



安徽山河药用辅料股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0336 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 5 月 30 日

本次跟踪发行人及评级结果	安徽山河药用辅料股份有限公司	A ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“山河转债”	A ⁺
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于安徽山河药用辅料股份有限公司（以下简称“山河药辅”或“公司”）外部发展环境良好，在固体口服制剂药用辅料领域保持其品牌知名度及竞争优势，主营产品产销量持续扩张，资本结构保持稳健，融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司产品外销扩张过程中国际贸易摩擦等因素带来的不确定性风险，市场竞争加剧挤压利润空间以及在建项目产能逐步释放，产能消纳和投后效益情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，安徽山河药用辅料股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，新产品上市等令盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升等。 可能触发评级下调因素：原材料价格超预期上行，产品价格超预期下行，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。	
正 面		
■ 外部发展环境良好 ■ 在口服固体制剂药用辅料领域保持其品牌知名度及竞争优势，主营产品产销量持续扩张 ■ 资本结构保持稳健，融资渠道畅通		
关 注		
■ 产品外销扩张过程中国际贸易摩擦等因素带来的不确定性风险 ■ 市场竞争加剧挤压利润空间 ■ 在建项目产能逐步释放，产能消纳和投后效益情况值得关注		

项目负责人：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn
项目组成员：陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

山河药辅（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	11.81	15.43	15.60	15.90
所有者权益合计（亿元）	7.89	9.35	9.75	10.22
负债合计（亿元）	3.92	6.07	5.84	5.68
总债务（亿元）	1.60	4.12	4.14	4.23
营业总收入（亿元）	7.05	8.39	8.83	2.48
净利润（亿元）	1.31	1.65	1.21	0.47
EBIT（亿元）	1.38	1.90	1.56	--
EBITDA（亿元）	1.74	2.29	2.07	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.33	1.32	1.18	-0.06
营业毛利率(%)	29.77	31.69	31.04	32.36
总资产收益率(%)	12.86	13.94	10.05	--
EBIT 利润率(%)	19.55	22.61	17.66	--
资产负债率(%)	33.20	39.38	37.47	35.72
总资本化比率(%)	16.87	30.56	29.78	29.29
总债务/EBITDA(X)	0.92	1.80	2.00	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	143.47	53.23	16.26	--
FFO/总债务(X)	1.04	0.46	0.51	--

注：1、中诚信国际根据山河药辅提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告、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 2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，“-”表示数据为零。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	期间费用率 (%)	研发投入占比 (%)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
诺泰生物	16.25	4.00	67.68	36.84	22.88	50.78	47.18
山河药辅	8.83	1.21	31.04	13.09	4.64	15.60	37.47

中诚信国际认为，受细分领域特性影响，山河药辅与诺泰生物相比研发投入金额及占比较低，虽然山河药辅期间费用率较低，但产品毛利率低于可比企业且收入较低，故盈利能力低于可比企业，但山河药辅财务杠杆水平较低，资本结构相对稳健。

注：诺泰生物为“江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司”简称。

本次跟踪情况

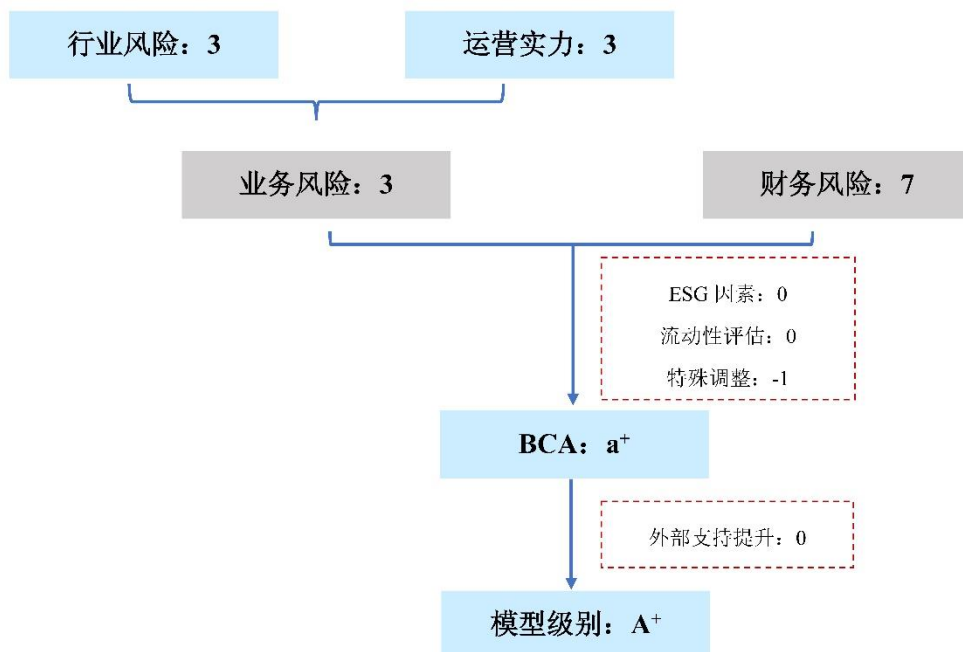
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评级 结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
山河转债	A ⁺	A ⁺	2024/05/31 至 本报告出具日	3.20/3.20	2023/06/12~2029/06/12	回售、赎回条款

