



2021年海南普利制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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

2021年海南普利制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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	A 移出观察名单	AA- 列入观察名单
评级展望	稳定	-
普利转债	A 移出观察名单	AA- 列入观察名单

评级观点

- 中证鹏元将海南普利制药股份有限公司（以下简称“普利制药”或“公司”，股票代码 300630.SZ）主体信用等级下调为 A，评级展望调整为稳定，“普利转债”信用等级下调为 A，并将公司主体信用等级和“普利转债”信用等级移出信用观察名单。本次评级下调主要是基于：公司跟踪期内因未按时披露年度报告受到行政处罚及因涉嫌信息披露违法违规被中国证监会立案调查，且 2023 年被出具保留意见的审计报告；此外，受集采影响，2023 年公司大部分仿制药产品销量和单价均呈现下滑趋势，且客户账期也持续拉长，致使经营回款滞后，营运压力上升。同时，期间费用对利润造成侵蚀导致公司净利润出现下滑，考虑到未来随着集采的持续推进，产品面临持续降价风险，预计未来公司经营业绩继续承压；同时债务规模仍呈扩张趋势，且短期债务占比高，债务偿付压力加大等风险因素。

评级日期

2024 年 7 月 30 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	2024.3	2023	2022
总资产	65.99	62.87	61.16
归母所有者权益	29.73	29.06	25.65
总债务	28.33	24.79	26.83
营业收入	3.06	13.04	16.19
净利润	0.67	0.86	2.95
经营活动现金流净额	-1.12	1.13	2.28
净债务/EBITDA	--	5.94	3.81
EBITDA 利息保障倍数	--	2.64	4.75
总债务/总资本	48.79%	46.04%	51.13%
FFO/净债务	--	1.50%	10.33%
EBITDA 利润率	--	24.45%	28.58%
总资产回报率	--	2.08%	6.10%
速动比率	1.08	1.16	1.20
现金短期债务比	0.37	0.65	0.79
销售毛利率	75.77%	73.05%	65.17%
资产负债率	54.94%	53.77%	58.07%

注：2022 年财务数据采用 2023 年审计报告期初数据。
资料来源：公司 2023 年审计报告、未经审计 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

优势

- **公司新增产能布局基本完成，在研管线储备丰富，重点在研产品进展较为顺利，为公司持续发展提供支撑。**公司具有经验丰富的研发团队，2023 年研发投入持续增加，自主研发的创新药强渗透抗肿瘤项目（PLAT001）和双模态造影剂项目（PL002）已进入临床 I 期，且仿制药研发领域国内外正在审评的产品有 100 多个，在研管线储备丰富。2023 年以来公司新增过评品种 31 个，截至 2024 年 4 月末，公司通过/视同通过一致性评价品种有 49 个，同时在药品制剂和原料药领域的新增产能布局基本完成，为公司中长期发展提供一定支撑。

关注

- **公司因未按时披露年度报告受到行政处罚，且因涉嫌信息披露违法违规被立案调查。**因公司未在法定期限披露 2023 年年度报告，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）拟对公司责令改正，给予警告，并处以 100 万元罚款，对其他相关责任人员给予警告和罚款等措施。此外，2024 年 7 月 8 日公司因对 2021 年、2022 年合并财务报表和母公司财务报表进行的会计差错更正及追溯调整涉及多个会计年度且金额较大，涉嫌信息披露违法违规，再次收到中国证监会《立案告知书》。目前，公司正在被中国证监会立案调查，若后续经中国证监会行政处罚认定公司触及《深圳证券交易所创业板股票上市规则》规定的重大违法强制退市情形，公司股票将被实施重大违法强制退市。
- **2023 年公司被出具保留意见的审计报告。**天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“审计机构”）因无法确认公司对 2021 年、2022 年合并财务报表和母公司财务报表进行的会计差错更正及追溯调整事项是否完整、更正金额是否准确，无法确认公司与海南德赛康医药科技有限公司等七家公司是否存在关联方关系，出具了保留意见的 2023 年度审计报告，需关注相关事项对公司经营的影响及涉及相关财务数据的准确性。
- **公司内部控制存在重大缺陷，管理和治理能力亟待完善。**2024 年 7 月 5 日公司披露了《关于海南证监局对公司采取责令改正措施决定的自查整改报告》，公司自查发现，公司销售与收款相关内部流程存在缺陷，存在相关制度与实际不匹配的情况以及实际执行不到位的情况，同时公司内部审计对公司内部控制制度合理性和执行有效性情况的监督力度不足，内部控制存在重大缺陷，管理和治理能力亟待提高。
- **2023 年公司营收规模同比大幅下降，预计未来经营业绩将继续承压。**2023 年公司营业收入受原料药贸易业务收入会计核算方法调整影响降幅较大，此外，2023 年除了部分集采中选产品以及竞争格局较好的产品销量保持稳定增长，其他仿制药产品销量和单价均呈现下滑趋势，未来随着集采的持续推进，进入集采药品品种增多，药品降价销售的趋势将扩大，且公司目前营收占比中仍有超半数的产品尚未过评，如果公司产品在集采中失标，将面临量价齐降，持续压缩公司的利润空间。
- **公司经营回款滞后，2023 年营运压力上升。**公司客户主要是各区域的大型医药流通企业，销售的产品主要是市场竞争较为激烈的普药，对下游客户的议价能力较弱，且近些年由于宏观经济下行，医院端回款周期拉长，进一步推高了公司应收账款的账期；此外，近些年公司一直在推出新产品，新产品的推广期账期较长，导致资金回流缓慢，经营活动净现金流弱化。
- **期间费用过高以及计提资产减值准备，对净利润形成侵蚀。**2023 年，公司持续增加对在研项目的研发投入以及加大对新上市产品的推广力度，研发费用和销售费用分别同比增长 1.76% 和 31.17%，同期期间费用率高达 71.42%，对公司利润造成较大侵蚀。此外，2023 年公司计提资产减值损失和信用减值损失合计 4,384.89 万元，计入当期损益，进一步减少了公司营业利润。考虑到公司产品大部分为竞争激烈的仿制药，随着带量采购等国家医改政策的推进，公司通过一致性评价的药品如果在国家集采中流标，可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。
- **存在新增产能消化不达预期的风险。**近年公司持续高资本支出扩产能，目前已进入产能释放期，而新增产能能否消化主要依赖新产品的研发上市，但公司目前研发的产品大部分为竞争激烈的仿制药，在当前的医药市场环境下，若新产品未能顺利上市并实现产业化，则新增产线将可能出现闲置，加大公司经营压力。
- **公司主要偿债指标表现弱化，偿债压力加大。**跟踪期内公司债务规模仍呈扩张趋势，且短期债务占比较高，2024 年 3 月末短期债务占比达 48.82%，而公司偿债能力指标弱化，现金生成能力持续减弱，且受负面事件影响再融资空间受限，面临较大的偿债压力。

未来展望

- 公司主要药品入选国家医保目录，在研管线储备丰富，重点在研产品进展较为顺利，为公司持续发展提供支撑。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

指标	信立泰	仟源医药	昂利康	普利制药
总资产	93.97	14.33	30.20	62.87
营业收入	33.65	7.99	16.26	13.04
净利润	5.80	0.25	1.38	0.86
销售毛利率	68.58%	67.79%	44.61%	73.05%
资产负债率	14.27%	45.68%	39.33%	53.77%
销售净利率	17.26%	6.10%	11.26%	6.59%
销售费用率	30.18%	41.53%	18.02%	35.26%
研发支出/营业收入	31.13%	7.67%	10.60%	43.97%
应收账款周转率	6.96	7.64	7.56	1.16
存货周转率	2.04	2.30	2.62	1.02
净营业周期	169.57	149.46	126.36	350.70

注：以上各指标均为 2023 年末/2023 年度数据。

资料来源：公开资料

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_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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				-1
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					0
主体信用等级					A

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了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。

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
普利转债	8.50	5.31	2024-6-17	2027-2-9

