

南京药石科技股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【314】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。

南京药石科技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
药石转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：南京药石科技股份有限公司（以下简称“药石科技”或“公司”，股票代码“300725.SZ”）分子砌块（用于药物发现）业务技术优势仍较强、毛利率 2024 年仍处于较高水平，公司继续围绕客户需求纵向发展，2024 年公司首次承接全球 TO P10 制药公司后期 API 项目，新增 4 个原料药 NDA 项目，主营业务现金生成能力仍较强，财务杠杆水平同比下降，整体偿债能力仍较强。同时中证鹏元也关注到，公司美国客户收入占比较高，地缘政治、美国关税政策未来仍存在一定不确定性，或对公司经营产生一定不利影响，药物开发及商业化业务竞争加剧，公司毛利率 2024、2025 年一季度持续下降，新增产能能否实现预期收益存在一定不确定性，且商誉仍面临一定减值风险。

评级日期

2025 年 06 月 23 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	49.15	49.35	51.04	48.62
归母所有者权益	30.24	29.88	28.32	26.58
总债务	14.42	14.67	18.34	17.10
营业收入	4.55	16.89	17.25	15.95
净利润	0.36	2.20	1.97	3.26
经营活动现金流净额	2.52	3.03	2.47	2.47
净债务/EBITDA	--	0.31	0.65	0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	6.80	6.21	8.15
总债务/总资本	32.28%	32.93%	39.30%	39.16%
FFO/净债务	--	203.92%	113.76%	257.19%
EBITDA 利润率	--	24.52%	23.99%	24.52%
总资产回报率	--	6.17%	5.77%	8.82%
速动比率	2.83	2.50	1.98	2.68
现金短期债务比	5.18	4.09	2.30	5.08
销售毛利率	30.34%	38.06%	42.52%	45.48%
资产负债率	38.47%	39.47%	44.51%	45.34%

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

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司分子砌块（用于药物发现）业务技术优势仍较强，2024年继续围绕客户需求纵向发展。**2024年公司分子砌块（用于药物发现）继续以创新研发驱动为主，新增了3万个高质量的分子砌块，独特分子砌块占比仍较高，业务毛利率保持在较高水平。公司以分子砌块为核心资源，构建了全链条服务能力，能满足客户全流程需求；2024年公司首次承接全球TOP10制药公司后期API项目，新增4个原料药NDA项目。
- **公司主营业务现金生成能力较强，2024年财务杠杆同比下降，整体偿债能力仍较强。**2024年公司应收账款周转天数为101.84天，收现比为103.38%，经营活动现金流净额同比增长。2024年末公司资产负债率下降至39.47%，整体偿债指标表现仍较好，现金类资产合计13.76亿元，占总资产的27.88%，仍能较好覆盖公司偿债及项目建设的资金需求。

关注

- **需持续关注地缘政治、美国关税政策对公司的影响。**公司北美客户收入占比近60%，通过多地交付，2024年直接出口美国的收入占比约20%。目前美国关税政策对公司业务负面冲击较为有限，若未来美国继续加征关税，或将对公司经营产生一定不利影响。
- **行业竞争加剧，公司毛利率持续下降，新增产能能否实现预期收益存在一定不确定性。**药物开发及商业化业务竞争激烈，公司仍以拓展市场规模为主、价格适度让利，同时折旧同比增长，2024年公司药物开发及商业化业务毛利率继续下降。2025年一季度公司增收不增利，毛利率延续下降趋势，同期计提的存货跌价损失同比增加，净利润同比下降27.67%。2025年2月浙江晖石药业有限公司（以下简称“浙江晖石”）503车间试生产，新增产能能否实现预期收益存在一定不确定性。
- **公司仍面临一定商誉减值风险。**2024年末公司商誉账面价值3.56亿元，占总资产的7.24%，同比未发生变化，主要为收购浙江晖石产生。浙江晖石业务主要为药物开发及商业化阶段的产品和服务，行业竞争相对激烈，若未来浙江晖石经营状况不达预期，公司仍面临一定商誉减值风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司分子砌块（用于药物发现）未来仍拥有较强竞争优势，公司能持续满足客户全流程需求，主营业务现金生成能力仍较强，财务结构仍较为稳健，财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	康龙化成	凯莱英	博腾股份	皓元医药	药石科技	毕得医药
总资产	239.27	192.89	88.16	55.05	49.35	24.18
归母所有者权益	136.19	168.45	51.98	28.78	29.88	20.27
营业收入	122.76	58.05	30.12	22.70	16.89	11.02
净利润	17.14	9.36	-3.66	1.98	2.20	1.17
销售毛利率	34.24%	42.36%	24.59%	47.97%	38.06%	41.33%
资产负债率	40.56%	12.58%	38.62%	47.24%	39.47%	16.17%
应收账款周转天数	68.20	118.14	88.02	77.06	101.84	74.80
存货周转天数	66.49	124.87	119.01	363.05	269.30	406.37
研发支出	4.69	6.14	3.38	2.27	1.07	0.59
研发支出占营业收入比例	3.82%	10.59%	11.24%	10.00%	6.36%	5.36%

注：以上各指标均为2024年/2024年末数据。

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					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
药石转债	11.50	11.4717	2024-6-27	2028-4-20

注：债券余额截至日期为 2025 年 6 月 19 日

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于收购浙江晖石46.07%股份、年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目及补充流动性资金。药石转债募集资金专用账户已于2023年完成销户手续。

二、 发行主体概况

“药石转债”2022年10月进入转股期，初始转股价格为92.98元/股，最新转股价格为33.61元/股¹。“药石转债”2024年、2025年1-3月转股合计增加股本6.50万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、主营业务未发生变化。截至2025年3月底，公司控股股东、实际控制人仍为杨民民，直接持有公司20.73%股份（质押股份占其直接持股的比例为29.98%），此外杨民民通过南京诺维科思创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“诺维科思”）间接控制公司2.71%股份，股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员有一定调整变动，董事兼副总经理朱经伟、董事会秘书兼财务负责人吴奕斐离任，离任后不在公司及控股子公司担任任何职务，三个副总经理任期届满离任，离任后仍在公司任其他职务，同时新聘常务副总经理陈志红，具体情况见表1。公司吸收合并一家子公司，同时为拓展欧洲业务在瑞士新设一家子公司。

表1 跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员变动情况

姓名	变动时间	变动前主要职务	变动后主要职务
朱经伟	2024.4	董事&副总经理	董事
	2024.5	董事	--
陈谌	2024.5	市场高级总监	董事&市场高级总监
陈志红	2024.7	--	常务副总经理
JING LI	2024.12	副总经理	美国药石总经理
SHIJIE ZHANG	2024.12	副总经理	CTO
张敏月	2024.12	副总经理	综合管理中心负责人
余善宝	2024.12	监事会主席&亚太销售负责人	董事会秘书&亚太销售负责人
张树强	2024.12	监事&采购部高级总监	监事会主席&采购部高级总监
李进	2024.12	研发执行总监	监事&药物化学执行总监
高允斌	2024.12	独立董事	--
WEIZHENG XU	2024.12	独立董事	--
郑晓南	2024.12	--	独立董事

¹ “药石转债”转股价格2022年5月调整为92.88元/股（权益分派），2023年1月调整为81.54元/股（向下修正），2023年6月调整为81.44元/股（权益分派），2024年5月调整为34.20元/股（向下修正），2024年6月调整为33.89元/股（权益分派），2025年5月调整为33.61元/股（权益分派）。

江希和	2024.12	--	独立董事
吴奕斐	2024.12	董事会秘书&财务负责人	财务负责人
	2025.5	财务负责人	--
吴娟娟	2025.5	董事	董事&财务负责人

注：独立董事变动系届满离任

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表2 2024年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变动原因
南京富润凯德生物医药有限公司	100.00%	500.00	药物研发	吸收合并
PharmaBlock Sciences (Switzerland) AG	100.00%	82.23	销售	新设

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

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，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2025年医保控费阵痛将持续、药品价格仍呈下降趋势，医药制造业业绩继续承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加大，创新药上市、出海加速；中长期来看，医药需求较为刚性、政策影响边际减弱，医药制造业行业将企稳向好

随着集采、医保谈判、DRG/DIP支付改革等医保控费政策持续推进，近年来我国药品价格整体呈下降趋势。同时，随着行业监管加强，药品推广亦受到一定影响。受药品价格下降、推广受限等因素影响，医药制造业企业业绩持续承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加速。化学仿制药、疫苗行业高度内卷，原料药制剂一体化持续推进，中药注射剂市场规模大幅萎缩，口服中成药、血液制品行业发展相对稳健，创新药上市及出海加速。2025年药品价格将继续呈下降趋势，医药制造业企业业绩继续承压，行业内部分化继续加大。

预计未来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。同时，随着医保谈判、全国带量采购等政策规则持续优化，竞价合理性不断提升，对药品价格的冲击将边际减弱。此外，随着DRG/DIP2.0版本的推出、医保预付费制度的落实，商业健康保险的加快推进等，药品支付端未来将逐渐改善。中长期来看，我国医药制造业结构逐步调整优化、企稳向好，创新转型、并购整合以及集中度提高为行业发展主旋律。

[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》。](#)

2022年以来生物医药行业投融资力度下降、CXO²行业竞争加剧，2024年海外医药投融资回暖驱动行业需求回升，但需持续关注地缘政治、美国关税政策对行业的不利影响

CXO短期内受医药行业一级市场投融资、地缘政治等因素影响较大。2022年以来生物医药行业投融资力度下降、行业竞争加剧，2024年海外医药投融资回暖驱动医药外包服务行业需求回升。根据动脉橙数据，2024年全球医疗健康产业投融资总额达580.13亿美元，同比增长1%，较2023年增速（-34%）显著改善。其中，海外市场（以欧美为主）投融资额达504.8亿美元，同比增长7%；国内市场全年融资金额为421.17亿元，同比下滑约38%，目前仍处于底部位置，但下半年环比增长18%，边际改善趋势显现。目前美国《生物安全法案》未纳入2025国防授权法案（NDAA）、美国加征关税暂缓，未来仍存在较大不确定性，或对国内企业产生一定不利影响。长期来看，创新药研发需求增加、医药产业链专业化分工加速，大型制药企业外包比例提升、中小型制药公司需求不断增长，CXO行业发展空间仍较大。

² CXO是医药研发生产外包服务行业的统称，其中“X”代表不同环节的具体服务类型，涵盖药物从研发到生产、销售的全生命周期，包括合同研究组织（Contract Research Organization，简称CRO）、合同研发与生产组织（Contract Development and Manufacturing Organization，简称CDMO）、合同生产组织（Contract Manufacturing Organization，简称CMO）、合同销售组织（Contract Sales Organization，简称CSO）。

图1 药物研发及生产阶段的医药外包产品及服务情况



资料来源：《上海皓元医药股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

分子砌块（用于药物发现）种类繁多、客户需求碎片化，以及技术门槛分层明显（通用砌块竞争激烈，高端砌块依赖研发能力），故行业呈现低集中度、高竞争的格局。全球分子砌块核心厂商主要包括 Sigma-Aldrich、Combi-Blocks、Enamine、毕得医药、药石科技、皓元医药等。药石科技主要采用纵向发展策略，通过提升产品量级，深度绑定客户，不断拓展临床后期及商业化阶段产品和服务的需求量；毕得医药、皓元医药主要采用横向发展策略，通过提升产品的种类，提供结构独特、功能多样的药物分子砌块和科学试剂，快速响应客户多样化需求。

CDMO 行业集中度相对较高，中国 CDMO 企业凭借多方面的显著优势，在国际市场上崭露头角，逐步跻身行业第一梯队。技术壁垒、地缘政治和价格竞争仍是国内 CDMO 生产企业面临的主要挑战，为应对地缘政治影响，国内龙头企业纷纷加快海外布局。预计未来 CDMO 行业集中度将进一步提高，具备核心技术、全球化网络和全链条服务能力的企业将更具竞争力。

表3 CXO 主要细分领域概况

产品	市场竞争格局	外资品牌	内资品牌
分子砌块（用于药物发现）	低集中度、高竞争	Sigma-Aldrich、Combi-Blocks、Enamine	毕得医药、药石科技、皓元医药
CDMO	大型企业占据主导地位，国内企业位居前列	Lonza	药明康德、凯莱英

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内公司继续聚焦CDMO业务，随着客户研发推进，CDMO业务继续向后期延伸。2024年CDMO业务收入继续增长，但市场需求下降、行业竞争加剧，分子砌块（用于药物开发和生产）、分子砌块（用于药物发现）板块收入同比下降；同时，公司为应对市场变化，将原新药研发团队整合至CRO单元，CRO收入同比增长。综合影响下公司营业收入同比下降2.12%。

2024年公司毛利率同比下降4.46个百分点。其中，药物开发及商业化业务竞争继续加大，公司仍以拓展市场规模为主、价格适度让利，同时浙江晖石502车间、美国研发中心全面计提折旧，折旧同比增长，故毛利率继续下降，低于龙头企业康龙化成、凯莱英、药明康德；分子砌块（用于药物发现）仍以研发驱动为主，毛利率受国内通用型分子砌块价格战影响继续小幅下降，但仍保持在较高水平，且高于毕得医药、皓元医药。CRO业务2023年以国外客户为主、毛利率水平较高，2024年新增客户以国内为主，国内市场竞争较为激烈，故毛利率水平同比大幅下降。

2025年一季度，公司营业收入同比增长20.55%，主要系药物开发及商业化阶段收入同比增长所致；毛利率为30.34%，同比下降12.35个百分点，主要系药物开发及商业化阶段业务确认收入的项目2024年签订时竞争激烈、价格相对较低，以及高毛利的分子砌块（用于药物发现）收入占比下降所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
药物开发及商业化阶段的产品和服务	135,428.30	80.20%	31.57%	137,950.37	79.96%	35.53%
其中：药物开发和生产服务（CDMO）	86,339.62	51.13%	31.77%	83,517.52	48.41%	35.78%
分子砌块（用于药物开发和生产）	49,088.68	29.07%	31.22%	54,432.86	31.55%	35.15%
药物研究阶段的产品和服务	33,123.63	19.62%	64.52%	34,524.83	20.01%	70.44%
其中：分子砌块（用于药物发现）	28,072.95	16.62%	69.37%	32,144.22	18.63%	70.79%
化学研发服务（CRO）	5,050.68	2.99%	37.57%	2,380.60	1.38%	65.68%
其他	310.04	0.18%	42.31%	45.20	0.03%	42.08%
合计	168,861.96	100.00%	38.06%	172,520.40	100.00%	42.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户仍以中小生物医药公司为主，收入仍主要来自北美、中国及欧洲；2024年北美客户收入同比持平，欧洲客户收入快速增长，国内客户收入及毛利率同比下降拖累公司盈利；需持续关注地缘政治、关税政策、汇率波动对公司经营影响情况

跟踪期内，公司积极进入全球头部大药企采购系统，同时加大海外布局，目前欧洲及日韩销售团队已搭建完成，位于瑞士苏黎世的分子砌块欧洲仓库2024年底已基本建成。公司销售模式、结算模式、信用账期无重大变动，销售仍主要采用直销的方式，给予下游客户信用账期一般1-3个月。2024年公司应收账款周转天数为101.84天，同比有所增长，主要系部分大项目订单2024年、2025年1-3月分别确认收入，但在2025年一季度集中回款所致。

2024年，公司新增客户、活跃客户继续保持增长，客户类型、客户区域无重大变动。公司客户类型仍以中小生物医药公司为主，同时大型跨国制药企业收入同比实现两位数增长，主要系欧美大客户后期API项目订单金额较大所致。客户仍主要来自北美、中国及欧洲，北美客户收入同比持平，欧洲客户收入同比快速增长，中国客户收入、毛利率同比下降主要系国内竞争加剧所致。公司客户集中度尚可，2024年前五大客户占比合计25.72%，同比略有提高。

需关注，公司海外收入占比较高，主要以美元进行结算，2024年汇兑收益为0.24亿元，同比大幅增加。此外，公司北美客户占比近60%，由于海外客户供应链分散，公司产品和服务多通过多地交付，2024年直接出口美国的收入占比约20%。公司出口业务采用FOB贸易条款（买方承担关税），主要产品分子砌块、中间体等在对等关税豁免清单29章范围内，客户目前按照26.5%的关税执行。目前美国关税政策对公司业务负面冲击较为有限，若未来美国继续加征关税，美国客户需求或下降，或要求公司产品和服务降价，将对公司经营或产生一定不利影响。

表5 公司项目交付情况（单位：个）

项目	2024年	2023年
临床前至临床II期	>2400	>2200
临床III期及商业项目	78	62

资料来源：公司2023-2024年年报，中证鹏元整理

表6 公司各类型客户收入及占比情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2024年同比
	收入	占比	收入	占比	
中小生物医药公司	12.24	72.50%	13.26	76.87%	-7.69%
大型跨国制药企	4.64	27.50%	3.99	23.13%	16.37%
合计	16.89	100.00%	17.25	100.00%	-2.12%

资料来源：公司2023-2024年年报，中证鹏元整理

表7 公司各区域客户收入及占比情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年			2024年同比
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
国外	12.40	73.43%	42.81%	11.82	68.48%	45.88%	4.94%
其中：北美客户	9.79	57.98%	--	9.80	56.82%	--	-0.10%
欧洲客户	1.93	11.43%	--	1.37	7.98%	--	40.12%
日韩及其他区域	0.68	4.03%	--	0.64	3.68%	--	6.90%
中国大陆	4.49	26.57%	24.92%	5.44	31.52%	35.22%	-17.47%
合计	16.89	100.00%	38.06%	17.25	100.00%	42.52%	-2.12%

资料来源：公司2023-2024年年报，中证鹏元整理

2024年公司分子砌块（用于药物发现）继续以创新研发驱动为主，仍具有较强技术优势；同时，公司继续构建药物研究、开发及商业化全链条服务能力，研发投入从规模扩张向效能提升转变

在分子砌块研发领域，公司创新采用系列化研发模式，形成了系列产品合成技术优势，可以快速响应客户需求。2024年公司新增了3万个高质量的分子砌块。截至目前，公司分子砌块（用于药物发现）已设计超过20万种，已经自主合成超过4.5万种，在库产品4万余种，其中独特砌块、通用型砌块分别占比35%、65%左右。

随着客户研发推进，公司业务不断向CDMO后期延伸，对研发资源的投入从规模扩张向效能提升转

变，聚焦绿色、低碳及智能化。2024年公司整合内部资源成立化学与工程技术中心（CETC），组建了连续流工艺开发和转化、化学反应工程、设备研发和制造、数智赋能、绿色发展和合成生物学6大技术平台。公司凭借连续流创新工艺（连续脱羧、脱色、萃取和分离）、微填充床技术应用（连续空气氧化和加氢还原胺化）两项突破性技术，2024年继续荣获美国化学学会（ACS）CMO绿色化学卓越奖。

跟踪期内，公司研发中心无变动，仍主要位于南京本部、美国。2024年新药化合物（Lead、PCC等）受让开发及合作开发需求阶段性下滑，公司为应对市场变化，将原新药研发团队整合至CRO单元，故研发投入同比下降。研发人员同比下降主要系公司人员结构优化调整、提质增效所致。

表8 公司研发投入情况

项目	2024年	2023年
研发人员数量（人）	1,449	1,492
研发人员数量占比	60.38%	60.77%
研发投入（万元）	10,733.01	16,917.37
研发投入占营业收入比例	6.36%	9.81%
资本化研发支出占研发投入的比例	0.00%	0.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

2024年公司产能同比无变化，产能覆盖率同比有所提高；2025年一季度浙江晖石503车间试生产，未来实现规模化生产后产能大幅提升；需持续关注安全生产风险，以及2020年定增募投项目建设进度和新增产能消化情况

2024年公司生产模式、生产基地、产能、项目交付周期无重大变化。2025年2月浙江晖石503GMP车间试生产（新增反应釜体积190m³），截至目前公司规模化生产的反应釜体积合计约700.00m³，基本能满足业务发展需求。公司定制化研发生产项目交付周期整体仍较长，在3-6个月左右。公司实际生产能力主要与反应釜体积、研发生产人员数量密切相关，可通过排班、增加人员数量等方式提高项目承接能力。2024年产能覆盖率同比略有提高。

公司在研发和生产过程中会产生废气、废水、废渣或其他污染物，随着业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力逐步增大，需持续关注环保与安全生产风险。

表9 公司主要产品及服务的研发生产模式、生产基地情况

产品和服务名称	研发生产模式	生产基地
药物开发和生产服务（CDMO）	根据订单进行定制化研发生产	绍兴、山东、美国
分子砌块（用于药物开发和生产）	以根据订单进行定制化研发生产为主，通用结构、热门结构会进行备货	绍兴、山东
分子砌块（用于药物发现）	自主研发生产、定制化研发生产都有，且会进行一定备货	南京
化学研发服务（CRO）	根据订单进行定制化研发生产	南京

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 公司规模化生产的反应釜体积情况（单位：m³）

生产基地	2025年1-3月	2024年	2023年
浙江晖石（绍兴）	447.40	447.40	447.40
山东药石（山东）	60.00	60.00	60.00

注：浙江晖石 503 车间 2025 年第一季度处于试生产阶段，未纳入统计
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要在建项目为2020年定增的募投项目。南京研发中心升级改造可提升公司在小分子药物研发领域的综合业务能力，年产155吨创新药及关键中间体CDMO建设项目可进一步提升浙江晖石CDMO的生产交付能力。目前公司根据实际情况放缓了整体的产能扩张速度，未来仍需继续关注项目建设进度和新增产能消化情况。

表11 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	实施主体	预计总投资	拟使用募集资金	已使用募集资金	已投资
南京研发中心升级改造建设项目	南京本部	45,871.64	30,300.00	20,547.01	20,547.01
年产 155 吨创新药及关键中间体 CDMO 建设项目	浙江晖石	48,634.00	29,533.89	0.02	0.02
合计	-	94,505.64	59,833.89	20,547.01	20,547.01

注：1、2025年2月，南京研发中心升级改造建设项目实施地点取消“南京市江北新区药谷大道11号加速器二期09栋1-2层”，增加“南京市江北新区南京生物医药谷聚慧园11栋”，项目延期半年至2026年6月30日。

2、2024年受国内外创新药投融资环境影响，客户需求出现阶段性下滑，年产155吨创新药及关键中间体CDMO建设项目放缓了扩产设备购置等投资进度，2025年4月，公司对该项目重新进行了研究和评估，认为该项目仍具备投资的必要性和可行性。

资料来源：《南京药石科技股份有限公司2024年度募集资金存放与使用情况专项报告》及公司提供，中证鹏元整理

2024年公司人工、折旧同比增长，原材料采购无重大变动，单一原材料价格波动对公司影响仍较小

2024年，公司营业成本中材料费用、人工费用合计占比71.70%，较2023年略有下降，成本结构灵活性较高。浙江晖石502车间、美国研发中心全面计提折旧，折旧规模同比增长，同时原新药研发团队整合至CRO单元，相关费用由研发费用转入营业成本核算，故人工费用、制造费用同比增长。

表12 公司主营业务成本构成（单位：万元）

项目	2024年度		2023年度		2024年同比
	金额	比例	金额	比例	
原材料	51,725.68	49.53%	54,220.17	54.69%	-4.60%
人工费用	23,150.65	22.17%	20,339.05	20.52%	13.82%
制造费用	29,546.25	28.30%	24,581.53	24.79%	20.20%
合计	104,422.58	100.00%	99,140.74	100.00%	5.33%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购模式、供应商、结算账期无重大变动。公司仍主要根据订单进行采购，供应商集中度较低，2024年前五大供应商合计占比21.21%，同比有所提高。公司主要原材料为基础化工原料和起始物料、通用试剂和溶剂、实验耗材等。因公司生产所需化工原料随订单不同各有差异且品种多样，故单一原材料价格波动给公司造成的影响相对较小。

五、 财务分析

财务分析基础说明

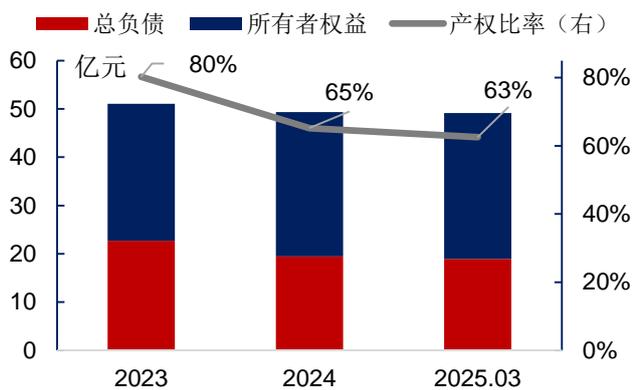
以下分析基于公司提供的经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“公证天业”）所审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

2024 年公司营收及毛利率同比下降，但受益于降本增效，盈利指标同比略增；公司主营业务现金生成能力仍较强，资产中现金类资产占比仍较高，财务杠杆水平同比下降，整体偿债能力仍较强；需关注，公司存货占比较高、周转周期较长，仍存在一定跌价风险，商誉仍面临一定减值风险

资本实力与资产质量

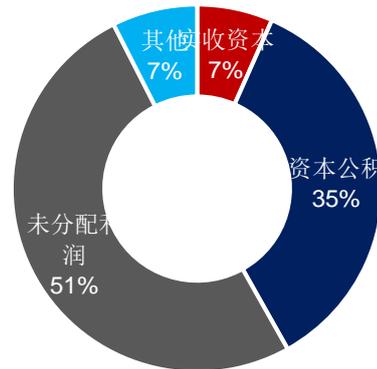
2024年，公司偿付部分长期借款，盈余积累继续增长。2024年末公司总负债、总资产均同比下降，净资产继续保持增长，产权比率下降至较低水平。

图 2 公司资本结构



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

图 3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为医药研发生产企业，南京、绍兴、山东以及美国等多处研发生产基地为核心经营资产，2024 年末固定资产规模相对稳定。公司给予客户 1-3 个月左右账期，受大订单结算时点影响，2024 年末应收账款规模同比增长，2025 年 3 月末回落。公司分子砌块（用于药物发现）业务核心竞争要素之一为库存品种数量、存货周转天数在 200 天以上，同时药物开发及商业化阶段的产品和服务交付周期在 3-6 个月，故公司存货保持在较大规模，存货周转天数高于 CDMO 企业康龙化成、凯莱英、博腾股份，低于分子砌块企业毕得医药、皓元医药。2024 年末公司存货规模同比增长，主要系期末在手订单增长以及项目周期延长所致。2024 年公司计提存货跌价损失 0.60 亿元，需持续关注存货跌价损失风险。

受偿付债务影响，2024 年末公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、定期存款及大额存单、应收款项融资）同比有所下降，合计 13.76 亿元，占总资产的 27.88%。2024 年末公司商誉未发生变化，仍

主要为收购浙江晖石产生，若未来浙江晖石经营状况不达预期，公司仍面临一定商誉减值风险。

2024年末，公司受限资产规模合计1.09亿元，主要系现金类资产质押、固定资产及无形资产抵押。此外，公司以外币计价的现金类资产及应收账款合计5.79亿元，占同期末总资产的11.73%，需关注汇率损益。