注：债券余额为 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
山河药辅	A ⁺ /稳定	A ⁺ /稳定	2024/05/31 至本报告出具日

● 评级模型

安徽山河药用辅料股份有限公司评级模型打分(C100100_2024_05_2025_1)



注:

调整项: 受评主体的核心产品为药用辅料，在下游医药行业内的药品制剂中规模体量不大，与药物制剂市场规模相比其整体市场规模较小，市场竞争激烈，且在业务得分中未能体现，故在特殊调整项目下调 1 个子级。

方法论: 中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期 为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年以来，医药制造行业整体以“创新”和“出海”为主线，部分细分行业在多重利好因素下有望迎来信用水平边际提升，随着行业政策等外部环境影响出清，行业盈利能力整体有望企稳回升，资本结构仍较为稳健。

2024 年以来，我国国民经济稳中有进，增长动能不断增强，同时人口结构在低生育率的驱动下已实际步入“少子型老龄化”阶段，卫生总费用远超同期 GDP 增速，医保谈判与国采常态化运行在卫生费用总量增长的过程中进一步腾出空间以支持创新产品进入市场，加之医药出海政策基础的不断夯实，宏观与政策层面的利好因素推进医药产业升级不断加速。当前医药制造行业整体仍以“创新”和“出海”为主线，部分细分行业在多重利好因素下有望迎来信用水平边际提升，未来仍需关注行业内企业研发创新风险、产品出海进程、产品差异化竞争前景等方面可能对其信用水平带来的影响。2025 年医药市场需求预计仍然保持旺盛，未来医药行业扩容仍具很强韧性，随着行业政策等外部环境影响出清，医药制造行业盈利能力整体有望企稳回升，偿债能力或将保持较强水平，资本结构仍较为稳健。

详见《中国医药制造行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11688?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，山河药辅在国内口服固体制剂药用辅料领域保持其品牌知名度及竞争优势，2024 年以来公司长期挖掘客户进口替代需求，同时加强海外市场业务拓展，且新产能逐步释放带动收入继续增长，对企业信用实力提供了一定支撑；但公司业务集中于固体口服制剂的药用辅料这一细分领域，产品多元化程度尚有继续提升空间，且需关注国际贸易摩擦不确定性风险，以及在建项目建设进度及投运后效益实现情况。

跟踪期内公司产权结构无重大变化，治理架构稳定，战略方向明确且具有可持续性。

跟踪期内，公司产权结构无重大变化，截至 2025 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人尹正龙持有公司 26.90% 的股权，第二大股东上海复星医药产业发展有限公司对公司的持股比例由 2024 年初的 11.20% 因减持降至 10.16%。跟踪期内，公司存在部分董事、监事及高级管理人员变动情况¹，上述事项未对公司正常生产经营产生重大影响，公司治理架构整体稳定。

