

# 深圳康泰生物制品股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【399】号 02



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。

# 深圳康泰生物制品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
康泰转 2	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：深圳康泰生物制品股份有限公司（以下简称“康泰生物”或“公司”，股票代码：300601.SZ）2024年新上市产品实现销售放量，在研管线储备较为丰富，研发进展保持有序推进，公司继续保持稳健的财务政策，偿债指标表现较好，债务压力可控。同时中证鹏元也关注到，受市场需求回落、行业竞争加剧等因素影响，2024年公司营收和利润均下滑，业务回款周期继续拉长，现金流承压，面临应收账款和存货双重积压，产能利用率仍偏低，存在新增产能消化不达预期的风险，以及募投项目收益不及预期的风险因素。

## 评级日期

2025年6月27日

## 联系方式

项目负责人：刘书芸  
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：曾利利  
zengll@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 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	142.55	145.64	150.85	137.86
归母所有者权益	96.84	96.61	95.42	89.85
总债务	21.06	22.10	25.56	24.04
营业收入	6.45	26.52	34.77	31.57
净利润	0.22	2.02	8.61	-1.33
经营活动现金流净额	-0.46	6.03	10.33	5.46
净债务/EBITDA	--	-0.40	0.67	0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	6.63	10.18	6.73
总债务/总资本	17.87%	18.62%	21.13%	21.11%
FFO/净债务	--	-207.51%	136.98%	129.68%
EBITDA 利润率	--	31.27%	38.00%	26.09%
总资产回报率	--	1.85%	7.30%	-1.64%
速动比率	2.36	2.06	1.68	1.90
现金短期债务比	7.56	6.11	9.44	5.07
销售毛利率	73.46%	82.00%	84.54%	84.17%
资产负债率	32.07%	33.66%	36.75%	34.82%

注：2024年净债务为负值。

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

## 正面

- **公司在研管线储备丰富，研发进度仍保持有序推进，新上市产品贡献销售增量。**2024 年公司新上市销售的冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）（以下简称“冻干狂犬疫苗”）和水痘减毒活疫苗（以下简称“水痘疫苗”）实现销售放量，其中冻干狂犬疫苗实现销售收入 3.37 亿元。截至 2025 年 5 月末，公司拥有在研项目近 30 项，进入注册程序的在研项目 18 项，其中 Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）申请生产注册获得受理并完成注册现场核查，四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）、吸附破伤风疫苗申请生产注册获得受理，随着新产品陆续顺利上市并实现产业化，预计将进一步丰富公司现有产品种类，贡献新的业绩增长点。
- **公司现金盈余尚可，偿债指标表现较好，债务压力可控。**2024 年末公司盈余资金储备仍充足，货币资金及大额存单合计 34.81 亿元，占总资产比重的 23.90%，能较好覆盖公司资金需求。公司继续保持稳健的财务政策，杠杆水平较低，有息债务规模较小，偿债指标表现仍较好。

## 关注

- **2024 年公司营收和利润均下滑，现金流承压。**2024 年，受国内疫苗市场竞争加剧等因素影响，公司营业收入同比下降 23.75%；叠加库存积压计提资产减值、固定资产折旧费用增加、其他收益大幅下降，致使当期净利润大幅下滑 76.60%；同时回款账期继续拉长，经营活动现金流净额和 FFO 均同比大幅下降。
- **公司面临应收款项和存货双重积压。**截至 2024 年末，公司应收账款整体规模较大并已超过当期营业收入，应收账款周转天数增加至 378.43 天，应收账款催收及管理有待改善。2024 年存货计提减值 2.17 亿元，其中库存商品 1.72 亿元、在产品 and 自制半成品合计 0.47 亿元，随着疫苗行业竞争越发激烈、价格战升级，公司存货仍存在较大的减值风险。
- **仍存在新增产能消化不达预期的风险。**公司主要疫苗产品的设计年产能规模较大，2024 年由于行业降库存，公司疫苗产品库存量处于高位，整体产能利用率较上年有所下降，产能利用率仍偏低，同时新增产线与公司主要在研产品相配套，若新产品上市后未能放量，则公司的前期研发投入无法收回，导致相应产线的闲置，将增厚公司经营成本，对公司的产品布局规划和可持续经营能力产生不利影响。
- **募投项目收益仍不及预期。**本期债券募投项目包括百旺信应急工程建设项目和腺病毒载体疫苗车间项目，截至 2025 年 3 月末，百旺信应急工程项目其中一个车间用于细胞流感疫苗项目的研发与产业化，另一个车间及配套公用工程生产设备（已全额计提减值准备）和腺病毒载体疫苗车间（已全额计提减值准备）仍处于闲置状态，本期债券募投项目仍未能实现预期收益。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司上市销售的疫苗产品较为丰富、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（以下简称“13 价肺炎疫苗”）、重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（以下简称“乙肝疫苗”）等疫苗产品市场竞争力仍较强，在研项目储备丰富，重点研发新产品进展较为顺利，新上市产品实现销售放量，公司财务风险仍相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	智飞生物	沃森生物	成大生物	华兰疫苗	康华生物	康泰生物
总资产	499.10	147.24	100.52	75.23	40.28	<b>145.64</b>
营业收入	260.70	28.21	16.76	11.28	14.32	<b>26.52</b>
净利润	20.18	1.74	3.43	2.06	3.99	<b>2.02</b>
销售毛利率	27.38%	79.69%	82.94%	81.15%	94.20%	<b>82.00%</b>

