

卫宁健康科技集团股份有限公司 及相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【368】号 01



让 评 级 彰 显 价 值

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

卫宁健康科技集团股份有限公司及相关债券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
卫宁转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：卫宁健康科技集团股份有限公司（以下简称“卫宁健康”或“公司”，股票代码：300253.SZ）研发实力较强，在跟踪期内持续推动软件版本迭代与产品性能升级，在手订单较为充足，业务具有可持续性；财务结构依然稳健，货币资金相对充裕，融资渠道畅通，流动性压力较小。同时中证鹏元关注到，跟踪期内公司业绩下滑，创新类业务亏损继续拖累业绩，未来盈利情况存在不确定性，同时医疗卫生信息化行业竞争激烈，若公司技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求变化，将面临竞争力下降甚至经营风险；公司应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用，且期间费用率仍偏高，未来依旧存在商誉减值风险。

评级日期

2025年06月23日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	86.21	87.56	85.49	78.22
归母所有者权益	60.30	59.62	56.87	51.10
总债务	11.62	11.57	11.15	10.67
营业收入	3.45	27.82	31.63	30.93
净利润	-0.03	0.50	3.18	0.15
经营活动现金流净额	-0.26	4.08	1.85	1.00
净债务/EBITDA	--	-0.11	0.16	-0.12
EBITDA 利息保障倍数	--	9.29	11.54	9.50
总债务/总资本	16.23%	16.32%	16.41%	17.23%
FFO/净债务	--	-385.25%	363.05%	-466.33%
EBITDA 利润率	--	22.29%	23.36%	18.31%
总资产回报率	--	1.78%	4.95%	1.28%
速动比率	3.35	3.03	2.78	2.66
现金短期债务比	15.40	14.11	11.12	13.10
销售毛利率	34.46%	41.68%	45.00%	43.69%
资产负债率	30.44%	32.24%	33.54%	34.46%

注：2022及2024年末公司净债务为负。

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：关耀达
guanyd@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司战略清晰，保持较强研发实力，业务仍具有可持续性。**公司研发实力较强，2024年以来持续聚焦智能态AI增强、信创适配等核心领域，推动软件版本迭代与产品性能升级；2024年末在手订单金额为11.90亿元，虽较上年末略有下滑，但规模仍保持充足，为医疗卫生信息化收入提供有力支撑。
- **财务结构较为稳健，债务压力较小。**公司财务杠杆较为稳健，货币资金仍相对充裕，短期债务规模和资产受限规模较小，流动性指标表现较好。

关注

- **跟踪期内公司业绩有所下滑，期间费用持续侵蚀公司利润。**受客户需求释放递延、招投标节奏滞后、交付验收延后等因素影响，2024年及2025年一季度公司营业收入同比分别下降12.05%和30.24%；2024年公司期间费用率为31.18%，仍然偏高，对公司利润形成侵蚀；叠加资产减值损失增加、投资亏损等原因，公司利润降幅高于收入下降幅度。
- **行业技术持续更新迭代，公司持续面临技术与产品创新风险。**医疗卫生信息化行业技术更新迭代速度快，市场竞争激烈，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。
- **公司应收款项规模较大，回款周期长，需关注回收风险。**公司客户主要为公立医院、卫生管理部门等机构，受业务特性影响，回款周期相对较长，进而形成较大规模的应收账款和合同资产，2024年末上述资产合计占公司总资产的38.21%，累计计提坏账及减值合计12.48亿元，对营运资金形成较大占用且对盈利形成持续压力。
- **创新业务持续亏损拖累业绩，且面临商誉减值风险。**2024年公司创新业务（互联网医疗健康业务）亏损收窄，但仍对业绩形成拖累，该板块参控股公司合计亏损1.78亿元，关注后续创新业务板块经营风险。公司因并购创新业务等相关公司形成较大规模商誉，2024年已计提商誉减值0.64亿元，若未来业绩仍不及预期，面临商誉减值风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在医院核心诊疗系统中具备竞争优势，技术研发及产品竞争能力强，预计公司业务具有可持续性，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	东华软件	东软集团	创业慧康	公司
总资产	245.47	184.62	56.68	87.56
营业收入	133.23	115.60	14.23	27.82
净利润	4.22	0.53	-1.67	0.50
经营活动现金流净额	7.93	8.55	1.15	4.08
销售毛利率	20.61%	24.01%	45.18%	41.68%

注：以上各指标均为2024年数据。

资料来源：Wind，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
软件与服务企业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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
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
卫宁转债	9.7027	9.6995	2024-6-27	2027-3-16

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于“新一代智慧医疗产品开发及云服务项目”、“互联网医疗及创新运营服务项目”和“营销服务体系扩建项目”。2021年公司变更募集资金用途，将“互联网医疗及创新运营服务项目-云医项目”的募集资金用于“WiNEX MY项目¹”，2023年将“互联网医疗及创新运营服务项目-药品耗材供应链管理项目”剩余募集资金用于永久补充流动资金。截至2024年12月31日，“卫宁转债”募集资金专项账户余额为623.04万元。

“卫宁转债”自2021年9月22日起开始转股，初始转股价为17.76元/股，最新转股价格为17.31元/股（2025年6月4日开始生效）。截至2025年5月末，“卫宁转债”未转股余额为96,994.83万元，未转股比例为99.97%。