¹ 2024 年 3 月，公司董事宋大捷先生因工作安排原因申请辞去公司董事及董事会战略委员会委员职务，监事严佳女士因工作安排原因申请辞去公司监事；2024 年 5 月，王传珍先生被选举为公司监事，公司董事刘自虎先生因工作安排原因申请辞去公司董事职务；2024 年 8 月，公司董事会、监事会完成换届选举，第五届董事会独立董事顾光女士因任职满六年，换届离任后不再担任公司独立董事及相关专门委员会委员职务，尹正龙先生不再担任公司总经理，聘任宋道才先生为公司总经理。

战略方面，未来公司将持续推进替代进口工作，实施精细化生产，强化质量意识，增强企业核心竞争力；加强人才梯队建设，注重员工培训和人才规划工作；采用智能化措施，加强生产、安全和环保管理；围绕“创新产业、创造市场”开展营销工作，保持公司的竞争优势；提高企业创新能力，加快企业技术进步，以内生式增长为基础，以资本助力产业发展，并积极践行企业公民社会责任。

跟踪期内，公司继续深耕固体口服制剂辅料领域，产品多元化程度有所提高，客户基数较好且粘性较高，下游客户较为分散且合作稳定，外销力度加大或将推动外销收入保持增长，但同时需关注国际贸易摩擦等因素带来的不确定性风险。

跟踪期内，公司继续深耕固体口服制剂辅料²细分领域，持续通过加大研发力度开拓产品类型，截至 2025 年 3 月末，公司共有 50 种产品获得国家食品药品监督管理局药品审评中心（CDE）的药用辅料登记号（较 2024 年初增加 3 种），主要产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料和注射级药用辅料等，产品多元化程度有所提高，在细分领域内已形成较为丰富的产品矩阵。跟踪期内，公司进一步挖掘客户需求，持续拓展与国内知名药企的合作，与全国超过 30 个省、市、自治区或直辖市的 3,000 余家医药生产企业和部分保健品、食品加工企业建立了较为稳定的合作关系，同时公司继续加快海外市场拓展，2024 年外销收入同比增长 16%，产品主要出口俄罗斯、德国、英国等欧亚地区国家，未来在进一步加强海外业务拓展的战略目标下，公司外销收入或将保持增长态势，但同时国际贸易摩擦等因素带来的不确定性风险亦值得持续关注。2024 年，公司前五大客户销售额占年度销售总额比例为 8.70%，客户集中度保持较低水平，但主要客户仍保持良好的需求粘性。

跟踪期内，公司在国内口服固体制剂药用辅料领域保持其品牌知名度及竞争优势，出口订单增长、产品应用领域拓展及产能扩张带动产品产销规模持续扩大，但未来产品盈利空间仍需进一步观察。

跟踪期内，公司新型药用辅料生产基地一期项目完成建成投产，预计满产后将增加 9,000 吨³高端辅料产能供应，受益于出口订单增长，产品应用领域向食品、化妆品、新能源等领域的进一步拓展以及新产能的陆续投产，公司主要产品微晶纤维素和羧甲淀粉钠等产销量同比增长，但同时由于药品终端市场需求下滑叠加市场竞争加剧影响，硬脂酸镁产品产量小幅下降。采购方面，公司生产所需主要原材料包括玉米淀粉、木浆、硬脂酸等，价格相对较为稳定，2024 年采购总额略有收缩。**中诚信国际认为**，我国医药行业市场规模整体持续扩容，保持良好的发展前景，但药用辅料市场相对较小，细分领域竞争有所加剧，带量集采等政策持续推进或将进一步挤压生产端盈利空间，未来公司产品盈利空间仍需进一步观察。

表 1：公司主要产品情况（吨/年、吨）

产品名称	产品类型	作用	项目	2022	2023	2024
微晶纤维素	纤维素及其衍生物	本产品用作固体制剂的粘合剂、稀释剂、填充剂、崩解剂、助流剂等，也可在食品工业中用作抗结块剂、分散剂、黏结剂。	产能	9,500.00	10,333.00	14,500.00
			产量	6,974.07	10,265.15	11,715.72
			销量	6,844.93	9,459.08	11,605.14

² 药用辅料根据下游药物剂型可分为液体制剂辅料、半固体制剂辅料、固体制剂辅料等，其中固体制剂辅料占整个药用辅料领域的约 70%。

³ 包括年产 5,000 吨微晶纤维素和年产 2,800 吨羟丙甲纤维素生产线，年产 500 吨交联聚维酮、年产 500 吨交联羧甲纤维素钠和年产 200 吨硬脂富马酸钠生产线。