表13 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	6.45	13.13%	2.90	5.88%	5.11	10.02%
交易性金融资产	2.95	6.01%	4.66	9.43%	1.05	2.06%
应收账款	3.63	7.38%	4.82	9.76%	4.74	9.28%
存货	7.81	15.89%	8.40	17.02%	7.25	14.20%
其他流动资产	6.18	12.58%	6.29	12.75%	9.88	19.36%
流动资产合计	27.14	55.22%	27.17	55.05%	28.18	55.21%
固定资产	14.18	28.84%	14.47	29.33%	14.95	29.29%
商誉	3.56	7.24%	3.56	7.21%	3.56	6.98%
非流动资产合计	22.01	44.78%	22.18	44.95%	22.86	44.79%
资产总计	49.15	100.00%	49.35	100.00%	51.04	100.00%

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

盈利能力

公司盈利能力指标同比略有提高，主要系公司降本控费、提升效率，期间费用率下降所致。2024年，公司营业收入同比小幅下降，而折旧增长，原新药研发团队整合至CRO单元，相关费用由研发费用转入营业成本核算，综合影响毛利润同比下降12.40%。公司计提存货跌价损失0.60亿元，同比加大。同期，公司降本控费、提升效率，期间费用同比大幅下降，期间费用率下降5.49个百分点至22.15%。此外，公司收到的投资净收益同比增加0.24亿元。受益于期间费用下降，投资净收益增长，公司实现净利润2.20亿元，同比增长11.24%。

公司定制化研发生产项目交付周期3-6个月，收入确认与合同签订时间间隔较长。受2024年竞争加剧、合同定价偏低影响，2025年1-3月公司增收不增利，营业收入同比增长20.55%，净利润同比下降27.67%。考虑到药物开发及商业化业务竞争激烈，公司仍以拓展市场规模为主、价格适度让利，未来需持续关注公司药物开发及商业化产品和服务的毛利率变动情况，以及对公司盈利能力影响情况。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司整体财务杠杆水平较低，债务以本期债券为主，辅以银行信用借款。2024年公司偿付了部分债务，总债务规模、资产负债率有所下降。合同负债主要系国外客户销售形成，随着国外客户收入增长，2024年末、2025年3月末公司合同负债持续增长。应付账款主要系应付原材料采购款、应付工程款以及应付设备款等。

表14 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	2.30	12.17%	2.30	11.82%	2.37	10.41%
应付票据	0.59	3.10%	0.53	2.70%	0.85	3.75%
应付账款	2.00	10.60%	2.40	12.31%	1.93	8.51%
合同负债	0.98	5.17%	0.56	2.88%	0.33	1.43%
一年内到期的非流动负债	0.12	0.64%	0.54	2.77%	3.73	16.44%
流动负债合计	6.83	36.13%	7.49	38.47%	10.56	46.49%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.50	2.20%
应付债券	11.36	60.09%	11.27	57.84%	10.88	47.91%
非流动负债合计	12.08	63.87%	11.98	61.53%	12.16	53.51%
负债合计	18.91	100.00%	19.48	100.00%	22.72	100.00%
总债务	14.42	76.24%	14.67	75.29%	18.34	80.73%
其中：短期债务	3.01	20.88%	3.37	22.96%	6.95	37.91%
长期债务	11.41	79.12%	11.30	77.04%	11.39	62.09%

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，公司主营业务回款情况尚可、经营活动现金生成能力较强，收现比为103.38%，同比有所提高，同时公司降本增效，经营活动现金流净额同比增长。公司FFO同比下降，主要系固定资产投资减少、固定资产进项税同比大幅下降，支付的增值税同比大幅增长所致。

因公司偿付到期长期借款，2024年末公司财务杠杆水平、净债务规模均同比下降，偿债指标、流动性指标均同比大幅提高，偿债能力同比增强，整体偿债压力较小。截至2025年3月末，公司尚未使用的银行授信额度为7.90亿元。