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年2月9日发行6年期8.50亿元可转债，募集资金计划用于普利国际高端生产线扩建项目。根据公司2024年7月5日披露的《2023年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2023年12月31日，普利转债募集资金可使用余额为23,848.22万元，其中募集资金账户余额为2,848.22万元，银行定期存单1.10亿元，募集资金暂时性补充流动资金1.00亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生改变。截至2024年3月末，公司股本为4.52亿股，控股股东和实际控制人仍为范敏华、朱小平夫妇，合计持有公司股份比例为39.64%，无股权质押情况。根据公司2024年7月10日披露的《关于不向下修正普利转债转股价格的公告》，公司股票价格已触发“普利转债”转股价格的向下修正条款。公司董事会选择本次不行使“普利转债”的转股价格向下修正权利，且在未来三个月内（2024年7月11日至2024年10月10日），如再次触发“普利转债”的转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。在此之后，若再次触发“普利转债”的向下修正条款，届时公司董事会将再次召开会议决定是否行使“普利转债”的向下修正权利。因此公司最新转股价为19.76元/股，自2023年11月17日开始生效。

2023年1月1日-2024年3月31日公司共有 3,185,103 张“普利转债”转股，共计转换成“普利制药”股票 16,111,558 股。2023年7月2日根据公司公告《关于2024年第二季度可转换公司债券转股情况的公告》，2024年第二季度无转股，截至2024年7月26日，“普利转债”尚有5,311,339张，剩余可转债金额为531,133,900元。

跟踪期公司主营业务无变化，仍主要从事化学制剂的研发、生产与销售，主要药品包括地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等，涵盖抗过敏类药物、心血管类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等多个领域。2023年度公司合并范围子公司无变化，截至2023年末，纳入公司合并范围的子公司共6家，具体情况如附录四所示。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年化药行业增速首次出现负增长，随着国家及地方集采力度继续扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压；同时伴随着仿制药品批准上市数量和过评药品数量大幅增加，行业竞争加剧，预计行业集中度将加速提升；医药反腐肃清医药行业不正之风，推动行业良性发展

根据国家统计局数据，2023年规模以上医药工业增加值约1.3万亿元，按照不变价格计算同比下降5.2%；实现利润4,127.2亿元，同比下降16.2%，增速多年来首次均为负增长，且分别低于全国工业整体增速9.8和13.9个百分点。而其中化学原料药和化学制剂的营收和利润也首次出现负增长，主要系随着国家和地方药品集中带量采购深入实施，纳入集采范围的产品覆盖面不断扩大，整体价格进一步下降，营

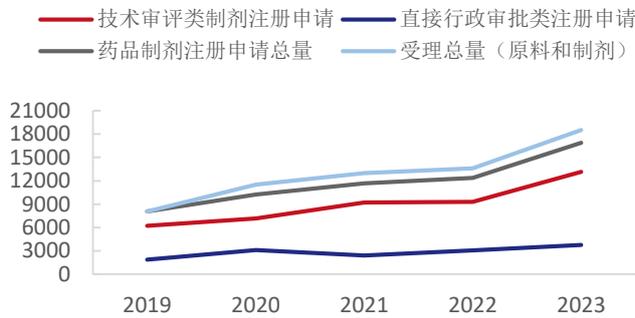
收和利润相应下降；同时随着供给侧结构性改革的推进，作为我国医药工业战略支柱之一的化学原料药行业的生产集中度提升，产能和产量有所减少。

表1 2023年医药工业各子行业营业收入、利润增速情况

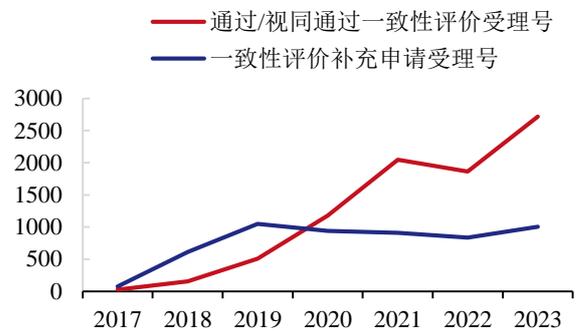
行业	营业收入增速	利润增速
化学原料药	-5.9%	-13.2%
化学制剂	-0.5%	-3.4%
中药饮片	14.6%	22.9%
中成药	6.5%	6.4%
生物制品	-15.6%	-43.3%
卫生材料及医药用品	-25.8%	-51.5%
药用辅料及包装材料	1.3%	-9.0%
医疗仪器及器械	-5.8%	-21.3%
制药专用设备	3.2%	-18.0%
合计	-4.0%	-16.2%

资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2023年仿制药品批准上市数量大幅增加，同时过评药品数量快速增长，行业竞争加剧，预计行业集中度将加速提升。2023年，我国药品注册申请受理量创近五年新高，批准上市的产品数量较上年大幅增长，国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“药审中心”）受理各类注册申请18,503件，同比增加35.84%，其中化学药品注册申请7,725件，同比增加24.88%，占全部需技术审评审结量的72.59%。一致性评价方面，2023年过评药品数量快速增长，共有2,713个品规的仿制药通过/视同通过一致性评价，涉及742个品种，相较于2022年增长42.86%。从申报种类来看，2023年过评药品的剂型以注射剂和片剂为主，其中剂型为注射剂的药品最多，共1,233个，占比45.45%，近年来注射剂一致性评价申报及过评数量及占比逐年递增，尤其是2020年国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020年第62号）》后，注射剂一致性评价工作明显提速，预计未来将维持高占比。仿制药品种数量快速增长加剧了市场竞争，伴随着药品集采实施，很多品种的竞争格局发生变化，一些传统优势企业行业地位受到挑战，一些纯B证的MAH企业成为新进入者，逐步成为仿制药领域的重要构成；同时，一致性评价推进促使行业集中度进一步提升，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力。

图1 药品注册申请申报量持续增长，审批加速


资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

图2 2023年过评药品数量快速增长


资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

国家及地方集采力度继续扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行9批药品集中带量采购，2023年第八批、第九批国家药品集采年内组织完成，其中第八批集采的39种药品价格平均降幅56%，第九批集采的44个品种价格平均降幅58%。至此，累计纳入国家集采的品种已达374个，涉及1,135家企业的1,645个产品，占据了公立医疗机构常用药品的30%；此外，地方集采数量和品类也在增加，2023年新开展25个带量采购项目，品种进一步拓展，并延伸到中药、生物制品等领域。从国家集采到地方联盟集采，药品集采范围持续扩大、种类增多，新进品种和续约品种都出现不同程度价格下降，按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求，到2025年药品集中带量采购品种需超过500个，未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购将进一步加速扩面，化药制剂行业盈利规模继续承压。

表2 全国带量采购加速扩面，预计未来化药行业利润将继续承压

项目	全国第九批集采	全国第八批集采	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2023年11月	2023年2月	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	2024年4月	2023年7月	2022年11月	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	44个品种	39个品种	60个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业(家)	205	174	217	148	118	125	77
平均降幅	58%	56%	48%	56%	50.00%	53.00%	53.00%

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

我国医保目录动态调整机制基本形成，目录调整进入常态化管理，新药进医保“提速”。2023年国家启动了新一轮的医保谈判和医保目录调整，通过谈判，126个药品新增进入目录，其中57个药品实现了当年获批、当年纳入目录，超80%的新药能够在获批上市两年内纳入医保。续约规则进一步优化，“简易续约”缓解了医保目录中创新药持续降价的压力，本轮70%的品种实现了原价续约。本次医保目录

调整共有126个药品新增进入国家医保药品目录，1个药品被调出，143个目录外药品参加谈判或竞价，其中121个药品谈判或竞价成功，平均降价61.7%。2023年25个创新药参加了医保目录谈判，其中23个创新药谈判成功，新药从获批上市到进入目录的时间，从原来的5年多缩短到现在的1年多，80%的创新药能够在上市后两年内进入医保药品目录，新药进医保时间大幅缩短。

