

常州千红生化制药股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

中鹏信评【2026】第Z【712】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司



常州千红生化制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2026-6-30

评级观点

本次评级结果是考虑到：常州千红生化制药股份有限公司（以下简称“千红制药”或“公司”，股票代码：002550.SZ）具备原料药-制剂一体化的完整产业链布局，核心产品肝素制剂、胰激肽原酶制剂在国内细分市场份额排名靠前；其创新药研发管线储备丰富且整体进展顺利，同时主营业务现金生成能力较强、账面现金盈余充足、财务杠杆保持稳健。但中证鹏元也关注到，肝素行业周期性特征明显，在行业去库存周期，公司原料药营收同步收缩，且肝素原料药销售均价仍处于低位震荡，未来行业供需与价格波动仍可能冲击原料药业务营收及利润；且原料药以海外销售为主，存在汇率波动及国际贸易环境变动风险；制剂业务虽价格下行态势已缓和，但仍面临集采政策带来的盈利不确定性。

债券概况

发行规模：不超过 10 亿元

发行期限：不超过 6 年

偿还方式：按年单利计息和付息，到期一次还本

发行目的：用于创新药研发项目和湖北钟祥原料药生产基地一期建设项目及补充流动资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	32.32	30.87	28.30	27.66
归母所有者权益	28.54	27.68	25.17	24.55
总债务	0.03	0.03	0.20	0.56
营业收入	3.58	15.71	15.26	18.14
净利润	0.84	3.73	3.33	1.79
经营活动现金流净额	1.38	3.61	5.15	5.33
净债务/EBITDA	--	-3.20	-2.81	-3.73
EBITDA 利息保障倍数	--	879.82	263.93	38.79
总债务/总资本	0.11%	0.11%	0.79%	2.20%
FFO/净债务	--	-19.91%	-21.66%	-16.75%
EBITDA 利润率	--	25.71%	23.98%	12.67%
总资产回报率	--	15.23%	14.20%	7.52%
速动比率	5.84	6.85	5.67	4.98
现金短期债务比	--	--	54.04	17.28
销售毛利率	61.08%	58.36%	54.85%	43.26%
资产负债率	11.75%	10.39%	11.09%	10.56%

注：2023-2025 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：曾利利
zengll@cspengyuan.com

评级总监：张伟亚

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司产业链完整，核心产品国内市场份额排名靠前。**公司是国内少数具备从生猪养殖、屠宰、肝素粗品、肝素原料药及制剂全程可溯源产业链能力的药企，具备原料药-制剂一体化的完整产业链布局，核心产品肝素类、胰激肽原酶类均实现原料与制剂的协同生产，其中胰激肽原酶肠溶片（商品名“怡开”）为国家驰名商标，稳居国内市场第一，肝素制剂产品线国内较齐全且市占率排名靠前。
- **公司创新药研发管线储备丰富且整体进展较为顺利。**近年公司持续加大研发投入力度，截至 2026 年 3 月末，已有 4 款创新药进入 II 期临床试验，其中二类新药 QHRD211 注射液即将完成 II 期临床试验，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。
- **公司主营业务现金生成能力较强，现金盈余充裕，偿债指标表现较好，财务杠杆较为稳健。**近年随着高毛利制剂产品销售占比提升，公司整体业务毛利率持续提升，经营活动现金流有所改善，2026 年 3 月末，账面盈余现金类资产能较好覆盖公司资金需求；公司保持稳健的财务政策，杠杆水平较低，有息债务规模很小，偿债指标表现较好。

关注

- **肝素行业周期性波动风险。**肝素原料药市场受上游猪小肠供应、行业库存、下游需求等因素影响，周期性特征显著，2022 年受上游原料供应紧张和下游需求增加叠加影响，全球肝素原料药库存和价格均达顶峰，2023 年以来行业进入“去库存周期”，客户需求减弱、肝素原料药价格持续下行，公司原料药营收同步收缩、存货计提跌价准备，未来行业供需与价格的波动仍可能对公司原料药业务的营收和利润造成冲击。
- **随着集采等医保控费政策推进，公司主要制剂产品价格持续下行。**公司主要制剂产品已纳入国家或省级集采，尽管在集采覆盖下实现了“以价换量”的销售转化，且 2025 年以来产品价格的下行态势已有所缓和，但仍面临集采政策带来的盈利不确定性；若未来有更多制剂品种被纳入集采范围，或现有品种集采续标时降价幅度超出预期，将对公司制剂业务的盈利空间形成挤压。
- **公司原料药销售以海外市场为主，面临一定汇率波动和国际贸易环境变化风险。**公司原料药产品以出口为主，主要销往欧洲和亚洲，2023-2025 年外销收入占比分别为 30.71%、23.07%和 23.09%，近年来贸易保护主义抬头，若主要海外市场强化贸易限制，将影响原料药出口；且海外收入以美元结算，汇率波动将直接影响公司盈利水平。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司系国内少数具备从生猪养殖、屠宰、肝素粗品、肝素原料药及制剂全程可溯源产业链能力的药企，2025 年 7 月河南千牧项目投产后，将逐步实现肝素粗品内部自给，供应链自主可控能力进一步强化；核心产品胰激肽原酶肠溶片、肝素钠&肝素钙注射液的市场占有率较高；同时公司主营业务现金生成能力较强，财务结构稳健。

同业比较（单位：亿元，天）

指标	丽珠集团	海普瑞	健友股份	东诚药业	常山药业	千红制药
总资产	239.85	166.32	103.43	92.24	43.51	30.87
营业收入	120.20	54.79	39.91	27.41	8.75	15.71
净利润	24.11	3.43	5.82	1.54	-3.67	3.73
销售毛利率	65.90%	31.81%	39.41%	50.97%	15.13%	58.36%
资产负债率	35.18%	27.37%	33.29%	40.76%	73.16%	10.39%
销售费用/营业总收入	29.79%	7.82%	10.23%	15.24%	5.67%	20.23%

研发支出/营业总收入	8.79%	4.13%	20.43%	10.54%	12.19%	9.44%
应收账款周转天数	62.65	83.64	95.86	123.22	103.25	58.62
存货周转天数	156.27	474.31	516.57	157.87	634.47	219.86
净营业周期	168.37	531.13	531.69	223.99	583.19	232.78

注：以上各指标均为 2025 年末/2025 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_2025V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

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	9/9
	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	强
	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		9/9
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。

一、发行主体概况

公司前身“常州千红生化制药有限公司”（以下简称“千红有限”）成立于2003年，由原常州生化制药有限公司和原常州生化千红制药有限公司通过新设合并的方式成立，初始注册资本为5,600.00万元，其中第一大股东为王耀方，持股比例30.00%，千红有限职工持股会持股比例25.00%。2008年2月千红有限整体变更为股份有限公司并更名为现名¹。2011年2月18日，公司在深圳证券交易所中小板上市，募集资金净额为12.15亿元。

截至2026年3月末，公司股本12.80亿元，控股股东及实际控制人为王耀方，直接持有公司19.96%股份，王轲与王耀方为父子关系，直接持有公司6.67%股份，为公司实际控制人的一致行动人；公司实际控制人及一致行动人股权无质押情况。