二、 发行主体概况

随着股权激励行权以及“卫宁转债”转股，2025年3月末公司股本增加至22.12亿元。跟踪期内，公司控股股东、实际控制人均未发生变化，仍为周炜和王英夫妇，截至2025年3月末，二人合计持有公司12.80%股份（周炜先生持股7.98%、王英女士持股4.82%），周炜、王英、周成（系周炜、王英夫妇之子）以及10只迎水私募基金构成一致行动人关系，合计持有公司19.16%股份，上市公司股权相对分散。截至2025年3月末，公司实际控制人无股权质押或冻结情况。2024年公司合并报表范围内新增1家子公司，减少5家，主要系项目公司变化所致。

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，有效需求不足，

¹ WiNEX MY 是一款在 WiNEX 基础上的、为医护人员提供互联网+医疗服务的產品。

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

在政策推动以及AI技术驱动下，我国医疗卫生信息化行业市场规模仍保持增长，行业的高度专业化以及系统复杂程度使得行业进入壁垒较高，客户黏性较强，市场集中度较低，未来下游对医疗卫生信息化投资需求或将进一步提高，但亦需关注短期内招标节奏滞后等扰动因素对业内企业收入的影响

医疗卫生信息化是传统与新一代信息技术在医疗领域的应用，通过计算机软硬件、互联网、大数据、人工智能等技术，采集、存储、处理医疗机构管理和业务数据。目前我国已进入以临床医疗管理信息化（CIS）为主的发展阶段，局部地区开始同步向区域医疗卫生服务信息化（GMIS）阶段推进。近年来我国医疗卫生信息化行业规模总体保持增长态势，2025年3月IDC发布的《中国医疗软件系统解决方案市场预测，2025-2029》报告指出，2024年中国医疗软件市场的需求加速释放，医疗应用软件解决方案的总体市场规模为230.3亿元，同比增长11.8%，基于国家政策的指导，区域医疗市场的需求增长迅猛，增速超过了医院市场。据IDC预测，2024-2029年我国医疗软件市场的年复合增长率为11.5%，到2029年总市场规模将达到397.5亿元，行业增长态势良好。

图1 中国医疗软件系统解决方案市场预测（单位：亿元）



资料来源：IDC

近年来国家卫生健康委等部委密集出台政策推动区域医疗信息化发展，催生紧密型县域医共体、区域医疗数据互通等需求。临床医疗信息化领域“以评促建”模式下，测评和评级²驱动医院核心系统升级及医疗大数据、智慧病房等建设。2025年初DeepSeek大模型突破加速AI与医疗融合，显著提升医疗机构对大模型认知，对大模型的需求从被动转向主动。政策红利叠加AI技术驱动，我国医疗信息化市场规模预计持续增长，下游投资需求或进一步提升。但需关注部分下游需求滞后释放、招投标节奏放缓，对业内企业收入产生阶段性影响。

表1 近年医疗行业信息化及评价政策梳理

发布机构	发布时间	文件名	主要内容
国家卫生健康委医政司	2025年	《关于征求智慧医疗分级评价方法及标准（2025版）意见的函》	5级起要求区域数据查询（如跨机构检验结果互认），6级实现数据引用，7-8级支持数据深度分析与健康管理，新增AI应用场景，如病历自动生成、智能质控、疾病风险预警等。
国家中医药管理局、人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家医保局、国家药监局	2024年	《关于加快推进县级中医医院高质量发展的意见》	要求到2030年，县级中医医院电子病历系统应用水平达标率力争达到100%。二级医院电子病历系统应用水平全部达到3级以上，三级医院电子病历系统应用水平全部达到4级以上。
中共中央办公厅、国务院办公厅	2023年	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	发展“互联网+医疗健康”，加强健康医疗大数据共享交换与保障体系建设。建立跨部门、跨机构公共卫生数据共享调度机制和智慧化预警多点触发机制。推进医疗联合体内信息系统统一运营和互联互通，加强数字化管理。
国家卫生健康委等十部门	2023年	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	统一县域医共体内信息系统，加强数据互通共享和业务协同，推动人工智能辅助诊断技术在县域医共体内的应用。将远程医疗延伸到乡村，推行基层检查、上级诊断、结果互认。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

行业特征及竞争格局方面，医疗卫生信息化行业是一个高度专业化的行业，需满足医疗学科严谨性和信息技术先进性的需要，产品功能具有较为明显的专家系统特征，要求产品研发团队有丰富的医学知识支撑，技术壁垒较高。因此该行业需要大量的拥有IT与医疗卫生双重知识背景的人才，专业人才的匮乏已成为行业发展的制约因素。同时，医疗卫生机构业务条线多、流程复杂，对应的信息系统功能繁多、架构复杂、数据源安全性要求高，加之医疗政策变动频繁，因此决定了医疗卫生机构与医疗卫生信息化厂商之间以长期合作为主，有利于市场先入者的业务持续发展，而对新的市场竞争者形成了较高的进入壁垒和品牌壁垒。

目前国内的独立软件商或者系统集成商在医疗卫生信息化行业中处于主导地位，国内的医疗信息化企业以EMR、HIS、系统集成为主，医疗卫生健康领域医疗信息化及软件生产供应商较多，以区域性供应商为主。根据IDC《中国医院核心诊疗系统市场份额，2023：新一代系统韧性发展》，2023年医院核心诊疗系统厂商市场份额中CR5仅39.8%，CR10仅51.7%，IDC报告中排名第一的卫宁健康市场份额为13.4%，