表3 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大

项目	第八次	第七次	第六次	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家谈判品种数	143	147	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	121	121	94	119	97	17	36	3
平均降幅	60.7%	60.1%	目录外： 61.71%	50.64%	新增： 60.7% 续约： 26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2023年1月13日，国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，这是继2019年发布第一批重点监控用药目录后的首次更新，本次发布的药品除已经在第一批目录中出现的药物外，也包括奥美拉唑、头孢哌酮舒巴坦、布地奈德、地佐辛等已经纳入国家或地方集采且在临床上需求量较大的药品，进入重点监控目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险，相关药品占比较大的企业业绩或受一定影响。2023年3月，国家药监局药品审评中心（CDE）发布《加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》以及多项技术指导原则，进一步优化审评流程，缩短部分创新药审评时限，引导企业减少同质化研发。2023年7月，国家卫生健康委等十部委联合印发《关于开展全国医药领域腐败问题集中整治工作的指导意见》，开启了为期一年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，聚焦医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节和“关键少数”，有助于净化行业环境和规范企业经营行为，企业将更加注重新药技术创新和质量管理的重要性，进而推动医药行业向更高水平、更高质量的方向发展。

表4 2023年化药行业主要政策情况

发布时间	政策/文件名称	主要内容
2023年1月	2022年国家医保药品目录调整结果发布	本次调整121个药品谈判或竞价成功，平均价格降幅60.1%
2023年1月	国家卫健委发布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》	进入该目录的药品将面临严格监控、限制使用等风险
2023年3月	国家药监局药品审评中心发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规划（试行）》	加快创新药审评速度，鼓励创新药研究发展
2023年7月	国家药监局组织制定了《药品标准管理办法》	为规范和加强药品标准管理，建立严谨的药品标准，保障药品安全、有效和质量可控，促进药品高质量发展

2023年7月	国家卫生健康委印发《关于开展全国医药领域腐败问题集中整治工作的指导意见》	对全国医药领域腐败问题集中整治工作，聚焦医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节，净化行业环境和规范企业经营行为
2023年8月	国务院常务会议审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023—2025年）》。	鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力
2023年10月	国家药监局发布《关于加强药品上市许可持有人委托生产监督管理工作的公告》和《药品上市许可持有人委托生产现场检查指南》	针对性加强药品上市许可持有人委托生产的监督管理，落实持有人委托生产药品质量安全主体责任，保障药品全生命周期质量安全，提升行业门槛，规范行业秩序。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司在建项目建设基本进入尾声，新增产能配置完善公司在药品制剂和原料药领域的产业布局，且在研项目进展较为顺利，为公司中长期发展提供一定支撑；2023年公司营收规模受原料药贸易业务收入会计核算方法调整影响降幅较大，同时受集采影响，2023年公司大部分仿制药产品销量和单价均呈现下滑趋势，客户账期也持续拉长，期间费用对利润造成侵蚀，未来随着集采的持续推进，产品面临持续降价风险，未来公司经营业绩或将继续承压

公司仍主要从事化学制剂的研发、生产与销售，2023年公司实现营业收入13.04亿元，同比下降19.43%，主要系2023年原料药贸易业务全部采用“净额法”确认收入导致贸易业务收入大幅下降以及原料药及中间体销售规模下降所致。

从产品类型来看，公司对外销售的产品仍以药品制剂为主，2023年销售占比提升至94.56%，药品制剂的销售收入仍保持小幅增长，其中主要是受益于对乙酰氨基酚口腔崩解片销量的爆发式增长，剔除该药品，其他药品2023年销售收入同比下降35.49%；2023年公司原料药及中间体销售基于谨慎性考虑，对于全球总代理模式，改为待中间商将产品售出后再确认收入；同时对原料药贸易业务全部调整为“净额法”确认收入，导致收入同比降幅较大；其他业务包括许可费收入和研发服务收入等。

毛利率方面，受国家级、省级药品集采持续推进的影响，除了非甾体抗炎类药物，其他品类的药物毛利率均呈下滑趋势，非甾体抗炎类药物主要受当期对乙酰氨基酚口腔崩解片需求暴增推高了价格，导致公司2023年销售毛利率仍有所提升，但该类品类药品需求爆发具有偶发性，未来随着仿制药带量采购的持续推进，公司主营业务毛利率仍存在下滑的风险。2024年1-3月，公司实现营业收入3.06亿元，同比增长42.33%，主要系2023年末至2024年初流行性肺炎爆发，相关用药注射用阿奇霉素销量大幅增加。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
心血管类药物	1.20	9.19%	62.80%	2.34	14.42%	78.45%
抗过敏药物	1.87	14.31%	77.76%	2.62	16.19%	84.38%

抗生素类药物	2.13	16.31%	37.54%	3.45	21.29%	59.97%
消化类药物	0.58	4.47%	43.32%	2.36	14.59%	64.95%
非甾体抗炎类药物	5.24	40.15%	92.09%	1.29	7.95%	83.48%
皮肤病类药物	0.66	5.07%	57.55%	0.70	4.30%	65.98%
急救药	0.79	6.05%	86.95%	1.64	10.13%	63.99%
其他药物	0.10	0.76%	-31.58%	1.65	10.19%	13.76%
其他	0.48	3.70%	86.23%	0.15	0.93%	87.49%
合计	13.04	100.00%	73.05%	16.19	100.00%	65.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
药品制剂	12.33	94.56%	73.35%	12.25	75.67%	77.57%
原料药及中间体	0.23	1.76%	33.13%	3.79	23.41%	24.18%
其他	0.47	3.60%	84.83%	0.15	0.92%	87.48%
合计	13.04	100.00%	73.05%	16.19	100.00%	65.17%

注：其他收入包括许可费收入，研发服务收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司研发投入持续增加，公司在注册项目仍较多、创新药研究取得新进展、通过一致性评价的品种也大幅增加，为公司中长期发展提供一定支撑，但仍需关注产品研发、审批以及能否实现预期收益存在不确定性

公司销售药品主要为处方药，涵盖心血管类药物、抗过敏类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等领域，2023年公司新增产品批文号110个，其中境内化学药批文新增19个，境外制剂生产批件新增48个，新增原料药生产批件38个。截至2023年末，公司已取得产品批准文号344个，拥有较为丰富的产品线。截至2023年末，公司国内主要销售药品有45个，其中共有35个品种（甲类品种14个，乙类品种21个）被纳入2023年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录和国家医保目录，海外主要销售药品有38个，主要销往欧美地区。

2023年公司继续加大在研发方面的投入，当期研发投入为5.74亿元且资本化研发支出占比达53.33%，主要系当期钆布醇原料药、造影剂原料药满足放大生产条件予以资本化，以及左亚叶酸钙注射液、钆布醇注射液 (USA)、注射用替加环素等药品受理批件后发生的补充研究投入。但是，同期公司研发人员有所下降，主要系2023年底部分研发项目结项后非核心研发员工离职。

从研发投入来看，在创新药领域：公司重点布局新型肿瘤治疗手段硼中子俘获疗法（BNCT）的硼药开发，自主研发的强渗透抗肿瘤项目（PLAT001）（用于治疗晚期胰腺癌）和双模态造影剂项目（PL002）（用于肝肿瘤手术导航）已进入临床I期。

在原料药领域：公司的造影剂系列原料、合成生物学系列原料和制剂开发的重要辅料已陆续在安徽普利生产基地投产。

在仿制药领域，目前仿制药研发领域国内外正在审评的产品有100多个，公司在注册项目较多。

在一致性评价方面，2023年以来公司新增过评品种31个，截至2024年4月末，公司通过/视同通过一致性评价品种有49个，主要包括注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦、左乙拉西坦注射液等，其中有7个为首家过评，此外有10个品种在国家集采中中选。整体来看，公司在注册项目仍较多，创新药研究取得新进展，通过一致性评价品种也大幅增加，为公司中长期持续发展提供支持；但从公司目前开展一致性评价的进度来看，2023年仍有占比超五成的销售收入来自尚未通过一致性评价的产品，随着一致性评价工作的持续推进，未来研发投入规模可能会进一步增加；同时如果在研品种未能取得药品批件上市，未能通过一致性评价或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入将无法收回，对公司的药品布局规划和营收的稳定性造成一定影响。

表7 2022-2023 年公司研发投入情况（单位：人，万元）

项目名称	2023 年	2022 年
研发人员数量	516	550
研发人员数量占比	32.97%	36.18%
研发投入金额	57,352.68	53,785.73
研发投入占营业收入比例	43.97%	33.22%