资产负债率	38.23%	21.84%	4.87%	20.07%	14.40%	<b>33.66%</b>
销售费用率	10.17%	34.69%	25.13%	44.46%	38.21%	<b>33.46%</b>
研发支出	13.91	7.00	4.94	1.64	1.32	<b>5.69</b>
应收账款周转天数	299.18	351.53	231.84	547.11	340.59	<b>378.43</b>
存货周转天数	296.69	561.45	555.30	323.74	759.81	<b>586.51</b>

注：以上各指标均为 2024 年末/2024 年度数据。

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
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx 2024V1.0
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	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	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					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

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
康泰转 2	20.00	19.99	2024-6-25	2027-7-14

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于百旺信应急工程项目和腺病毒载体疫苗（以下简称“腺病毒疫苗”）车间项目。根据公司2025年4月20日披露的《康泰生物2024年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，鉴于本期债券募集资金投资项目已实施完毕，截至2025年3月6日，公司将结余募集资金12,592.20万元（含利息收入）转出至公司基本户，用于永久补充流动资金，相关募集资金专项账户已于2025年3月7日销户。

## 二、 发行主体概况

“康泰转2”自2021年1月21日起开始转股，初始转股价下修为108.50元/股，由于公司股票价格发生较大下滑及实施权益分派，经过多次调整，2025年6月最新转股价为15.73元/股。2025年一季度，共有30张“康泰转2”完成转股，合计转为150股“康泰生物”股票。截至2025年3月末，公司实收资本为11.17亿元。

跟踪期内公司实际控制人未发生变化，公司控股股东和实际控制人杜伟民持股比例为25.50%，杜伟民先生质押未解押股数合计为4,153万股，占公司总股本的3.72%。2025年1月，公司董事会、监事会完成换届选举<sup>1</sup>；2025年2月，公司新聘任于冰先生为公司副总裁。2024年公司新设1家子公司、注销2家子公司。

## 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，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，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

<sup>1</sup> 2025年1月公司董事会、监事会完成换届选举，财务总监由周慧变更为马建英，新增甘建辉、聂晓齐为公司副总裁；监事会主席由吕志云变更为温飞东；同时新增一名外部董事徐安龙，独立董事由罗智泉变更为李向明。

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。

## 行业环境

**疫苗行业为产品驱动型行业，市场以二类疫苗为主，儿童疫苗占比较高；随着国内新生儿下降，2024年疫苗行业内卷加剧、价格战升级，预计中短期内疫苗行业将继续承压**

我国一类疫苗市场，中生集团及其下属企业占据了主要市场份额，二类疫苗则以民企和外企为主<sup>2</sup>。由于二类疫苗市场具备“不受医保支付限制”、“具备消费属性”、“产品生命周期长”等优点，吸引了大量企业进入，导致市场竞争异常激烈。近年随着国内新生儿下降，需求端持续承压。供给端方面，行业内普遍存在跟风研发现象，企业热衷于在热门产品上加码研发投入，市场上产品同质化严重。疫苗行业竞争持续加大，2024年内卷加剧、价格战持续升级，多数疫苗企业业绩承压。2024年，在A股市场疫苗板块的13<sup>3</sup>家上市公司中，有10家“营利双降”，其中以智飞生物、万泰生物、沃森生物等HPV疫苗公司业绩下滑幅度最大，营收平均下降近45%，净利润降幅超60%，华兰疫苗、金迪克等流感疫苗公司亦都呈现大幅业绩下滑。预计中短期内，疫苗价格将继续下探，疫苗行业将继续承压。

详见《[医药制造业：医保控费阵痛持续，行业“腾笼换鸟”、分化加大](#)》。

## 四、经营与竞争

公司仍主要从事人用疫苗<sup>4</sup>的研发、生产和销售，13价肺炎疫苗、乙肝疫苗、四联疫苗仍为公司最核心产品，2024年占营业收入比重达80%左右，同比有所下降。

2024年，公司新增获批上市销售产品冻干狂犬疫苗和水痘疫苗，其中冻干狂犬疫苗快速放量、对收

<sup>2</sup> 我国疫苗可分为一类疫苗（免疫规划疫苗）和二类疫苗（非免疫规划疫苗），一类疫苗指的是政府免费向公民提供的，公民应当依照政府规定接种的疫苗；二类疫苗指的是，由公民自费并且自愿接种的疫苗种类。

<sup>3</sup> 13家公司中不包括辽宁成大。

<sup>4</sup> 本文所指四联疫苗是无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗的简称、23价肺炎疫苗是23价肺炎球菌多糖疫苗的简称、Hib疫苗是b型流感嗜血杆菌结合疫苗的简称、冻干Hib疫苗是冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗的简称、三联苗是吸附无细胞百白破联合疫苗的简称。

入贡献较大，但是受国内疫苗市场竞争加剧等因素影响，13价肺炎疫苗、乙肝疫苗、四联疫苗等产品收入大幅下降，公司营业收入同比下降 23.75%，毛利率同比下降 2.54 个百分点。免疫规划疫苗销售收入有所提升，主要系由于乙肝疫苗（10ug 安瓿）市场缺货，销售收入增加所致。同期其他业务收入同比大幅增长，主要系 2024 年康泰生物产业研发总部基地（以下简称“总部基地”）对外出租产生的租金收入。