公司主要从事多糖与蛋白酶类药物细分领域的研发、生产和销售，主要产品包括蛋白酶和多糖类两大系列生化药物，其中蛋白酶品种主要有胰激肽原酶系列、门冬酰胺酶系列、复方消化酶胶囊Ⅱ；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种。公司也是国内为数不多的具备从生猪养殖、屠宰、肝素粗品、肝素原料药及制剂全程可溯源的全产业链能力药品生产企业。截至2025年末，公司纳入合并范围子公司共8家，具体情况见附录三。

二、本期债券概况及募集资金用途

债券名称：常州千红生化制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过10亿元（含）；

债券期限和利率：6年；本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，公司股东会授权董事会（或由董事会授权的人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

还本付息方式：按年单利计息和付息，到期一次还本；

募集资金用途：本期债券拟募集资金总额不超过人民币10.00亿元（含），募集资金投向见下表：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模
创新药研发项目	41,923.49	41,000.00
湖北钟祥原料药生产基地一期建设项目	33,000.00	30,000.00
补充流动资金	29,000.00	29,000.00

¹ 截至2007年12月31日，千红有限净资产为2.12亿元，扣除当年度利润分配0.84亿元后的1.28亿元作为出资额，其中股本1.2亿元，资本公积0.08亿元。

合计	103,923.49	100,000.00
----	------------	------------

资料来源：公司公告

湖北钟祥原料药生产基地一期建设项目

1、募投项目概况

湖北钟祥原料药生产基地一期建设项目（以下简称“钟祥原料药基地”）实施主体为全资子公司千红生化制药（湖北）有限公司，项目总投资3.30亿元，拟投入募集资金3.00亿元，预计建设期30个月。项目建成后可形成年产肝素粗品约6,000亿单位、高端抗血栓药物2.50吨、粗胰酶125吨、药用蛋白酶750亿单位的生产能力。

2、募投项目批复情况

钟祥原料药基地项目选址位于湖北省钟祥市经济开发区富水路。公司已取得中华人民共和国自然资源部出具的鄂（2023）钟祥市不动产权第0008307号《不动产权证书》。

本项目已取得钟祥市行政审批局出具的《湖北省固定资产投资项目备案证》（登记备案项目代码:2211-420881-89-01-613252）。已取得荆门市市生态环境局出具的《关于千红生化制药（湖北）有限公司常州千红制药原料药生产基地项目环境影响报告书的批复》（荆环审[2023]66号）。已取得钟祥市行政审批局出具的《钟祥市行政审批局关于常州千红制药原料药生产基地项目节能审查的意见》（钟审发字[2024]63号）。

3、募投项目经济效益与主要风险

根据公司提供的资料，钟祥原料药基地项目完工投产后预计能为公司带来一定的经济效益，但中证鹏元也关注到本期债券募投项目受经济环境和市场竞争等因素影响，项目能否如期完工、新增产能市场能否有效消化及产生预期收益存在不确定性。

创新药研发项目

创新药研发项目拟使用募集资金41,000.00万元用于急性缺血性脑卒中新药QHRD106注射液III期临床研究及上市注册项目、急性髓系白血病新药QHRD107胶囊的IIb期临床研究及上市注册项目以及内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢新药QHRD211注射液的III期临床研究及上市注册项目，以加快公司自主创新药物管线的临床试验推进，为在研产品后续上市注册进程奠定基础。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

创新提速、战略升级，2026年生物医药开启高质量发展新征程；医药需求较为刚性、政策负面影响边际减弱，2026年医药制造业行业将企稳向好

生物医药行业政策以“控费降价、提质创新”为主线，政策负面冲击2026年边际减弱，整体企业营收及利润表现有望趋稳。2026年3月“十五五”规划纲要公布，生物医药与集成电路、航空航天等并列为中期经济发展的新兴支柱产业，战略地位显著提升。在战略升级、需求刚性、政策优化的共同推动下，创新药与高端医疗器械将成为核心增长引擎，创新、国产替代、全球化、行业集中度提高为行业主旋律，但需持续关注集采、医保支付改革、地缘政治以及增值税率上调对细分赛道的负面冲击。

近年来医药制造业企业业绩承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加速。受药品价格下降、推广受限以及宏观环境影响，2025年药品终端销售总额继续呈负增长，公立医院终端占比下滑、零售终端增速放缓。随着国内经济持续发展、国内人口老龄化速度加快、人均寿命延长以及健康意识的提高，国内药品消费需求将持续增长，其中抗生素类、慢性病治疗类、肿瘤治疗及免疫调节类、保健品类需求最为突出。2026年药品价格将继续小幅下降，但政策负面冲击边际减弱，创新药上市、出海加速，医药制造业企业业绩将企稳向好发展。

详见《[信用展望 2026 | 生物医药行业：创新提速、战略升级，整体企稳、结构分化](#)》。

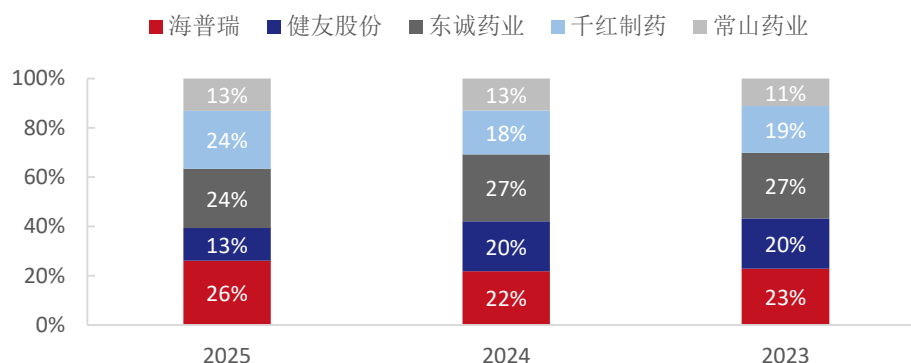
中国是全球肝素原料药的主要生产国，国内肝素原料药生产企业竞争格局相对稳定；肝素原料药市场周期性特征显著，2023年以来行业进入“去库存周期”，客户需求减弱、肝素原料药价格持续下行，

目前肝素原料药销售均价仍处于低位震荡

肝素原料药主要提取自猪小肠黏膜，可直接用于制成标准肝素制剂，或进一步加工制为低分子肝素原料药，最终制成低分子肝素制剂应用于临床多种治疗领域。随着人口老龄化趋势日益加深，临床抗血栓类药物市场需求迅速膨胀，全球对于肝素原料药需求稳步增长。据弗若斯特沙利文统计，全球肝素原料药行业市场竞争格局高度集中，根据QYResearch的统计及预测，2024年全球肝素原料药市场销售额达到了33.57亿美元，预计2031年将达到75.7亿美元，年复合增长率为12.5%，受益于猪肉高消费量，我国是全球肝素原料药的主要生产国。

国内市场方面，主要肝素原料药生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药以及常山药业，竞争格局相对稳定。从各企业年报披露的经营数据来看，公司2025年肝素原料药国内市场销量规模排名第三。