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

表8 公司主要药品一致性评价销售占比情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
已通过一致性评价的产品	5.05	38.74%	55.27%	7.31	45.57%	74.25%
尚未通过一致性评价的产品	7.20	55.23%	87.19%	4.80	29.67%	77.57%
无需开展一致性评价的产品	0.79	6.03%	57.81%	4.08	25.18%	28.30%
合计	13.04	100.00%	73.05%	16.19	100.00%	65.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023 年除了部分集采中选产品以及竞争格局较好的产品销量保持稳定增长，其他仿制药产品销量和单价均呈现下滑趋势，同时下游客户的账期继续拉长，资金回流缓慢；未来随着集采的持续推进，进入集采药品品种增多，药品降价销售的趋势将扩大，且公司目前营收占比中仍有超半数产品尚未过评，如果公司产品在集采中失标，将面临销量下滑，压缩公司的利润空间

2023年除了部分国家集采中选产品以及部分竞争格局较好的产品销量保持稳定增长，其他仿制药产品销量均呈现下滑趋势。价格方面，2023年随着公司在国家级、省级药品集采中标的品种增加以及越来越多的药品入选集采品种，导致药品销售均价大部分都呈现下滑趋势，其中集采中标品种销售单价降幅更是超过70%。未来在国家级、各地区省级及联盟集采越来越频繁的仿制药市场环境中，药品降价销售的趋势会进一步扩大，公司药品销售价格将进一步承压，如果公司产品在集采中失标，将面临销量下滑，压缩公司的利润空间。

具体来看，2023年核心药品（合计20个）销售额合计占公司药品制剂销售额比重超90%，从主要销售药品的销量来看，2023年超半数的药品销量呈下滑趋势，其中克拉霉素缓释片、注射用更昔洛韦钠、注射用法莫替丁、注射用尼麦角林、依替巴肽注射液和盐酸多巴酚丁胺注射液销量同比下降超40%；另一方面，国家集采中选药品地氯雷他定片、左氧氟沙星片、注射用阿奇霉素2023年销量保持30%以上的增速。

抗过敏类药物方面，2023年地氯雷他定干混悬剂和地氯雷他定分散片受突发性疾病用药需求恢复正常影响，销量同比有所下滑；地氯雷他定片在国家集采续约成功，销量保持增长。2023年5月地氯雷他定分散片转换为非处方药，销售渠道由院内转向院外，市场竞争加剧，且受同类国家集采药品地氯雷他定片影响，销售均价也随着下降。

抗生素类药物方面，除了集采中选药品注射用阿奇霉素和左氧氟沙星片销量保持增长，其他药品销量均呈下滑趋势。其中注射用阿奇霉素销量同比增长超70%，主要系2023年全国各地爆发支原体肺炎疾病，注射用阿奇霉素属于支原体肺炎一线用药且属于国家集采中选药品，多地医保局发文要求普利注射用阿奇霉素保供，促使量价齐升。此外，注射用更昔洛韦钠2023年销量和销售均价均出现较大幅度下滑，主要由于该产品原主要在民营医院销售，属于市场定价品种，销售价格相对较高，2023年各省陆续开展省级、联盟集采，公司主动降价并参与各地区集采，目前已在河南联盟、苏陕联盟、山东省级集采中中选，后续销量有望增长。

非甾体抗炎类药物方面，对乙酰氨基酚口腔崩解片主要用于支原体肺炎疾病，2022年出现供不应求的情况，2023年公司增加备货量，且该产品于2023年8月转换为非处方药，销售渠道转为院外销售。受需求旺盛影响，2023年销量和销售均价均大幅增长，但该药品爆发式增长存在一定的偶发性，未来随着需求恢复正常，销量和价格预计将回落。

消化类药物方面，注射用法莫替丁2023年量价均呈下滑趋势，主要系当期该产品四川、山东、河北等销售大省省级集采中中选，但因报价过低，公司放弃中选，导致销量下降。

心血管类药物方面，注射用尼麦角林属于国代药品³，2023年该药品进入多省集采，销售价格大幅度下降，国代放弃代理权，双方协商清理库存、冲红等，因此出现价格为负值。

急救药方面，硝普钠注射液属于急抢救一线用药，是国内目前唯一过评的硝普钠注射剂，其原料药供应不稳定，公司拥有自产原料，竞争优势较明显，2023年销量同比增长34%，同时公司为了进一步拓展民营、基层等销售渠道，下调销售均价。2023年盐酸多巴酚丁胺注射液销量同比降幅较大，主要系该药品（非过评规格）在2023年进入广东联盟集采，因为报价过低，公司放弃中选导致销量减少；同时该药品拥有多个规格，其中过评规格在一致性评价后重新上市，销售均价也有所提升。

³ 国代药品主要指的是由国家指定的代理机构负责销售和分销的药品。这些代理机构通常与药品生产企业签订合同，负责在特定区域内的药品销售和分销。

表9 公司药品在国家集采及省级集采中标情况（单位：元/盒，万支、片、袋/年）

药品名称	集采批次	规格	中标价格	价格降幅	中标数量
阿奇霉素干混悬剂	第九批	0.1g*20 袋/盒	11.58	-	7.7412
注射用达托霉素	第八批	0.5g*1 支/盒	141.78	-75.35%	0.5054
注射用伏立康唑	第八批	0.2g*1 支/盒	49.78	-90.35%	330.8745
依替巴肽注射液	第七批	10ml: 20mg*1 支/盒	63.58	-81.00%	2.17
左乙拉西坦注射用浓溶液	长三角联盟集采	5ml: 500mg	32.179	-	1.093
注射用阿奇霉素	第五批	500mg*10 支/盒	188.58	-73.0%	60.82
注射用比伐芦定	第四批	250mg*1 支/盒	548.88	-78.0%	1.14
左氧氟沙星片	第四批	250mg*30 片/盒	13.88	-88.5%	1,977.78
左乙拉西坦注射液	第三批	500mg: 5ml*10 支/盒	658.88	-80.6%	2.23
地氯雷他定片	第三批	5mg*24 片/盒	11.33	-68.0%	2,614.31

资料来源：公司2021-2023年年度报告、上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

表10 公司主要药品纳入集采销售占比情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
纳入集采的药品	2.12	16.88%	80.13%	1.74	10.88%	70.81%
未纳入集采的药品	10.44	83.12%	71.68%	14.30	89.12%	64.25%
合计	12.56	100.00%	72.55%	16.04	100.00%	64.96%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从药品销售区域来看，华东区域仍是公司最主要的销售区域，2023年销售占比为33.44%；2023年公司在西南和华北区域的销售收入同比有所增长，主要系受益于对乙酰氨基酚口腔崩解片等抗流感类药品销量的增加，其他区域的销售收入均呈下滑趋势。此外，公司在海外获批上市的品种逐年增加，截至2023年末，累计已有注射剂、口服固体制剂、口服液体制剂等30多个品种在欧美多国获批上市，产品已成功销往美国、德国、法国、荷兰、英国、加拿大和澳大利亚等国家，2023年海外制剂销售收入为1.52亿元，同比增长27.73%。近年来国际贸易冲突和贸易保护主义势头愈演愈烈，需关注，若未来公司的主要客户所在国家继续加强贸易保护措施，可能对公司业务产生一定不利影响，且海外销售以美元等外币结算，汇率的波动也将直接影响公司盈利水平，公司面临一定国际贸易环境变化风险以及汇率风险。

表11 公司药品销售区域分布情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
华东	4.36	33.44%	5.52	34.12%
华中	0.72	5.55%	1.42	8.79%
华南	0.82	6.27%	1.37	8.48%
西南	1.93	14.79%	1.66	10.25%
华北	2.63	20.17%	1.67	10.33%

东北	0.68	5.19%	0.92	5.67%
西北	0.38	2.95%	0.67	4.13%
境外	1.52	11.64%	2.95	18.23%
合计	13.04	100.00%	16.19	100.00%

注：2023 年境外产品销售收入包括制剂和原料药两块业务（2022 年境外制剂销售收入为 1.19 亿元）；2023 年公司境外销售收入仅包含制剂业务。

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

客户方面，公司药品对外销售的客户仍主要是大型国有及区域医药流通企业，2023 年前五大客户变动较大，2023 年前五大客户销售占比为 43.14%，客户集中度有所上升。从账期来看，2023 年公司给到客户的账期持续延长，主要系公司客户主要是各区域的大型医药流通企业，销售的产品为市场竞争较为激烈的普药，对下游客户的议价能力较弱；同时，跟可比上市公司相比，公司应收账款周转天数远高于行业平均值，表明公司需加强应收账款管理，以提升资金回流速度。

表12 公司 2022-2023 年销售前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	采购金额	占比
2023 年	客户一	20,038.09	15.36%
	客户二	11,291.80	8.66%
	客户三	9,089.13	6.97%
	客户四	8,243.87	6.32%
	客户五	7,610.37	5.83%
	合计	56,273.27	43.14%
2022 年	客户一	25,996.36	14.39%
	客户二	12,564.94	6.96%
	客户三	7,869.16	4.36%
	客户四	7,625.00	4.22%
	客户五	5,621.22	3.11%
	合计	59,676.68	33.04%

资料来源：公司提供

公司在建项目建设基本进入尾声，新增产线投产后，公司整体产能较为充裕，进一步完善了公司产业布局，提高了产品供应能力；但在竞争加剧的仿制药市场，新增产能能否消化并实现预期收入存在较大不确定性

公司仍主要采用“以销定产”的生产模式，以市场需求为导向，根据订货合同和预计销售情况，结合库存情况编制生产计划。2023 年海口生产基地新增 4 条注射剂生产线⁴，整体产能利用率在 75% 左右；杭州生产基地以口服制剂生产为主，产能利用率在 70% 左右；安庆生产基地是公司新建的原料药工厂，

⁴ 2023 年新增 4 条注射剂生产线暂未取得 GMP 证书，新增产能预计在 2024 年中体现。

占地面积186.5亩，规划建设三个生产车间，自2021年5月开始部分产线完工并逐步投入运营，截至2024年3月末，三个车间已全部完工并投入运营，设计年产能为360吨，生产的原料药主要是造影剂，包括钆类造影剂和碘类造影剂，目前产能利用率约为30%，尚处于产能爬坡阶段。2023年随着新增产线投入运营，公司生产人员也增至648人，较上年增长21.58%。

从公司主要产品的产能及产能利用率来看，药品制剂方面，2023年胶囊剂和注射剂的产能有所扩充，片剂、胶囊剂、干混悬剂和注射剂的产能利用率较上年均有提升，其中胶囊剂和干混悬剂的产能利用率处于较高水平；片剂随着地氯雷他定片、左氧氟沙星片和对乙酰氨基酚口腔崩解片销量的增长、产能利用率随之提升；注射剂产品作为公司未来重点发展领域，年设计产能较大，目前的产能利用率相对较低。

表13 截至 2024 年 3 月末公司主要生产基地设置情况

生产基地	生产经营地	整体产能利用率	定位及主要生产产品
海南普利	海口市美兰区	75%	主要生产注射剂、固体制剂、胶囊剂和颗粒剂等
浙江普利	杭州临平区	70%	主要生产口服制剂
安徽普利	安庆市高新区	30%	主要生产原料药

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司主要在建生产线项目包括普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目及扩建项目、普利国际高端生产线扩建项目等，上述项目主体建筑、公用设备等基本完工，后续资金需求主要用于生产线的GMP认证。公司目前药品制剂和原料药厂的产能配置均已到位，未来暂无新增的项目建设需求，随着新建生产线项目试生产并通过GMP检查后，预计能进一步扩充公司现存产能，完善公司在原料药和药品制剂方面产业布局、提高产品供应能力。公司目前总体产能较为充裕，新增产能能否消化主要依赖新产品的研发上市，但公司目前研发的产品大部分为竞争激烈的仿制药，在当前的医药市场环境下，新上市的产品能否实现产业化并产生预期收益存在较大不确定性。

表14 截至 2024 年 3 月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目及扩建项目	15.80	11.82
普利国际高端生产线扩建项目*	10.01	6.53
合成小试、滴眼剂车间、软膏车间项目	1.30	1.15
合计	27.11	19.50

注：1）*为本期债券募投项目；2）普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目及扩建项目和普利国际高端生产线扩建项目建设接近尾声，因部分产线暂未通过GMP认证，财务上未将其作转固处理。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产所需的原材料主要包括原料、辅料和包装材料等，2023年采购的主要原材料包括伏立康唑、左氧氟沙星原料药、积雪草总苷和中硼硅玻璃管制注射剂瓶等，其中伏立康唑、阿奇霉素、左氧氟沙星

和氯雷他定等原材料均因相应的药品制剂在不同批次国家集采中中选而相应增加备货量⁵，原材料采购单价小幅波动。整体来看，2023年部分国家集采中选的品种原材料的采购备货量有所增加，原料采购均价相对较为稳定。

表15 公司原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
原料	2.56	49.05%	2.57	51.54%
辅料及其他材料	2.14	40.90%	1.89	37.87%
包装材料	0.52	10.05%	0.53	10.59%
合计	5.22	100.00%	4.98	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司前五大供应商来看，公司前五大供应商变动较大，2023年第一大供应商海南德赛康医药科技有限公司（以下简称“德赛康”）的采购量大幅增加，公司从德赛康采购德原材料主要涉及生产和研发所需的试剂及耗材，2023年采购占比升至14.36%，公司对单一供应商依赖度上升；从供应商集中度来看，公司2023年前五大供应商占采购总额比例为43.47%，采购集中度较高。

表16 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占比
2023年	供应商一	7,237.05	14.36%
	供应商二	5,095.59	10.11%
	供应商三	3,692.77	7.33%
	供应商四	2,953.61	5.86%
	供应商五	2,927.35	5.81%
	合计	21,906.37	43.48%
2022年	供应商一	4,808.11	6.84%
	供应商二	4,229.40	6.02%
	供应商三	3,229.58	4.60%
	供应商四	2,609.38	3.71%
	供应商五	2,102.74	2.99%
	合计	16,979.21	24.17%

资料来源：公司提供、公司2023年年度报告，中证鹏元整理

⁵ 注射用伏立康唑在第八批国家集采中中选，2023年伏立康唑原料备货大幅增加；注射用阿奇霉素和阿奇霉素干混悬剂相继在第五批和第八批国家集采中中选，阿奇霉素原料药备货增加；左氧氟沙星和地氯雷他定原料药也因左氧氟沙星片和地氯雷他定片在国家集采续约成功而增加备货量。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“审计机构”）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告、带保留意见的2023年审计报告（报告编号：天健审[2024]9507号）及公司提供的未经审计2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2023年度形成保留意见的基础为：

（1）公司根据中国证券监督管理委员会海南监管局（以下简称“海南证监局”）下达的《关于对海南普利制药股份有限公司采取责令改正措施的决定》（行政监管措施决定书〔2024〕14号）（以下简称“《决定书》”），对2021年、2022年年度报告中反映的营业收入、利润等财务信息的真实性、准确性进行自查，对自查发现的前期差错采用追溯重述法进行了更正。其中，调减2021年度营业收入2.10亿元、净利润1.12亿元；调减2022年度营业收入1.87亿元、净利润1.26亿元。审计机构对公司上述前期差错更正事项进行了审计，但由于无法核实更正的依据，审计机构无法确认公司前期更正差错事项是否完整、更正金额是否准确。

（2）公司存在向海南德赛康医药科技有限公司等七家公司⁶（以下简称“德赛康等七家公司”）采购研发材料、研发服务和其他服务的情况。审计机构无法就上述事项获取充分、适当的审计证据，以确认公司与德赛康等七家公司是否存在关联方关系，所披露交易是否准确和完整，交易价格是否公允。

基于上述事项，审计机构对公司2023年审计报告发表了保留意见。

根据公司2024年7月5日披露的《决定书》，要求公司对《决定书》指出的问题进行自查整改。公司根据自查结果，并采用追溯重塑法对2021年度、2022年度、2023年一季度、2023年半年度及2023年三季度财务报告进行会计差错更正及追溯调整，财务报表影响项目及金额如下表所示。由于本次会计差错更正对公司财务数据影响较大，本报告2022年财务数据采用公司2023年审计报告期初数。

表17 本次会计差错更正对公司主要财务指标的影响（单位：亿元）

项目	2023年1-9月		2022年		2021年	
	更正前金额	更正后金额	更正前金额	更正后金额	更正前金额	更正后金额
总资产	66.87	62.92	59.59	61.15	46.62	45.97
总负债	35.45	36.98	31.57	35.50	21.20	21.68
所有者权益	31.42	25.94	28.03	25.65	25.42	24.29
营业收入	13.52	6.23	18.06	16.19	15.09	12.99