2025 年一季度公司实现营业收入 6.45 亿元，同比大幅增长 42.85%，主要系冻干狂犬疫苗和水痘疫苗销售持续放量以及 13 价肺炎疫苗和乙肝疫苗销量回升所致；但同期毛利率同比降幅较大，主要系冻干狂犬疫苗和水痘疫苗毛利率相对较低，此外，毛利率较低的免疫规划类乙肝疫苗销售占比提升，导致整体毛利率下降。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2025 年 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
生物制品	6.27	97.24%	74.56%	26.07	98.31%	82.92%	34.66	99.68%	84.57%
自主产品-免疫规划疫苗	0.39	6.12%	-8.17%	0.61	2.30%	25.24%	0.25	0.72%	-191.96%
自主产品-非免疫规划疫苗	5.88	91.12%	80.12%	25.46	96.01%	84.30%	34.41	98.96%	86.59%
其他业务	0.18	2.76%	34.55%	0.45	1.69%	28.81%	0.11	0.32%	-
<b>合计</b>	<b>6.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>73.46%</b>	<b>26.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>82.00%</b>	<b>34.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>84.54%</b>

注：（1）10μg 安瓿瓶、部分 20μg 安瓿瓶规格的乙肝疫苗属于免疫规划疫苗；10μg 预灌封、20μg 预灌封、部分 20μg 安瓿瓶、60μg 预灌封规格的乙肝疫苗、Hib 疫苗、四联苗、23 价肺炎疫、冻干狂犬疫苗和水痘疫苗属于非免疫规划疫苗。（2）2024 年其他业务收入中公司总部基地对外出租收入为 3,587.63 万元，剩余收入主要系销售原辅料、水电费产生。（3）2025 年一季度公司免疫规划疫苗毛利率为负，主要系乙肝疫苗（10μg）包装规格从安瓿瓶更换为西林瓶，生产成本上涨所致。资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2024 年虽然新上市产品冻干狂犬疫苗和水痘疫苗带来一定销售增量，但受疫苗行业市场竞争加剧等因素影响，公司核心疫苗产品销量均大幅下滑；同时，下游客户回款账期继续拉长，账期积压较重；短期内需关注需求回落、政策冲击以及行业价格战可能带来的产品降价风险、存量空间被挤压**

2024 年公司新增上市疫苗产品冻干狂犬疫苗和水痘疫苗，疫苗接种群体从新生儿逐步向成人覆盖，产品线不断丰富，目前公司已上市销售的核心疫苗产品包括 13 价肺炎疫苗、四联疫苗、乙肝疫苗、23 价肺炎疫苗和冻干狂犬疫苗等，2024 年上述疫苗产品销售收入占营业收入比重为 96.27%。

从公司主要产品的销量来看，受疫苗行业市场竞争加剧等影响，2024 年公司核心疫苗产品四联疫苗、23 价肺炎疫苗、13 价肺炎疫苗销量均大幅下滑，产销率同比降幅也较大。销售均价方面，公司免疫规划疫苗由国务院卫生健康主管部门会同国务院财政部门等组织集中招标或者统一谈判，非免疫规划疫苗由各省、自治区、直辖市通过省级公共资源交易平台组织采购，公司疫苗产品销售均价整体仍保持稳定，部分疫苗产品因纳入到免疫规划疫苗、以及成本核算差异导致销售均价小幅下降。

具体分产品来看，2024 年公司四联疫苗销量降幅较大，主要受疫苗行业降库存影响，四联疫苗目前仍是国内独家品种，主要竞争产品是法国巴斯德生产的五联疫苗。此外，2025 年 1 月起，国家调整百白

破疫苗免疫程序，在全国范围内实施将现行 3 月龄、4 月龄、5 月龄、18 月龄各接种 1 剂次百白破疫苗和 6 周岁接种 1 剂次吸附白喉-破伤风联合疫苗的免疫程序，调整为 2 月龄、4 月龄、6 月龄、18 月龄、6 周岁各接种 1 剂次百白破疫苗的免疫程序（公司四联疫苗接种时间仍维持原有的 3 月龄、4 月龄、5 月龄和 12 月龄），这一政策调整可能降低终端客户对含百白破成分的联合疫苗需求，需关注五联疫苗的替代压力、以及政策调整对四联疫苗带来的影响。

目前国内已获批上市的 13 价肺炎疫苗企业是 4 家（辉瑞、沃森生物、康希诺和公司），此外公司销售定价仍相对辉瑞、沃森生物较低，具有一定的价格优势，在经历 2023 年快速放量后，2024 年销量有所回落，2025 年一季度产品降库存接近尾声，销量恢复至 2023 年同期水平，公司 13 价肺炎疫苗仍有较大提升空间。

乙肝疫苗是公司最早上市的疫苗产品，市占率处于行业前列，2024 年销量同比下降 13.03%；2025 年一季度销量同比大幅回升，主要系单价较低的免疫规划疫苗销量的增长，同时也带动销售均价的下降。

目前国内获批上市的 23 价肺炎疫苗企业共有 6 家，市场竞争者较多，2024 年销量同比降幅较大。从市场情况来看，一方面，2024 年部分厂家开启价格战，智飞生物、中生股份成都所先后降价；另一方面，部分经济发达地区主导政府采购，2024 年以来江苏、广州、深圳等地区推行老年人免费接种政策，通过政府集中采购。公司非免疫规划疫苗供应价格未主动降价，2025 年一季度销售均价下降主要系区域市场分化，低价政府采购项目增加，政府采购中标价格逐年下降，影响区域内非免疫规划疫苗的销量。