图1 国内主要肝素企业肝素钠以及低分子肝素钠原料药销量对比情况（按销售量计算）



资料来源：公开资料整理，中证鹏元整理

肝素原料药市场受上游猪小肠供应、行业库存、下游需求等因素影响，周期性特征显著。从行业供需变化来看，2018年非洲猪瘟爆发后，国内生猪存栏量暴跌，猪小肠供应长期紧张，推高了肝素原料药的成本与销售均价；叠加2020-2022年突发全球性卫生公共事件，肝素作为透析、ICU抗凝的刚需药物，下游制剂需求显著增加；综合影响下，2022年全球肝素原料药库存和价格均达顶峰，公司肝素原料药销量、销售额也处于历史高位。2023年以来行业进入“去库存周期”，海外客户采购需求减弱、肝素原料药价格持续下行。2026年一季度全球肝素原料药市场需求仍较为疲软，肝素原料药销售均价目前仍处于低位震荡。

图2 中国肝素原料药出口单价情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

受原料药销售规模的持续下滑影响，2023-2024年公司整体营收规模呈收缩趋势，2025 年营收同比微增。分品类来看，公司营收主要来源于化学制剂产品的销售，收入规模较为稳定，其中肝素制剂和胰激肽原酶制剂销售占比较高；原料药核心产品为肝素原料药，2022年全球肝素原料药库存达峰后，2023年起行业进入去库存周期，海外客户采购需求疲软、出口价格持续低位，导致公司原料药销售收入有所回落。2026年一季度公司营收同比下降20.62%，主要系肝素原料药销售收入受全球市场需求疲软以及去年同期肝素原料药存在阶段性集中发货，导致肝素原料药出口价格与数量同比出现下滑。此外，2026年一季度归属于上市公司股东的净利润较上年同期下降 47.16%，主要是去年同期收回建元信托前期部分逾期款形成较高同期基数及肝素原料药销售收入同比下降所致。

毛利率方面，公司肝素制剂毛利率相对较低，胰激肽原酶制剂和复方消化酶制剂毛利率较高，得益于高毛利的胰激肽原酶制剂和复方消化酶制剂收入占比提升，化学制剂毛利率持续提升；化学原料药在2022-2023年受肝素原料价格上涨、供应不稳影响，毛利率处于低位，2023年三季度起肝素原料价格见顶回落，带动原料药毛利率逐步修复；整体上，随着高毛利制剂产品销售占比提升，公司整体业务毛利率持续上行。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1-3 月			2025 年			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	金额	占比	毛利率
制剂系列	2.59	72.33%	71.98%	10.75	68.44%	70.41%	10.79	70.70%	61.82%	11.15	61.43%	61.52%
原料药系列	0.59	16.61%	34.37%	4.56	29.05%	32.82%	4.43	29.05%	37.67%	6.92	38.14%	13.37%
其他	0.40	11.06%	29.90%	0.40	2.51%	25.40%	0.04	0.25%	81.70%	0.08	0.43%	78.35%

合计	3.58	100.00%	61.08%	15.71	100.00%	58.36%	15.26	100.00%	54.85%	18.14	100.00%	43.26%
----	------	---------	--------	-------	---------	--------	-------	---------	--------	-------	---------	--------

注：2025 年其他业务收入大幅增长，主要系 2025 年子公司河南千牧生物制药有限公司新增肠衣销售收入约 0.30 亿元。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 公司按产品分类的收入构成情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1-3 月		2025 年		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
制剂系列	2.59	72.33%	10.75	68.44%	10.79	70.71%	11.15	61.64%
-肝素制剂	1.08	30.20%	4.74	30.16%	5.25	34.40%	5.67	31.34%
-胰激肽原酶制剂	1.20	33.62%	4.69	29.85%	4.42	28.96%	4.64	25.65%
-复方消化酶制剂	0.30	8.36%	1.27	8.08%	1.08	7.08%	0.83	4.59%
-其他制剂	0.01	0.16%	0.05	0.35%	0.04	0.26%	0.02	0.11%
原料药系列	0.59	16.61%	4.56	29.05%	4.43	29.03%	6.92	38.25%
-肝素原料药	0.56	15.61%	4.46	28.41%	4.27	27.98%	6.66	36.82%
-其他原料药	0.04	0.99%	0.10	0.64%	0.16	1.05%	0.26	1.44%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年持续加大研发投入，已有4款创新药在建项目进入II期临床试验，创新药研发管线储备丰富且整体进展较为顺利

公司是国内少数具备从生猪养殖、屠宰、肝素粗品、肝素原料药及制剂全程可溯源产业链能力的药企，主要从事多糖与蛋白酶类药物细分领域的研发、生产和销售，核心产品包括蛋白酶和多糖类两大类生化药物，其中蛋白酶品种主要有胰激肽原酶系列、门冬酰胺酶系列、复方消化酶胶囊II；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种。

在研发能力上，公司持续强化创新布局，通过引进海外高层次人才设立合资研究院、布局国外离岸研发中心，并搭建“常州千红国际生物医药创新药物孵化基地”；研发投入力度显著提升，2023-2025 年研发投入从1.37亿元增至1.48亿元，营收占比从7.57%升至9.44%；同时构建了专业研发团队，截至2025年末研发人员达226人，硕博学历占比超四成。

公司在研管线进展较为顺利，截至2026年3月末，已有4款创新药进入II期临床试验，其中一类新药 QHRD107 II a 期临床研究成果在美国血液学年会（ASH）顺利发表，二类新药 QHRD211 注射液即将完成II期临床试验；首个仿制新药 LSA02 已完成临床 BE 研究正在申报生产批件，该产品临床主要用于糖尿病的治疗。上述创新药物成果的取得，将进一步提升公司创新发展的核心竞争力。

除自主研发以外，公司亦积极进行行业技术横向整合，通过收购常州方圆制药有限公司（以下简称“方圆制药”）100%股权，整合一类创新药硫酸依替米星的创新药资源，切入抗感染治疗领域，培育新的利润增长点。

表4 截至 2026 年 3 月末公司主要在研项目

项目名称	适应症	研发阶段
一类新药 QHRD107 胶囊	急性髓系白血病	目前正在 IIa 期临床试验补充病例阶段
一类新药 QHRD110 胶囊	胶质母细胞瘤	目前正在 IIa 期临床试验
一类新药 QHRD106 注射液	急性缺血性脑卒中	目前正处于 IIb 期临床试验阶段
二类新药 QHRD211 注射液	内源性生长激素分泌不足导致的生长障碍	即将完成 II 期临床试验
众红在研项目	-	已有数个新药进入临床试验；多个新药处于临床前研究中
英诺升康在研项目	-	多个靶向抗肿瘤小分子创新药物正在临床前研究中

资料来源：公司提供、公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

近年公司原料药产能保持稳定，未来在建原料药基地项目投产将进一步扩充产能，但新增产能存在市场消化风险；公司制剂产能较为充裕，产能利用率有所提升；同时公司拟收购方圆制药切入抗生素领域，目前该收购因方圆制药尚处破产重整阶段，最终落地存在一定不确定性

公司采取以销定产的生产模式，营销中心在每月下旬向生产中心提供下月销售计划，由生产中心根据产能、库存及原材料供应等情况制定下月生产计划；如因临时新增订单导致原销售计划调整，公司生产中心会制定增量生产计划，以满足产品销售需求。