硬脂酸镁	无机盐类	本产品具有润滑、抗粘、助流等作用，用作片剂、胶囊剂的润滑剂、抗粘剂。	产能	2,500.00	2,500.00	2,500.00
			产量	1,758.26	1,899.07	1,789.25
			销量	1,728.56	1,818.65	1,821.67
羧甲淀粉钠	淀粉及其衍生物	本产品主要用作固体制剂的崩解剂和黏合剂以及液体制剂的助悬剂。本产品也可在食品工业中用作增稠剂和稳定剂。	产能	3,500.00	3,500.00	3,500.00
			产量	2,696.01	2,752.50	3,052.96
			销量	2,662.10	2,645.17	2,993.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司主要原材料采购情况（万元）

原材料名称	主要产品	项目	2022	2023	2024
玉米淀粉	羧甲淀粉钠、糊精、药用淀粉等	采购金额	6,731.61	7,736.85	6,474.79
木浆	微晶纤维素、羟丙甲纤维素等	采购金额	6,812.76	9,456.62	9,489.55
硬脂酸	硬脂酸镁	采购金额	1,623.17	1,380.14	1,377.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在药用辅料领域具有一定的研发实力，2024 年研发投入规模同比基本持平，受细分领域特性及经营规模影响，研发投入规模不大。

2024 年，公司研发投入同比基本持平，当年新增 1 项国家发明专利⁴，同时新增葵酸钠、聚维酮 K25、粉状纤维素 3 个新产品的 CDE 登记，主要产品均与制剂成功关联。截至 2025 年 3 月末，公司在研项目包括药用高分子成膜材料工艺开发、注射药用辅料关键质量属性研究、复合辅料的多规格开发、产品关键质量属性研究、水溶性包衣材料及应用技术研究等，有助于进一步丰富产品矩阵、降低生产成本及拓宽产品应用范围。整体来看，公司在药用辅料领域具有一定的研发实力，目前拥有“安徽省药用辅料工程技术研究中心”等四个省级研发平台，设立有国家级博士后工作站，并积极与中国科技大学、中国药科大学、安徽医科大学等高等院校开展合作，加快技术成果转化，但受细分领域特性及经营规模影响，目前研发投入规模不大。

表 3：近年来公司研发投入情况

	2022	2023	2024
研发人员数量（人）	160	160	173
研发人员数量占比（%）	17.82	16.65	16.14
研发投入金额（亿元）	0.34	0.42	0.41
研发投入占营业收入比例（%）	4.89	5.00	4.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

主要在建项目仍为可转换公司债券募投项目，新型药用辅料系列生产基地一期项目产能陆续释放，未来投资压力尚可。

截至 2025 年 3 月末，公司在建项目主要为可转换公司债券募投项目，可转换公司债券发行成功后已对前期投入资金进行置换，未来投资压力尚可。其中，新型药用辅料系列生产基地一期项目已正式投产，新产能正处于逐步释放阶段。合肥研发中心项目计划在省会合肥新建研发中心和中试生产车间等，若项目顺利建成投产将有助于公司扩大产能优势并提升研发实力，但仍需关注产能消纳、研发成果转化及未来投后效益实现情况。

表 4：截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目	计划投资额	截至 2025 年 3 月末已投资	2025.4~12 投资金额	2026 年投资金额	资金来源
新型药用辅料系列生产基地一期项目	2.80	2.47	-	-	募集资金

⁴ 截至 2024 年末公司发明专利授权数量为 27 项。

设备数字化智能运维项目	0.02	0.01	0.01	-	自有资金
合肥研发中心项目	2.13	0.02	0.36	0.38	募集资金
合计	4.95	2.50	0.37	0.38	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2024 年以来，受益于客源稳定、外销增加和产品应用领域进一步拓展，公司收入规模保持增长趋势，经营性业务利润稳定性良好，货币等价物储备充足，资本结构保持稳健，经营获现亦保持较好水平，整体偿债压力较小。