² 具体包括国家医疗健康信息互联互通标准化成熟度测评、电子病历系统功能应用水平分级评价、医院智慧服务分级评估等。

整体而言行业格局分散，且区域分布较为明显，呈现“大行业、小企业”格局。随着医疗卫生信息化行业的快速发展，国内外市场参与者不断增加，像英特尔、IBM、Oracle、思科以及阿里、腾讯、华为等都通过战略合作或成立专业的医疗行业部门进军医疗信息化领域，竞争也将越来越激烈。预计未来头部企业凭借客户基础、技术储备、品牌和渠道以及项目经验等方面的先发优势，有利于在未来竞争中扩大领先优势，进一步提高市场占有率，区域性小型厂商将在竞争中逐渐被淘汰，整体市场集中度将趋于提升。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍为国内医疗信息行业的领先企业之一，继续实施“1+X”战略，“1+”是 WiNEX 系列产品及数字基座（医疗卫生信息化业务），“X”是数字化产品、数据服务创新、互联网医院、医药险联动等数字健康应用场景（互联网医疗健康业务）。跟踪期内公司营业收入仍主要来源于医疗卫生信息化业务，2024 年公司营业收入同比下降 12.05%，其中医疗卫生信息化收入同比下降 14.17%，主要系部分客户需求释放递延、招投标节奏滞后、交付验收延后，以及公司新一代产品 WiNEX 正在升级替换过程中，尚未转化为规模收入；同期互联网医疗健康业务收入略有提升。由于业务成本中偏刚性的人工成本占比偏高，故在收入下滑的情况下，公司销售毛利率亦有所下降。

公司客户以国内的公立医院、卫生管理部门等机构为主，其产品采购遵循较为严格的预算管理制度，产品验收及付款主要集中在下半年尤其是第四季度，故公司一季度收入规模相对较小。2025 年一季度客户需求放缓的影响仍在延续，公司营业收入同比下降 30.24%，叠加期间费用等支出，当期公司净利润为-0.03 亿元。

表2 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
医疗卫生信息化	2.92	84.59%	36.49%	21.52	77.33%	50.10%	23.71	74.95%	55.46%
互联网医疗健康	0.21	6.22%	12.46%	2.93	10.54%	8.14%	4.78	15.10%	10.92%
其他	0.32	9.18%	30.72%	3.37	12.11%	17.05%	3.12	9.87%	17.46%
合计	0.00	0.00%	-	0.00	0.02%	100.00%	0.02	0.08%	95.42%
合计	3.45	100.00%	34.46%	27.82	100.00%	41.68%	31.63	100.00%	45.00%

注：2024 年其他业务收入为 44.47 万元。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告与公司提供，中证鹏元整理

（一）医疗卫生信息化业务

跟踪期内，公司遵循既定战略发展，虽在手订单金额较上年末略有下滑，但仍可为公司医疗卫生信息化收入提供有力支撑；2024 年以来公司持续迭代软件版本以提升产品性能，但需关注若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险

公司系国内医疗信息行业的领先企业之一，跟踪期内经营战略未发生调整，仍致力于为客户提供医

疗健康卫生信息化解决方案，业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险等领域，公司产品是基于统一中台的WiNEX系列产品，依托WiNEX统一中台集成医疗知识图谱、智能数据治理引擎和AI大模型训练框架，实现医疗卫生服务资源数字化。根据2024年5月IDC发布的统计数据，2023年中国医院核心系统主要厂商市场份额中，公司市场份额位居第一，占比为13.4%（公司在2020-2023年已连续四年排名第一）。

跟踪期内，公司销售模式及款项支付方式未发生变化，软件产品主要采用直销模式，通过直接参加医院等机构的投标并中标取得业务合同，也有部分向中标的系统集成商销售软件；硬件销售为软件业务的配套业务。价格方面，公司主要根据产品的研发投入、复杂程度、技术水平、投资回收期等因素确定基准价格，并结合市场竞争情况等综合因素，对基准价格进行合理调整，确定相应的销售价格。款项支付方面，按照合同约定，客户付款通常包括预付款、进度款、验收款及尾款四部分，不同项目之间支付方式差异较大。

2024年公司医疗卫生信息化收入同比下降14.17%，分业务类型来看，公司软件及服务收入同比下降9.25%，主要系客户需求释放递延、交付验收延后，以及新一代产品WiNEX尚未产生规模收入。公司硬件销售系软件销售的配套服务，同期硬件销售收入同比大幅下降，且降幅明显高于软件业务，主要系硬件替换存在一定周期，且替换频次相较软件更低，短期内客户对硬件需求减少所致。

表3 公司医疗卫生信息化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		2024年收入增速
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	
软件及服务	2.92	36.49%	21.52	50.10%	23.71	55.46%	-9.25%
硬件销售	0.21	12.46%	2.93	8.14%	4.78	10.92%	-38.57%
合计	3.13	34.84%	24.45	45.06%	28.49	47.98%	-14.17%

资料来源：公司2023-2024年年度报告与公司提供，中证鹏元整理

新签订单方面，2024年末公司在手订单金额为11.90亿元，较上年末略有下滑，其中10.45亿元预计将于2025年度确认收入，0.85亿元将于2026年度确认收入。在“1+X”战略下，公司订单内容仍较丰富，前十大新签订单合同金额合计3.19亿元，占订单总额比重不高。整体来看，公司业务仍具有较好持续性，同时需关注后续订单释放情况。