公司冻干狂犬疫苗使用人二倍体细胞制备，已于 2023 年 9 月获批上市，目前国内已上市的冻干狂犬疫苗的厂家仍仅有康华生物和公司两家，其中公司的“四针法”是国内独家，接种程序优于“五针法”。2024 年冻干狂犬疫苗销售放量，实现收入 3.37 亿元，目前冻干狂犬疫苗（人二倍）的竞争格局仍较好，销售规模有望持续扩大。

水痘疫苗于 2024 年 4 月获批上市，2024 年 7 月开始上市销售，2024 年实现销售收入 0.11 亿元。目前国内水痘疫苗生产企业共 6 家，市场竞争较为充分，公司推进水痘疫苗销售主要系为在研产品“麻腮风水痘联合减毒活疫苗”提供技术基础和商业化支撑。2025 年一季度水痘疫苗销售均价有所下降，主要系部分区域疾控中心对水痘疫苗进行政府采购所致。

近年来随着 Hib 类联合疫苗逐渐得到市场认可，公司单苗 Hib 类疫苗产品销量持续下降；2024 年公司根据市场需求调整策略，停止液体制剂 Hib 疫苗的生产，转向销售冻干制剂 Hib 疫苗（已于 2021 年上市），冻干剂型在稳定性、储存便利性上更具优势。2024 年公司三联苗仍有少量销售，规模较小。

公司销售客户仍主要为各区域的疾病预防控制机构，客户数量较多，销售额相对分散，客户集中度仍较低。从客户账期来看，公司给予客户的信用回款周期一般为 4-6 个月，但由于市场竞争加剧，2024 年回款账期继续拉长。

从销售区域来看，2024年公司产品仍基本在国内销售，大部分区域的销售收入均呈下降趋势，其中华南区域降幅较小，主要系将总部基地租赁收入纳入该区域核算。海外销售方面，公司已与印度尼西亚、巴基斯坦、孟加拉、尼加拉瓜、哥伦比亚等十多个国家的合作方就 13 价肺炎疫苗、23 价肺炎疫苗、四联疫苗和水痘疫苗等产品在海外市场的注册、推广、商业化销售、技术转移等方面达成合作协议。随着国外市场准入的推进，2024 年公司实现海外销售收入 0.12 亿元，2025 年公司已与印度尼西亚、巴基斯坦、土耳其等多个国家签订疫苗订单合同，海外销售收入有望持续扩大。

**表2 公司在各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）**

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
华中	64,148.35	24.19%	91,493.07	26.31%
华东	71,424.57	26.94%	92,125.26	26.49%
西南	39,605.59	14.94%	56,468.63	16.24%
华南	43,626.36	16.45%	47,908.91	13.78%
华北	26,932.63	10.16%	36,316.84	10.44%
西北	11,286.49	4.26%	14,015.59	4.03%
东北	6,987.81	2.64%	9,407.49	2.71%
出口	1,159.75	0.44%	8.08	0.00%
<b>合计</b>	<b>265,171.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>347,743.87</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司生产所需的原辅材料包括人血白蛋白、酵母浸出粉、丁基琼脂糖、大豆蛋白胨、无水乙醇等，包装材料包括预填充注射器、中性硼硅玻璃管制注射剂瓶、西林瓶等。从2024年公司主要供应商来看，前五大供应商合计采购金额占比为34.31%，同比有所下降，供应商集中度尚可；供应商稳定性方面，公司前五大供应商整体变动不大，较为稳定。

**2024年由于行业降库存，公司疫苗产品库存量处于高位，整体产能利用率较上年有所下降**

2024 年公司生产基地无新增，仍共有三处生产基地，其中深圳市光明区主要布局乙肝疫苗和鸡胚流感疫苗项目；北京市大兴区为全资子公司民海生物所在地，主要生产四联疫苗、23 价肺炎疫苗、13 价肺炎疫苗、Hib 疫苗和冻干狂犬疫苗等；深圳南山区西丽街道主要系百旺信应急工程项目，共有两个车间，其中一个车间用于细胞流感疫苗项目的研发与产业化，另一个车间及配套公用工程生产设备暂时处于闲置状态。

公司疫苗产品的生产具有一定的柔性，可视市场反馈等因素灵活调节各产品的生产任务，公司生产基地整体产能弹性较大，且疫苗产品的生产受环境条件和设备检修等因素影响，存在一定周期性，产能利用率波动较大。从产能利用率来看，2024 年由于行业降库存、市场竞争加剧，公司疫苗产品库存量处

于高位，整体产能利用率较上年有所下降，且受行业特性的影响<sup>5</sup>，疫苗行业整体产能利用率偏低。

公司在建项目大部分进入建设尾期，部分项目已投入使用，产能得以扩充，未来项目建设资金需求较小；在研产品研发进度仍保持有序推进，但新增产能能否有效消化并产生预期收益仍存在不确定性；本期债券募投项目仍未能实现预期收益

截至 2025 年 3 月末，公司主要在建项目包括民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期）、总部基地和民海生物疫苗产业基地（三期），项目计划总投资合计 47.40 亿元，已投资 38.67 亿元，大部分项目进入建设尾期，后续整体资金需求较小。其中民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期）主体已完工，部分区域已达到预定可使用状态并投入使用，目前正处于生产认证中。总部基地项目已投入使用，2024 年产生租金收入 0.36 亿元。民海生物疫苗产业基地（三期）部分已投入使用，主要涉及的产品包括冻干狂犬疫苗和 Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）。

