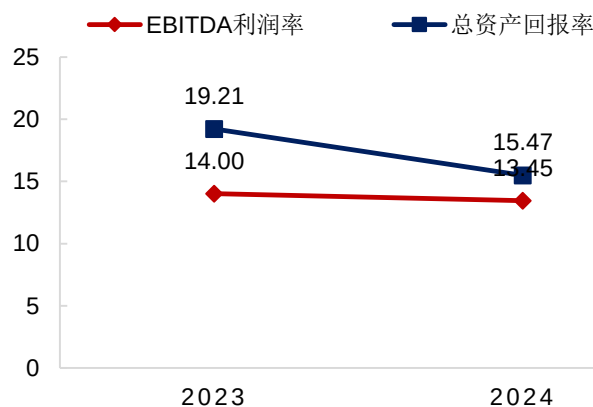
资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司营业收入规模小幅下降，受益于业务结构调整，销售毛利率小幅提升，但受部分新品牌（如ZAP、优替帝、美罗华等）前期投入增加等因素的影响，销售费用同比增长15.42%；财务费用因支付利息规模的增加同比增长8.38%，期间费用对利润形成较大侵蚀，公司EBITDA利润率和总资产回报率均小幅下降。

2025年一季度，公司归属于上市公司股东的净利润为0.85亿元，同比下降54.36%，主要原因包括：（1）公司因将运营的品牌紫杉醇聚合物胶束全额计提存货跌价准备等原因，当期确认资产减值损失3,418.59万元；（2）公司为加强品牌产品的市场推广，销售费用同比增长28.20%；（3）公司持有的中康控股（2361.HK）、华昊中天医药（2563.HK）两支股票价格下跌形成公允价值波动损失2,405.10万元。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年末公司总债务规模大幅增长，主要系公司对外收购百洋制药、增加股权投资及为业务扩张而增加运营费用等。由于公司为医药流通企业，日常经营需占用较大规模的流动资金，融资结构以短期融资为主，2024年末公司短期债务占总债务的56.34%。部分短期借款用于对外长期股权投资，资金使用存在期限错配。公司债务除本期债券外均为银行贷款，其中短期借款以信用借款、保证借款和质押借款为主，长期借款包括抵押借款及质押借款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.78	27.86%	10.99	24.37%	5.13	15.56%
应付账款	7.62	16.61%	7.65	16.96%	7.42	22.49%
其他应付款	5.84	12.72%	5.60	12.43%	3.55	10.77%
一年内到期的非流动负债	0.73	1.58%	0.71	1.58%	0.82	2.49%
流动负债合计	33.55	73.10%	32.58	72.27%	23.92	72.51%
长期借款	3.53	7.68%	3.58	7.94%	0.46	1.38%
应付债券	7.62	16.60%	7.55	16.74%	7.26	22.02%
非流动负债合计	12.34	26.90%	12.50	27.73%	9.06	27.49%
负债合计	45.89	100.00%	45.08	100.00%	32.98	100.00%
总债务	29.22	63.68%	27.83	61.73%	17.85	54.11%
其中：短期债务	17.05	58.34%	15.68	56.34%	9.25	51.85%
长期债务	12.17	41.66%	12.15	43.66%	8.59	48.15%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司债务规模大幅增长，杠杆水平显著提升，经营活动现金流净额对净债务的覆盖能力大幅下降。2024年公司EBITDA利息保障倍数小幅下降，但仍表现较好。

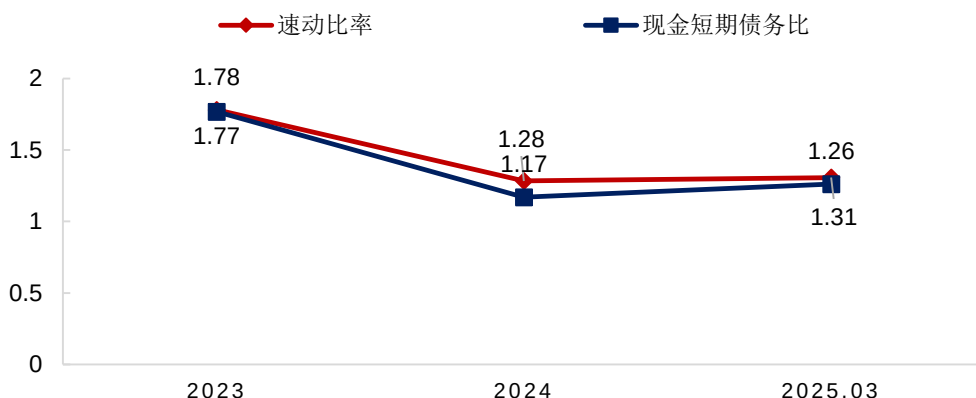
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	3.00	8.14	7.99
收现比	113.42%	107.45%	108.29%
FFO（亿元）	--	3.89	4.96
资产负债率	62.84%	63.38%	51.39%
净债务/EBITDA	--	1.07	0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	13.59	16.12
总债务/总资本	51.85%	51.65%	36.39%
FFO/净债务	--	33.51%	136.97%
经营活动现金流净额/净债务	36.54%	70.11%	220.69%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