表4 2024年医疗卫生信息化新签合同前十大订单明细（单位：万元）

项目名称	主要销售内容	合同金额
项目一	全民健康信息平台暨紧密型医共体信息化	4,660.00
项目二	公共卫生信息管理软件	4,350.00
项目三	医院信息管理软件	4,061.64
项目四	医疗机构信息系统提升	3,200.00
项目五	公共卫生信息管理软件	3,100.00
项目六	医院信息管理软件	2,730.00

项目七	医院核心信息系统和集成平台升级改造	2,636.00
项目八	医院迁建项目信息化建设	2,433.75
项目九	软件系统建设及服务	2,340.00
项目十	智慧医院项目	2,339.66
合计	-	31,851.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司销售区域结构变化不大，上海、华东、华北区域依然是公司主要销售区域。受客户需求下降以及交付验收延后等因素影响，2024年各区域收入均有所下降，其中上海区域降幅最小，同时2024年公司在澳门开展少量业务，未来海外市场规模或将进一步拓展。考虑到公司销售区域较集中，若未来华东及华北等市场趋于饱和或市场竞争加大导致业绩不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

表5 公司营业收入区域分布及占比情况（单位：亿元）

区域	2024年		2023年		2024年收入增速
	收入	占比	收入	占比	
上海	5.56	20.00%	5.73	18.10%	-2.82%
其他华东地区	7.09	25.49%	7.88	24.92%	-10.02%
华北	10.63	38.22%	12.81	40.50%	-17.00%
华中	2.48	8.91%	2.93	9.28%	-15.54%
华南	2.00	7.19%	2.28	7.20%	-12.22%
境外	0.05	0.19%	0.00	0.00%	-
合计	27.82	100.00%	31.63	100.00%	-12.05%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司下游的主要客户仍以国内公立医院、卫生管理部门等机构为主，由于医疗卫生机构业务条线多、流程复杂，对应的信息系统功能繁多、架构复杂，加之医疗政策变动频繁，因此决定了医疗卫生机构与医疗卫生信息化厂商之间通常以长期合作为主，故公司提供的解决方案业务具有一定的客户黏性，客户较为稳定。2024年前五大客户销售收入占比仅为5.61%，客户集中度仍较低，有利于分散经营风险。

公司营业成本主要为人工成本以及原材料采购成本，2024年人工成本有所下滑，主要系公司对产品和业务结构进行优化，管控人工成本，以及2024年股权激励支付费用下降所致；原材料采购成本主要系硬件销售及创新业务所产生，供应商根据项目需求发生变动，整体较分散。

技术创新是公司核心战略的重要组成部分，跟踪期内公司积极围绕智能态、国际化适配、信创支持等方面开展研发，2024年公司发布医疗大模型WiNGPT2.7版本，在医疗垂直领域能力持续提升；2025年2月，公司迭新发布WiNGPT2.8和医护智能助手WiNEX Copilot 2.1，WiNGPT2.8借力DeepSeek的AI推理，成为更加全面、性能更强的医疗大模型；WiNEX Copilot 2.1支持全场景的应用，覆盖诊前、诊中、诊后近100个场景。截至2025年3月末，公司累计为100余家用户部署大模型及AI应用场景。2024年公司研发人员数量及研发投入金额均有所下降，主要系新一代产品推出后，老产品研发投入收缩，导致研发人员需求下降，但公司研发投入占营业收入比重仍较高，仍可为公司提升市场竞争力、品牌影响力和经营业绩

提供重要支撑。

未来公司计划持续围绕WiNEX全系产品、医共体、AI应用等领域加大研发投入，不断筑牢产品的技术壁垒。中证鹏元认为，公司研发投入有利于维持市场竞争力；但需关注软件行业技术更新迭代速度快，若公司在未来发展过程中技术创新能力不足或产品及服务不能适应市场需求的变化，将面临竞争力下降甚至面临经营风险。

表6 公司研发情况

项目	2024年	2023年
研发人员数量（人）	1,806	2,144
研发投入金额（万元）	56,223.28	67,729.36
研发投入占营业收入比例	20.21%	22.04%
研发支出资本化的金额（万元）	29,760.23	36,399.14
资本化研发支出占研发投入的比例	52.93%	52.20%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

（二）互联网医疗健康业务

公司通过创新业务强化医疗信息化产业链布局，跟踪期内公司对部分创新业务板块实施战略调整，因相关业务尚处于发展前期，目前仍处于亏损状态，对公司业绩形成拖累，后期盈利前景仍存在不确定性

公司互联网健康业务仍主要由子公司环耀卫宁健保科技（上海）有限公司（以下简称“环耀卫宁”）、子公司浙江纳里数智健康科技股份有限公司（以下简称“纳里股份”）以及参股公司上海金仕达卫宁软件科技有限公司（以下简称“卫宁科技”）负责。跟踪期内，子公司纳里股份及参股公司卫宁科技主营业务未发生变化，纳里股份仍为互联网医疗解决方案和运营服务提供商，已累计为全国11,000多家医疗机构提供系统建设和技术维护服务；卫宁科技仍为商保公司及医保部门提供保险智能风控和数据+AI服务。但原环耀卫宁与北京环球医疗救援有限责任公司及其股东实施换股合并重组的计划已终止，公司计划对环耀卫宁增资1.84亿元³（其中0.50亿元系卫宁健康以自有资金认购，其余为资本公积转增），增资完成后公司对环耀卫宁持股比例将提升至78.64%，控制力进一步加强；同时环耀卫宁经营战略有所调整，集中资源推进商保直付理赔等业务发展。环耀卫宁的孙公司卫宁云钥（无锡）医药连锁有限公司（主要从事药品零售业务）自2025年起已经不再经营，近期被供应商申请破产。

2024年公司互联网医疗健康业务板块下的三家公司营业收入合计为5.55亿元，同比下降2.20%，由于前期投入较大，当年业务仍处于亏损状态，但亏损有所收窄。其中环耀卫宁经历业务调整，2024年营业

³ 2025年4月，为提高决策效率，真实反映资本状况，环耀卫宁对部分股东未实缴的注册资本6,397.65万元进行减资，减资对价0元。本次减资完成后，环耀卫宁注册资本由24,778.88万元减少至18,381.23万元，公司仍为环耀卫宁的控股股东，持股比例由42.4859%增加至57.2733%。

收入同比下降3.20%，亏损较上年有所增加。纳里股份业务现阶段仍处于开拓期，由于成本费用增速快于收入增速以及产出的滞后性致使纳里股份尚未实现盈利。卫宁科技收入规模略有下降，由于卫宁科技仍处于销售拓展、研发投入较大的阶段，综合导致业务仍处于亏损状态，但亏损规模有所收窄。中证鹏元认为公司创新业务尚处于发展前期，投入规模较大，未来业绩情况能否好转并实现盈利尚待观察。

表7 2023-2024 年公司互联网医疗健康业务收入情况（单位：万元）

公司	业务	卫宁持股比例	营业收入			净利润		
			2024 年	2023 年	增速	2024 年	2023 年	增速
纳里股份 (含纳里健康)	互联网医疗	55.50%	15,711.34	15,338.67	2.43%	-3,031.27	-2,311.01	-31.17%
环耀卫宁	商保直付理赔	42.49%	20,546.57	21,226.55	-3.20%	-6,640.53	-5,928.11	-12.02%
卫宁科技 (未并表)	医保商保	28.04%	19,224.71	20,165.09	-4.66%	-8,082.02	-11,362.67	28.87%
合计	-	-	55,482.62	56,730.31	-2.20%	-17,753.82	-19,601.79	9.43%

注：（1）卫宁持股比例指卫宁健康及其控股子公司合计认缴出资比例；（2）截至 2024 年 12 月 31 日，公司对纳里股份实缴出资比例为 66.28%；对环耀卫宁实缴出资比例为 57.27%；对卫宁科技的实缴出资比例为 30.14%。（3）公司是卫宁科技第一大股东，未纳入合并范围，上述收入合计（剔除卫宁科技）同表 2 不一致系统统计口径差异所致。
资料来源：公司 2024 年年报，公司公告，中证鹏元整理

（三）投资业务

公司通过对外投资等方式进行业务布局，扩大公司市场规模和辐射范围，跟踪期内公司对外投资对象未发生变化，但因部分投资对象业绩表现不佳出现投资亏损，考虑到公司对外投资规模较大，未来投资盈利仍存在一定不确定性

公司通过直接股权投资以及参与设立私募股权的方式进行业务布局，以加大产品服务的辐射区域，进一步下沉基层医疗服务，跟踪期内公司无新增对外投资。公司对外投资标的中的上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）等5家私募股权投资基金⁴主要投向大健康领域，其中3家基金的部分投资项目已实现退出，公司累计收到收益分配款4,314.48万元；2024年卫宁科技因前期投入较大且经营表现不佳，导致公司产生投资亏损0.24亿元，仍对利润造成一定侵蚀。考虑到公司对外投资规模较大，未来投资盈利情况仍然具有一定不确定性。

表8 公司主要对外股权投资情况（单位：万元）

被投资方	2024 年末		2023 年末	
	持股比例	期末账面价值	持股比例	期末账面价值
上海金仕达卫宁软件科技有限公司（卫宁科技）	30.14%	28,520.45	30.14%	30,956.37
厦门纳龙健康科技股份有限公司	9.04%	16,138.61	9.04%	17,159.63
北京梦天门科技股份有限公司	23.53%	11,796.50	23.53%	11,539.38
苏州千骥泽康投资中心（有限合伙）*	4.30%	4,723.35	4.30%	5,617.27