盈利能力

受益于客源稳定、外销增长和产品应用领域的进一步拓展，2024 年公司营业收入保持增长态势，但在医保控费及下游终端市场需求增长乏力等因素影响下，收入增速有所放缓且营业毛利率同比略降。跟踪期内，公司费用管控能力保持较好水平，期间费用率处于较低区间，经营性业务利润稳定性良好，但 2024 年公司计提商誉减值准备⁵对当期利润形成一定侵蚀，导致当年公司利润规模同比下降。2025 年一季度，公司收入和利润水平同比较为稳定。整体来看，受益于进口替代、出口增长及业务规模持续扩张等，跟踪期内公司保持较为稳定的主营业务盈利能力。

资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长趋势。具体来看，货币资金及银行理财等交易性金融资产构成的货币等价物进一步增长，且受限比例低，充足的货币等价物储备为公司提供了较好流动性来源。应收账款规模随业务增长而有所增加，账龄集中于一年以内，其中前五名欠款方期末余额占比 17.95%，回款风险整体可控。2024 年以来，受益于库存管理水平的持续提高，存货周转速度继续提升，存货规模实现进一步压降。非流动资产方面，因新型药用辅料系列生产基地一期项目完成达标验收正式投产，由在建工程转入固定资产带动固定资产规模增长。公司总债务主要由存续的“山河转债”以及小部分短期借款和应付票据构成，债务规模较为稳定，且以长期债务为主的债务结构与公司的项目建设需求较为匹配。公司权益规模随利润积累持续增长，财务杠杆保持较低水平，资本结构稳健。

现金流及偿债情况

2024 年，公司经营获现能力保持较好水平，投资活动现金流主要系购建固定资产及理财支出，公司自身流动性储备较为充足且无重大融资需求，筹资活动现金流呈现净流出状态。2025 年一季度，受季节性支付较多及税收返还减少等影响，经营活动现金流呈小幅净流出。偿债指标方面，2024 年受商誉减值计提影响，公司利润总额同比小幅下滑，EBITDA 对债务本息保障程度下滑，但仍在较好区间，同时 FFO 与货币等价物对债务保障能力有所提升，考虑到充足的货币等价物储备能够对总债务形成完全覆盖，公司短期偿债压力可控。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径

⁵ 公司于 2017 年 8 月通过现金收购及增资方式取得曲阜市天利药用辅料有限公司（以下简称“曲阜天利”）52%股权，形成合并报表商誉金额 4,525.56 万元，2021 年由于曲阜天利销售业绩持续下滑，公司计提商誉减值准备 612.87 万元；2024 年由于药品集采等政策性因素以及品种单一、产品竞争力减弱等影响，曲阜天利业绩增长乏力，收入和利润均出现一定程度下降，经资产评估机构对相关商誉资产进行评估后，公司计提商誉减值准备 3,912.69 万元，其年末商誉账面价值降为零。

共获得银行授信额度 3.19 亿元，其中尚未使用额度为 1.96 亿元，具有一定备用流动性。资金归集方面，公司尚未实现资金统一归集，下属公司有资金自主管理权。

表 5：近年来公司各板块营业收入及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
纤维素及其衍生物类产品	3.28	35.11	3.88	35.96	4.74	32.29	1.38	30.10
淀粉及衍生物类	1.76	21.99	2.02	24.65	1.83	23.18	0.44	25.21
无机盐类	0.68	38.54	0.72	49.76	0.67	44.28	0.19	43.71
其他	1.33	22.41	1.77	22.95	1.58	30.80	0.48	41.02
营业总收入/综合毛利率	7.05	29.77	8.39	31.69	8.83	31.04	2.48	32.36