⁶七家公司包括海南德赛康医药科技有限公司、杭州竝康医药科技有限公司、海南健泰生物科技有限公司、海口春之晓防蚊保洁有限公司、杭州赛易康医药技术有限公司、杭州艺纷文化策划有限公司和杭州欣创商务咨询有限公司。

净利润	4.04	0.94	4.20	2.95	4.17	3.04
-----	------	------	------	------	------	------

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

但需关注，本次会计差错更正及追溯调整尚未经会计师事务所对更正后的财务报表进行全面审计或对相关更正事项进行专项鉴证，公司将延期至 2024 年 8 月 31 日前完成本次会计差错更正后的专项鉴证或审计报告的披露工作。

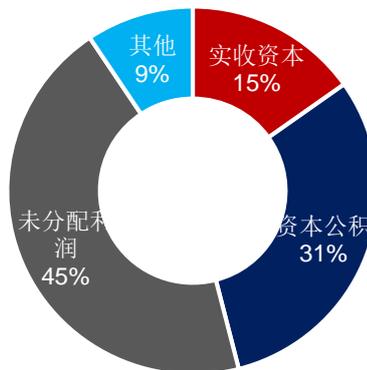
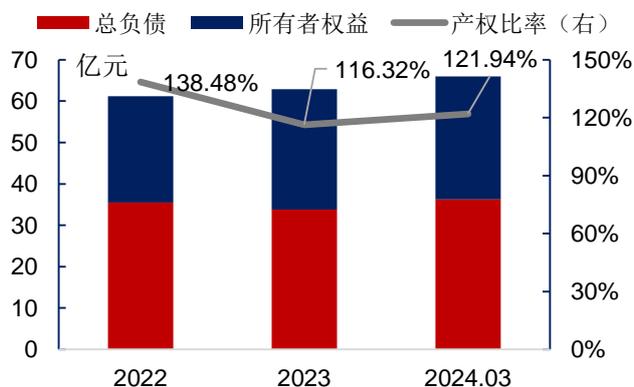
资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模持续增长，资产仍以固定资产、在建工程和应收账款为主，应收账款账龄持续拉长，营运效率远低于同行可比公司平均水平，营运压力上升；新增厂房及相关配套建设进入尾声，未来产能有望扩大，但在日趋激烈的仿制药市场竞争环境中，新增产能能否消化存在较大不确定，可能对公司经营造成拖累

2023年由于部分可转债转股以及自身经营积累，公司所有者权益保持增长；同时，在建项目大部分进入尾声，总负债规模有所下降，2023年公司产权比率为116.32%，净资产对负债总额的保障程度仍较弱。

图 3 公司资本结构

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计 2024 年一季度财务报告，中证鹏元整理

2023年公司总资产小幅增长，资产主要沉淀于固定资产、在建工程和应收账款中。固定资产主要生产厂房和机器设备，2023年增长主要系当期浙普车间改扩建工程、年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目等项目部分完工转固所致。在建工程主要系在建的原料药、制剂的生产线及厂房，近年公司逐步扩产能，项目建设大部分已进入尾声阶段，后续资金需求不大。2023年末固定资产和在建工程合计占总资产比重达49.31%，公司持续扩产能，目前公司整体产能较为充裕，但收入和利润呈下滑趋势，未来若新产品未能顺利上市并实现产业化，则新增产线可能出现闲置，加大公司经营压力。

应收账款主要系应收大型国有及区域医药流通企业的货款，2023年公司营收规模呈下滑趋势，但应收账款规模仍有所增长，账龄在一年以上占比为33.36%，当期计提坏账0.94亿元。2023年随着公司新产品上市和集采中标，原材料和产成品备货增加，存货规模保持增长，2023年当期计提存货跌价准备

528.11万元；公司产品大部分为竞争激烈的仿制药，随着带量采购等国家医改政策的推进，公司通过一致性评价的药品如果在国家集采流标，可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。从公司营运效率来看，2023年公司应收账款周转天数和存货周转天数均大幅上升，营运效率持续降低；与可比公司相比，公司营运能力财务指标均弱于可比公司，营运效率低于同行可比公司平均水平；同时，公司在自查报告中也提到，公司各部门之前存在沟通不及时、不准确的问题，导致经营效率低下，公司内部管理体制有待完善。

表18 公司及可比公司营运能力财务指标情况（单位：天）

项目	2023年			2022年		
	应收账款 周转天数	存货周转天 数	净营业周期	应收账款 周转天数	存货周转 天数	净营业周 期
恒瑞医药	87	243	190	89	251	171
信立泰	52	176	170	46	175	153
灵康药业	144	182	147	134	195	180
仟源医药	47	157	149	50	152	143
昂利康	48	137	126	56	159	125
普利制药	311	353	351	203	198	229
平均天数	115	208	189	96	188	167

资料来源：Wind，中证鹏元整理

其他资产方面，无形资产主要系土地及专利权等资产，2023年规模增加主要系新增专利权及非专利技术。开发支出主要是用于仿制药、原料药及创新药的研发支出，2023年增长主要来自仿制药项目研发支出的增加。截至2023年末，公司受限资产合计3.86亿元、包括固定资产2.04亿元、货币资金1.35亿元、无形资产0.45亿元，占总资产比重为6.14%。

总体来看，2023年公司资产规模持续增长，资产仍以固定资产、在建工程和应收账款为主，应收账款账龄持续拉长，营运效率远低于同行可比公司平均水平；新增厂房及相关配套建设进入尾声，后续资金需求不大，但在日趋激烈的仿制药市场竞争环境中，新增产能能否消化存在较大不确定，可能进一步加大公司经营压力。

表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.98	7.54%	4.02	6.39%	7.77	12.71%
应收账款	13.35	20.23%	11.97	19.04%	10.58	17.30%
存货	4.16	6.30%	3.59	5.71%	3.30	5.40%
流动资产合计	25.45	38.56%	22.77	36.22%	25.86	42.29%
固定资产	12.96	19.65%	13.31	21.16%	11.77	19.25%
在建工程	18.10	27.42%	17.70	28.15%	17.18	28.09%
无形资产	3.61	5.48%	3.71	5.90%	2.04	3.33%

开发支出	5.00	7.58%	4.46	7.10%	3.50	5.73%
非流动资产合计	40.54	61.44%	40.09	63.78%	35.29	57.71%
资产总计	65.99	100.00%	62.87	100.00%	61.16	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

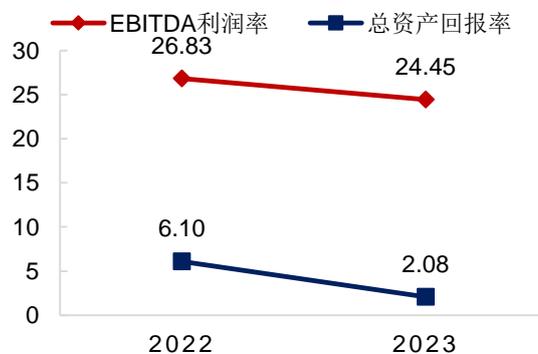
2023年公司营收规模同比下降，期间费用及计提资产减值损失对利润造成侵蚀，产品面临持续降价风险，未来经营业绩或将继续承压

2023年公司实现营业收入13.04亿元，同比下降19.43%，主要系2023年原料药贸易业务全部采用“净额法”确认收入导致贸易业务收入大幅下降所致。药品制剂方面，2023年受益于对乙酰氨基酚口腔崩解片等抗流感类药品销售增加，药品制剂销售收入保持小幅增长，但随着突发性疾病用药需求恢复正常水平，该类用药销量和价格预计将回落。毛利率方面，除了非甾体抗炎类药物，其他品类的药物毛利率均呈下滑趋势。

期间费用方面，2023年公司持续增加对在研项目的研发投入以及加大对新上市产品的推广力度，研发费用和销售费用分别同比增长1.76%和31.17%，同期期间费用率高达71.42%（销售费用率35.26%、研发费用率20.52%），对公司利润造成侵蚀。此外，2023年公司计提资产减值损失和信用减值损失合计4,384.89万元（其中应收账款坏账准备2,796.91万元，开发支出减值准备997.06万元、存货跌价损失528.11万元），计入当期损益，进一步减少公司营业利润。综合影响下，2023年公司实现净利润0.86亿元，同比下降70.87%，公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所回落。