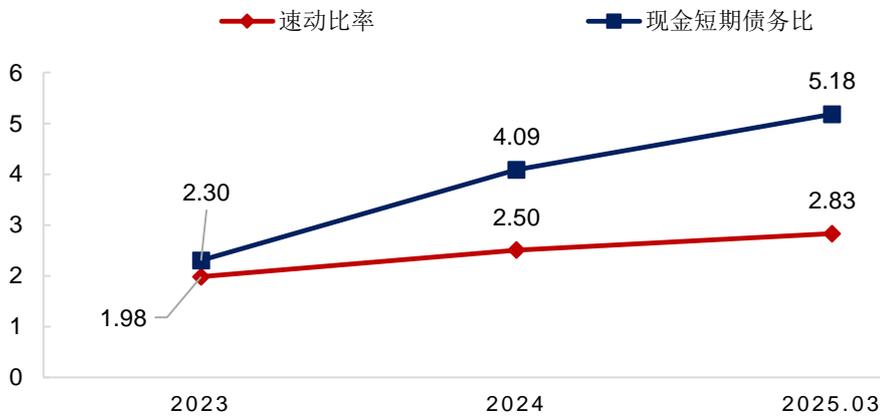
表15 公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	2.52	3.03	2.47
FFO（亿元）	--	2.63	3.08
资产负债率	38.47%	39.47%	44.51%
净债务/EBITDA	--	0.31	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	6.80	6.21
总债务/总资本	32.28%	32.93%	39.30%
FFO/净债务	--	203.92%	113.76%
经营活动现金流净额/净债务	-236.98%	234.88%	91.26%
自由现金流/净债务	-212.92%	143.26%	-25.49%

注：2025年3月末公司净债务规模为负。

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

图5 公司流动性比率情况



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

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

跟踪期内，公司未发生重大安全生产事故和环保事故，但需持续关注环保和安全生产风险；公司对人员进行了优化调整，内部整合6大技术平台，高管亦有一定调整变动，需持续关注公司人员管理情况

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

公司在研发和生产过程中会产生废气、废水、废渣或其他污染物，如果处理方式不当，可能会对周围环境产生不利影响。随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。

公司治理

跟踪期内，公司对人员进行了优化调整，2024年末公司员工总数为2,400人，较2023年底减少55人。同年，公司整合了6大技术平台，高管亦有一定调整变动，需持续关注公司人员管理情况。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（公司本部：2025年6月5日，浙江晖石：2025年6月4日，山东药石：2025年6月4日），公司本部、浙江晖石、山东药石不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至报告查询日（2025年06月12日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

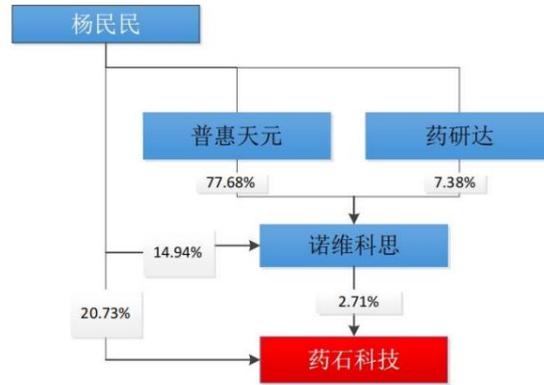
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	6.45	2.90	5.11	11.50
存货	7.81	8.40	7.25	6.76
其他流动资产	6.18	6.29	9.88	3.24
流动资产合计	27.14	27.17	28.18	26.60
固定资产	14.18	14.47	14.95	13.04
非流动资产合计	22.01	22.18	22.86	22.02
资产总计	49.15	49.35	51.04	48.62
短期借款	2.30	2.30	2.37	1.63
应付账款	2.00	2.40	1.93	2.76
一年内到期的非流动负债	0.12	0.54	3.73	0.17
流动负债合计	6.83	7.49	10.56	7.39
长期借款	0.00	0.00	0.50	3.47
应付债券	11.36	11.27	10.88	10.46
长期应付款	0.01	0.01	0.01	0.00
非流动负债合计	12.08	11.98	12.16	14.65
负债合计	18.91	19.48	22.72	22.05
所有者权益	30.24	29.88	28.32	26.58
营业收入	4.55	16.89	17.25	15.95
营业利润	0.38	2.51	1.85	2.97
净利润	0.36	2.20	1.97	3.26
经营活动产生的现金流量净额	2.52	3.03	2.47	2.47
投资活动产生的现金流量净额	1.50	-0.76	-9.44	-5.94
筹资活动产生的现金流量净额	-0.47	-4.69	0.65	7.60
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	4.14	4.14	3.91
FFO（亿元）	--	2.63	3.08	3.25
净债务（亿元）	-1.06	1.29	2.70	1.26
销售毛利率	30.34%	38.06%	42.52%	45.48%
EBITDA 利润率	--	24.52%	23.99%	24.52%
总资产回报率	--	6.17%	5.77%	8.82%
资产负债率	38.47%	39.47%	44.51%	45.34%
净债务/EBITDA	--	0.31	0.65	0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	6.80	6.21	8.15
总债务/总资本	32.28%	32.93%	39.30%	39.16%
FFO/净债务	--	203.92%	113.76%	257.19%
经营活动现金流净额/净债务	-236.98%	234.88%	91.26%	195.02%

速动比率	2.83	2.50	1.98	2.68
现金短期债务比	5.18	4.09	2.30	5.08

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）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 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