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率	11.90	12.58	13.09	12.12
经营性业务利润	1.31	1.67	1.66	0.51
资产减值损失	-	0.01	0.39	-
利润总额	1.36	1.86	1.42	0.53
EBIT 利润率	19.55	22.61	17.66	--
货币等价物	3.83	6.99	7.30	7.20
应收账款	0.52	0.82	1.06	1.59
存货	0.91	0.94	0.89	0.81
固定资产	2.85	4.17	4.65	4.65
在建工程	1.55	0.86	0.12	0.05
总资产	11.81	15.43	15.60	15.90
总债务	1.60	4.12	4.14	4.23
总负债	3.92	6.07	5.84	5.68
所有者权益合计	7.89	9.35	9.75	10.22
资产负债率	33.20	39.38	37.47	35.72
总资本化比率	16.87	30.56	29.78	29.29
经营活动净现金流	1.33	1.32	1.18	-0.06
投资活动净现金流	-0.88	-3.33	-0.15	0.30
筹资活动净现金流	-0.49	2.28	-0.85	0.04
FFO/总债务	1.04	0.46	0.51	--
总债务/EBITDA	0.92	1.80	2.00	--
EBITDA 利息保障倍数	143.47	53.23	16.26	--
货币等价物/短期债务	2.40	5.64	6.34	5.89

注：2022~2024 年，公司合并口径分配现金股利 0.54 亿元、0.59 亿元和 0.70 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计为 0.78 亿元，占当期末总资产的 4.91%，主要为受限保证金 0.24 亿元及用于借款抵押的固定资产 0.54 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保及影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022 年~2025 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

假设

- 2025 年，山河药辅持续扩充产品品种并加强海外市场拓展，营业总收入保持增长态势，基于商誉减值风险已充分释放，盈利能力有所回升。
- 2025 年，山河药辅投资支出压力较小，项目建设及设备购置等带动资产规模小幅扩张。
- 2025 年，山河药辅仍保持充裕的货币等价物储备，资本结构保持稳健。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	30.56	29.78	26.94~28.61
总债务/EBITDA(X)	1.80	2.00	1.57~1.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

ESG⁷表现方面，跟踪期内，公司发生一起一般安全事故，未对公司生产经营构成重大影响⁸；公司治理结构较完善，内控制度健全，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力较强，仍有一定未使用授信额度，且为上市公司，资本市场融资渠道畅通，财务弹性较好。公司资金流出主要用于固定资产投资、理财投资和偿付债务本息，整体资本支出压力较小，债务规模和偿债压力较低，债务续接能力良好。总体而言，凭借畅通的外部融资渠道和较好的财务弹性，若未来无重大收并购事项，公司未来一年流动性来源对流动性需求覆盖能力较强，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，公司主营产品药用辅料在下游药品制剂中的用量较少，与药物制剂市场规模相比其整体市场规模较小，市场竞争较为激烈，且在业务得分中未能体现，故在特殊调整项目下调 1 个子级。

跟踪债券信用分析

“山河转债”募集资金 3.20 亿元，其中 91%用于募投项目建设，9%用于补充流动资金，截至 2024 年末，尚未使用募集资金金额为 0.65 亿元。2024 年 8 月，公司召开“山河转债”债券持有人会议，审议通过了《关于变更部分募集资金用途及募投项目延期的议案》，同意公司将募投项目“合肥研发中心及生产基地项目”的部分募集资金 2,000 万元调整至用于另一募投项目“新型药用辅料系列生产基地一期项目”。

“山河转债”设置赎回条款和回售条款，跟踪期内上述含权条款未被触发，上述含权条款跟踪期

⁶ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

⁸ 根据公司公告，2024 年 10 月公司“新型药用辅料系列生产基地一期项目”发生一起一般安全事故，事故造成一名员工窒息，送医院抢救无效死亡。该产线产量占公司总体业务比重较小，公司已经责令该车间自查整改，进行全面安全风险隐患排查。截止本公告披露日，事故仍在调查中，公司暂不能准确预计本次事故造成的直接经济损失。目前，公司整体系列生产基地和车间生产经营秩序正常，经初步预计，本次事故不会对公司生产经营产生重大影响。

内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

截至 2025 年 3 月末，“山河转债”累计转股数量为 1,647 张（票面金额共计 16.47 万元），剩余 3,198,353 张（票面总金额 3.20 亿元）。

