

辽宁成大股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3499号

联合资信评估股份有限公司通过对辽宁成大股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持辽宁成大股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“24 成大 01”及“24 辽成大 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。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。

二、本报告系联合资信接受辽宁成大股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



辽宁成大股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
辽宁成大股份有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2026/06/23
24 成大 01/24 辽成大 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

辽宁成大股份有限公司（以下简称“公司”）是一家集医药医疗、金融投资、供应链服务和能源开发多元化经营的上市公司。2025 年，公司实际控制人由辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会变更为无实际控制人，内控体系及主要管理制度无重大变化；经营格局保持稳定，生物制药业务在市场占有率方面保持竞争优势，因疫苗产品市场竞争激烈以及贸易商品价格总体呈下行趋势，上述主营业务板块经营规模及盈利能力持续下降；2025 年，公司审议通过了能源开发业务主体新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）长期停产的议案，公司本部对新疆宝明长期股权投资全额计提减值准备，同时对应收新疆宝明的往来款计提坏账准备，导致本部 2025 年利润总额亏损规模扩大；公司持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权流动性强且市值高，权益法确认的投资收益仍为公司利润总额的核心来源。财务方面，公司资产流动性及质量很好；债务负担适宜，债务期限结构得到一定优化，偿债指标表现很强，本部持有的上市公司股权市值对其有息债务具备保障能力。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司确立“以稳健金融资产为基础的科技产业集团”核心战略定位，未来，随着生物制药和股权投资效益逐步体现，公司综合实力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量、资本实力或盈利能力显著提升等。

可能引致评级下调的敏感性因素：贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，盈利能力及偿债能力大幅弱化；失去重要子公司控制权或核心资产面临划出；财务指标显著弱化；再融资环境恶化等。

优势

- **生物制药业务具备显著竞争优势。**自 2008 年以来，公司在国内人用狂犬病疫苗市场的占有率持续居行业第一，行业地位领先，品牌认可度高。
- **股权类资产质量好且流动性强。**截至 2026 年 3 月底，公司合计持有广发证券境内上市内资股（A 股）12.50 亿股，期末参考市值 224.53 亿元，其中 2.05 亿股已被质押。2025 年，广发证券贡献投资收益 22.89 亿元，对公司分红约为 6.27 亿元。
- **本部持有的现金类资产及上市公司股权市值高，可对偿债提供支持。**截至 2025 年底，公司本部持有的现金类资产及上市公司股权市值合计 363.74 亿元，对全部债务（151.12 亿元）具备保障能力。

关注

- **公司控股股东发生变更。**2025 年 2 月，公司控股股东由辽宁省国有资产经营有限公司变更为韶关市高腾企业管理有限公司，实控人由辽宁省国资委变更为无实控人。
- **主业盈利能力下滑。**2025 年，由于疫苗产品市场竞争激烈、及进出口贸易成本增幅高于收入增幅等因素影响，公司主营业务毛利率同比下降，综合毛利率和营业利润率分别为 13.05% 和 12.56%，同比分别下降 0.57 个百分点和 1.30 个百分点。
- **子公司新疆宝明长期停产，2025 年净利润亏损规模扩大；公司本部亏损加剧。**子公司新疆宝明自 2025 年 11 月进入长期停产状态，2025 年净利润亏损规模扩大至-18.01 亿元。截至 2025 年底，公司本部对新疆宝明的其他应收款期末余额为 47.14 亿

元，且账龄偏长。2025 年，公司本部利润总额为-15.33 亿元。2025 年，公司本部对持有的新疆宝明长期股权投资全额计提减值准备，对应收新疆宝明的其他应收款计提坏账准备 6.16 亿元。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505				
评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：				--
评级结果				AA ⁺