公司总部在常州，目前共有三处生产基地，分别位于江苏常州、湖北钟祥和河南南阳，生产基地的详细情况见下表。公司与牧原股份合作成立合资公司河南千牧生物制药有限公司（以下简称“河南千牧”），公司占股51%。2025年7月，河南千牧项目已完工并投入运营，目前肝素粗品产能约为1.5万吨/年。此外，该项目依托猪小肠黏膜提取肝素原料后，并将提取肝素后的猪小肠外层加工为肠衣外销，2025 年肠衣营收约 0.30 亿元。该基地的投入运营实现了从生猪养殖源头到肝素粗品生产的上游产业链闭环，同时从源头锁定原料品质，保障肝素粗品质量的持续可控。

表5 公司主要生产基地情况

生产基地名称	位置	主要生产产品情况
公司本部	常州	公司核心生产基地，生产产品涵盖多糖与蛋白酶类药物，其中药用酶品种主要有胰激肽原酶系列、复方消化酶胶囊（II）、门冬酰胺酶系列和弹性酶系列；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种
千红生化制药(湖北)有限公司	湖北钟祥	原老厂区主要负责生产粗胰酶（自用），自产粗胰酶占制剂生产需求的比重约为 40%-50%；新建厂区计划用于生产肝素粗品、粗胰酶、药用蛋白酶、高端抗血栓药物等
河南千牧生物制药有限公司	河南南阳	主要用于生产肝素粗品，确保上游原料的供给充足和质量可靠，随着肝素粗品产能的逐步释放，公司自产肝素粗品对肝素原料药生产的供应保障比例预计将达到 50%以上。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司现有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。公司现有原料药的产能较为稳定，产能利用率整体处于较高水平，2024年肝素原料药行业处于“去库存周期”，受此影响，产能利用率有所下降；2025年，原料药生产已实现回暖，产能利用率随之回升。公司制剂产品的年设计产能较大，近三年产能保持稳定，产能相对较为充裕，目前产能利用率在60%-80%左右。未

来随着公司在研产品的陆续上市销售以及集采续标，公司制剂产品的产能利用率有望持续提升。

表6 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

产品类型	项目	2026年1-3月	2025年	2024年	2023年
原料药	产能（亿单位）	9,327.50	37,310.00	37,310.00	37,310.00
	产量（亿单位）	5,085.47	30,800.99	24,575.89	31,053.26
	产能利用率	54.52%	82.55%	65.87%	83.23%
制剂	产能（亿支/粒/片）	22,467.50	89,870.00	89,870.00	89,870.00
	产量（亿支/粒/片）	16,675.98	71,758.80	61,551.72	60,481.54
	产能利用率	74.22%	79.85%	68.49%	67.30%

注：由于河南千牧项目于 2025 年 7 月刚投入运营，原料药产能暂未将其产能统计在内。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2026年3月末，公司在建的项目包括常州千红制药原料药生产基地项目和年产3吨硫酸依替米星项目，其中常州千红制药原料药生产基地项目分两期推进，目前在建的是一期项目（即“本期募投项目-钟祥原料药基地”），建成后拟投产粗胰酶、药用蛋白酶、肝素粗品、类肝素等，目前一期生产基地基本达到可使用状态，预计2026年6月投产。二期项目计划用于生产抗肿瘤原料药和药用包材，暂未开工建设。随着在建项目建成投产后将推动公司原料药产能扩容，但肝素原料药领域市场竞争较为激烈，新增产能能否被市场有效承接、项目能否实现预期收益存在不确定性。

另外，2024年10月公司拟出资3.90亿元对方圆制药进行破产重整而取得方圆制药100%的股权。方圆制药是一家抗生素类药品研发与生产的企业，其核心产品是依替米星，这是一款国家一类新药，属于新一代半合成氨基糖苷类抗生素，具有高效、低毒、抗耐药菌等优势，已获中国、美国、英国等多国专利保护。本次收购方圆制药可快速切入抗生素市场，构建“肝素+抗生素”双轮驱动的业务格局，有望培育出第二增长曲线。但需注意，目前公司虽已完成相关协议签署并支付保证金2,000万元，但尚未完成股权变更登记，方圆制药仍处于破产重整阶段，其重整方案能否获得法院裁定存在一定不确定性。

表7 截至 2026 年 3 月末公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
常州千红制药原料药生产基地项目	6.00	1.33
常州千红生化制药股份有限公司年产 3 吨硫酸依替米星项目	0.55	0.22
合计	6.55	1.55

注：常州千红制药原料药生产基地项目分两期项目，其中一期项目为“本期募投项目-钟祥原料药基地”。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1. 原料药业务

公司对外销售的原料药以肝素类为核心，其产销量随行业周期波动，2026年以来肝素原料药销售均价仍处于低位震荡；胰激肽原酶、弹性蛋白酶等原料药则以自用供应内部制剂为主，产销率与自用需求适配

公司原料药产品以肝素钠&肝素钙原料药为主，采用直销模式，且以国际市场为主，已在美、德、

法、意、日本等国建有营销网络。公司出口的主要原料药产品已通过美国FDA、欧盟CEP、德国、日本、澳大利亚等国的GMP认证，在国内外同行中具备一定竞争优势。

公司原料药以外销为主，仅有小部分自用，主要供应内部制剂生产。对外销售的原料药中，肝素原料药占比超95%，是原料药业务的核心。全球肝素原料药市场具有一定的周期性，其周期波动主要由上游原料周期、行业库存周期、下游需求阶段性波动共同驱动，波动特征明显。

具体来看，2022年全球肝素原料药库存和价格均达顶峰，公司肝素原料药销量、销售额也处于历史高位。2023-2024年，行业进入“去库存周期”，公司原料药销量同步回落、产销率阶段性走低。2025年全球肝素原料药市场需求仍较为疲软，公司由于市场开拓情况较好，销量实现增长，但肝素原料药销售均价目前仍处于低位震荡。

表8 公司化学原料药产量、销量和产销量情况（单位：亿单位）

项目	2026年 1-3月	2025年	2024年	2023年
产量	5,085.47	30,800.99	24,575.89	31,053.26
自用量	2,171.40	7,809.08	7,857.97	8,909.46
销量	3,503.36	22,785.19	18,581.71	17,031.74
产销率	111.59%	99.33%	107.58%	83.54%
肝素原料药销售均价（万元/亿单位）	1.70	2.00	2.30	4.16

注：产销率=（自用量+销量）/产量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2. 制剂业务

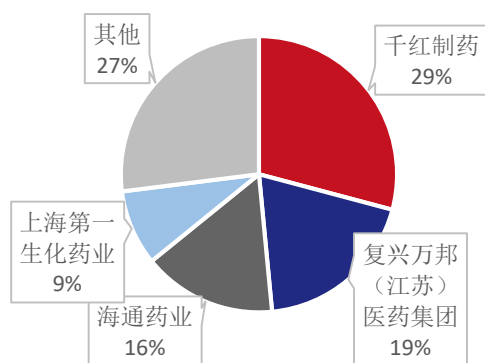
依托原料药-制剂一体化优势，公司制剂业务在集采覆盖下实现“以价换量”，价格下行趋势已缓和，叠加新销售模式布局，后续制剂销量有望进一步增长，但仍面临集采政策带来的盈利不确定性