百旺信应急工程项目共有两个车间，其中一个车间目前仍用于细胞流感疫苗项目的研发与产业化，已投入使用，另一个车间及配套公用工程生产设备（已全额计提减值准备）暂时处于闲置状态，腺病毒载体疫苗车间（已全额计提减值准备）目前也处于闲置状态，因市场环境的变化，本期募投项目仍未能实现预期收益。

**表3 截至 2025 年 3 月末公司在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	未来两年拟投资		
			2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年
民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期）	30.00	25.17	1.96	0.33	0.35
康泰生物产业研发总部基地	12.68	9.24	0.55	0.32	0.07
民海生物疫苗产业基地（三期）	4.72	4.26	-	0.02	0.05
<b>合计</b>	<b>47.40</b>	<b>38.67</b>	<b>2.51</b>	<b>0.67</b>	<b>0.47</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2025 年 5 月末，公司拥有在研项目 30 项，其中进入注册程序的在研项目 18 项，具体情况见下表。其中 Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）申请生产注册获得受理并完成注册现场核查，四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）、吸附破伤风疫苗申请生产注册获得受理，ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗和甲型肝炎灭活疫苗已完成 III 期临床研究现场工作。公司在研产品管线丰富，儿童和成人疫苗均有覆盖；研发进度有序推进，预期 Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）、四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）、吸附破伤风疫苗预计将于近年陆续获批上市。若新产品顺利上市，将进一步丰富公司现有产品种类，增强公司产品竞争实力。

**表4 截至 2025 年 5 月底公司主要在研项目情况**

药品名称	功能主治	注册阶段	当前进展情况
------	------	------	--------

<sup>5</sup>2019 年出台的《疫苗管理法》明确提到了疫苗企业要有储备产能，以应对疾病预防、控制和公共卫生应急准备的需要，因此公司设计了较大弹性的产能。

<b>Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）</b>	用于预防由脊髓灰质炎 I 型、II 型和 III 型病毒感染导致的脊髓灰质炎	已申请药品注册批件	申请生产注册获得受理并完成注册现场核查
<b>四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）</b>	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感	已申请药品注册批件	申请生产注册获得受理
<b>吸附破伤风疫苗</b>	用于预防破伤风	已申请药品注册批件	上市许可申请获得受理
<b>ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗</b>	用于预防 A 群、C 群、Y 群及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
<b>甲型肝炎灭活疫苗</b>	用于预防甲型肝炎	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
<b>吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗</b>	用于预防百日咳、白喉、破伤风	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	已完成 I 期临床试验，处于 III 临床试验阶段
<b>重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）</b>	用于预防乙型肝炎	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	完成 I 期临床
<b>口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）</b>	用于预防感染轮状病毒导致的婴幼儿胃肠炎	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	处于 I 期、II 期、III 期临床试验阶段
<b>20 价肺炎球菌多糖结合疫苗</b>	用于预防 20 种肺炎球菌血清型引起的感染性疾病	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	处于 I 期、II 期临床试验阶段
<b>吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗</b>	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌引起的侵入性感染	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	处于 I 期临床试验阶段
<b>吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗</b>	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	处于 I 期临床试验阶段
<b>麻腮风联合减毒活疫苗</b>	用于预防麻疹、腮腺炎和风疹	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	处于 I 期临床试验阶段
<b>四价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）</b>	用于预防肠道病毒 EV-A71、CV-A6、CV-A10、CV-A16 感染所致的手足口病等传染病	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	处于 I 期临床试验阶段
<b>四价流感病毒裂解疫苗（6-35 月龄人群）</b>	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感	已取得临床试验批准通知书	已取得临床试验批准通知书
<b>四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）（3 周岁及以上人群）</b>	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感	已取得临床试验批准通知书	已取得临床试验批准通知书
<b>二价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）</b>	用于预防肠道病毒 EV-A71、CV-A16 感染所致的手足口病等传染病	已取得临床试验批准通知书	已取得临床试验批准通知书
<b>三价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）</b>	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感	已取得临床试验申请受理通知书	已取得临床试验申请受理通知书
<b>60 μg 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）</b>	用于治疗乙型肝炎	已撤回药品注册批件申请，目前处于临床数据自查阶段	临床数据自查中

资料来源：公司提供

2024 年公司研发人员和研发投入同比变动不大，与同行业可比上市公司相比，公司整体研发投入规模尚可，但需关注的是，目前疫苗行业市场竞争加剧，公司研究成果能否顺利实现产业化存在较大的不确定性，并且公司主要在研产品均配置相关生产车间及产线，若新产品未能顺利上市，则公司的前期研发投入无法收回，导致相应产线的闲置，将增厚公司经营成本，对公司的产品布局规划和可持续经营能力产生不利影响。

**表5 2023-2024 年公司研发投入情况（单位：人，亿元）**

项目名称	2024 年	2023 年
研发人员数量	362	360
研发人员数量占比	18.92%	18.93%
研发投入金额	5.69	5.42
研发投入占营业收入比例	21.47%	15.59%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

**表6 同行业可比公司研发投入情况（单位：亿元）**

项目	研发投入		研发投入占营业收入比重	
	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
沃森生物	7.00	9.11	24.82%	22.14%
智飞生物	13.91	13.45	5.34%	2.54%
康华生物	1.32	2.53	9.22%	16.04%
成大生物	4.94	4.19	29.49%	23.91%