随着短期债务规模的增长，公司速动比率、现金短期债务比波动下滑，但仍在合理区间。截至2025年3月末，公司银行授信总额和未使用授信额度分别为36.98亿元和18.97亿元，备用流动性较为充足。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日：2025年5月13日）、子公司百洋制药（查询日：2025年4月18日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月6日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

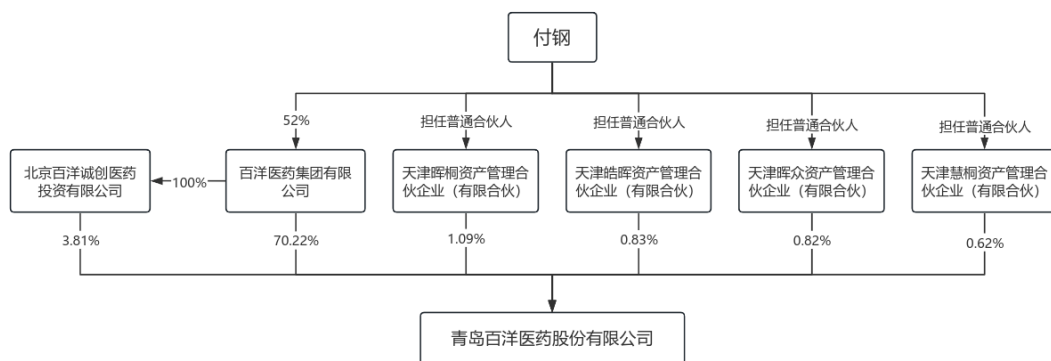
财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	17.65	14.67	13.44	10.48
应收账款	17.84	18.85	21.83	20.28
存货	8.31	9.28	8.62	6.50
流动资产合计	52.16	51.11	51.18	42.58
长期股权投资	8.15	7.28	2.39	1.82
非流动资产合计	20.86	20.02	12.99	7.72
资产总计	73.03	71.13	64.17	50.30
短期借款	12.78	10.99	5.13	11.65
应付账款	7.62	7.65	7.42	6.01
其他应付款	5.84	5.60	3.55	0.92
一年内到期的非流动负债	0.73	0.71	0.82	0.27
流动负债合计	33.55	32.58	23.92	26.04
长期借款	3.53	3.58	0.46	0.00
应付债券	7.62	7.55	7.26	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	12.34	12.50	9.06	1.46
负债合计	45.89	45.08	32.98	27.50
其中：短期债务	17.05	15.68	9.25	15.82
长期债务	12.17	12.15	8.59	1.45
所有者权益	27.14	26.05	31.19	22.80
营业收入	18.41	80.94	82.56	75.10
营业利润	1.45	9.78	10.44	6.74
净利润	1.10	7.67	7.71	4.85
经营活动产生的现金流量净额	3.00	8.14	7.99	3.06
投资活动产生的现金流量净额	-2.02	-7.32	-2.96	-1.17
筹资活动产生的现金流量净额	2.65	0.05	-3.33	-5.44
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	10.88	11.56	7.88
FFO（亿元）	--	3.89	4.96	2.77
净债务（亿元）	8.21	11.61	3.62	6.57
销售毛利率	35.82%	35.50%	33.30%	27.76%
EBITDA 利润率	--	13.45%	14.00%	10.49%
总资产回报率	--	15.47%	19.21%	15.09%
资产负债率	62.84%	63.38%	51.39%	54.68%
净债务/EBITDA	--	1.07	0.31	0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	13.59	16.12	13.56

总债务/总资本	51.85%	51.65%	36.39%	43.10%
FFO/净债务	--	33.51%	136.97%	42.16%
经营活动现金流净额/净债务	36.54%	70.11%	220.69%	46.54%
速动比率	1.31	1.28	1.78	1.39
现金短期债务比	1.26	1.17	1.77	0.80

注：2023 年数据为 2024 年审计报告期初数，2022 年、2024 年数据为审计报告期末数

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

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

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

债务人主体信用等级符号及定义

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

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

债务人个体信用状况符号及定义

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

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

展望符号及定义

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



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号