公司制剂产品主要采用经销模式，通过参与各省（自治区、直辖市）的药品招标采购，中标后会与中国医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司等国内大型医药流通商签订销售合同，由医药流通商利用其配送网络将药品销售给医院等终端客户。

公司制剂产品主要为肝素制剂、胰酶制剂（含胰激肽原酶、弹性酶）及复方消化酶胶囊等仿制药，均为原料药制剂一体化品种，聚焦抗凝（肝素类）、周围血管病（胰激肽原酶）、消化系统调理（复方消化酶、弹性酶）等临床必需、慢性病等细分领域。胰激肽原酶作为改善微循环药物，入选《中国2型糖尿病防治指南（2020版）》，核心产品胰激肽原酶肠溶片（商品名“怡开”）是国家驰名商标，在行业内具有较高的知名度和品牌影响力，稳居国内市场第一。肝素制剂方面，公司拥有国内较齐全的肝素制剂产品线，主要分为标准肝素制剂及低分子肝素制剂，公司的肝素钠注射液及肝素钠封管注射液主要在国内市场销售，其中标准肝素用药国内市场保持领先地位。低分子肝素制剂相较于标准肝素制剂通常具有更高的使用安全性以及更广泛的临床应用，龙头企业主要为海普瑞、健友股份。临床上最常见的低分子肝素制剂公司均已全部覆盖，包含依诺肝素钠、那屈肝素钙以及达肝素钠三类，其中依诺肝素制剂

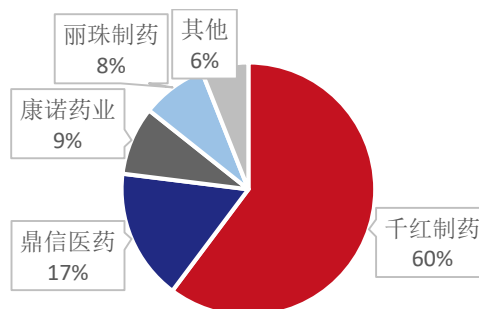
销售占比最大。

图3 2024年中国公立医院标准肝素钠注射液销售金额企业格局



资料来源：米内网，中证鹏元整理

图4 2024年中国公立医院胰激肽原酶销售金额企业格局



资料来源：米内网，中证鹏元整理

从主要产品的产销情况来看，核心制剂产品产销率持续处于高位。低分子肝素钠国采2023年7月开始落地执行（2025年底到期续标）。目前公司主要制剂产品均已纳入国家、省级及联盟集采，其中依诺肝素钠注射液中标第八批国家集采，肝素钠注射液、注射用胰激肽原酶、胰激肽原酶肠溶片等产品也陆续被纳入省级及区域联盟集采。受集采影响，制剂产品呈现“以价换量”特征，其中肝素制剂销售均价从2023年11.55元/支下滑至2025年的9.25元/支，2025年以来肝素制剂销售均价趋于平稳。

此外，公司自2024年起加大力度开拓弹性酶肠溶片²市场，该产品市场空间大，需求旺盛，2024年以来销量持续大幅增长。复方消化酶胶囊2024年先后中标多个省级联盟集采，叠加2023年11月与德国拜耳开启OTC战略合作，产品渠道由医院终端延伸至零售端及家庭医疗场景，销量稳步扩容。胰激肽原酶肠溶片2023年由于未在“八省二区”第四批省际联盟集采中选，导致当期销量有所下降；2024-2025年该产品陆续中标多个省级联盟集采中标，带动销量重回增长通道。

综合来看，公司制剂产品依托原料药-制剂一体化优势，在集采覆盖下实现了“以价换量”的销售转化，且2025年以来产品价格的下行态势已有所缓和，但仍面临集采政策带来的盈利不确定性，若未来有更多制剂品种被纳入集采范围，或现有品种集采续标时降价幅度超出预期，将对公司制剂业务的盈利空间形成挤压。

公司原料药客户以海外大型原研药企为主、制剂客户以国内大型医药流通商为主，客户信用资质较好且回款较为及时；需关注海外业务的贸易保护风险及美元结算带来的汇率波动风险

² 弹性酶肠溶片是代谢综合征及心脑血管疾病的临床基础用药，主要用于Ⅱ和Ⅳ型高脂血症（尤其适用于Ⅱ型）、动脉粥样硬化、脂肪肝、糖尿病性肾病，具有调节脂质代谢、提高血管弹性、保肝肾护心脑血管的显著疗效，且纯生物提取安全性好。根据《代谢相关（非酒精性）脂肪性肝病防治指南（2024年版）》，过去20年我国成人非酒精性脂肪肝汇总患病率为29.6%。据此估算，我国脂肪肝患病人数已超4亿人，潜在市场空间大。

客户方面，公司原料药业务客户以国外大型原研制药厂商为主，包括意大利、德国等地区原研制药厂；制剂业务客户以国内大型医药流通商为主，客户自身资质及信誉较好；前五大客户销售占比在50%左右，客户集中度较高，具体客户情况见附录四。从客户账期来看，公司给予客户的信用回款周期一般为30-60天不等，2025年公司应收账款周转天数为58.62天，与客户信用账期基本匹配。

从销售区域来看，公司制剂产品以国内销售为主，国内销售占比持续提升，销售区域覆盖全国，其中华东、中华和华中区域占比较高。原料药以海外销售为主，受原料药销售收入持续回落影响，海外销售收入占比呈下降趋势，主要销往欧洲和亚洲地区。需要注意的是，近年来贸易保护主义兴起，国外市场对原料药的生产重视程度加强，若公司主要海外客户所在国家进一步强化贸易保护措施，可能对公司原料药的海外业务造成不利影响；同时，公司海外收入以美元结算，汇率波动将直接影响盈利水平，面临一定国际贸易环境变化风险以及汇率风险。

表9 公司按地区的营业务收入分布情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1-3 月		2025 年		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内销售	3.20	89.37%	12.08	76.91%	11.74	76.93%	12.57	69.29%
国外销售	0.38	10.63%	3.63	23.09%	3.52	23.07%	5.57	30.71%
合计	3.58	100.00%	15.71	100.00%	15.26	100.00%	18.14	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料采购以肝素粗品为核心，其供应商多为国内大型屠宰企业，公司议价能力较弱，采购价格通常随行就市；2025年7月河南千牧项目投产后，公司肝素粗品实现从外部采购到内部自给的转变，一定程度对冲原材料价格波动风险、保障核心原材料供应稳定

公司原材料采购主要包括肝素粗品、粗胰酶、原辅料、包装物等，其中肝素钠粗品采购占比约70%。2022年-2023年上半年由于肝素粗品价格处于高位，导致当期核心原料采购支出规模较大。2024年公司采购总额下降，主要系肝素钠粗品价格大幅下降，叠加行业处于去库存周期，公司对肝素钠粗品的采购单价与采购数量同步缩减。2024年公司其他原辅材料的采购额呈下降趋势，主要系：一方面，随着湖北千红粗胰酶产线的达产，对外采购粗胰酶的数量逐渐下降；另一方面，粗胰酶市场价格下行影响，其平均采购单价同步走低。2025年，公司其他原辅材料的采购额有所上升，主要系随着子公司河南千牧的投产，公司采购了一定量的猪小肠等原辅材料。