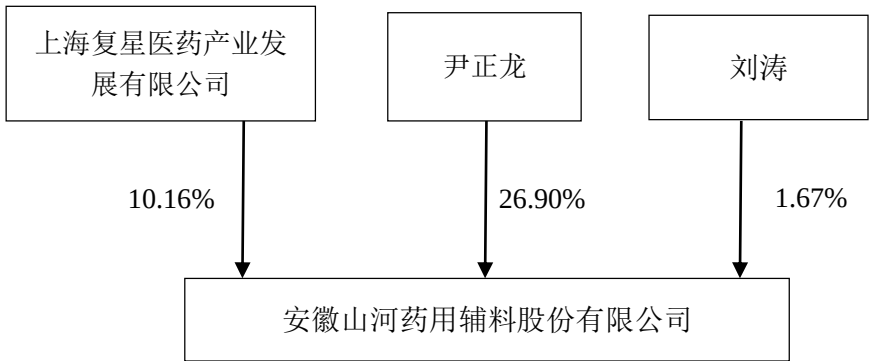
截至 2024 年 4 月 26 日，公司股票已出现连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价（18.25 元/股）的 85%（即 15.51 元/股）的情形，触发了“山河转债”《募集说明书》中转股价格向下修正的条件，故公司董事会决定将“山河转债”的转股价格向下修正为 13.85 元/股，修正后的转股价格自 2024 年 5 月 17 日起生效。2024 年 5 月 16 日公司召开股东大会审议通过《公司 2023 年度利润分配预案》，分红除权后山河转债转股价格调整为 13.60 元/股，调整后的转股价格于 2024 年 5 月 29 日开始生效。2024 年 6 月 24 日至 7 月 15 日，公司股票因出现连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价（13.60 元/股）的 85%（即 11.56 元/股）的情形，触发转股价格向下修正条款，公司董事会决定本次不向下修正“山河转债”的转股价格。

“山河转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司在国内口服固体制剂药用辅料领域保持其品牌知名度及竞争优势，且近年来经营业绩保持增长趋势，获现水平和流动性均维持较好区间，同时公司为上市公司，多种融资渠道畅通，偿债压力较低，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险较低。