未来随着仿制药带量采购的持续推进、进入集采药品品种增多，药品降价销售的趋势将扩大，且公司目前营收占比中仍有超半数产品尚未过评，如果公司产品在集采中失标，将面临销量下降，压缩公司的利润空间。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年3月末，公司债务规模仍呈扩张趋势，债务期限结构有待改善，现金生成能力持续减弱，公司偿债能力指标弱化，且再融资空间受限，偿债压力加大

2023年由于当期“普利转债”转股3.56亿元，总债务规模有所下降。2024年公司继续增加外部融资规模，截至2024年3月末，公司总债务为28.33亿元，其中应付债券（普利转债）占比18.32%、银行贷款占比81.68%。公司银行贷款包括保证、信用和抵押借款，借款利率区间为2.85%-3.65%，债务融资成本尚可。从债务到期分布情况来看，2024年3月末，公司短期债务占比达48.82%，短期债务占比偏高，债务期限结构待改善，面临较大的集中偿付压力。

其他负债方面，应付票据为公司与上游结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票，2024年一季度规模大幅增加。应付账款主要系应付货款、设备及工程款。其他应付款主要系拆借款（拆借对象为德赛康，2022年末拆借规模3.06亿元）、应付暂收款等，2023年规模同比下降主要是拆借规模大幅下降至0.01亿元，截至2024年3月末，上述拆借款项已全部偿还。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.31	9.13%	3.85	11.38%	6.13	17.27%
应付票据	2.20	6.06%	0.43	1.27%	0.90	2.54%
应付账款	2.01	5.55%	3.01	8.89%	3.12	8.77%
其他应付款	0.55	1.53%	0.57	1.68%	3.41	9.60%
一年内到期的非流动负债	8.32	22.95%	5.14	15.21%	1.87	5.28%
流动负债合计	19.73	54.43%	16.48	48.75%	18.78	52.87%
长期借款	9.28	25.60%	10.00	29.59%	6.89	19.41%
应付债券	5.19	14.31%	5.24	15.50%	7.92	22.30%
非流动负债合计	16.52	45.57%	17.33	51.25%	16.74	47.13%
负债合计	36.26	100.00%	33.80	100.00%	35.51	100.00%
总债务	28.33	78.14%	24.79	73.34%	26.83	75.55%
其中：短期债务	13.83	38.15%	9.52	28.16%	11.97	33.72%
长期债务	14.50	39.98%	15.27	45.18%	14.86	41.84%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年，公司营收规模和净利润均大幅下滑，导致公司EBITDA、经营活动现金流净额和FFO同比均大幅下降，公司现金生成能力减弱。2023年公司资产负债率有所降低，主要系部分可转债转股所致，公司整体债务规模仍呈扩张趋势，公司EBITDA利息保障倍数、总债务/总资本指标表现有所弱化，公司面临的偿债压力加大。

表21 公司杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
------	---------	-------	-------

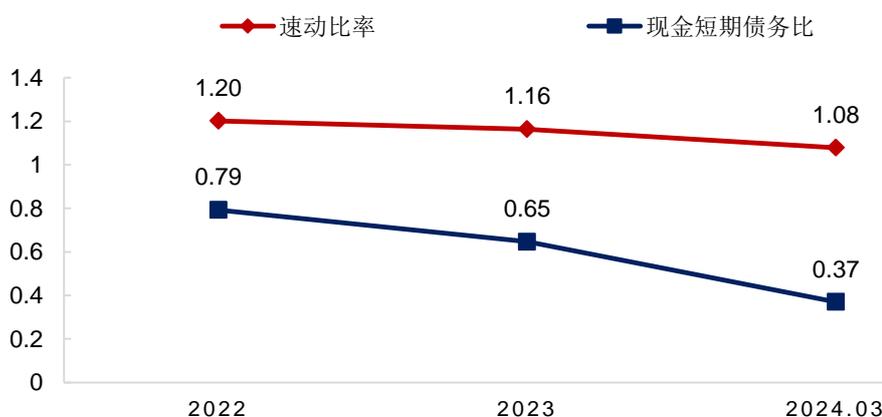
经营活动现金流净额（亿元）	-1.12	1.13	2.28
FFO（亿元）	0.24	0.28	1.82
资产负债率	54.94%	53.77%	58.07%
净债务/EBITDA	--	5.94	3.81
EBITDA 利息保障倍数	--	2.64	4.75
总债务/总资本	48.79%	46.04%	51.13%
FFO/净债务	--	1.50%	10.33%
经营活动现金流净额/净债务	-4.82%	5.95%	12.93%
自由现金流/净债务	-8.22%	-23.00%	-45.83%

注：由于公司固定资产投资资金支出规模较大，导致 2022 年-2024 年 3 月自由现金流为负。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告、未经审计 2024 年一季度财务报告，中证鹏元整理

2023年以来，公司速动比率和现金短期债务比均呈下降趋势，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。截至2023年末，公司剩余未使用授信额度为14.37亿元，尚有一定融资空间，但是公司近期因会计差错更正及追溯调整涉及多个会计年度且金额较大，涉嫌信息披露违法违规，再次被中国证监会立案调查，目前立案调查尚未结项，上述事项对公司再融资能力产生一定的负面影响。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

跟踪期内公司受到行政处罚，内部控制存在重大缺陷，公司管理和治理能力亟待完善

环境因素

根据公开信息查询（截至2024年7月24日）和公司提供的说明，公司近一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保，发生员工安全事故的情形。

2024年4月16日，公司收到《决定书》，海南证监局在现场检查中发现公司2021年、2022年年度报告中营业收入、利润等财务信息披露不准确，要求公司对相关年度营业收入、利润等财务信息的真实性、准确性进行自查，并于收到决定书之日起30日内向海南证监局提交书面整改报告。

2024年4月30日，公司披露了《关于无法在法定期限内披露2023年年度报告及2024年第一季度报告暨公司股票及可转换公司债券停牌的公告》。2024年5月8日，公司披露了《关于收到中国证券监督管理委员会立案告知书的公告》（证监立案字2024029001号），因未在法定期限披露2023年年度报告，涉嫌信息披露违法违规，被中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）立案调查。2024年7月8日，公司收到中国证监会出具的《行政处罚事先告知书》，因公司未按期披露2023年年度报告，中国证监会拟对公司责令改正，给予警告，并处以100万元罚款；对董事长、总经理范敏华给予警告，并处以40万元罚款；对财务总监罗佟凝给予警告，并处以30万元罚款。

2024年7月8日，公司披露《关于收到中国证券监督管理委员会立案告知书及相关风险提示的公告》，前期因公司2021年、2022年年度报告中营业收入、利润等财务信息披露不准确，被要求进行相关自查整改工作。根据自查，公司对2021年、2022年合并财务报表和母公司财务报表进行会计差错更正及追溯调整，上述会计差错更正及追溯调整涉及多个会计年度且金额较大。因公司涉嫌信息披露违法违规，再次收到中国证监会《立案告知书》（证监立案字03720240024号）。目前，公司正在被中国证监会立案调查，相关情况以最终调查结果为准。若后续经中国证监会行政处罚认定公司触及《深圳证券交易所创业板股票上市规则》规定的重大违法强制退市情形，公司股票将被实施重大违法强制退市。

公司治理

跟踪期内公司经营战略、管理模式及组织架构无重大调整。公司董事有一定变动。2024年7月13日，公司披露《关于独立董事辞职暨补选独立董事的公告》，独立董事潘磊先生因个人原因，申请辞去公司第四届董事会独立董事及审计委员会召集人、薪酬与考核委员会委员职务。辞职申请生效后，潘磊先生将不再担任公司任何职务，潘磊先生上述职务原定任期至公司第四届董事会届满之日止。潘磊先生未持有公司股份，亦不存在应当履行而未履行的承诺事项。目前公司管理层仍较为稳定，无重大变动。

2023年度，公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-1,256.74万元，由盈利转为亏损。公司未按照《上市公司信息披露管理办法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》披露业绩预告。