公司肝素粗品及其他原辅料的供应商主要是国内大型屠宰企业，公司议价能力较弱，采购价格通常随行就市；包装材料的供应商主要系山东威高普瑞医药包装有限公司。账期方面，肝素粗品一般是来料验收合格之后全款支付，其他原辅料的账期一般1-3个月。公司与主要供应商基本保持较为稳定的合作，2023-2025年公司前五大供应商采购额占采购总额比重在30%-50%之间。

整体来看，肝素粗品作为核心原材料，其价格波动对公司影响较大，而2025年7月河南千牧的投产，公司肝素粗品实现从外部采购到内部自给的转变，大幅降低公司对第三方原料供应商的依赖，能有效平

抑猪小肠等上游原料的价格波动。

表10公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2025 年		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
肝素粗品	3.60	67.92%	3.21	71.52%	9.04	86.24%
其他原辅材料	0.91	17.10%	0.55	12.24%	0.77	7.38%
包装物	0.39	7.29%	0.45	10.13%	0.38	3.60%
其他	0.41	7.68%	0.27	6.11%	0.29	2.78%
合计	5.31	100.00%	4.49	100.00%	10.48	100.00%

注：其他原辅材料中包含粗胰酶。
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

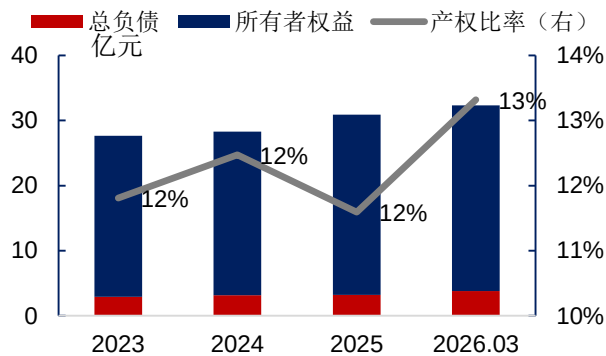
以下分析基于公司提供的经公证天业会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2023-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

资本实力与资产质量

公司资产以厂房、设备等经营性资产、存货及盈余现金为主，资产受限规模很小，整体流动性良好；但考虑到肝素行业竞争激烈、市场供需存在周期性波动等因素，未来需关注公司存货的跌价风险

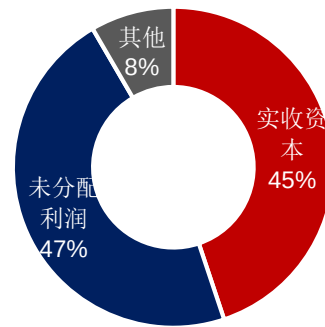
公司近年较少依赖外部融资，负债规模维持在较低水平；所有者权益以实收资本与未分配利润为核心，主要依托留存利润支撑业务，权益规模有所提升；综合影响下，产权比率波动上升，净资产对负债的保障程度较高，财务结构较为稳健。

图5 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司是化学原料药及制剂生产企业，厂房、设备等固定资产是公司核心经营性资产。2024年以来随着钟祥原料药基地和硫酸依替米星建设项目的持续投入，在建工程持续增加。无形资产以钟祥原料药基地项目的建设用地为主，另有部分非专利技术及商标权。随着QHRD107项目、QHRD106项目等创新药在研项目持续投入，开发支出亦稳步增长。

存货包括原材料、在产品、库存商品等，其中在产品和库存商品占比约60%。公司所处的肝素行业周期属性明显，肝素粗品、肝素原料药价格呈周期性波动，公司存货规模也随之波动；2023年受肝素原料药市场需求下滑、价格下跌等影响，公司计提存货跌价准备0.12亿元。2023年以来由于肝素行业处于去库存周期，公司存货周转天数有所增加，但与同业可比上市公司相比，公司存货周转效率处于行业中水平，考虑到行业竞争不断加剧、市场需求周期性变动等外部因素，未来需关注公司存货跌价风险。

应收账款主要系应收国内大型医药流通商及国外原研制药厂商的货款，近年来随营业收入的增长而增长。公司应收账款账龄多在1年以内，从应收账款周转天数来看，近年公司应收账款周转天数呈下降趋势，2025年为58天；与同业可比上市公司相比，公司应收账款周转效率处于较高水平。截至2025年末，应收账款累计计提坏账0.18亿元，公司客户整体资信情况较好，回款风险较为可控。

公司账面资金充裕，并对闲置资金进行现金管理，通过购买理财产品（交易性金融资产）、可转让大额存单（一年内到期的非流动资产、债权投资），2025年末，现金类资产合计12.91亿元，占总资产比重的41.82%。截至2025年末受限资产合计314.73万元，系未到期已转让的应收票据和保证金，受限资产规模很小，资产整体流动性较好。

表11公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	6.77	20.96%	4.91	15.91%	4.40	15.54%	5.76	20.83%
交易性金融资产	6.04	18.70%	5.94	19.24%	2.74	9.67%	0.72	2.60%
应收账款	2.16	6.68%	2.57	8.34%	2.54	8.99%	2.25	8.14%
存货	4.04	12.50%	3.72	12.07%	4.27	15.08%	6.02	21.76%
一年内到期的非流动资产	0.11	0.34%	0.76	2.47%	1.93	6.82%	0.65	2.35%
流动资产合计	20.29	62.77%	19.08	61.82%	16.94	59.84%	16.26	58.78%
债权投资	1.30	4.03%	1.30	4.20%	1.55	5.49%	1.97	7.13%
固定资产	5.55	17.18%	5.69	18.42%	5.02	17.75%	5.53	20.00%
在建工程	1.36	4.22%	1.10	3.58%	0.61	2.16%	0.08	0.30%
无形资产	1.06	3.29%	1.07	3.47%	1.09	3.86%	1.13	4.09%
开发支出	1.65	5.11%	1.54	5.00%	1.17	4.12%	0.70	2.54%
非流动资产合计	12.03	37.23%	11.78	38.18%	11.37	40.16%	11.40	41.22%
资产总计	32.32	100.00%	30.87	100.00%	28.30	100.00%	27.66	100.00%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

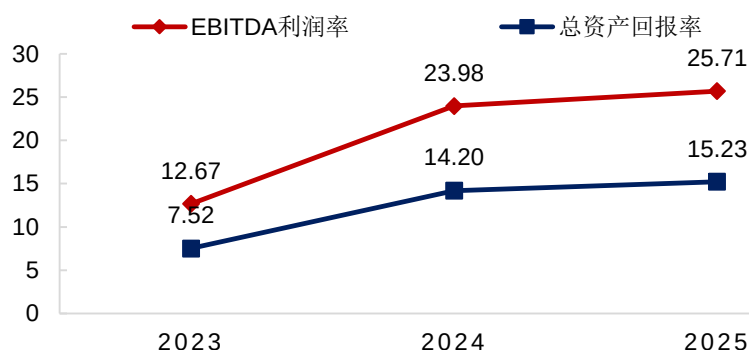
盈利能力

受全球肝素原料药行业去库存影响，近年公司营收规模整体呈收缩趋势：制剂产品在集采“以价换量”策略下，销量持续提升，价格下行趋势已缓和；叠加公司产品结构的持续优化，主营业务整体盈利水平亦有所提升