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

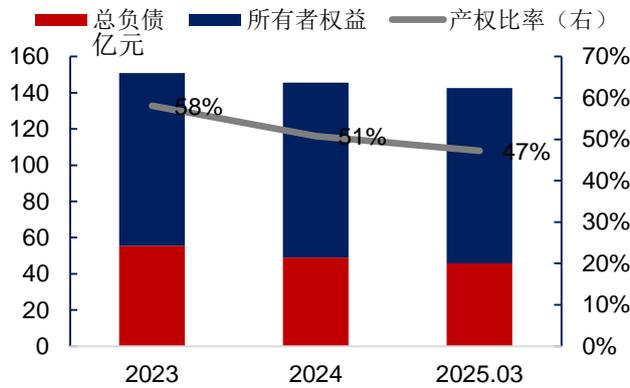
### 资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产仍以固定资产、应收款项和盈余现金为主，2024 年受国内疫苗市场需求回落、竞争加剧等多重影响，营收和盈利空间均受挤压，回款账期继续拉长，面临存货与应收款双重积压；总债务规模有所下降，且以本期债券为主，偿债压力仍相对可控

2024年得益于公司自身经营积累，公司所有者权益<sup>6</sup>较上年末小幅增长；同期，随着公司借款到期偿还，总负债规模较上年末下降11.56%，综合影响下总资产规模有所下降，所有者权益对总负债保障程度仍较好。

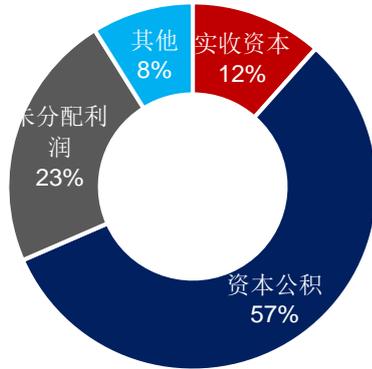
<sup>6</sup> 2024 年资本公积-股份支付计入股东权益增加 1.40 亿元，可转债转股产生的股本溢价以及反向收购公允价值摊销调整的股本溢价合计增加 39.39 万元。

图1 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司货币资金大幅下降，主要系当期偿还银行借款及发放现金股利所致；截至2024年末，公司货币资金及大额存单合计34.81亿元，占总资产比重的23.90%，盈余资金储备尚可。

2024年公司营收同比下降23.75%，但应收账款同比基本无变化，其中一年以内占比为74.28%，账龄在1-2年内占比为20.05%，客户仍主要为各地疾病预防控制机构，回收风险仍相对可控。但公司应收账款累积整体规模较大，收入无法形成有效现金流，对公司营运资金形成较大占用；从行业情况来看，2024年主要上市疫苗企业应收账款周转天数均有所增加，虽然因销售产品结构和区域不同，应收账款的周转效率差异较大，但公司应收账款周转效率处于可比上市疫苗企业较低水平。

2024年存货计提减值2.17亿元，其中库存商品1.72亿元、在产品和自制半成品合计0.47亿元，涉及的产品主要有13价肺炎疫苗、四联疫苗、乙肝疫苗、冻干狂犬疫苗等。与可比公司相比，公司存货周转效率也是低于行业平均水平，未来随着疫苗行业竞争加剧、下游需求结构变化以及产品的更迭，公司存货仍存在较大的减值风险。从营运效率来看，公司营运能力低于疫苗行业的平均水平，面临存货与应收款双重积压。

固定资产基本为公司办公、生产车间、机器设备等，2024年同比增幅较大，主要系民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期）、百旺信应急工程建设项目和流感项目等项目完工从在建工程转入固定资产所致，其中账面价值5.77亿元的固定资产暂未办理产权证。2024年投资性房地产同比增幅较大，主要系总部基地完工验收转入所致，总部基地已对外出租并产生收益。2024年其他流动资产和其他非流动资产的变动，主要系理财产品重分类所致。

截至 2024 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产总计 0.17 亿元，全部为受限货币资金，主要系保函保证金、信用证保证金等，资产整体受限比例较小。

表7 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	2.20	1.54%	4.33	2.97%	11.96	7.93%
应收账款	28.54	20.02%	27.87	19.14%	27.88	18.48%
存货	7.26	5.09%	7.83	5.37%	7.73	5.12%
其他流动资产	23.88	16.75%	22.03	15.12%	4.86	3.22%
<b>流动资产合计</b>	<b>62.30</b>	<b>43.70%</b>	<b>62.42</b>	<b>42.86%</b>	<b>53.96</b>	<b>35.77%</b>
投资性房地产	7.83	5.50%	7.88	5.41%	4.24	2.81%
固定资产	41.93	29.42%	42.35	29.08%	34.35	22.77%
在建工程	9.63	6.75%	9.90	6.80%	22.81	15.12%
其他非流动资产	6.90	4.84%	9.06	6.22%	23.13	15.34%
<b>非流动资产合计</b>	<b>80.25</b>	<b>56.30%</b>	<b>83.21</b>	<b>57.14%</b>	<b>96.89</b>	<b>64.23%</b>
<b>资产总计</b>	<b>142.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>145.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>150.85</b>	<b>100.00%</b>

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

**表8 公司及可比公司营运能力指标（单位：天）**

项目	应收账款周转天数		存货周转天数	
	2024	2023	2024	2023
华兰生物	168	153	395	346
智飞生物	299	162	297	79
成大生物	232	226	555	568
沃森生物	352	292	561	612
康华生物	341	308	760	577
<b>康泰生物</b>	<b>378</b>	<b>263</b>	<b>587</b>	<b>502</b>