⁴ 见表 8 标*的私募基金。

上海信医科技有限公司	14.93%	4,151.46	14.93%	4,076.79
南通同渡信康创业投资合伙企业（有限合伙）*	18.40%	4,063.12	18.40%	4,908.64
上海千骥星鹤创业投资中心（有限合伙）*	5.29%	3,783.70	5.29%	3,966.49
北京天鹏恒宇科技发展有限公司	15.00%	2,595.00	15.00%	2,580.00
苏州千骥康睿投资中心（有限合伙）*	4.05%	2,171.97	5.56%	2,285.98
上海鼎医信息技术有限公司	37.00%	1,949.34	37.00%	812.41
上海慈毅医疗健康股权投资基金合伙企业（有限合伙）*	12.07%	1,866.80	12.07%	2,808.92
南京大经中医药信息技术有限公司	23.44%	1,807.40	23.44%	1,720.46
上海数检医疗科技有限公司	20.00%	1,439.00	20.00%	1,457.88
中康尚德健康管理（北京）有限公司	4.88%	1,243.89	4.88%	1,214.62
南京市智慧医疗投资运营服务有限公司	14.55%	1,200.80	14.55%	1,085.83
ODIN HEALTH LTD	22.53%	756.56	22.53%	499.43
北京华信诚达科技有限公司	20.00%	712.59	20.00%	752.24
湖北通卫医疗科技有限公司	45.00%	407.94	45.00%	408.38
新疆智康创联信息科技有限公司	20.00%	347.45	20.00%	411.67
广东卫宁云医健康产业有限公司	40.00%	94.23	40.00%	135.31
上海卫宁丰实检测科技有限公司	20.00%	17.72	20.00%	19.21
上海好医通健康信息咨询有限公司	15.38%	0.00	15.38%	0.00
广西数字医疗科技有限公司	24.50%	0.00	24.50%	65.07
总计	-	89,787.89	-	94,481.98

注：上表中持股比例系实缴比例。上述被投资企业主要在长期股权投资科目及其他非流动金融资产科目。上海好医通健康信息咨询有限公司因资不抵债，评估价值为 0 元；以权益法核算，广西数字医疗科技有限公司账面价值为 0 元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表。

公司资本结构稳健，货币资金充裕，短期债务规模小，流动性指标表现较好，且订单相对充足，业务具有可持续性；但 2024 年受客户需求释放递延、交付验收延后等因素影响，营业收入有所下滑，叠加期间费用率偏高、资产减值损失增加、投资亏损等因素，利润降幅高于收入下降幅度，同时公司应收款项规模较大且账龄较长，其计提的坏账及减值损失对盈利形成持续负面影响，需关注款项回收情况。此外，公司创新业务尚处前期拓展阶段并仍呈亏损状态，若未来业绩不及预期，将继续面临商誉减值压力

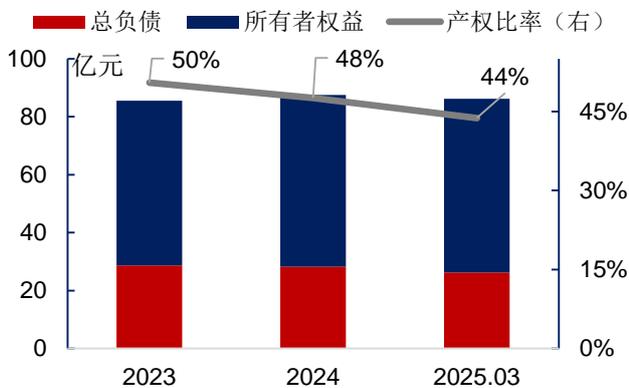
资本实力与资产质量

公司资本结构较为稳定，账面可动用货币资金略有增加，2024年末仅0.63亿元货币资金因保函保证金等而受限，受限比例小。公司客户主要为公立医院、卫生管理部门等，回款具有滞后性，部分合同以完

成医院评级为支付尾款条件且存在质保金条款，导致公司应收账款及合同资产规模较大且账龄较长，对公司营运资金形成较大占用；2024年末公司应收账款与合同资产分别累计计提坏账准备5.62亿元与6.86亿元，需关注款项回收情况。

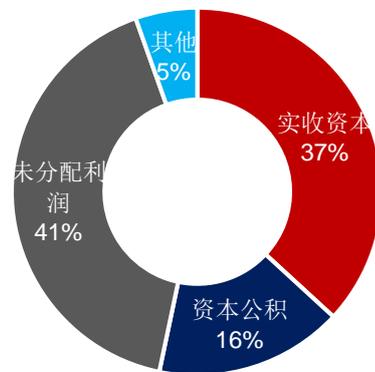
跟踪期内，公司对外投资规模变化不大，2024年出现投资亏损0.48亿元，主要系参股企业卫宁科技业绩亏损所致。公司商誉主要为收购企业所形成，因部分被收购企业业绩表现不佳，2024年公司已计提商誉减值准备0.64亿元，中证鹏元关注到环耀卫宁、纳里股份业务尚处于前期拓展期，业绩持续亏损，若未来上述公司经营业绩不及预期，公司将面临较大的商誉减值压力。此外，2024年末以来公司固定资产（办公大楼等）与无形资产（计算机软件）规模变化不大，开发支出（在研软件项目）略有增加。

图2 公司资本结构



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

图3 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.37	15.51%	13.36	15.26%	11.14	13.03%
应收账款	10.37	12.03%	11.93	13.62%	11.10	12.99%
合同资产	21.96	25.48%	21.53	24.59%	22.04	25.78%
流动资产合计	49.46	57.37%	50.95	58.19%	48.54	56.78%
其他非流动金融资产	4.15	4.82%	4.08	4.66%	4.48	5.24%
长期股权投资	4.83	5.60%	4.90	5.60%	4.99	5.83%
固定资产	4.65	5.39%	4.69	5.35%	4.81	5.62%
无形资产	10.66	12.36%	11.06	12.63%	10.37	12.12%
开发支出	5.05	5.85%	4.46	5.09%	3.65	4.27%
商誉	4.98	5.77%	4.98	5.68%	5.90	6.90%
非流动资产合计	36.75	42.63%	36.61	41.81%	36.95	43.22%
资产总计	86.21	100.00%	87.56	100.00%	85.49	100.00%