由于肝素行业市场供需关系变动影响，2023年下半年以来，肝素行业处于“去库存周期”，公司原料药销售规模持续下滑，导致公司2023-2024年整体营收规模呈收缩趋势。2025年公司海外市场开拓情况较好，推动原料药销量同比实现较大增长，但由于销售价格仍处于下行通道，量增未能完全抵消价跌，全年营业收入仅实现小幅增长。2026年一季度，公司营收同比下滑20.62%，主要系去年同期存在阶段性集中发货导致基数较高，叠加当期全球肝素原料药市场需求疲软，致使原料药出口面临量价齐跌的双重压力。制剂产品方面，公司核心产品胰激肽原酶肠溶片、肝素钠&肝素钙注射液的市场占有率较高，在集采覆盖下呈现出较为清晰的“以价换量”特征，主要制剂产品虽因纳入国家及省级集采经历了销售均价的阶段性下滑，但2025年以来价格下行趋势已逐步缓和，销量随集采市场的渗透持续提升；同时，公司通过拓展弹性酶肠溶片市场、深化与拜耳的OTC渠道合作，预计未来销量将延续增长态势，销售额则趋于稳定。

盈利方面，随着高毛利制剂产品销售占比提升，公司整体业务毛利率持续提升，叠加2024-2025年分别收回建元信托8,500万元、11,495.27万元和解款项，公司利润水平同比增幅较大，带动EBITDA利润率、总资产回报率均大幅增长。期间费用方面，报告期内公司创新药研发项目持续推进，研发费用率随之提升；受集采政策影响，营销投入结构有所优化，销售费用率呈下行态势。对比同业可比上市公司，公司期间费用率处于行业中等水平，目前已有4款一类创新药进入II期临床试验，未来预计仍将维持较高的研发投入。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

近年公司主营业务现金生成能力持续提升，财务杠杆水平较为稳健，债务压力较小，资金自给能力较强，未来随着本次债券的成功发行，公司的债务水平或将有所抬升

公司总负债规模较小，以经营性负债为主，且随着银行借款的偿还，公司总债务呈下降趋势。截至2026年3月末，公司总债务下降至0.03亿元。未来随着本次债券的成功发行，公司的债务水平或将有所抬升。

表12公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	6.38%	0.56	19.04%
应付账款	0.95	24.89%	0.78	24.17%	0.89	28.24%	0.41	14.09%
合同负债	0.06	1.64%	0.08	2.38%	0.10	3.08%	0.10	3.32%
其他应付款	0.67	17.53%	0.21	6.41%	0.13	4.29%	0.08	2.72%
其他流动负债	0.74	19.49%	0.72	22.47%	0.48	15.45%	0.46	15.80%
流动负债合计	2.78	73.21%	2.24	69.92%	2.23	71.17%	2.06	70.44%
递延收益-非流动负债	0.94	24.73%	0.89	27.63%	0.86	27.55%	0.82	28.01%
非流动负债合计	1.02	26.79%	0.96	30.08%	0.90	28.83%	0.86	29.56%
负债合计	3.80	100.00%	3.21	100.00%	3.14	100.00%	2.92	100.00%
总债务	0.03	0.81%	0.03	0.96%	0.20	6.38%	0.56	19.04%
其中：短期债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	100.00%	0.56	100.00%
长期债务	0.03	100.00%	0.03	100.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年由于肝素行业处于高景气期，肝素粗品等核心原料价格处于高位，当期核心原料采购支出大幅增加，导致经营活动现金流净额为负。2023年以来，经营活动现金流净额大幅改善，并保持较为稳定

的现金流入，FFO持续增长，主营业务现金生成能力有所提升。

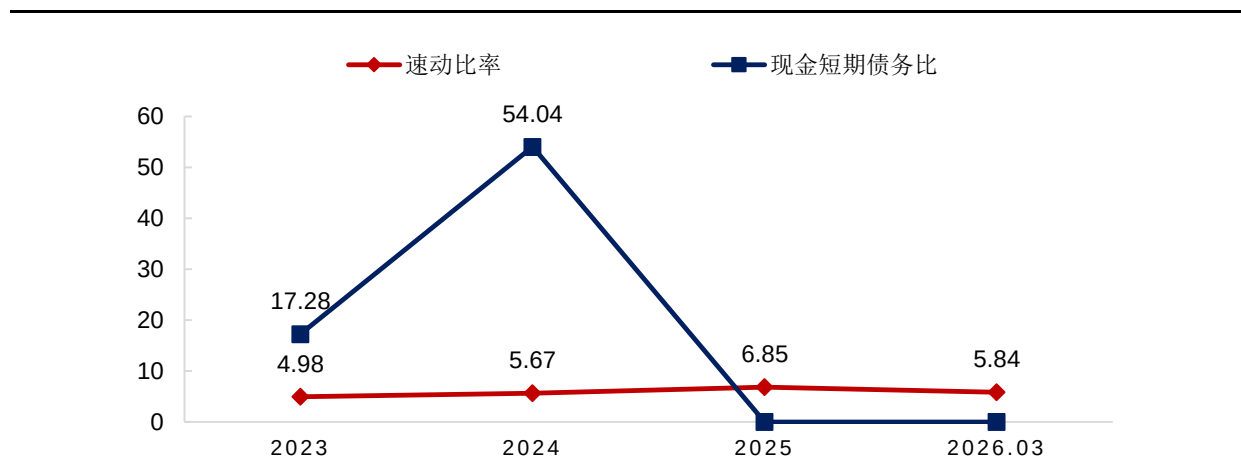
从偿债能力指标来看，公司财务杠杆水平较低，债务压力很小。同时，公司与国内多家银行保持良好的合作关系，公司受限资产规模较小，若有资金需求，可通过土地、房产、股权等资产的抵质押实现变现融资，综合而言，公司具备一定的融资弹性。

表13公司偿债能力指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	1.38	3.61	5.15	5.33
FFO（亿元）	--	2.57	2.23	1.44
资产负债率	11.75%	10.39%	11.09%	10.56%
净债务/EBITDA	--	-3.20	-2.81	-3.73
EBITDA 利息保障倍数	--	879.82	263.93	38.79
总债务/总资本	0.11%	0.11%	0.79%	2.20%
FFO/净债务	--	-19.91%	-21.66%	-16.75%
经营活动现金流净额/净债务	-9.59%	-27.95%	-50.05%	-62.12%
自由现金流/净债务	-6.41%	-17.00%	-41.23%	-50.43%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 公司流动性比率情况



注：2025 年及 2026 年 3 月末公司短期债务为 0 元，现金短期债务比为 $+\infty$ 。

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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（2026年4月23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。

根据中国执行信息公开网，从2023年1月1日至查询日（2026年6月1日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

其他事项

根据公司 2025 年 9 月 13 日披露的《关于收到江苏证监局对公司股东出具警示函的公告》，公司董事、总经理王轲于 2025 年 6 月 11 日通过大宗交易方式增持公司股份 960 万股，本次增持后，王轲与一致行动人王耀方的持股比例合计由 24.91%增加至 25.66%，触及 25%刻度线时，未及时披露并停止交易，江苏证监局对王轲采取出具警示函的行政监管措施。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

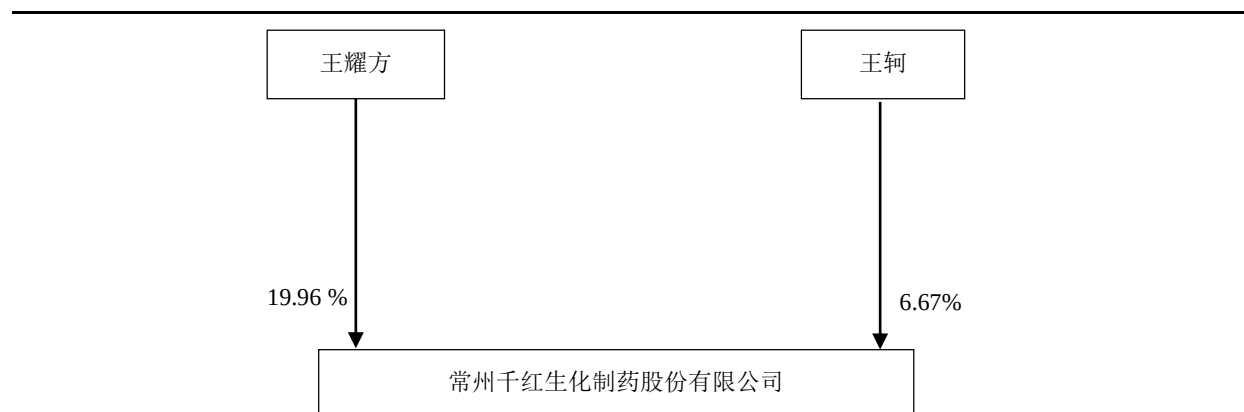
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
货币资金	6.77	4.91	4.40	5.76
交易性金融资产	6.04	5.94	2.74	0.72
存货	4.04	3.72	4.27	6.02
流动资产合计	20.29	19.08	16.94	16.26
固定资产	5.55	5.69	5.02	5.53
非流动资产合计	12.03	11.78	11.37	11.40
资产总计	32.32	30.87	28.30	27.66
短期借款	0.00	0.00	0.20	0.56
应付账款	0.95	0.78	0.89	0.41
其他应付款	0.67	0.21	0.13	0.08
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.74	0.72	0.48	0.46
流动负债合计	2.78	2.24	2.23	2.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.94	0.89	0.86	0.82
非流动负债合计	1.02	0.96	0.90	0.86
负债合计	3.80	3.21	3.14	2.92
长期债务	0.03	0.03	0.00	0.00
所有者权益	28.52	27.66	25.17	24.74
营业收入	3.58	15.71	15.26	18.14
营业利润	1.03	4.56	3.96	2.04
净利润	0.84	3.73	3.33	1.79
经营活动产生的现金流量净额	1.38	3.61	5.15	5.33
投资活动产生的现金流量净额	0.07	-1.62	-3.23	-1.75
筹资活动产生的现金流量净额	0.46	-1.38	-3.25	-1.91
财务指标	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
EBITDA（亿元）	--	4.04	3.66	2.30
FFO（亿元）	--	2.57	2.23	1.44
净债务（亿元）	-14.41	-12.93	-10.28	-8.59
销售毛利率	61.08%	58.36%	54.85%	43.26%
EBITDA 利润率	--	25.71%	23.98%	12.67%
总资产回报率	--	15.23%	14.20%	7.52%
资产负债率	11.75%	10.39%	11.09%	10.56%
净债务/EBITDA	--	-3.20	-2.81	-3.73
EBITDA 利息保障倍数	--	879.82	263.93	38.79

总债务/总资本	0.11%	0.11%	0.79%	2.20%
FFO/净债务	--	-19.91%	-21.66%	-16.75%
经营活动现金流净额/净债务	-9.59%	-27.95%	-50.05%	-62.12%
速动比率	5.84	6.85	5.67	4.98
现金短期债务比	--	--	54.04	17.28

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 2025 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
千红生化制药(湖北)有限公司	100.00%	药品生产；农产品生产、销售；基础化学原料制造；医用包装材料制造
江苏众红生物工程创药研究院有限公司	59.00%	生物医药产品与中间体、生物医药试剂、体外诊断试剂、营养保健品的研究开发，技术转让，技术咨询和技术服务
江苏晶红生物医药科技股份有限公司	100.00%	第二类、第三类医疗器械的研制、开发及销售，第一类医疗器械的生产及销售等
常州英诺升康生物医药科技有限公司	65.00%	生物医药的研发、技术服务、技术咨询和技术转让
千红（香港）科技发展有限公司	100.00%	科技、投资、贸易、服务、咨询
常州千红大健康科技有限公司	70.00%	保健食品生产；食品生产；粮食加工食品生产等
常州千红生物科技有限公司	71.43%	药品生产，药品委托生产；动物肠衣加工；初级农产品收购
河南千牧生物制药有限公司	51.00%	药品生产，药品委托生产；动物肠衣加工；初级农产品收购

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	产品类型	金额	占主营业务收入比重
2025 年	客户一	制剂	23,848.84	15.26%
	客户二	制剂	18,112.67	11.59%
	客户三	制剂	13,827.31	8.85%
	客户四	原料药	11,706.70	7.49%
	客户五	制剂	8,113.88	5.19%
	合计	-	75,609.41	48.38%
2024年	客户一	制剂	24,249.34	15.91%
	客户二	制剂	16,287.89	10.69%
	客户三	原料药	15,702.87	10.30%
	客户四	制剂	13,757.31	9.03%
	客户五	制剂	7,310.27	4.80%
	合计	-	77,307.68	50.73%
2023年	客户一	制剂	26,287.03	14.53%
	客户二	原料药	17,411.34	9.62%
	客户三	制剂	16,462.30	9.10%
	客户四	制剂	16,322.51	9.02%
	客户五	原料药	15,062.92	8.33%
	合计	-	91,546.09	50.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占比
2025 年	供应商一	6,117.53	11.53%
	供应商二	5,702.82	10.75%
	供应商三	4,525.58	8.53%
	供应商四	3,674.89	6.93%
	供应商五	2,342.37	4.41%
	合计	22,363.19	42.14%
2024年	供应商一	3,519.78	7.85%
	供应商二	3,092.95	6.90%
	供应商三	2,671.03	5.96%
	供应商四	2,650.70	5.91%
	供应商五	2,274.12	5.07%
	合计	14,208.60	31.68%
2023年	供应商一	20,769.31	19.81%
	供应商二	7,693.51	7.34%
	供应商三	5,915.57	5.64%
	供应商四	5,615.38	5.36%
	供应商五	4,257.46	4.06%
	合计	44,251.22	42.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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+经调整所有者权益
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

附录七 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



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

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T: 0755-8287 2897

W: www.cspengyuan.com