资料来源：Wind，中证鹏元整理

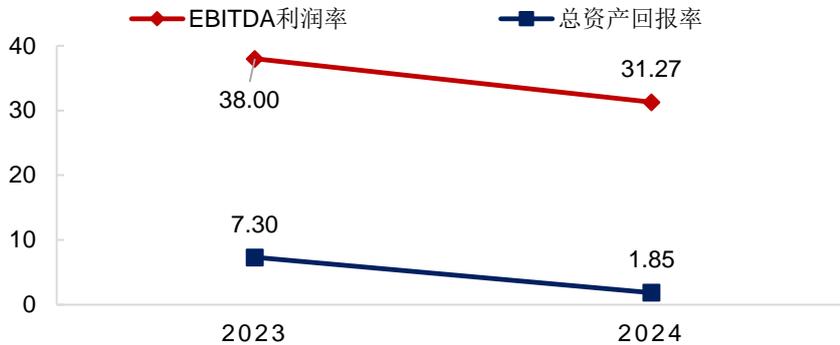
## 盈利能力

2024年，受国内疫苗市场竞争加剧等因素影响，公司营业收入同比下降23.75%，毛利率同比下降2.54个百分点。2025年一季度公司实现营业收入6.45亿元，同比大幅增长42.85%，主要系冻干狂犬疫苗和水痘疫苗销售持续放量，以及13价肺炎疫苗和乙肝疫苗销量回升所致；但同期毛利率同比降幅较大，同时继续计提资产减值损失，导致净利润同比大幅下降58.57%。受下游需求回落，预计短期内疫苗行业竞争将越发激烈，行业价格战将升级，持续挤压公司利润空间。

2024年公司期间费用率为67.63%，较上年末大幅增加，其中销售费用率为33.46%；此外，由于2024年在建工程转固较多，固定资产折旧大幅增加，导致管理费用同比增长35.06%，期间费用对公司利润侵蚀进一步加重，公司EBITDA利润率、总资产回报率较上年末下滑较大。

此外，2024年受疫苗市场竞争加剧引发价格战、需求回落、库存积压等因素影响，公司当期计提资产减值2.32亿元，叠加固定资产折旧费用增加，其他收益同比大幅下降，导致当期净利润同比大幅下降76.60%。

图3 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

### 现金流和偿债能力

随着公司借款到期偿还，公司总债务规模持续下降，截至2025年3月末，公司总债务规模21.06亿元，其中本期债券占比85.81%，剩余为少量银行借款。公司总债务规模仍较大，但以本期债券为主，且债务期限以长期债务为主，偿债压力相对可控。

其他经营性负债方面，应付账款主要为应付的工程、设备、材料款等，2024年随着在建项目逐步完工，应付账款规模有所下降。其他应付款主要为应付专业推广商的销售服务费和临床实验服务费，2024年随着营收的收缩，销售推广服务费也随之减少。

表9 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	0.36	0.78%	0.34	0.70%	0.60	1.08%
应付票据	1.52	3.33%	1.87	3.81%	0.91	1.65%
应付账款	5.57	12.19%	6.61	13.48%	7.91	14.27%
其他应付款	13.96	30.54%	14.61	29.81%	16.46	29.69%
一年内到期的非流动负债	1.11	2.43%	2.03	4.14%	0.32	0.58%
<b>流动负债合计</b>	<b>23.27</b>	<b>50.91%</b>	<b>26.47</b>	<b>53.99%</b>	<b>27.51</b>	<b>49.63%</b>
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	6.71	12.11%
应付债券	18.07	39.53%	17.86	36.44%	17.01	30.68%
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.44</b>	<b>49.09%</b>	<b>22.56</b>	<b>46.01%</b>	<b>27.92</b>	<b>50.37%</b>
<b>负债合计</b>	<b>45.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>49.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.44</b>	<b>100.00%</b>
总债务	21.06	46.08%	22.10	45.08%	25.56	46.10%
其中：短期债务	2.99	14.20%	4.24	19.18%	1.84	7.19%
长期债务	18.07	85.80%	17.86	80.82%	23.72	92.81%

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

2024年受疫苗行业降库存、市场竞争加剧以及新生儿出生率持续下滑的影响，公司常规疫苗销量大

幅下降，同时回款账期继续拉长，现金生成能力同比有所下滑，经营活动现金流净额、EBITDA和FFO均同比大幅下降。2024年公司EBITDA利息保障倍数虽有所下降，但对利息的覆盖程度仍较好，账面盈余现金尚可，净债务为负值，总债务/总资本、FFO/净债务指标表现仍较好，整体偿债压力仍可控。

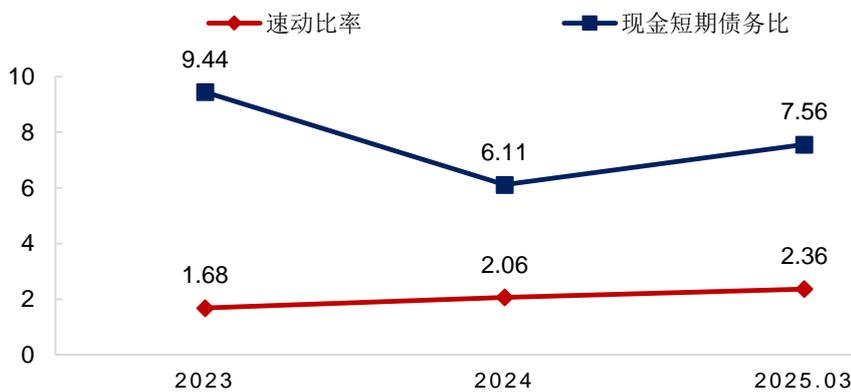
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.46	6.03	10.33
FFO（亿元）	--	6.80	12.09
资产负债率	32.07%	33.66%	36.75%
净债务/EBITDA	--	-0.40	0.67
EBITDA 利息保障倍数	--	6.63	10.18
总债务/总资本	17.87%	18.62%	21.13%
FFO/净债务	--	-207.51%	136.98%
经营活动现金流净额/净债务	--	-184.06%	117.06%
自由现金流/净债务	--	-39.99%	35.65%