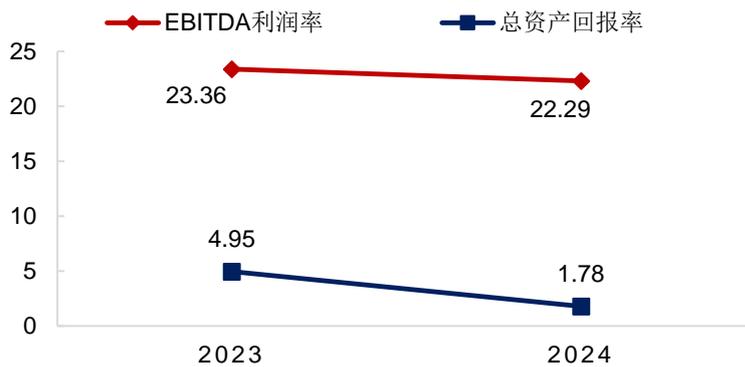
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受客户需求释放递延、招投标节奏滞后、交付验收延后等因素影响，2024年公司营业收入有所下降，销售毛利率小幅下滑。2024年公司加大成本管控力度，当期公司销售费用及研发费用有所下降，主要系人员费用降低所致，同期公司期间费用率为31.18%，同比下降1.67个百分点，但期间费用率仍偏高，其中销售费用率显著高于同业平均水平，对公司利润形成一定侵蚀。此外，2024年公司对外投资出现亏损，投资收益转负，且应收账款坏账损失、合同资产减值损失规模仍偏大，对公司利润形成拖累。综合影响下，2024年公司利润规模同比大幅下降，当期扣非后归母净利润为1.24亿元，致使公司总资产回报率、EBITDA利润率下滑。

整体来看，公司目前订单相对充足，业务具有可持续性，但投资收益不确定性较大，销售费用率、资产减值损失率仍偏高，且创新业务持续亏损，仍需关注未来盈利情况。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务主要为“卫宁转债”和少量银行借款，跟踪期内总债务小幅上升，截至2025年3月末短期债务规模较小且占总债务比重不高。除上述债务外主要为经营性负债和销售业务产生的税费，跟踪期内规模变化不大，其中应付账款主要系应付货款，2024年公司应付账款周转天数为152.16天，较上年有所延长；合同负债主要系预收项目款，其他应付款主要系往来款。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.38	1.46%	0.40	1.43%	0.58	2.02%
应付账款	6.08	23.17%	6.98	24.71%	6.74	23.51%
合同负债	1.64	6.25%	1.41	5.01%	1.45	5.05%
应交税费	2.85	10.87%	3.37	11.94%	4.17	14.55%

其他应付款	2.07	7.89%	2.65	9.39%	2.32	8.07%
一年内到期的非流动负债	0.45	1.73%	0.51	1.82%	0.37	1.30%
流动负债合计	14.42	54.95%	16.46	58.30%	17.08	59.55%
应付债券	10.62	40.46%	10.52	37.26%	10.02	34.94%
非流动负债合计	11.82	45.05%	11.77	41.70%	11.60	40.45%
负债合计	26.24	100.00%	28.23	100.00%	28.68	100.00%
总债务	11.62	44.27%	11.57	41.00%	11.15	38.89%
其中：短期债务	0.84	7.21%	0.92	7.92%	0.96	8.59%
长期债务	10.78	92.79%	10.66	92.08%	10.19	91.41%

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

受益于公司加大收款力度，2024年公司经营活动现金流净额大幅增加；但公司经营存在季节性，2025年一季度经营活动现金呈净流出态势。跟踪期内公司财务杠杆小幅下降，持续处于低位，2024年末及2025年3月末公司净债务持续为负，盈余现金可对公司总债务形成有效覆盖，同时EBITDA对利息支出的保障程度高。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

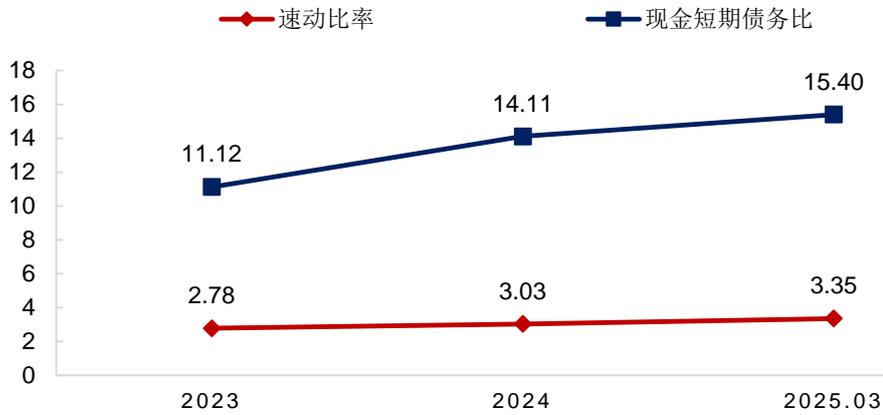
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.26	4.08	1.85
FFO（亿元）	--	2.73	4.41
资产负债率	30.44%	32.24%	33.54%
净债务/EBITDA	--	-0.11	0.16
EBITDA 利息保障倍数	--	9.29	11.54
总债务/总资本	16.23%	16.32%	16.41%
FFO/净债务	--	-385.25%	363.05%
经营活动现金流净额/净债务	21.63%	-576.05%	152.05%
自由活动现金流/净债务	81.13%	-143.77%	-105.75%

注：2024年末及2025年3月末公司净债务为负。

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

跟踪期内，公司货币资金仍相对充裕，流动性指标整体表现较好，且作为上市公司，公司外部融资渠道畅通，资产受限规模小，融资弹性相对较强。目前公司日常经营活动资金较为充裕，现金储备尚可满足公司研发投入，暂无大规模新增债务计划，预计短期内财务杠杆将保持稳定。

图5 公司流动性比率情况



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

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司实际控制人曾因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职，目前已正常履职，暂未发现 ESG 表现对公司经营和信用水平产生重大不利影响

公司实际控制人、董事长周炜先生于 2023 年 7 月 1 日至 8 月 14 日因配合茂名市监察委员会相关调查无法履职，期间由副董事长刘宁先生代为履行公司董事长、法定代表人职务。根据公司于 2023 年 8 月 14 日发布的公告，相关案件还在进一步调查中，公司尚未收到相关书面文件，周炜先生已能正常履行公司董事长、法定代表人等职责。跟踪期内事件未有进展，中证鹏元将持续关注上述事件的后续进展及可能对公司产生的影响。

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（2025 年 6 月 5 日），公司本部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 13 日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

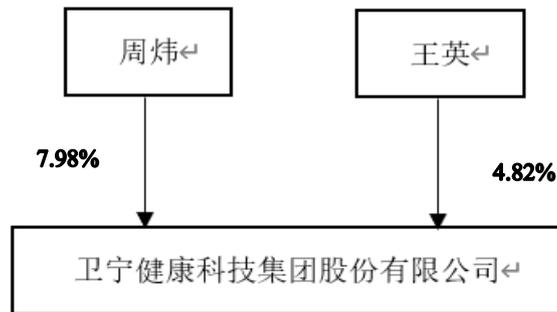
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	13.37	13.36	11.14	12.82
应收账款	10.37	11.93	11.10	9.31
合同资产	21.96	21.53	22.04	17.45
流动资产合计	49.46	50.95	48.54	43.12
无形资产	10.66	11.06	10.37	5.05
非流动资产合计	36.75	36.61	36.95	35.10
资产总计	86.21	87.56	85.49	78.22
短期借款	0.38	0.40	0.58	0.43
应付账款	6.08	6.98	6.74	6.03
应交税费	2.85	3.37	4.17	3.19
一年内到期的非流动负债	0.45	0.51	0.37	0.49
流动负债合计	14.42	16.46	17.08	15.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	10.62	10.52	10.02	9.50
长期应付款	0.29	0.36	0.64	0.30
非流动负债合计	11.82	11.77	11.60	11.13
负债合计	26.24	28.23	28.68	26.95
总债务	11.62	11.57	11.15	10.67
长期债务	10.78	10.66	10.19	9.75
所有者权益	59.97	59.34	56.81	51.27
营业收入	3.45	27.82	31.63	30.93
营业利润	0.00	0.87	3.41	0.40
净利润	-0.03	0.50	3.18	0.15
经营活动产生的现金流量净额	-0.26	4.08	1.85	1.00
投资活动产生的现金流量净额	-0.75	-3.00	-2.70	-3.50
筹资活动产生的现金流量净额	1.04	1.22	-0.68	-1.20
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	6.20	7.39	5.66
FFO（亿元）	--	2.73	4.41	3.15
净债务（亿元）	-1.19	-0.71	1.22	-0.68
销售毛利率	34.46%	41.68%	45.00%	43.69%
EBITDA 利润率	--	22.29%	23.36%	18.31%
总资产回报率	--	1.78%	4.95%	1.28%
资产负债率	30.44%	32.24%	33.54%	34.46%
净债务/EBITDA	--	-0.11	0.16	-0.12
EBITDA 利息保障倍数	--	9.29	11.54	9.50

总债务/总资本	16.23%	16.32%	16.41%	17.23%
FFO/净债务	--	-385.25%	363.05%	-466.33%
经营活动现金流净额/净债务	21.63%	-576.05%	152.05%	-148.67%
速动比率	3.35	3.03	2.78	2.66
现金短期债务比	15.40	14.11	11.12	13.10

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%）

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
江苏卫宁软件有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
新疆卫宁软件有限公司	51.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
山西卫宁软件有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
北京卫宁健康科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
重庆卫宁健康科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
黑龙江卫宁软件有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
安徽卫宁健康科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
深圳卫宁中天软件有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
四川卫宁软件有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
广东卫宁健康科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
卫宁互联网科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海卫宁软件有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
天津卫宁健康科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	非同一控制下的企业合并
快享医疗科技（上海）有限公司	74.71	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
上海卫心科技有限公司	87.50	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
宁夏卫宁健康科技有限公司	51.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立
环耀卫宁健保科技(上海)有限公司	57.27	互联网健康和医药服务及推广	非同一控制下的企业合并
湖北省卫宁健康科技有限公司	100.00	医疗软件、硬件及维护服务	投资设立

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 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

附录五 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