2024年7月5日公司披露了《2023年度内部控制自我评价报告》，根据审计机构出具的《审计报告》（天健审[2024]9507号）中对公司2023年度财务报表“形成保留意见的基础”部分所述，并按照公

司财务报告内部控制重大缺陷的定量标准认定，公司财务报告内部控制存在重大缺陷；根据海南证监局2024年4月12日出具的《关于对海南普利制药股份有限公司采取责令整改措施的决定》，按照公司非财务报告内部控制重大缺陷的定性标准认定，公司非财务报告内部控制存在重大缺陷。

2024年7月5日公司披露了《关于海南证监局对公司采取责令改正措施决定的自查整改报告》，公司自查发现，公司销售与收款相关内部流程存在缺陷，公司虽然已制定《销售管理制度》，对销售及收款相关的内部流程进行规定，但随着公司业务发展存在相关制度与实际执行情况不匹配的情况以及实际执行不到位的情况，如对销售业务的资料管理不完善以及对应收账款的回款审核未严格按照业务资料进行情况审核。公司内部审计工作和监督也存在不足，公司内部审计部门在日常的审计监督活动中，虽然已按照《深圳证券交易所创业板股票上市规则》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作》以及公司《内部审计制度》的相关要求履行内部审计职责，但存在对公司内部控制制度合理性和执行有效性情况的监督力度不足，内部审计工作的深度和广度不够，尤其是销售与收款等重点领域和关键环节监督检查力度不够。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年7月1日），公司本部、子公司浙江普利药业有限公司、浙江瑞利药业有限公司、安徽普利药业有限公司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。

八、结论

2023年公司新增产能布局基本完成，在研管线储备丰富，重点在研产品进展较为顺利，为公司持续发展提供支撑。同时，中证鹏元关注到公司因未在法定期限披露2023年年度报告收到行政处罚，同时因公司对2021年、2022年合并财务报表和母公司财务报表进行的会计差错更正及追溯调整涉及多个会计年度且金额较大，涉嫌信息披露违法违规，再次收到中国证监会《立案告知书》，2023年被出具保留意见的审计报告，内部控制存在缺陷。受集采影响，2023年公司大部分仿制药产品销量和单价均呈现下滑趋势，营收规模和净利润同比大幅下降，同时客户账期也持续拉长，经营回款滞后，营运压力上升，期间费用对利润造成侵蚀，未来随着集采的持续性推进、进入集采药品品种增多，药品降价销售的趋势将扩大，且公司目前营收占比中仍有超半数产品尚未过评，如果公司产品在集采中失标，将面临量价齐降，压缩公司的利润空间；同时公司债务规模仍呈扩张趋势，且短期债务占比高，债务偿付压力加大。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A，维持评级展望为稳定，下调“普利转债”信用等级为A，并将公司主体信用等级及其发行的“普利转债”债券信用等级移出信用评级观察名单。

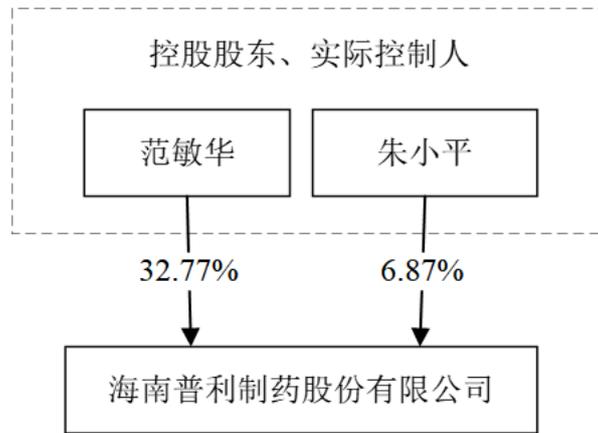
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年
货币资金	4.98	4.02	7.77
应收账款	13.35	11.97	10.58
存货	4.16	3.59	3.30
其他流动资产	2.22	2.09	1.39
流动资产合计	25.45	22.77	25.86
固定资产	12.96	13.31	11.77
在建工程	18.10	17.70	17.18
无形资产	3.61	3.71	2.04
开发支出	5.00	4.46	3.50
非流动资产合计	40.54	40.09	35.29
资产总计	65.99	62.87	61.16
短期借款	3.31	3.85	6.13
应付票据	2.20	0.43	0.90
应付账款	2.01	3.01	3.12
合同负债	2.86	2.48	2.44
其他应付款	0.55	0.57	3.41
一年内到期的非流动负债	8.32	5.14	1.87
流动负债合计	19.73	16.48	18.78
长期借款	9.28	10.00	6.89
应付债券	5.19	5.24	7.92
长期应付款	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	1.51	1.54	1.17
非流动负债合计	16.52	17.33	16.74
负债合计	36.26	33.80	35.51
总债务	28.33	24.79	26.83
其中：短期债务	13.83	9.52	11.97
所有者权益	29.73	29.06	25.65
营业收入	3.06	13.04	16.19
营业利润	0.88	0.48	2.89
净利润	0.67	0.86	2.95
经营活动产生的现金流量净额	-1.12	1.13	2.28
投资活动产生的现金流量净额	-0.99	-5.66	-9.75
筹资活动产生的现金流量净额	2.95	-0.27	10.49
财务指标	2024年3月	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	0.96	3.19	4.63
FFO（亿元）	0.24	0.28	1.82

净债务（亿元）	23.26	18.93	17.65
销售毛利率	75.77%	73.05%	65.17%
EBITDA 利润率	--	24.45%	28.58%
总资产回报率	--	2.08%	6.10%
资产负债率	54.94%	53.77%	58.07%
净债务/EBITDA	--	5.94	3.81
EBITDA 利息保障倍数	--	2.64	4.75
总债务/总资本	48.79%	46.04%	51.13%
FFO/净债务	--	1.50%	10.33%
经营活动现金流净额/净债务	-4.82%	5.95%	12.93%
自由现金流/净债务	-8.22%	-23.00%	-45.83%
速动比率	1.08	1.16	1.20
现金短期债务比	0.37	0.65	0.79

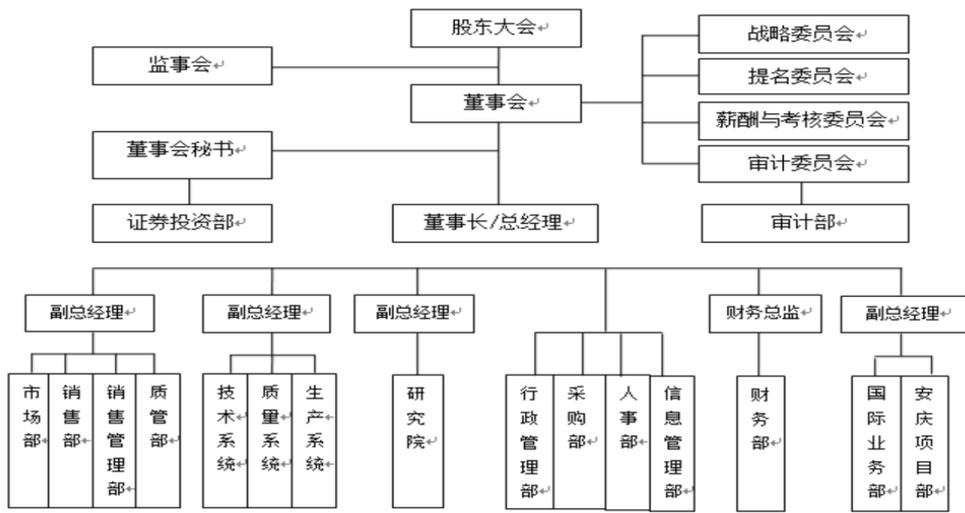
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司未经审计 2024 年一季报，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江普利药业有限公司	12,100.00	100.00%	制药业
安徽普利药业有限公司	15,000.00	100.00%	制药业
北京普利生物医药有限公司	1,000.00	100.00%	服务业
浙江瑞利药业有限公司	2,000.00	100.00%	服务业
安徽普瑞药业有限公司	500.00	100.00%	制药业
浙江普利健康科技有限公司	1,000.00	100.00%	制药业

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 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	货币资金+交易性金融资产+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+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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。