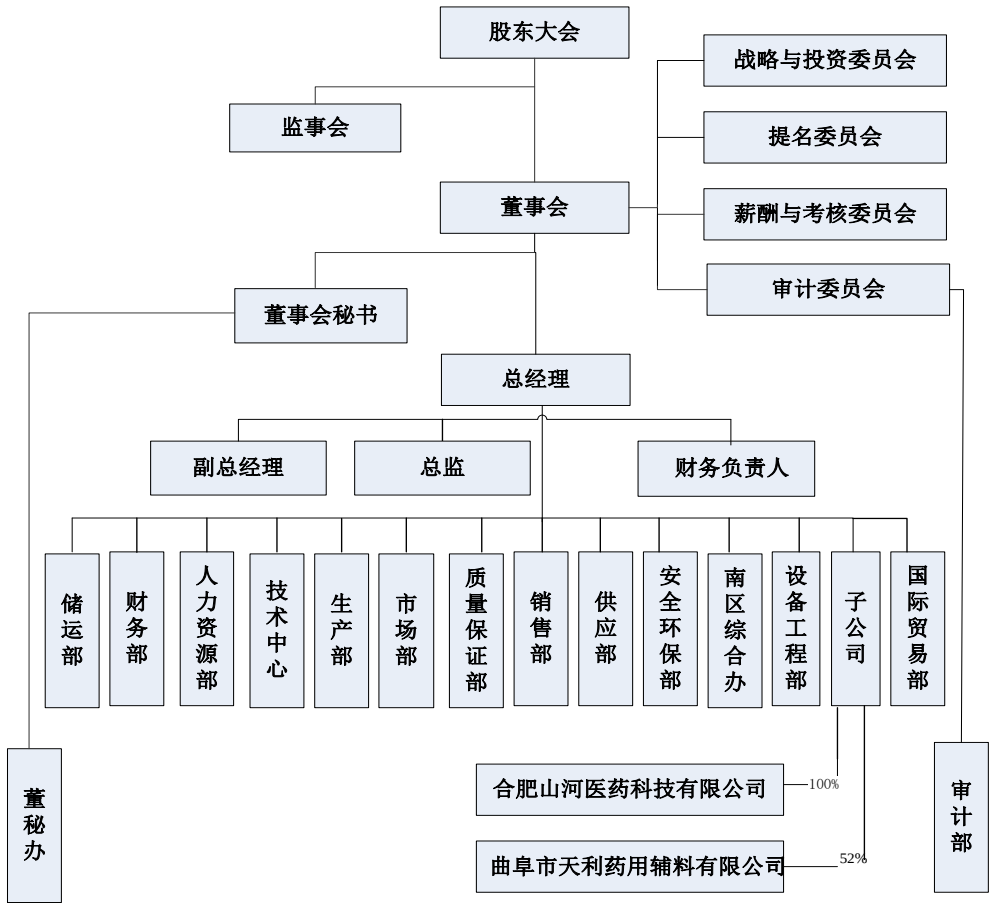
评级结论

综上所述，中诚信国际维持安徽山河药用辅料股份有限公司的主体信用等级为 A^+ ，评级展望为稳定；维持“山河转债”的信用等级为 A^+ 。

附一：安徽山河药用辅料股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



全称	层级	持股比例 (%)	2025 年 3 月末		2024 年	
			总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
合肥山河医药科技有限公司	2	100.00	0.37	0.35	0.28	0.02
曲阜市天利药用辅料有限公司	2	51.99	1.58	1.42	1.07	0.02



资料来源：公司提供

附二：安徽山河药用辅料股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	15,011.91	17,396.29	19,269.00	22,114.83
应收账款	5,200.35	8,189.29	10,626.57	15,871.41
其他应收款	59.20	58.50	105.06	90.19
存货	9,119.77	9,410.36	8,875.86	8,123.41
长期投资	-	-	-	-
固定资产	28,523.72	41,708.18	46,490.59	46,458.42
在建工程	15,459.17	8,648.52	1,154.30	467.56
无形资产	5,366.33	5,236.87	5,122.47	5,604.53
资产总计	118,055.10	154,271.06	155,973.04	159,049.16
其他应付款	763.62	181.88	33.89	43.49
短期债务	16,009.38	12,408.48	11,510.21	12,213.05
长期债务	-	28,758.75	29,851.49	30,135.27
总债务	16,009.38	41,167.22	41,361.71	42,348.32
净债务	3,738.83	26,149.24	24,410.56	22,625.10
负债合计	39,193.32	60,746.11	58,443.06	56,817.44
所有者权益合计	78,861.77	93,524.94	97,529.98	102,231.72
利息支出	121.25	429.85	1,273.24	--
营业总收入	70,452.52	83,925.95	88,257.33	24,787.18
经营性业务利润	13,138.93	16,746.05	16,618.77	5,115.92
投资收益	773.19	1,053.85	1,922.94	258.63
净利润	13,093.47	16,462.25	12,052.50	4,665.84
EBIT	13,776.59	18,975.66	15,589.05	--
EBITDA	17,396.08	22,882.29	20,706.07	--
经营活动产生的现金流量净额	13,281.73	13,229.83	11,833.27	-640.78
投资活动产生的现金流量净额	-8,820.67	-33,297.83	-1,501.12	3,007.64
筹资活动产生的现金流量净额	-4,851.91	22,816.69	-8,520.88	375.03

财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	29.77	31.69	31.04	32.36
期间费用率(%)	11.90	12.58	13.09	12.12
EBIT 利润率(%)	19.55	22.61	17.66	--
总资产收益率(%)	12.86	13.94	10.05	--
流动比率(X)	1.83	3.44	4.38	4.94
速动比率(X)	1.56	3.09	4.00	4.56
存货周转率(X)	5.86	6.19	6.66	7.89*
应收账款周转率(X)	12.85	12.54	9.38	7.48*
资产负债率(%)	33.20	39.38	37.47	35.72
总资本化比率(%)	16.87	30.56	29.78	29.29
短期债务/总债务(%)	100.00	30.14	27.83	28.84
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.82	0.32	0.28	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.82	1.06	1.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	109.54	30.78	9.29	--
总债务/EBITDA(X)	0.92	1.80	2.00	--
EBITDA/短期债务(X)	1.09	1.84	1.80	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	143.47	53.23	16.26	--
EBIT 利息保障倍数(X)	113.62	44.15	12.24	--
FFO/总债务(X)	1.04	0.46	0.51	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 受评对象不能偿还债务。

注: 除 aaa 级, ccc 级及以下等级外, 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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响较小, 违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
A-2	还本付息能力较强, 安全性较高。
A-3	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn