



内部编号: 2025060065

中国宝安集团股份有限公司

2022 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

定期跟踪评级报告

项目负责人: 翁斯喆  wsz@shxsj.com
李雨聪  liyucong@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025)100063】

评级对象：中国宝安集团股份有限公司 2022 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

22 宝安 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA+/稳定/AA+/2025 年 6 月 13 日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 14 日

首次评级：AA+/稳定/AA+/2022 年 5 月 31 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 主要产品细分市场竞争力很强。中国宝安核心子公司贝特瑞在全球锂电池正负极材料市场占有率排名靠前；另一核心子公司马应龙在肛肠治痔领域地位突出。
- 融资渠道较为畅通。中国宝安及核心子公司马应龙为国内 A 股主板上市公司，核心子公司贝特瑞为北交所上市公司。公司拥有较多未使用授信余额，总体融资渠道较为畅通。

主要风险：

- 锂电池材料行业竞争加剧。跟踪期内，锂电池正负极材料行业竞争加剧，产品销售价格下行，中国宝安子公司贝特瑞的锂电池正负极材料业务短期内仍面临一定市场景气度弱化压力。
- 贝特瑞项目投融资压力较大。贝特瑞现阶段在建及拟建项目较多、金额较大，面临的投融资压力较大，此外建成后产能释放及消纳情况需持续关注。
- 资金大量沉淀于房地产业务项目。中国宝安的存货大部分为在建和在售房地产项目等，受房地产行业景气度低迷影响，近年来公司房地产去化情况一般。存货中深圳城市更新项目投资规模大，开发周期长，短期变现能力偏弱，降低了资金使用效率。
- 非经常性损益规模变化对利润影响较大。中国宝安盈利对非经常损益的依赖度较高，且公司非经常损益主要来自股票投资和处置子公司股权，近年来波动较大，需持续关注其非经常损益的可持续性。
- 本部流动性压力较大。中国宝安本部货币资金存量较少，且集中了合并范围内的较多债务，流动性压力较大，面临一定的偿债压力。

跟踪评级关注：

- 中国宝安于 2024 年 12 月完成第十五届董事局换届工作，具有第一大股东鲲鹏资本和第二大股东韶关高创相关背景的董事和高管进入管理团队，新一届高管团队经营管理经验较为丰富，对公司后续治理、经营及未来发展等方面可能产生的影响新世纪评级将持续关注。

跟踪评级结论

通过对中国宝安主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA+，评级展望稳定，并维持上述公司债券 AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计中国宝安信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 行业景气度快速下滑，主导产品下游市场需求持续明显减弱，公司市场竞争力衰退，导致收入、利润非正常大幅下降；
- ② 公司部分重要客户的支付能力显著恶化并给公司造成大额信用减值损失；
- ③ 公司刚性债务与或有负债规模快速扩大且明显超出企业自身偿付能力范围；

④ 外部融资环境发生显著变化并导致公司债务滚续压力和流动性风险明显上升。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司经营及实力及竞争优势持续大幅增强，经营业绩和现金流状况显著提升；
- ② 公司资本实力显著增强，债务规模压降且债务偿付能力明显提升。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	3.09	3.26	1.47	1.94
刚性债务 (亿元)	80.75	85.57	86.08	87.08
所有者权益 (亿元)	34.39	32.81	33.37	33.01
经营性现金净流量 (亿元)	-3.22	-2.99	-1.19	0.06
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	522.93	501.00	537.75	552.29
总负债 (亿元)	334.51	290.77	320.59	330.54
刚性债务 (亿元)	213.04	171.06	194.06	206.43
所有者权益 (亿元)	188.43	210.23	217.16	221.75
营业收入 (亿元)	319.99	306.97	202.28	48.64
净利润 (亿元)	24.68	16.81	10.32	4.19
经营性现金净流量 (亿元)	2.90	59.62	16.62	-5.07
EBITDA (亿元)	43.14	40.12	32.76	—
资产负债率[%]	63.97	58.04	59.62	59.85
权益资本与刚性债务比率[%]	88.44	122.90	111.91	107.42
流动比率[%]	144.62	184.10	180.74	174.48
现金比率[%]	55.72	70.32	58.08	54.83
利息保障倍数[倍]	5.14	3.89	2.87	—
净资产收益率[%]	14.31	8.43	4.83	—
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	1.47	29.87	10.48	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-13.73	10.73	-11.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.47	5.48	4.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.21	0.18	—

注：根据中国宝安经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	合计调整	0
		其中：①流动性因素	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
④其他因素	0		
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别		AA ⁺	

调整因素 (0)：

无。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型： 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素	风险程度
------	------

支持因素（0）：

无。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《医药制造与流通行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32758&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中国宝安集团股份有限公司 2022 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“22 宝安 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中国宝安提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中国宝安的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司仍在存续期内的债券情况如表 1 所示，债券募集资金用于偿还公司有息债务，已全部按募集资金用途使用完毕。22 宝安 01 将于 2025 年 8 月到期兑付，公司计划以自有资金及银行贷款进行偿还。

图表 1. 公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
22 宝安 01	7.50	3 年	6.30	2022 年 8 月	未到期，付息正常

资料来源：中国宝安

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）（简称“中审众环”）对该公司 2024 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和报告格式修订通知。会计政策调整方面，公司自 2024 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 17 号》规定“关于流动负债与非流动负债的划分”、“关于供应商融资安排的披露”和“关于售后租回交易的会计处理”等内容；财政部于 2024 年 12 月 31 日发布《企业会计准则解释第 18 号》，自发布之日起实施。公司选择自发布年度（2024 年度）提前执行该解释。以上会计政策变更对公司财务报表无影响。

截至 2024 年末，该公司合并范围共 217 家子公司，其中当年新设子公司 5 家，分别为常州市金瑞新能源材料技术有限公司、贝特瑞地中海负极新材料科技有限公司、湖北兆瑞新能源技术有限公司、广东兆瑞新能源技术有限公司和成都博川百胜生物科技有限公司；处置子公司 1 家，为山东宝安环保科技股份有限公司，处置价款为 0.01 亿元；清算子公司 1 家，为北京海卓力金液压技术有限公司。2025 年第一季度，公司合并范围子公司减少 1 家，由于少数股东增资导致公司丧失西安君兰科技有限公司控制权，截至 2025 年 3 月末，公司合并范围共 216 家子公司。

2. 业务

该公司主业较为突出，主要运营主体贝特瑞和马应龙的产品在各自细分领域市场地位突出。跟踪期内，锂电材料业务主要受新能源汽车行业竞争加剧影响，产品价格下降，收入同比下滑，但得益于原材料成本同比下降更大，毛利率水平有所回升。后续贝特瑞产能扩建项目投资规模仍较大，需关注下游需求变化对产能释放的影响。马应龙经营尚属稳定，跟踪期内经营业绩有所提升。公司房地产业务目前处于去化阶段，另外城市更新项目资金占用量大、开发周期长，需关注相关风险。

(1) 外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

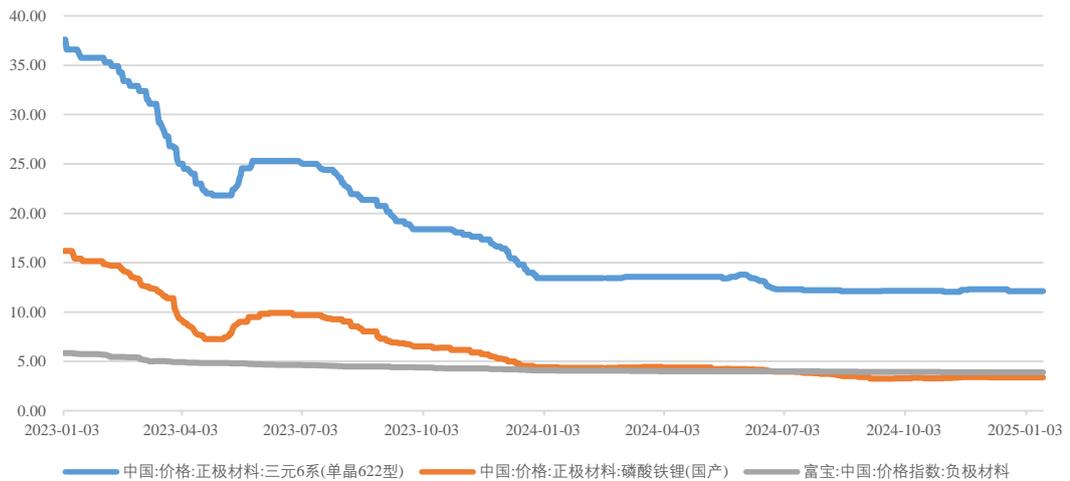
锂电池材料行业

锂电池以储能高、寿命长、重量轻、充电快等优点，逐渐被广泛应用于移动通讯、手表、医疗器械、计算机、照相机等各类电子设备以及电动汽车。

根据 EV Tank 数据显示，2024 年全球新能源汽车销量达 1,823.6 万辆，同比增长 24.4%，其中中国新能源汽车产销量分别为 1,288.8 万辆和 1,286.6 万辆，同比分别增长 34.4% 和 35.5%。销量方面，中国新能源汽车销量占全球销量比重 70.5%，同比增长 5.7 个百分点，纯电动汽车销售 771.94 万辆，同比增长 15.47%；插电式混合动力汽车销量 514.14 万辆，同比增长 83.34%；欧洲和美国销量分别为 289 万辆和 157.3 万辆，同比下降 2.0% 和增长 7.2%。国内新能源汽车销量增长主要系国内以旧换新政策效果较好，叠加各类车型不断升级出新以及车价降低所致；在欧洲，新能源汽车销量下滑主要与能源成本上升、欧盟经济下行、高通胀及部分国家补贴取消，导致消费者购买力下降有关。在美国，受益于《通胀削减法案》税收抵免及车企降价策略，美国销量同比小幅增长，渗透率持续提升。2024 年动力锂电池装机量依旧保持增长。据中国汽车动力电池产业创新联盟发布的数据，2024 年我国动力电池累计装车量 548.4GWh，累计同比增长 41.5%，其中 2024 年三元电池累计装车量 139.0GWh，占总装车量 25.3%，累计同比增长 10.2%；磷酸铁锂电池累计装车量 409.0GWh，占总装车量 74.6%，累计同比增长 56.7%。

伴随全球碳减排行动的持续推进，由化石燃料为主的传统能源结构向清洁、低碳能源为主的可再生能源结构变化成为明确趋势，推动储能市场进入快速增长阶段。据 EVTank 数据显示，2024 年全球储能电池出货量 369.8GWh，同比增长 64.9%。负极材料方面，得益于新能源汽车及储能市场需求增长驱动，2024 年锂离子电池负极材料同步增长。据鑫椏资讯统计，2024 年全球锂电负极材料产量 216.73 万吨，同比增长 23%，其中中国负极材料占比为 98.5%，全球销售量 208.73 万吨，其中中国占比达 98.4%。2024 年，负极材料供给端仍处偏过剩状态，价格受成本端和短期需求波动的影响维持低位运行，富宝中国负极材料价格指数由 2024 年初的 4.09 万元/吨跌至同年末 3.89 万元/吨。正极材料方面，据 EV Tank 数据显示，2024 年中国锂离子电池正极材料总出货量达 329.2 万吨，同比增长 32.9%，其中磷酸铁锂贡献主要增量，出货量 242.7 万吨，同比增速 48.2%；三元材料出货量 64.3 万吨，同比下滑 3.2%。整体来看，短期内三元材料市场份额受到一定程度挤压，且 2024 年磷酸铁锂和三元材料价格维持低位运行。此外，电池行业技术迭代不会完全淘汰现有材料，但会重塑需求结构。短期内以高镍三元和 LFP 为主，石墨负极仍占主导；中长期内需关注固态电池、钠电等对材料的影响。

图表 2. 锂电池正、负极材料价格（单位：万元/吨）



资料来源：WIND

2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，但石墨被列为不受对等关税影响的矿物类目，使得中国生产的石墨负极材料可继续以原有税率进入美国市场，虽然美国对石墨关税进行豁免，但中国已出台相关出口管制措施。2023 年 10 月 20 日，中国商务部、海关总署联合发布公告，要求对相关石墨物项未经许可不得出口；2024 年 12 月，中国商务部又公布了对美出口管制，禁止对美国出口石墨。2025 年，中国海关总署宣布对石墨出口实施“原产国追踪”制度，要求所有输美石墨必须提供完整的加工链证明，否则禁止出口。硅料方面，美国对中国多晶硅加征 50% 关税，但中国企业在硅碳负极领域已突破体积膨胀、循环稳定性等技术瓶颈，中国硅碳负极制造成本较美国低 40%~50%，叠加美国本土缺乏规模化生产设备，即使加征关税也较难削弱中国企业的硅料负极产品的出口竞争力，短期内高关税可能更多影响成本而非需求。

国内政策方面，2024 年 4 月 24 日，商务部、财政部、国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、生态环境部以及税务总局等七个部门联合印发了《汽车以旧换新补贴实施细则》，自细则印发之日起至 2024 年 12 月 31 日期间，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前（含当日）注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴，促进了新能源汽车市场消费热度。

海外新能源政策方面，美国《通胀削减法案》生效时间与政策过渡期延长。欧洲方面，2024 年 7 月 4 日，欧盟委员会发布公告称，将从 5 日起对中国电动车加征 19.9%-38.1% 临时关税，以保护本土产业，导致中国品牌在欧市场份额短期承压；2024 年，德国新能源车补贴完全取消。此外，法国削减 2025 年电动车补贴预算，但英国通过《零排放汽车（ZEV）法案》支撑销量逆势增长。

该公司高新技术板块的龙头企业为贝特瑞新材料集团股份有限公司（简称“贝特瑞”，股票代码：835185.BJ），主要从事锂电池正/负极材料的生产和销售业务。锂电池负极材料是最早实现国产化的材料品种，目前国内锂电池负极材料生产企业众多，负极行业的竞争格局也已经非常稳定，行业集中度很高，前三名的市场占有率超过 49.7%，其中天然石墨龙头贝特瑞和人造石墨龙头宁波杉杉股份有限公司（简称“杉杉股份”）处于行业领先水平，且贝特瑞已进入 LG、三星、松下等全球锂电池巨头的供应链。国内负极生产企业的竞争主要体现在国内领先企业与国际企业的竞争以及行业前三企业之间的竞争。

锂电池正极材料行业属于资本密集、技术密集型产业，国内正极材料行业集中度较高。随着下游对锂电池性能的要求提高，正极材料行业门槛也随之提高，龙头企业因多年的技术及经验积累，市场占有率或将进一步提升。

锂电池材料行业风险主要来自：（1）新能源汽车企业盈利易受国家政策影响，锂电池作为其上游行业关联影响较大；（2）锂电池材料行业开始出现结构性产能过剩，技术、规模等方面缺少竞争力的企业面临洗牌；（3）行业成本压力难以向下游传导，盈利空间易受原材料价格波动影响。

医药制造业

2024年以来，我国医药行业整体收入小幅回升，但受原材料价格上涨、市场竞争加剧部分产品降价以及行业控费政策等因素影响，利润同比仍小幅下滑，业绩短期承压但降幅同比显著收窄。近年来，医药行业研发投入保持高强度，创新药、高端医疗器械等领域创新成果不断涌现。政府支持行业创新驱动，产业发展内生动力不断增强；但受资本市场融资环境影响，医药行业投融资热度持续下滑。从长期看，医药行业受益于消费升级和人口老龄化的时代背景，行业增长基础整体良好。

预计2025年，随着人口老龄化、慢性病发病率上升以及人们健康意识提高，我国医药行业的刚性需求不断扩大，行业总体发展前景仍保持良好。政府支持行业创新驱动，医药行业研发投入持续保持高强度，创新成果仍将不断涌现。“控费”仍将是医药行业政策主线，行业同质化竞争仍较严重，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强规模效应、产品组合丰富、研发管线深厚，供销渠道稳定的大型药企集中，行业并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望不断提升。随着医保政策改革及集采政策的持续深化，驱动相关企业加快拓展海外市场的步伐，美国等海外市场对中国生物药企出海的政策壁垒将逐步显现。预计行业财务状况和现金流水平总体保持稳定，可为债务偿付提供较好支持。

详见：《医药制造与流通行业2024年信用回顾与2025年展望》

(2) 业务运营

图表3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2022年	2023年	2024年	2025年 第一季度	2024年 第一季度
营业收入合计	319.99	306.97	202.28	48.64	50.00
其中：核心业务营业收入合计	317.09	304.30	199.10	47.91	49.30
其中：（1）高新技术业务	275.23	268.29	158.89	37.68	39.11
在核心业务营业收入中占比（%）	86.80	88.17	79.80	78.65	79.33
（2）生物医药业务	39.33	33.34	37.94	9.88	9.73
在核心业务营业收入中占比（%）	12.40	10.96	19.06	20.62	19.74
（3）房地产业务	2.53	2.67	2.27	0.35	0.46
在核心业务营业收入中占比（%）	0.80	0.88	1.14	0.73	0.93
毛利率（%）	19.94	20.80	27.28	28.25	26.53
其中：（1）高新技术业务（%）	16.55	18.23	23.27	23.28	21.36
（2）生物医药业务（%）	44.25	41.76	45.93	49.17	48.82
（3）房地产业务（%）	18.49	16.93	24.55	10.44	15.74

注：根据中国宝安提供的数据整理、计算。

该公司是一家多产业复合型集团企业，目前主业涉及高新技术、生物医药和房地产三大板块。高新技术业务方面，贝特瑞目前为公司高新技术板块的核心企业，为国内乃至国际领先的锂电池正负极材料供应商，2024年以来，受行业竞争加剧、产品销售价格下行影响，收入同比下滑；生物医药业务方面，公司控股的上市公司马应龙药业集团股份有限公司（简称“马应龙”，股票代码：600993.SH）生产的“马应龙”品牌治痔药品在国内市场具有较高知名度，行业地位突出；房地产业务方面，随着各地主要销售项目进入尾声以及受房地产市场持续下行、市场预期偏弱等不利因素影响，近年来该业务收入整体规模较小。2024年及2025年第一季度，公司实现营业收入分别为202.28亿元和48.64亿元，同比分别下降34.10%和2.72%，主要是贝特瑞受行业竞争加剧，产品销售价格下行影响，收入下滑所致；同期毛利率分别为27.28%和28.25%，同比上升6.48个百分点和1.72个百分点，主要系由于贝特瑞加强了对原材料采购和核心工序方面成本方面的管控，成本下降较多所致。

① 经营状况

高新技术业务

该公司高新技术业务的核心运营子公司为贝特瑞，主要产品为锂电池正负极材料，是该板块最主要的收入来源。同时，公司还控股张家港友诚新能源科技股份有限公司（简称“友诚科技”）、国际精密集团有限公司（简称“国

际精密”)等高新技术企业,这些公司产品主要包括新能源汽车电源类产品、充电桩相关产品和精密结构件等,但目前这些产品占公司高新技术业务收入的比重仍较小。

2024年及2025年第一季度,该公司高新技术业务分别实现营业收入158.89亿元和37.68亿元,同比分别下降40.78%和3.66%,主要系贝特瑞收入下降所致。跟踪期内贝特瑞加强了对原材料采购和核心工序成本管控,成本下降较多,带动毛利率提升,2024年及2025年第一季度高新技术业务毛利率分别为23.27%和23.28%,同比分别增加5.04个百分点和1.92个百分点。

图表4. 公司业务收入构成及变化情况(单位:亿元)

公司名称	产品名称	2022年		2023年		2024年		2025年第一季度	
		主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本	主营业务收入	主营业务成本
贝特瑞新材料集团股份有限公司	锂电池负极材料	146.31	116.31	122.96	93.01	106.92	77.24	28.27	20.93
	锂电池正极材料	103.01	95.08	123.12	110.63	30.79	28.37	4.99	4.55
	其他 ¹	4.22	3.76	2.62	2.40	2.80	3.31	0.31	0.49
张家港友诚新能源科技股份有限公司	充电桩连接线及通用插座插头	6.26	4.39	6.02	4.13	5.20	3.82	1.25	0.87
国际精密集团有限公司	精密结构件	8.23	6.12	8.09	6.13	9.24	6.90	2.11	1.57
合计	—	268.03	225.66	262.81	216.30	154.95	119.64	36.93	28.41

资料来源:中国宝安

截至2025年3月末,该公司直接和间接合计持有贝特瑞66.22%的股权,无股权质押。贝特瑞是全球最大的锂电池负极材料供应商,行业地位稳固。2024年及2025年第一季度,贝特瑞分别实现营业收入142.37亿元和33.92亿元,同比分别下降43.32%和3.88%,其中2024年以来主要受行业竞争加剧影响导致收入下滑。得益于贝特瑞原材料价格下降及成本控制,毛利率分别为23.02%和22.78%,较上年同期分别增加5.36个百分点和1.79个百分点。同期,贝特瑞净利润分别为9.46亿元和2.11亿元,同比下降48.55%和4.57%。

图表5. 贝特瑞正、负极材料销售情况

项目		2022年	2023年	2024年
负极材料	销售收入(亿元)	146.31	122.96	106.92
	销量(万吨)	33.04	36.19	43.78
正极材料	销售收入(亿元)	103.01	123.12	30.79
	销量(万吨)	3.26	4.10	1.98

资料来源:中国宝安

贝特瑞生产负极材料所需原料主要为石墨原料和焦类原料,生产正极材料所需原料主要是锂盐、三元前驱体。目前贝特瑞已形成负极材料、正极材料、石墨烯三大业务体系,拥有较为完整的产业链,拥有广东、华北、东北、江苏、四川及印尼六大产业基地,具备从石墨矿到石墨产品的完整产业链,技术储备领先,市场竞争力较强。其中东北产业基地主要负责前端石墨原材料的开采、生产及销售;其余产业基地负责锂离子负极材料与NCA/NCM三元正极材料的研发、生产及销售。生产设备方面,贝特瑞的部分生产设备从国外进口,生产技术和自动化程度较高,节省生产人力成本,保证了高效的产出。

图表6. 贝特瑞产销情况(单位:吨、%)²

项目		2022年	2023年	2024年	2025年第一季度	2024年第一季度
负极材料	产能	328,000.00	477,500.00	501,666.67	143,750.00	123,750.00
	产量	340,480.16	376,899.45	453,535.39	133,319.28	95,612.64

¹ 其他业务主要是指对外销售天然鳞片石墨、销售生产过程产生的副产品、承接石墨加工服务,本次评级对该业务收入进行重新分类。

² 该表格中贝特瑞设计产能与实际产量之间有较大差距,主要原因是公司预计相关产品市场潜力较大,尤其是在动力电池领域,因此提前布置了大量产能。表中产能为年度加权平均产能,其中加权平均产能=(年初产能*12+当年新增产能*新增产能投产月至年末月份数量-当年减少产能*减少产能次月至年末月份数量)/12。

项目		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
	产能利用率	103.80	78.93	90.41	92.74	77.26
	产销率	97.05	96.02	96.52	92.54	88.41
正极材料	产能	41,333.33	63,000.00	63,000.00	15,750.00	15,750.00
	产量	33,150.48	40,841.60	19,529.21	3,723.12	6,034.65
	产能利用率	80.20	64.83	31.00	23.64	38.32
	产销率	98.20	100.48	101.18	97.87	105.84

资料来源：中国宝安

产能利用率方面，近年来通过对生产线的新建和改扩建，贝特瑞的负极产线总产能持续大幅提升，正极材料产线总产能维持稳定，2024 年产能加权平均值分别达到 50.17 万吨和 6.30 万吨。2024 年以来负极材料产量持续上升，产能利用率同比提升，而正极材料产品主要面对欧美市场，由于 2024 年以来欧美市场汽车销售普遍下滑，需求放缓，贝特瑞按需生产导致正极材料产量下降，产能利用率大幅下滑。

贝特瑞产品销售分为外销和内销，销售方式为直销。贝特瑞设立营销总部，统一管理、分配各个公司的销售业务。目前销售体系主要由贝特瑞母公司、贝特瑞销售公司、天津贝特瑞科技、惠州贝特瑞、印尼公司等组成，各个公司在营销总部的统一管理下分别与客户签订合同，并开展业务活动。目前贝特瑞主要下游客户为锂电池生产商，其国内主要客户包括比亚迪、宁德时代和亿纬锂能等；国外主要客户包括松下、LG、SK On、三星等。结算方面，国内客户一般采取月结 60 天，国外客户一般采取月结 30 天的结算方式。目前，贝特瑞在建项目整体投资规模较大。跟踪期内，贝特瑞推进了海外基地建设，包括在建项目印尼投资建设年产 16 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目，该项目预计投资 39.69 亿元，共分为两期进行建设，其中一期年产 8 万吨新能源锂电池负极材料已投产，目前在进行第二期建设；贝特瑞地中海年产 5 万吨锂离子电池正极材料项目³，预计投资 26.47 亿元；拟建项目主要包括贝特瑞地中海年产 6 万吨锂电池负极材料一体化项目，预计投资 20.75 亿元。在建项目和拟建项目资金来源主要是自有资金、自筹及贷款，预计总投资 154.18 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 53.48 亿元，仍需投资 100.70 亿元。公司已调整云南贝特瑞年产 20 万吨锂电池负极材料一体化项目（一期）、山西瑞君年产 10 万吨人造石墨负极材料一体化生产线项目（一期）建设进度，上述两个项目先建设石墨化工序，后期根据市场情况再进行其他工序建设。公司后续将面临较大的投融资压力，需关注贝特瑞资金平衡情况及项目未来产能释放情况。

图表 7. 截至 2025 年 3 月末贝特瑞主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	设计年产能	资金来源		截至 2025 年 3 月末已投资金额	未来三年投资计划			预计完工时间
			自筹	贷款		2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年	
印尼贝特瑞年产 16 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目	39.69	负极材料 16 万吨	11.91	27.78	28.16	8.66	1.10	1.77	2025 年
贝特瑞地中海年产 5 万吨锂离子电池正极材料项目	26.47	正极材料 5 万吨	10.59	15.88	1.17	6.04	13.84	5.42	2026 年
云南贝特瑞年产 20 万吨锂电池负极材料一体化项目（一期）	27.50	一期负极材料 5 万吨	8.25	19.25	7.77	2.08	6.82	3.41	2026 年
山西瑞君年产 10 万吨人造石墨负极材料一体化生产线项目（一期）	18.40	一期负极材料 4 万吨	5.52	12.88	8.95	5.94	3.51	—	2026 年
光明年产 4 万吨硅基负极材料项目	21.37	一期硅基负极 1.5 万吨	6.41	14.96	7.43	3.00	3.00	7.94	2025 年
合计	133.43	--	42.68	90.75	53.48	25.72	28.27	18.54	—

³ 建设地点为摩洛哥。

资料来源：中国宝安

图表 8. 贝特瑞重要拟建项目情况

项目名称	预计总投资（亿元）	设计年产能（万吨）	资金来源
贝特瑞地中海年产 6 万吨锂电池负极材料一体化项目	20.75	6.00	自有资金及银行贷款

资料来源：中国宝安

除贝特瑞外，该公司目前高新技术板块收入占比较大的还有国际精密。国际精密主要从事精密金属结构件的生产和销售业务，主要客户以国外知名汽车厂商为主。2024 年，国际精密实现销售收入 9.33 亿元，同比上升 12.19%，实现净利润 0.10 亿元，同比上升 35.94%。总体上看，短期内公司高新技术板块仍将以贝特瑞为龙头，但也需关注其产能释放压力及下游新能源汽车政策变化对公司高新技术板块运营情况的影响。

生物医药业务

该公司生物医药运营子公司包括马应龙和成都绿金高新技术股份有限公司（简称“绿金高新”），截至 2025 年 3 月末，公司直接及间接合计分别持有上述 2 家子公司股权比例为 30.14% 和 61.63%，马应龙为公司医药生物板块核心子公司，2024 年其营业收入占该业务的比重为 98.26%。2025 年 5 月 29 日，公司解除质押马应龙 0.10 亿股股票，解除质押后，累计质押马应龙 0.90 亿股股票⁴。

2024 年及 2025 年第一季度，马应龙分别实现营业收入 37.28 亿元和 9.69 亿元，分别较上年同比增长 18.85% 和 1.48%；同期毛利率分别为 46.03% 和 49.89%，同比增长 4.59 个百分点和 0.57 个百分点；同期净利润分别为 5.48 亿元和 2.10 亿元，分别较上年增长 21.35% 和 3.34%，跟踪期内业绩有所提升。

马应龙以肛肠及下消化道领域为核心定位，形成了医药工业、医疗服务和医药商业的全产业链。其中医药工业以药品制造为主，拥有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏、龙珠软膏等多个独家品种；医疗服务依托马应龙在肛肠治疗领域的独特优势，构建肛肠医疗服务终端网络，截至 2024 年末，共拥有肛肠直营医院和累计签约肛肠诊疗中心家数达百家；医药商业涵盖线下实体药店、网上药店、医药物流等。

图表 9. 马应龙主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度		2024 年第一季度	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
治痔类产品	14.88	42.55	12.92	41.70	15.92	43.26	4.58	47.81	4.18	44.28
其他产品	5.85	16.73	5.42	17.50	5.70	15.48	1.44	15.09	1.62	17.04
零售、批发	13.54	38.72	10.88	35.11	12.49	33.94	3.02	31.59	3.41	35.11
医院诊疗	2.59	7.40	3.45	11.13	4.49	12.19	1.02	10.61	0.85	9.02
内部抵消	-1.89	-5.40	-1.68	-5.44	-1.79	-4.88	-0.49	-5.10	-0.51	-5.45
合计	34.97	100.00	30.98	100.00	36.80	100.00	9.57	100.00	9.55	100.00

资料来源：中国宝安

马应龙生产过程采用标准化工艺流程，产品工艺处于国内领先水平，产品的灌装包装设备采用德国或意大利的先进全自动生产流水线，具备物料自动监测、差错识别、自动报警等智能化控制，设备技术处于国际先进水平。治痔类产品主要原材料包括人工麝香、人工牛黄等，占生产成本的比重约 80%。近年来，马应龙与主要供应商保持良好的合作关系，保证原材料的稳定供应。产销方面，近年来马应龙治痔类和皮肤类产品的产销率均较高。总体来看，该公司生物医药板块现阶段经营稳定，市场地位可以维持，未来仍具有一定的发展空间。

图表 10. 马应龙产销状况（单位：万支、万盒）

项目		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
治痔类	产量	18,405.37	15,953.42	20,057.00	4,786.00	5,014.34
	产能	17,770.00	14,453.82	16,158.71	4,039.68	3,613.46

⁴ 本次解除质押后，该公司在中国银行授信额度保持不变。

项目		2022年	2023年	2024年	2025年第一季度	2024年第一季度
	产能利用率	103.58%	110.38%	124.13%	118.47%	138.77%
	产销率	102.15%	102.05%	94.72%	119.67%	101.87%
皮肤类	产量	724.96	1,901.79	2,227.44	615.00	363.60
	产能	831.04	1,782.02	1,782.02	445.50	445.50
	产能利用率	87.24%	106.72%	125.00%	138.05%	81.62%
	产销率	90.00%	100.25%	94.35%	90.69%	122.97%

资料来源：中国宝安

房地产业务

该公司房地产业务由下属的各家房地产子公司负责运营。公司从事房地产开发已有 30 多年的历史，开发及项目管理经验丰富。近年来，公司房地产开发进度放缓，着重进行存量房源去库存，跟踪期内无在建房地产项目。

该公司在售房地产项目目前主要集中在深圳、天津、海南和新疆等省市自治区，由于项目土地取得和开发时间较早，成本较低，虽然销售进度偏慢，但项目收益较有保障。截至 2025 年 3 月末，公司主要房地产项目规划可售面积 9.23 万平方米，2024 年及 2025 年第一季度，销售面积分别为 0.99 万平方米和 0.23 万平方米，销售金额分别为 1.83 亿元和 0.31 亿元。

图表 11. 公司房地产业务概况

项目	2022年(末)	2023年(末)	2024年(末)	2025年第一季度(末)	2024年第一季度(末)
销售金额(亿元)	2.14	2.10	1.83	0.31	0.36
销售面积(m ²)	22,299.55	17,012.26	9,854.55	2,321.45	1,230.61
在售面积(m ²)	140,606.24	108,071.98	98,154.34	92,274.84	106,899.18
已售未结转金额(亿元)	1.96	2.22	1.17	1.08	1.92
完工面积(m ²)	0	19,982.42	0	0	0

资料来源：中国宝安

2024 年及 2025 年第一季度，该公司房地产业务分别结转营业收入 2.27 亿元和 0.35 亿元。公司目前海南及新疆在售项目仍有一定规模的体量，考虑到国内房地产市场低迷，项目存在去化压力，后续去化情况和最终收益情况尚待时间检验。截至 2025 年 3 月末，公司在售房地产项目情况如下表所示：

图表 12. 截至 2025 年 3 月末公司主要在售房产项目情况（单位：平方米、亿元）

开发子公司名称	项目名称	所在地	建筑面积	项目类型	计划投资	截至 2025 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
中国宝安集团海南实业有限公司	宝安公园家	海南省定安县	73,189.47	住宅、商业	4.00	4.83	是	96.15%	4.82
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	72,940.66	住宅、商业	5.77	5.89	是	97.83%	10.66
	江东豪庭	海南省海口市	18,632.68	住宅、商业	2.97	2.86	是	21.86%	0.87
山东宝安房地产有限公司	江南城三期	山东文登南海	205,820.44	住宅、商业	9.69	9.34	是	93.86%	14.31
天津宝安房地产有限公司	江南城一期别墅	天津西青区	18,412.11	别墅	4.00	3.64	是	89.00%	3.80
	江南城二期别墅	天津西青区	26,556.54	别墅	5.70	5.21	是	79.00%	5.31
	江南城二期高层	天津西青区	85,724.89	高层	11.00	10.63	是	100.00%	18.54
湖北美地房地产开发有限公司	山水琴台	武汉汉阳区	142,650.61	住宅、商业	7.80	7.69	是	91.64%	11.14
新疆宝安房地产有限公司	库尔勒宝安江南城区	库尔勒市	184,430.41	住宅、商业	11.10	8.93	是	72.68%	6.26

开发子公司名称	项目名称	所在地	建筑面积	项目类型	计划投资	截至 2025 年 3 月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
深圳市丹晟恒丰投资有限公司	深圳市白石龙工业区城市更新项目	深圳市龙华区	95,889.00	住宅、商业、办公	16.26	14.16	是	86.66%	30.42
惠州市华富投资有限公司	宝翠公馆	惠州市惠阳区	14,396.00	住宅、商业	1.02	0.88	是	83.10%	0.87
合计	—	—	938,642.81	—	79.31	74.06	—		107.00

资料来源：中国宝安

旧改项目方面，该公司旧改项目主要包括深圳龙岗区横岗街道茂盛片区城市更新项目（简称“深圳横岗街道城市更新项目”）和深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目（简称“深圳布吉街道城市更新项目”）。

2016 年 9 月 2 日，该公司与广东天行健投资集团有限公司天行健投资（简称“天行健投资”）签署《股权转让协议》，以人民币 13.2 亿元收购深圳市华信达房地产开发有限公司 55% 的股权，与其合作进行深圳横岗街道城市更新项目开发，开发模式为城市更新项目，盈利模式为拆迁建成后返回原业主后，剩余楼盘销售获利。该项目尚在拆迁谈判阶段，计划分四期开发，目前处于一期拆迁谈判阶段。截至 2025 年 3 月末，该项目因收购土地及建筑物以及公司投资形成的开发成本为 42.65 亿元。

由于深圳地区普遍存在历史遗留问题、城市规划问题、旧改项目特殊政策等，深圳地区拆除重建类城市更新项目不同于国内其他地区，流程具体如下：

图表 13. 深圳市拆除重建类城市更新流程图



资料来源：中国宝安。

2023 年 2 月，深圳横岗街道城市更新项目已取得“更新单元规划批复”，即取得专项规划。项目后期还将面临实施主体确认、拆迁补偿谈判、拆迁补偿协议签订、拆迁实施、土地规划许可证办理等一系列工作准备和行政审批，办理手续较为复杂且耗时较长，进入到实质开发的阶段时间不可预测。

深圳布吉街道城市更新项目系该公司子公司中国宝安集团控股有限公司（简称“宝安控股”）、深圳市运通物流实业有限公司（简称“运通公司”）、深圳恒安房地产开发有限公司（简称“恒安公司”）与深圳市桦盈实业有限公司（简称“桦盈实业”）、深圳市万科发展有限公司（简称“万科”）和深圳市晨盈投资咨询有限公司（简称“晨盈投资”）共同合作推进深圳市龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目。未来项目的拆迁补偿工作、申报城市更新等政府审批手续、投资、建设施工及销售等工作全部由桦盈实业负责。目前该项目仍处于规划研究等前期工作阶段。2022 年 2 月 26 日，公司公告称下属子公司收到民事裁定书：2022 年 1 月 25 日桦盈实业向深圳中级人民法院申请对运通公司、恒安公司和宝安控股名下价值 6.71 亿元的财产采取保全措施申请，深圳中级人民法院查封、冻结运通公司、恒安公司和宝安控股名下的土地使用权、银行存款、股权以及其他可供执行的财产，保全金额为 6.71 亿元为限。2023 年 5 月 13 日，公司公告称中宝控股、运通公司及恒安公司拟与桦盈实业、深圳市万科发展有限公司（简称“万科发展”）和深圳市晨盈投资咨询有限公司签署《<龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目

合作协议>补充协议》（简称“补充协议”）并已和解，2023年6月13日，深圳市中级人民法院裁定准予深圳市桦盈实业有限公司撤诉，并已解除了对运通公司、恒安公司及公司名下的价值6.71亿元的财产采取的保全措施。2024年7月22日，公司第十四届董事局第五十一次会议审议通过《关于〈《龙岗区布吉街道运通片区城市更新项目合作协议》补充协议）部分条款调整的议案》，同意下属子公司宝安控股、运通公司、恒安公司与合作方桦盈实业等延长《补充协议》履约、有效期限1年。

未来该公司房地产业务将聚焦在深圳区域，其他区域项目将以去化为主；同时，针对尚未开发的国内其他地区土地储备，公司将视情况逐步转让，以盘活资产。

投资业务

除三大业务板块外，该公司还涉及对外投资业务，主要包括股权投资和股票投资，其中股权投资业务主要由母公司及下属企业中国宝安集团资产管理有限公司负责管理运营，主要工作是对下属子公司股权进行管理，并购符合公司发展战略的新企业并进行孵化，处置不符合公司发展战略的子公司股权等。近年来公司通过股权转让、新三板减持等方式实现了较好的投资收益。2024年公司处置长期股权投资产生的投资收益为1.03亿元。

该公司股票投资业务由本部及下属企业设立相关部门负责运营。公司所投资的证券主要有快手-W、顺丰控股合中泰证券等，2024年末和2025年3月末，公司证券投资初始投资成本合计分别为4.94亿元和3.12亿元，当期公允价值变动损益分别为1.24亿元和0.08亿元，期末账面价值合计分别为4.24亿元和2.50亿元。2024年以来，公司证券投资公允价值变动损益同比提升，但整体期末账面价值仍小于最初投资成本，证券投资风险较大，需关注公司金融资产投资对其损益的影响。截至2025年3月末，公司交易性金融资产除证券投资外主要为银行理财12.83亿元。

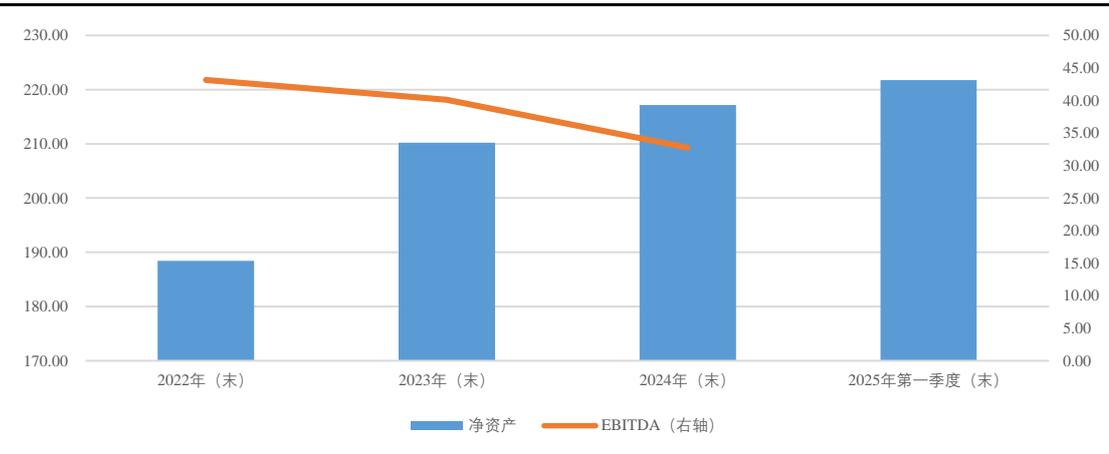
图表 14. 跟踪期内公司证券投资情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	最初投资成本	本期公允价值变动损益	期末账面价值	核算科目
2024年末					
01024	快手-W	1.22	-0.16	0.97	交易性金融资产
01810	小米集团	0.40	0.46	0.64	
03690	美团-W	0.28	0.34	0.36	
09988	阿里巴巴-SW	0.41	-0.0005	0.35	
002352	顺丰控股	0.32	-0.0003	0.27	
00700	腾讯控股	0.21	0.07	0.26	
600918	中泰证券	0.28	-0.04	0.24	
06881	中国银河	0.17	0.02	0.20	
300548	博创科技	0.14	0.003	0.14	
300738	奥飞数据	0.12	0.006	0.13	
期末持有的其他证券投资		1.39	0.54	0.68	
小计		4.94	1.24	4.24	
2025年3月末					
01024	快手-W	0.34	0.26	0.35	交易性金融资产
002352	顺丰控股	0.32	0.02	0.29	
600918	中泰证券	0.28	-0.01	0.24	
06881	中国银河	0.17	0.02	0.21	
09988	阿里巴巴-W	0.13	0.12	0.19	
00700	腾讯控股	0.13	0.00	0.19	
03690	美团-W	0.17	-0.07	0.18	
600999	招商证券	0.11	-0.00	0.11	
300548	博创科技	0.13	-0.03	0.11	
002763	国信证券	0.10	-0.01	0.10	
期末持有的其他证券投资		1.23	-0.21	0.54	
小计		3.12	0.08	2.50	

资料来源：中国宝安

② 竞争地位

图表 15. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势（单位：亿元）



注：根据中国宝安所提供数据整理、绘制。

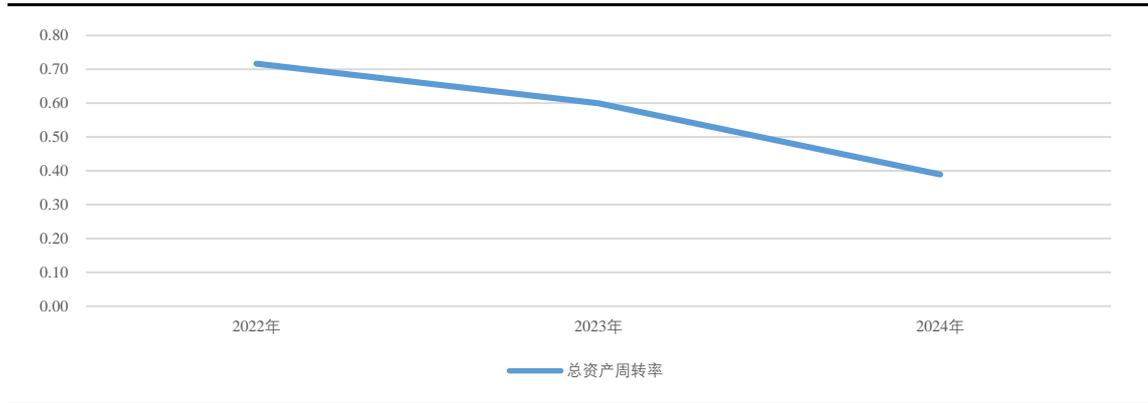
2022~2024 年及 2025 年 3 月末，该公司净资产分别为 188.43 亿元、210.23 亿元、217.16 亿元和 221.75 亿元，近年来随着经营积累持续提升。2022~2024 年，公司 EBITDA 分别为 43.14 亿元、40.12 亿元和 32.76 亿元，近年来随着利润总额的下滑整体下降。整体来看，公司的经营规模较大。

该公司是一家多产业复合型集团企业，其高新技术业务的核心运营子公司贝特瑞，贝特瑞拥有锂离子电池负极材料完整产业链，是国内最早量产硅基负极材料的企业之一，产品出货量位居行业前列。近年来贝特瑞基本完成国内产能布局，目前正在积极建设海外基地，逐步实现全球化运营。客户方面，贝特瑞主要客户均为国内外大型锂电池生产商，长期保持稳定合作关系。研发方面，贝特瑞先后被认定为国家高新技术企业、国家火炬计划项目实施企业、高效能量转换与储能材料产学研战略联盟、广东省产学研示范基地、广东省绿色动力电池负极材料工程技术研究中心、深港创新圈能源材料龙头企业、深圳市自主创新行业龙头企业。截至 2024 年末，贝特瑞累计获得授权的国内、国际专利 692 项，其中发明专利 442 项，主导及参与制定了包括 5 项国际标准、17 项国家标准及 4 项行业标准在内的多项标准。2022~2024 年，贝特瑞研发投入分别为 12.63 亿元、9.58 亿元和 7.72 亿元。整体来看，贝特瑞行业地位稳固，细分领域竞争优势很强。

该公司生物医药业务的核心运营子公司为马应龙，品牌始创于 1582 年，是一家“中华老字号”医药企业，其生产的“马应龙”系列治痔药品在国内乃至国际市场均具有较高的知名度，市场竞争力较强。产品方面，马应龙围绕肛肠、眼科、皮肤等领域拥有马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏、龙珠软膏等多个独家品种。研发方面，2022~2024 年马应龙研发投入分别为 0.91 亿元、0.98 亿元和 1.07 亿元，占营业收入的比例分别为 2.56%、3.12% 和 2.88%。马应龙 2024 年多项在研项目取得进展，包括肛肠类中药一类创新药虎麝止血止痛膏（暂定）获得临床批件，复方聚乙二醇电解质散（III）获得药品注册证书，自主专利菌种获得保藏证书、正积极推进相关产品开发，眼科类用药地夸磷索钠滴眼液、盐酸莫西沙星滴眼液获得药品注册证书，以及完成 60 个大健康新品的自主研发等。

③ 经营效率

图表 16. 反映公司经营效率要素的主要指标值（单位：次/年）

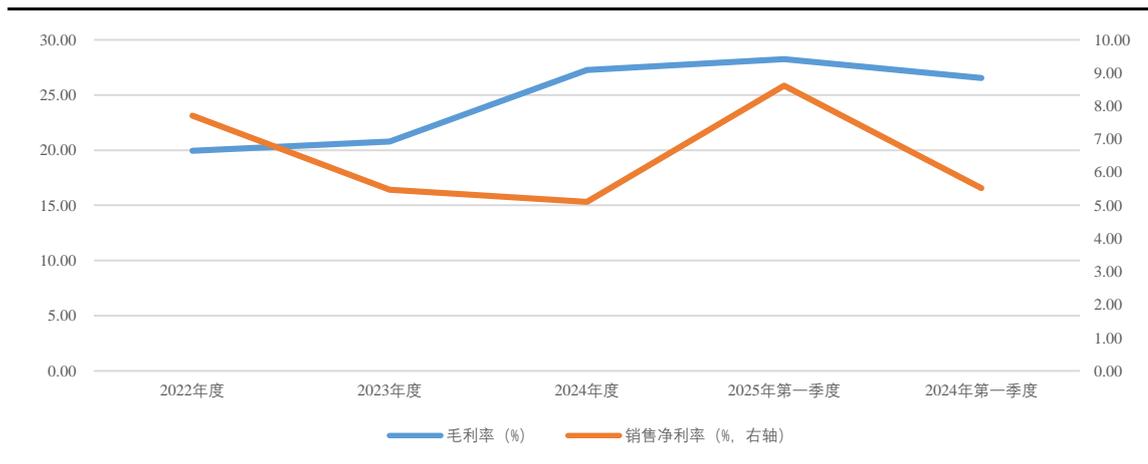


资料来源：根据中国宝安所提供数据整理、绘制。

2022~2024 年，该公司总资产周转率分别为 0.72 次/年、0.60 次/年和 0.39 次/年，近年来主要系产品价格下跌制约了营业收入的增速，导致总资产周转率有所下滑。

④ 盈利能力

图表 17. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据中国宝安所提供数据整理、绘制。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司分别实现营业收入 202.28 亿元和 48.64 亿元，同比分别下降 34.10% 和 2.72%，主要是贝特瑞受行业竞争加剧影响，产品销售价格下行，收入有所下降所致；实现营业毛利分别为 55.18 亿元和 13.74 亿元，同比分别下降 13.57% 和增长 3.59%；同期，毛利率分别为 27.28% 和 28.25%，其中 2024 年及 2025 年第一季度同比增长 6.48 个百分点和 1.72 个百分点，主要系贝特瑞加强了对原材料采购和核心工序方面成本方面的管控，成本下降较多所致。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	319.99	306.97	202.28	48.64	50.00
营业毛利（亿元）	63.81	63.84	55.18	13.74	13.27
期间费用率（%）	13.80	12.69	18.73	19.77	17.08
其中：财务费用率（%）	1.41	1.29	1.61	2.98	1.58
全年利息支出总额（亿元）	5.59	7.32	6.70	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	1.08	1.27	1.57	—	—

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

2024年及2025年第一季度，该公司期间费用分别为37.89亿元和9.62亿元，期间费用率分别为18.73%和19.77%，同比分别增加6.04个百分点和增加2.69个百分点，其中2024年由于营业收入减少导致期间费用率同比增加较多，2025年第一季度同比增加主要系营业收入减少以及财务费用增加所致。从期间费用构成看，2024年及2025年第一季度公司研发费用同比分别减少14.92%和增加7.61%至9.81亿元和2.44亿元，其中2024年下降主要是物料消耗减少所致；管理费用分别为13.67亿元和3.36亿元，同比变化较小；销售费用同比分别增加17.06%和0.97%至11.14亿元和2.37亿元，主要是业务拓展及宣传费和职工薪酬增加所致；财务费用分别为3.26亿元和1.45亿元，同比分别下降17.40%和增长84.22%，其中2025年第一季度同比增长主要系当期借款利息支出增加以及汇兑损失增加所致。2024年及2025年第一季度，公司资产减值损失为4.04亿元和0.35亿元，其中2024年包括贝特瑞存货计提跌价损失1.98亿元，主要系受行业竞争加剧、产品销售价格下行影响，对相关存货计提减值损失；受房地产行业持续走低影响，对房地产存货计提跌价损失0.60亿元，主要系对红莲湖旅游计提0.42亿元，湛江宝顺计提0.09亿元和天津宝安计提0.06亿元；同期，公司实现经营收益⁵分别为11.60亿元和3.26亿元，同比分别下降41.34%和22.73%。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2022年	2023年	2024年	2025年 第一季度	2024年 第一季度
投资净收益	11.31	1.89	1.77	1.35	-0.99
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	5.15	1.66	1.03	—	—
其它收益	2.15	3.33	2.44	0.63	0.55
营业外收入	0.20	0.60	0.13	0.02	0.01
公允价值变动损益	-0.17	-2.82	-1.61	-0.006	-0.24
信用减值损失	-1.28	0.52	0.08	-0.11	0.20
资产减值损失	-1.61	-3.43	-4.04	-0.35	-0.17

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理。

非经常性损益一直是该公司利润的重要组成部分，对公司最终净利润的影响较大，主要为投资收益、公允价值变动损益和其他收益等。2024年及2025年第一季度，公司投资收益分别为1.77亿元和1.35亿元，其中2024年主要是处置公司持有的深圳亿起融网络科技有限公司和江苏瑞德丰精密技术股份有限公司（简称“瑞德丰”）股权所获投资收益，此外公司对瑞德丰丧失重大影响后，剩余股权按公允价值重新计量以及公司结合常州锂源新能源科技有限公司（简称“常州锂源”）公司章程及公司持股比例、董事委派权利、业务发展等情况评估，认为对常州锂源不再实施重大影响，而产生投资收益利得0.91亿元；2025年第一季度主要包括当期在二级市场证券投资收益和权益法核算的股权投资收益。公司其他收益主要是高新技术业务的政府补助，2024年及2025年第一季度分别为2.44亿元和0.63亿元，同比下降26.79%和增长15.23%，2024年下降主要系由于贝特瑞收到的各类财政补助资金减少所致。公司公允价值变动损益主要是股票和权益工具投资损益，同期分别为-1.61亿元和-0.006亿元，其中2024年公允价值变动亏损较多，主要系下属公司持有的河北坤天新能源科技有限公司、厦门海辰储能科技股份有限公司所处电池材料、储能行业二级市场2024年市场估值持续走低，影响上述两家公司估值下降，导致当期公允价值变动-1.71亿元所致。

2024年该公司主要受主业经营收益、政府补助下滑及资产减值准备计提增加影响，营业利润和净利润同比分别下降35.87%和38.59%，至14.18亿元和10.32亿元。2025年第一季度，公司主业经营收益同比虽下滑，但受益于投资收益等非经常损益同比有所增加，使得营业利润和净利润同比分别增长47.94%和51.84%至5.23亿元和4.19亿元。2024年及2025年第一季度公司销售净利率分别5.10%和8.62%。

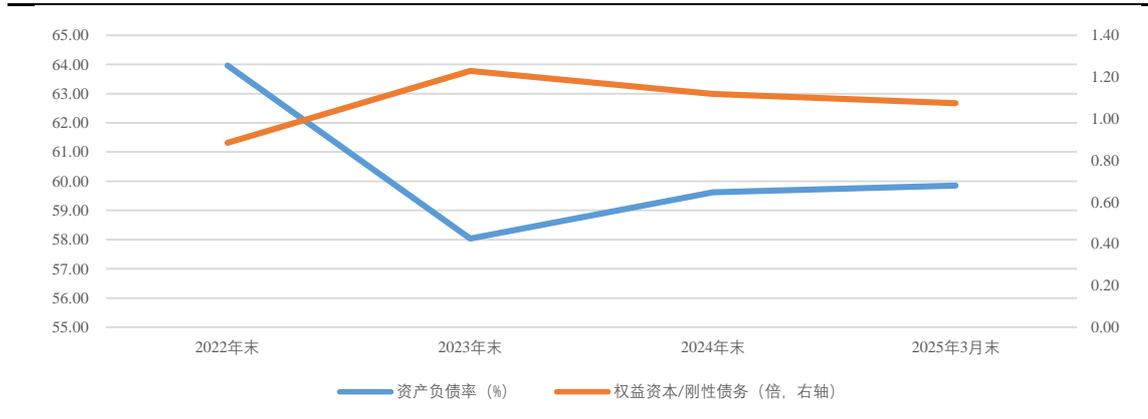
3. 财务

跟踪期内，随着在建项目持续推进，该公司刚性债务规模增长，财务杠杆有所上升。目前公司资产大量沉淀于房地产业务，短期变现能力偏弱，但货币资金存量仍较为充裕，融资渠道较畅通，可为其即期债务的偿付提供一定缓冲。

⁵ 经营收益=营业利润-其他经营收益。

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据中国宝安所提供的数据整理、绘制。

跟踪期内，该公司负债规模整体较 2023 年末有所增长，2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 320.59 亿元和 330.54 亿元，较上年末分别增长 10.26%和 3.11%；资产负债率分别为 59.62%和 59.85%，较上年末分别增加 1.58 个百分点和增加 0.23 个百分点。同期末，公司权益资本/刚性债务分别为 1.12 倍和 1.07 倍。

① 资产

图表 21. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	349.86	289.39	289.08	305.67
其中：货币资金（亿元）	66.90	57.76	53.76	55.34
交易性金融资产（亿元）	105.32	94.46	74.65	66.92
应收账款（亿元）	16.87	6.20	6.92	15.33
应收款项融资（亿元）	63.73	49.30	49.99	49.80
存货（亿元）	12.99	7.45	12.31	13.14
其他应收款（亿元）	121.94	105.36	112.40	121.46
其他流动资产（亿元）	8.27	7.72	7.39	7.28
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.23	14.29	19.78	22.73
其中：固定资产（亿元）	173.07	211.61	248.67	246.63
在建工程（亿元）	33.10	42.24	46.24	44.66
无形资产（亿元）	78.73	111.37	140.51	147.75
长期股权投资（亿元）	26.91	31.60	38.64	29.07
投资性房地产（亿元）	14.11	16.90	16.72	16.41
期末全部受限资产账面金额（亿元）	12.50	10.99	8.90	9.28
受限资产账面余额/总资产（%）	11.74	5.69	5.55	5.49
期末全部受限资产账面金额（亿元）	63.41	39.99	29.65	26.12
受限资产账面余额/总资产（%）	12.13	7.98	5.51	4.73

注：根据中国宝安所提供数据整理、计算。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司资产总额分别为 537.75 亿元和 552.29 亿元。从资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主，同期末占比分别为 53.76%和 55.34%。

2024 年末该公司流动资产为 289.08 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和存货构成。2024 年末，公司货币资金 74.65 亿元，其中受限货币资金为 7.43 亿元，主要是银行承兑汇票、信用证、保函等的保证金，公司非受限货币资金存量较为充裕，该科目较上年末下降 20.97%，主要系当期贝特瑞销售收入下滑以及项目建设资金支出增加所致；同期末，公司交易性金融资产为 6.92 亿元，主要包括公司持有的股票及理财产品等，较上年末增长 11.67%；同期末，公司应收账款为 49.99 亿元，从账龄来看，一年内的应收账款占比为 98.93%，截至年末已计提的坏账准备余额为 3.64 亿元；公司其他应收款主要是往来款和保证金，2024 年末

账面余额分别为 7.17 亿元和 1.44 亿元，其中往来款主要是公司与房地产业务合作开发方的往来款；2024 年末，公司存货较上年末增长 6.68% 至 112.40 亿元，主要由房地产开发成本和开发产品构成，年末账面价值分别为 56.69 亿元和 13.67 亿元，合计占存货总额比重的 62.60%，其余主要为高新技术业务和生物医药业务产生的原材料、库存商品和在产品等，年末公司已计提存货跌价准备为 5.40 亿元，主要系对库存商品、开发产品、原材料和低值易耗品计提存货跌价准备 1.25 亿元、1.24 亿元、0.57 亿元和 0.58 亿元。年末公司开发成本主要包括横岗茂盛城市更新项目（42.26 亿元）和龙岗区坂田街道河背南老围片区城市更新项目（10.25 亿元）。年末其他流动资产为 19.78 亿元，较上年末增加 38.41%，主要是大额定期存单存款较上年末大幅增加 4.12 亿元至 9.92 亿元所致。此外，年末应收款项融资为 12.31 亿元，较上年末增长 65.30%，主要系当期末尚未背书转让的银行承兑汇票增加。整体看，存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，但公司房地产项目占用了大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率。

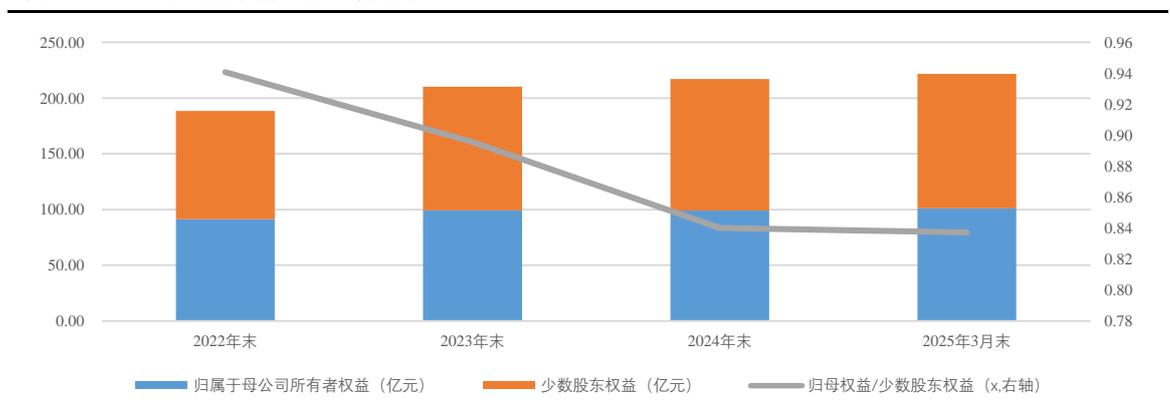
2024 年末，该公司非流动资产为 248.67 亿元，较上年末增长 17.51%，仍主要由长期股权投资、固定资产、无形资产和在建工程构成。其中，期末公司长期股权投资为 8.90 亿元，为公司持有的参股公司股权，较上年末下降 19.07%，主要系由于当期处置部分参股公司股权以及核算方式转换，同时受新能源行业供需结构性调整影响，部分新能源行业的联营公司如：山西贝特瑞新能源科技有限公司和西安易能智慧科技有限公司在 2024 年出现了较大经营亏损，未来经营存在不确定性，公司对持有相关公司长期股权投资账面价值低于可收回金额部分计提 0.44 亿元减值准备。期末固定资产为 140.51 亿元，较上年末增长 26.16%，主要系贝特瑞多个在建工程完工转固所致；同期末，公司在建工程 38.64 亿元，较上年末增长 22.30%，主要是贝特瑞在建项目持续推进所致，期末主要包括印尼贝特瑞年产 16 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目（19.40 亿元）、山西瑞君年产 10 万吨人造石墨负极材料一体化生产线项目（一期）（2.23 亿元）和光明年产 4 万吨硅基负极材料项目（5.98 亿元）等；2024 年末，公司无形资产为 16.72 亿元，主要为土地使用权、专用技术等，较上年末略下降。此外，同期末，其他非流动资产为 13.68 亿元，同比增长 44.71%，主要系大额银行存单存款增加所致。

2025 年 3 月末，该公司资产总额 552.29 亿元，较上年末增加 2.70%。其中，交易性金融资产较上年末增加 121.38% 至 15.33 亿元，主要系当期理财投资增加所致；预付款项较上年末增长 84.22% 至 4.67 亿元，主要系贝特瑞焦原料价格波动大，预付采购货款增加所致；固定资产较上年末增长 5.15% 至 147.75 亿元，主要系在建工程陆续转固所致；其余科目虽有变化但影响较小。

该公司存在一定规模的受限资产，包括货币资金、存货、固定资产和无形资产等，截至 2025 年 3 月末公司合并口径受限资产为 26.12 亿元，占资产总额的比重为 4.73%，主要用于开具银行承兑汇票及借款抵押等。近年来，公司受限资产规模整体较大，需关注其对资产质量的影响。

② 所有者权益

图表 22. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据中国宝交所提供的数据整理、绘制。

从权益资本看，随着经营积累的增加，该公司所有者权益持续增强，2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 217.16 亿元和 221.75 亿元。其中，实收资本保持稳定，均为 25.79 亿元；资本公积分别较上年末下降 5.65% 和增长 0.65% 至 14.48 亿元和 14.57 亿元，其中 2024 年下降主要系公司由于股权转让等事项不再对相关联营企业实施重大影

响,对剩余股权投资终止采用权益法核算,所引起的资本公积减少;未分配利润分别较上年末增长 0.71%和 3.05%至 55.20 亿元和 56.89 亿元。此外,公司 2022-2023 年度现金分红分别为 0.90 亿元和 1.16 亿元;根据公司《2024 年度权益分派预案》,公司拟以 2,579,213,965 股为基数,向全体股东每 10 股派发现金红利 0.30 元(含税),现金分红金额 0.77 亿元(含税),整体看公司未分配利润占比整体较大,需持续关注利润分配情况。

③ 负债

图表 23. 公司债务结构及核心债务(单位:亿元)

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	213.04	171.06	194.06	206.43
其中:短期刚性债务	149.89	69.94	73.62	93.32
中长期刚性债务	63.15	101.12	120.43	113.11
应付账款	68.15	65.75	65.38	57.25
其他应付款 ⁶	8.64	7.97	9.50	12.94
长期应付款 ⁷	10.13	10.19	10.17	10.18
综合融资成本(年化,%)	4.17	3.74	3.66	3.44

资料来源:中国宝安。

2024 年末及 2025 年 3 月末长短期债务比分别为 100.44%和 88.68%。从债务结构来看,该公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和长期应付款构成,其中 2024 年末及 2025 年 3 月末刚性债务占负债总额比重分别为 60.54%和 62.45%。公司应付账款近年来总体保持在较大规模,2024 年末为 65.38 亿元,仍主要为贝特瑞的应付货款;年末其他应付款(不含应付股利及应付利息)为 9.50 亿元,其中主要包括往来款 3.48 亿元、待付款项 2.00 亿元、预计费用 1.11 亿元和押金、保证金 0.97 亿元,较上年末增长 19.19%,主要系贝特瑞海外业务往来款增加所致;年末,长期应付款为 10.17 亿元,主要为应付股权收购款、公共设施专用基金和住房专项维修基金,较上年末变化较小。此外,年末其他非流动负债为 14.45 亿元,较上年末增长 107.49%,主要系贝特瑞地中海负极新材料科技有限公司与福特相关实体签署供应协议、预付款协议,增加预收货款 7.56 亿元,上述供应协议的履约时间预计超过 1 年。

2025 年 3 月末,该公司负债总额为 330.54 亿元,较上年末增长 3.11%。同期末,公司应付账款为 57.25 亿元,较上年末下降 12.44%,主要系贝特瑞货款结算所致,其余科目虽有变化但影响较小;其他应付款为 12.94 亿元,较上年末增长 36.16%,主要系贝特瑞海外业务往来款增加所致。

图表 24. 公司 2024 年末存续刚性债务期限结构(单位:亿元)

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	73.62	83.67	4.75	5.47	26.54	194.06 ⁸
母公司口径	26.14	57.69	—	2.26	—	86.08

资料来源:中国宝安。

2024 年末及 2025 年 3 月末,该公司刚性债务余额分别为 194.06 亿元和 206.43 亿元,较上年末分别增长 13.44%和 6.38%,主要系贝特瑞推进在建项目建设,银行长期借款增加所致。

2024 年末及 2025 年 3 月末,该公司短期刚性债务分别为 73.62 亿元和 93.32 亿元,仍主要由短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款和其他短期刚性债务构成,其中,同期末短期借款分别为 17.15 亿元和 18.61 亿元,较上年末分别减少 14.82%和增长 8.57%;一年内到期的长期借款分别为 35.23 亿元和 55.75 亿元,均较上年末增长主要系长期借款即期转列所致;公司应付票据主要为银行承兑汇票,同期末分别为 13.11 亿元和 10.94 亿元,其中 2024 年末较上年末下滑主要是贝特瑞票据结算减少,以及年末支付已到期票据较多所致;公司其他短期刚性债务分别为 8.13 亿元和 8.02 亿元,主要是一年内到期的债券 22 宝安 01(包含应付债券利息)以及贝特瑞的售后回租融资款。公司中长期刚性债务为长期借款,2024 年末及 2025 年 3 月末,公司长期借款分别为 120.43 亿元和 113.11 亿元,分别较上年末增长 30.65%和减少 6.08%,整体随着贝特瑞在建项目推进而增加。

⁶ 不包括应付股利、应付利息。

⁷ 不含应付售后回租融资款。

⁸ 数据存在尾差。

从借款方式看，2024 年末该公司银行借款主要包括信用借款 46.80 亿元、担保借款 67.27 亿元、抵质押借款合计 58.74 亿元等。公司银行长期借款利率区间为 2.40%~6.49%。发债方面，截至本评级报告出具日，公司合并口径待偿还债券为 22 宝安 01，余额为 7.50 亿元，即将于 2025 年 8 月到期。2024 年及 2025 年第一季度年化综合融资成本分别为 3.66% 和 3.44%，近年来持续呈下降趋势。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 25. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.90	59.62	16.62	-5.07	9.45
其中：业务现金收支净额（亿元）	6.73	61.04	22.31	-4.06	11.12
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-40.57	-26.07	-51.28	-18.95	-23.80
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金（亿元）	36.89	28.89	39.27	8.70	14.34
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	54.15	-25.50	14.01	16.08	23.92
其中：现金利息支出（亿元）	6.77	7.44	6.84	1.70	1.34

资料来源：中国宝安。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

跟踪期内，该公司经营收现能力仍较一般，2024 年及 2025 年第一季度营业收入现金率分别为 93.93% 和 80.05%，同比分别增加 3.35 个百分点和减少 20.33 个百分点。同期公司经营性现金流量净额分别为 16.62 亿元和 -5.07 亿元，其中 2024 年及 2025 年第一季度经营性现金流净额同比均大幅下滑主要系贝特瑞受行业竞争加剧，产品销售收入及销售回款下滑所致。

投资活动方面，由于该公司参股控股企业较多，每年均会对不符合发展战略的子公司股权进行处置，同时公司也会利用闲置资金购买理财产品，加上高新技术仍有一定的产能扩张投资支出，综合作用下，导致公司近年来投资活动现金流呈现一定波动。2024 年及 2025 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -51.28 亿元和 -18.95 亿元，其中随着贝特瑞项目投资持续推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金持续处于较高水平，同期分别为 39.27 亿元和 8.70 亿元。考虑到公司后续仍有一定规模的投资需求且仍可能继续处置子公司股权，预计未来公司投资性现金流仍将呈现波动。

该公司外部融资规模一直较大，公司主要通过银行借款获取资金。2024 年及 2025 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 14.01 亿元和 16.08 亿元，其中 2024 年度由净流出转为净流入主要系当期偿还债务支付的现金同比下降 51.82% 至 55.29 亿元所致，此外，2024 年吸收投资收到的现金 4.34 亿元主要为贝特瑞股权激励行权所致。2025 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额呈大额净流入状态，主要系当期贝特瑞由于推进项目建设，新增银行借款所致。短期内，公司融资渠道的畅通性对其资金周转有较大影响，外部融资仍将是公司补充资金的主要渠道，预计其筹资性现金流量净额仍将呈现一定波动。

② 偿债能力

图表 26. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA（亿元）	43.14	40.12	32.76
EBITDA/利息支出（倍）	6.47	5.48	4.89
EBITDA/刚性债务（倍）	0.25	0.21	0.18

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理、计算。

2024 年，该公司 EBITDA 为 32.76 亿元，随利润总额的下降而减少，EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数下滑至 0.18 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖倍数下滑至 4.89 倍。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率 (%)	144.62	184.10	180.74	174.48
速动比率 (%)	92.62	116.31	108.88	102.49
现金比率 (%)	55.72	70.32	58.08	54.83

资料来源：根据中国宝安所提供数据整理、计算。

跟踪期内，该公司整体资产流动性整体保持较好水平，但考虑到公司存在一定规模的受限资产，且大量资金沉淀于房地产项目中，实际资产流动性弱于指标所示。

该公司与多家银行建立了长期合作关系，并获得较多银行授信额度。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径取得的银行综合授信额度为 545.33 亿元，尚未使用的授信额度为 358.05 亿元。公司仍有较大的后续融资空间。

(2) ESG 因素

2022 年 6 月，该公司发布《关于股东权益变动的提示性公告》和《中国宝安集团股份有限公司关于国有股份无偿划转的进展公告》，公司于 2022 年 6 月 5 日收到深圳市宝安区投资管理集团有限公司（简称“宝投集团”）、深圳市承兴投资有限公司（简称“承兴投资”）和深圳市鲲鹏新产业投资有限公司（简称“鲲鹏新产业”）⁹关于权益变动的通知，深圳市国资委旗下子公司承兴投资与鲲鹏新产业（两者为一致行动人）已通过二级市场合计增持公司 12,895.09 万股人民币普通股股份（占总股本的 4.9996%），此后宝投集团与承兴投资签署了《关于中国宝安集团股份有限公司之股份无偿划转协议》，拟将宝投集团所持公司的 12,356.45 万股（占公司总股本的 4.7908%）无偿划转至承兴投资，上述国有股份无偿划转事项已于 2022 年 6 月 2 日经宝安区国资局及深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“深圳市国资委”）批复同意，并于 2022 年 6 月 9 日完成股份过户登记。本次划转完成后，承兴投资直接持有公司 8.94% 的股份，鲲鹏新产业持有公司 0.85% 的股份，承兴投资与鲲鹏新产业合计持有公司 9.79% 的股份，之后承兴投资多次通过集中竞价的方式买入公司股份，截至 2023 年末，承兴投资与鲲鹏新产业合计持有公司 18.39% 的股份。2024 年 11 月，公司发布《关于持股 5% 以上股东减持计划的预披露公告》，深圳市富安控股有限公司（简称“富安公司”）原持有公司 13,348.53 万股（占公司总股本的 5.18%），富安公司拟以集中竞价方式减持公司股份不超过 2,579.21 万股（占公司总股本的 1%）。截至 2025 年 2 月 13 日，富安公司已减持完成，共减持 2,578.53 万股，减持后共持有公司 107,700.00 万股（占公司总股本比例的 4.18%）。截至 2025 年 3 月末，公司第一大股东承兴投资及其一致行动人鲲鹏新产业合计持有公司 18.39% 的股份，第二大股东韶关市高创企业管理有限公司（简称“韶关高创”）¹⁰持有公司 16.02% 的股份，第三大股东深圳市怡景食品饮料有限公司持有公司 4.73% 的股份，第四大股东富安公司持有公司 4.18% 的股份，剩余股份主要是二级股票市场的机构投资者和个人投资者持有。目前，公司仍无控股股东和实际控制人。

2024 年 12 月 16 日，该公司召开 2024 年第一次临时股东大会，换届选举产生第十五届董事局，董事局成员由陈政立、陈泰泉、陈平、梁发贤、李瑶和徐志鸿变更为黄旭、曾广胜、陈文昌、徐飏、孙学东、单慧、吉江华、孔小文和刘金山，具有第一大股东鲲鹏资本和第二大股东韶关高创相关背景的董事和高管进入管理团队；此外，换届选举产生第十一届监事会非职工代表监事鞠彤欣、赵琳，另有一名职工代表监事刘辉，其中鞠彤欣为监事长。2025 年 6 月 10 日，根据公司公告，徐飏先生因工作原因申请辞去公司董事职务以及董事局薪酬与考核委员会委员、投资与风险管理委员会委员职务，辞职后将不在公司担任职务。2025 年 6 月 9 日公司第十五届董事局第四次会议审议通过了《关于拟变更董事并调整董事局专门委员会委员的议案》，董事局拟提名刘志华先生为公司第十五届董事局非独立董事候选人，并在刘志华先生获得股东大会审议通过当选董事的前提下，同时担任公

⁹ 承兴投资与鲲鹏新产业均为深圳市鲲鹏股权投资管理有限公司（简称“鲲鹏资本”）的全资子公司。鲲鹏资本是深圳市委、市政府为深化国资国企改革创新发展和助力全市产业转型升级而设立的国有资本运作平台，截至 2024 年末深圳市国资委直接持有其 99.5% 股权，为控股股东和实际控制人。

¹⁰ 韶关高创为广东民营投资股份有限公司（简称“粤民投”）全资子公司。粤民投是由广东省政府牵头、省内龙头民企联合组建，其股权结构较为分散，无实际控制人，因此韶关高创亦无实际控制人。

司第十五届董事局薪酬与考核委员会委员、投资与风险管理委员会委员，任期自公司 2024 年度股东大会审议通过之日起至第十五届董事局任期届满之日止。

2025 年 1 月 14 日，根据贝特瑞公告，贝特瑞董事长、原公司副总裁贺雪琴先生收到中国证券监督管理委员会出具的《行政处罚决定书》(2024) 160 号，因贺雪琴内幕交易“龙蟠科技”及贺雪琴、罗某某共同内幕交易“龙蟠科技”的行为违反了《证券法》第五十条、第五十三条第一款的规定，构成《证券法》第一百九十一条第一款所述内幕交易行为，中国证券监督管理委员会决定对其给予行政处罚。处罚结果为（1）贺雪琴内幕交易行为，没收违法所得 45.30 万元，并处以 135.89 万元罚款；（2）对贺雪琴、罗某某的共同违法行为，没收违法所得 606.92 万元，处以 1,820.75 万元的罚款。公司和贝特瑞称本次行政处罚主要涉及贺雪琴先生个人及亲属，不会对公司生产、经营及财务状况产生重大不利影响。

跟踪期内，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；未受到监管处罚。社会责任方面，近年来公司未发生重大安全生产事故的情况。

(3) 表外事项

截至 2025 年 3 月末，该公司无对外担保事项，也无重大未决诉讼事项发生。

(4) 其他因素

2024 年末，该公司关联担保余额合计为 103.03 亿元¹¹，其中公司为子公司担保余额合计 1.61 亿元（均为贝特瑞）、子公司中国宝安集团控股有限公司和深圳恒安房地产开发有限公司为公司提供的担保余额合计 64.75 亿元以及子公司之间互保余额合计 36.67 亿元。

根据该公司提供的 2025 年 4 月 3 日和 2025 年 4 月 9 日《企业信用报告》及相关资料，跟踪期内公司及主要子公司贝特瑞不存在违约记录。

该公司母公司主要从事投资及管理事务，无经营性业务。2024 年末母公司资产总额为 130.99 亿元，其中货币资金 1.47 亿元；其他应收款 91.73 亿元，主要是对子公司的往来款 94.16 亿元；长期股权投资 35.67 亿元，主要是对子公司的投资 35.51 亿元。同期末，母公司负债总额 97.61 亿元，资产负债率为 74.52%，处于高水平；2024 年母公司实现营业收入 0.04 亿元，净利润 1.75 亿元，经营性现金流量净额-1.19 亿元。整体看，母公司无经营性业务，主要经营资源集中在下属子公司，但母公司集中了较多债务，且货币资金存量少，流动性压力大。但公司对下属子公司具有较强的控制力度，根据公司章程可通过董事会实施控制或指派关键管理人员管控，在必要时可以调动非上市子公司资源满足偿债需求。

图表 28. 截至 2025 年 3 月末公司本部及下属子公司刚性债务及货币资金情况（单位：亿元）

公司简称	刚性债务	货币资金
中国宝安（合并口径）	206.43	66.92
其中：中国宝安（母公司口径）	87.08	1.94
贝特瑞（合并口径）	112.67	33.03
马应龙（合并口径）	2.97	17.49

资料来源：中国宝安

该公司本部直接及间接持有贝特瑞、马应龙和国际精密等多家上市公司股票，截至 2025 年 5 月末，除了质押了持有的马应龙 0.90 亿股股票以外，其余均未质押。2025 年 5 月末，公司未质押所持有的马应龙、贝特瑞和友诚科技股票，对应市值分别为 11.58 亿元、170.22 亿元和 4.78 亿元。

图表 29. 截至 2025 年 5 月末公司本部直接及间接持股情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	上市情况	持股比例	2025 年 5 月 30 日收盘价对应未质押股权市值
600993.SH	马应龙	上交所 A 股	30.14%	11.58
0929.HK	国际精密	港股	54.90%	2.49 ¹²
835185	贝特瑞	北交所	66.22%	170.22

¹¹ 其中涉及港元关联担保采用 2024 年 12 月 31 日汇率 1 港元兑 0.92604 人民币。

¹² 采用 2024 年 12 月 31 日汇率 1 港元兑 0.92604 人民币。

证券代码	证券简称	上市情况	持股比例	2025年5月30日收盘价对应未质押股权市值
873087	友诚科技	新三板	64.91%	4.78

资料来源：中国宝安

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了杉杉股份和上海璞泰来新能源科技股份有限公司作为该公司锂电池材料行业的同业比较对象，选取了湖南九典制药股份有限公司和浙江华海药业股份有限公司作为公司医药制造的同业比较对象。上述主体均具有较高的可比性。

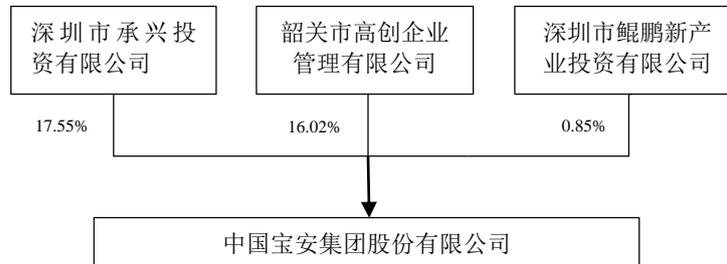
该公司在锂离子电池负极材料行业具有稳固的龙头地位，锂电池材料业务收入规模在同业企业中相对较大，主业盈利能力适中，营运效率较高，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度较高。公司医药制造业务在肛肠治痔领域地位突出，但与选取的同业两家企业相比整体规模较小，产品结构相对集中，独家产品和纳入国家医保目录的产品相对较少。公司盈利主要来源于经营收益，稳定性较好。在债务保障方面，权益资本对债务规模的保障程度较好。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定中国宝安主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，22 宝安 01 信用等级为 AA⁺。

附录一：

公司与实际控制人关系图

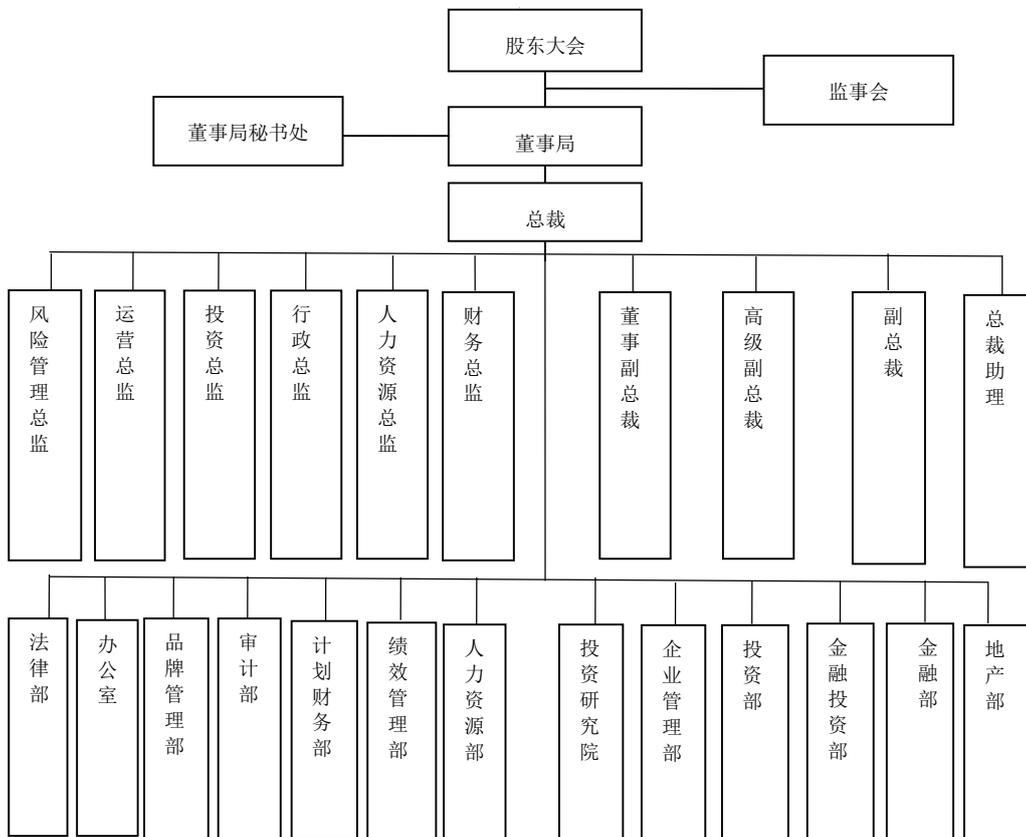


注 1：根据中国宝安提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

注 2：中国宝安无实际控制人（截至 2025 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据中国宝安提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2024年（末）主要财务数据（亿元）					
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	备注
中国宝安集团股份有限公司	中国宝安	母公司	--	高新科技、生物医药、房地产	86.08	33.37	0.04	1.75	-1.19	母公司口径
贝特瑞新材料集团股份有限公司	贝特瑞	子公司	66.22	新能源、新材料	101.25	143.95	142.37	9.46	12.53	合并口径
马应龙药业集团股份有限公司	马应龙	子公司	30.14	医药	3.00	42.01	37.28	5.48	4.98	合并口径
国际精密集团有限公司	国际精密	子公司	54.86	精密制造	2.68	17.69	9.33	0.28	0.88	合并口径

注：根据中国宝安2024年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：锂电池正负极材料 归属行业：通用

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据					2024 年末财务数据/指标				
		净资产 （亿元）	营业收入 （亿元）	销售净利率 （%）	总资产周转率 （次/年）	销售毛利率 （%）	权益资本与刚性 债务比率 （x）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
杉杉股份	/	225.34	186.80	1.71	0.39	14.35	1.37	51.23	20.06	3.50	0.12
上海璞泰来新能源科技股份有限公司	AA+/稳定	195.40	134.48	10.29	0.31	27.50	1.61	53.59	27.18	10.62	0.22
发行人子公司贝特瑞	/	143.95	142.37	6.65	0.45	23.02	1.42	56.83	23.85	10.69	0.24
发行人	AA+/稳定	217.16	202.28	5.10	0.39	27.28	1.12	59.62	32.76	4.89	0.18

注：贝特瑞并非公开市场发债企业，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

核心业务二：医药制造 归属行业：医药制造

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据					2024 年末财务数据/指标				
		净资产 （亿元）	营业收入 （亿元）	总资产报酬率 （%）	营业收入现金率 （%）	总资产周转率 （次/年）	权益资本与刚性 债务比率 （x）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利息支 出 （倍）	EBITDA/刚性债 务 （倍）
湖南九典制药股份有限公司	A+/稳定	25.27	29.31	18.92	118.07	0.94	7.73	25.09	6.87	34.34	1.86
浙江华海药业股份有限公司	AA/稳定	90.20	95.47	8.66	94.64	0.49	1.12	55.48	26.16	10.46	0.34
发行人子公司马应龙	/	42.01	37.28	13.28	99.41	0.74	14.00	18.92	7.51	101.89	2.50
发行人	AA+/稳定	217.16	202.28	3.70	93.93	0.39	1.12	59.62	32.76	4.89	0.18

注：马应龙并非公开市场发债企业，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022年/末	2023年/末	2024年/末	2025年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	522.93	501.00	537.75	552.29
货币资金 [亿元]	105.32	94.46	74.65	66.92
刚性债务[亿元]	213.04	171.06	194.06	206.43
所有者权益 [亿元]	188.43	210.23	217.16	221.75
营业收入[亿元]	319.99	306.97	202.28	48.64
净利润 [亿元]	24.68	16.81	10.32	4.19
EBITDA[亿元]	43.14	40.12	32.76	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.90	59.62	16.62	-5.07
投资性现金净流入量[亿元]	-40.57	-26.07	-51.28	-18.95
资产负债率[%]	63.97	58.04	59.62	59.85
权益资本与刚性债务比率[%]	88.44	122.90	111.91	107.42
流动比率[%]	144.62	184.10	180.74	174.48
现金比率[%]	55.72	70.32	58.08	54.83
利息保障倍数[倍]	5.14	3.89	2.87	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	214.66	237.82	359.74	—
毛利率[%]	19.94	20.80	27.28	28.25
营业利润率[%]	8.98	7.21	7.01	10.75
总资产报酬率[%]	7.67	5.57	3.70	—
净资产收益率[%]	14.31	8.43	4.83	—
净资产收益率*[%]	13.50	7.94	1.74	—
营业收入现金率[%]	71.99	90.58	93.93	80.05
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.47	29.87	10.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.73	10.73	-11.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.47	5.48	4.89	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.21	0.18	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的2022~2024年度及未经审计的2025年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

发行人历史评级

附录七：

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2013年9月12日	AA/稳定	唐俊、陈思阳	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 通用版评级模型 (参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2016年12月27日	AA/稳定	-	-	公告链接
	前次评级	2024年6月14日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论 (2022) 工商企业评级模型 (通用) FM-GS001 (2022.12)	报告链接
	本次评级	2025年6月13日	AA/稳定	翁斯喆、李雨聪	新世纪评级方法总论 (2022) 工商企业评级模型 (通用) FM-GS001 (2019.8)	-
	历史首次评级	2022年5月31日	AA*	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论 (2012) 工商企业评级方法概论 (2014) 工商企业评级模型 (通用) MX-GS001 (2019.8)	报告链接
22宝安 01	前次评级	2024年6月14日	AA*	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论 (2022) 工商企业评级模型 (通用) FM-GS001 (2022.12)	报告链接
	本次评级	2025年6月13日	AA*	翁斯喆、李雨聪	新世纪评级方法总论 (2022) 工商企业评级模型 (通用) FM-GS001 (2022.12)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。