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

2024年，公司现金类资产对短期债务的覆盖仍较好。截至2025年3月末，公司未使用的银行授信余额为12.65亿元，剩余授信规模尚可，同时公司资产受限比例很小，必要时可抵押公司投资性房产总部基地等，整体融资弹性尚可。

图4 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

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（公司本部：2025年4月22日，民海生物：2025年6月6日），公司本部和子公司民海生物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，无逾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12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

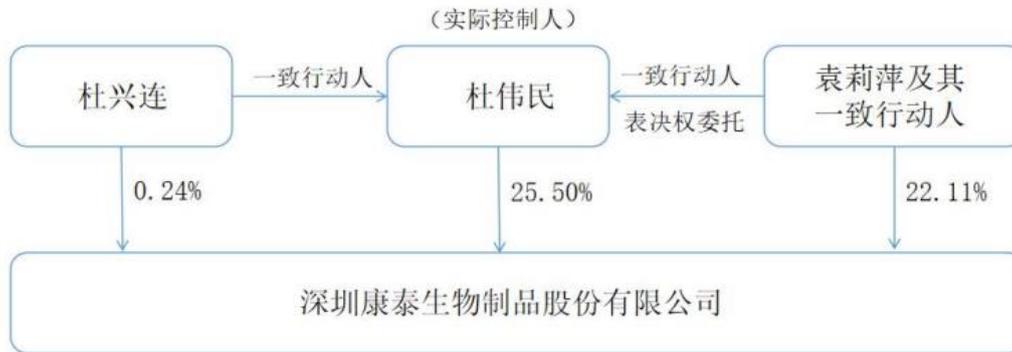
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.20	4.33	11.96	10.18
应收账款	28.54	27.87	27.88	22.93
其他流动资产	23.88	22.03	4.86	5.74
流动资产合计	62.30	62.42	53.96	51.75
固定资产	41.93	42.35	34.35	17.13
非流动资产合计	80.25	83.21	96.89	86.12
资产总计	142.55	145.64	150.85	137.86
短期借款	0.36	0.34	0.60	1.70
应付账款	5.57	6.61	7.91	3.20
其他应付款	13.96	14.61	16.46	13.54
一年内到期的非流动负债	1.11	2.03	0.32	1.04
流动负债合计	23.27	26.47	27.51	23.40
长期借款	0.00	0.00	6.71	4.05
应付债券	18.07	17.86	17.01	16.11
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	22.44	22.56	27.92	24.61
负债合计	45.72	49.03	55.44	48.01
总债务	21.06	22.10	25.56	24.04
其中：短期债务	2.99	4.24	1.84	3.88
长期债务	18.07	17.86	23.72	20.16
所有者权益	96.83	96.61	95.42	89.85
营业收入	6.45	26.52	34.77	31.57
营业利润	0.28	1.81	9.49	-3.18
净利润	0.22	2.02	8.61	-1.33
经营活动产生的现金流量净额	-0.46	6.03	10.33	5.46
投资活动产生的现金流量净额	-0.65	-5.57	-4.39	-26.06
筹资活动产生的现金流量净额	-0.99	-8.01	-4.18	-4.65
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	8.29	13.21	8.24
FFO（亿元）	--	6.80	12.09	6.37
净债务（亿元）	-1.41	-3.28	8.83	4.92
销售毛利率	73.46%	82.00%	84.54%	84.17%
EBITDA 利润率	--	31.27%	38.00%	26.09%
总资产回报率	--	1.85%	7.30%	-1.64%
资产负债率	32.07%	33.66%	36.75%	34.82%
净债务/EBITDA	--	-0.40	0.67	0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	6.63	10.18	6.73

总债务/总资本	17.87%	18.62%	21.13%	21.11%
FFO/净债务	--	-207.51%	136.98%	129.68%
经营活动现金流净额/净债务	--	-184.06%	117.06%	111.02%
速动比率	2.36	2.06	1.68	1.90
现金短期债务比	7.56	6.11	9.44	5.07

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 年底纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
北京民海生物科技有限公司	100,000.00	100.00%	人用疫苗研发、生产与销售
深圳鑫泰康生物科技有限公司	35,000.00	100.00%	医药技术的研发及应用等
深圳康泰生物科技有限公司	5,800.00	100.00%	开发、生产经营乙肝疫苗及其它医用生物制品
康泰生物科技（香港）有限公司	926.04	100.00%	预防用生物制品的经营、批发、贸易；技术开发及引进；进出口业务
北京康实生物技术有限公司	1,000.00	45.00%	药品生产；药品委托生产。

注：公司通过深圳康泰生物科技有限公司间接持股 45% 设立北京康实生物技术有限公司，属于本集团控制公司。

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
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）
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%
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