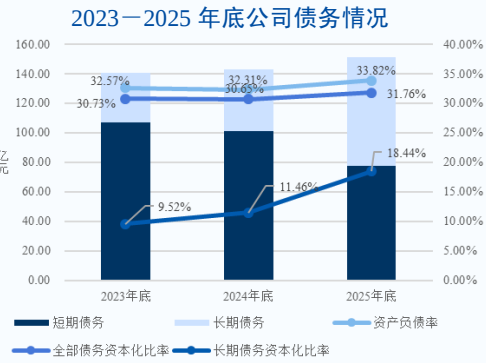
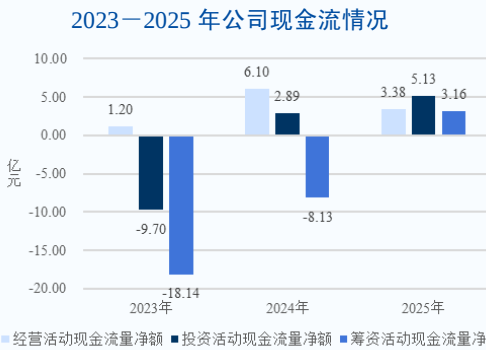
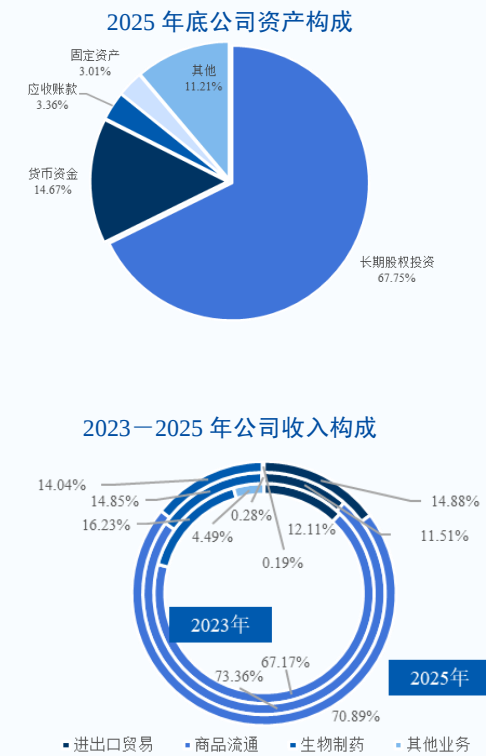
个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	70.28	70.15	80.83	83.21
资产总额（亿元）	469.01	478.38	490.71	504.83
所有者权益（亿元）	316.23	323.83	324.77	331.67
短期债务（亿元）	107.05	101.20	77.67	56.89
长期债务（亿元）	33.26	41.93	73.45	85.15
全部债务（亿元）	140.31	143.12	151.12	142.03
营业总收入（亿元）	103.05	107.70	99.02	19.91
利润总额（亿元）	1.09	7.40	4.03	5.53
EBITDA（亿元）	11.43	17.81	13.90	--
经营性净现金流（亿元）	1.20	6.10	3.38	-1.76
经调整的营业利润率（%）	-0.22	-4.09	-6.80	-9.39
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-26.73	0.84	11.65	-6.45
资产负债率（%）	32.57	32.31	33.82	34.30
全部债务资本化比率（%）	30.73	30.65	31.76	29.98
流动比率（%）	97.63	100.76	127.33	140.05
经营现金流入量/流动负债（倍）	1.07	1.23	1.43	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.69	1.04	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	2.66	2.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.28	8.04	10.87	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	408.36	403.54	401.64	415.26
所有者权益（亿元）	268.41	263.02	246.65	254.16
全部债务（亿元）	130.39	133.00	144.40	136.70
营业总收入（亿元）	0.09	0.10	0.09	0.01
利润总额（亿元）	5.94	-8.35	-15.33	6.11
资产负债率（%）	34.27	34.82	38.59	38.79
全部债务资本化比率（%）	32.70	33.58	36.93	34.97
流动比率（%）	77.37	71.06	67.85	79.06
经营现金流动负债比（%）	-1.32	-0.27	-5.52	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2023—2025 年底其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，2026 年 3 月未经调整；4. 本报告 2023 年、2024 年营业收入、营业成本及其相关指标采用会计差错更正后数值
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 成大 01	16.00 亿元	16.00 亿元	2027/04/11	交叉保护，偿债保障承诺
24 辽成大 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/08/09	出售/转移重大资产，控制权变更

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 成大 01	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/03/15	李明、郭察理	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	--
24 辽成大 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/07/23	刘丙江、景雪	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 成大 01/ 24 辽成大 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/24	刘丙江、李上	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：蒲雅修 puyx@lhratings.com

项目组成员：李 上 lishang@lhratings.com | 刘柏源 liuby@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于辽宁成大股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是在改组具有 40 多年经营历史的国有外贸专业公司辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上成立的股份有限公司，于 1993 年 6 月经辽宁省经济体制改革委员会辽体改发〔1993〕147 号文批准以定向募集方式设立。1996 年 8 月 6 日，公司经中国证监会批准首次向社会公众发行人民币普通股 1200 万股，并于同年 8 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市交易（股票代码：600739.SH）。2015 年，根据辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“辽宁省国资委”）下发的辽国资产权〔2015〕100 号文件，辽宁省国资委持有的辽宁成大集团有限公司（以下简称“成大集团”）100.00%国有股权无偿划转至辽宁省国有资产经营有限公司（以下简称“辽宁国资”）持有。2018 年 11 月，经辽宁省国资委批复，辽宁国资吸收合并成大集团，公司控股股东由成大集团变更为辽宁国资。2025 年 2 月 28 日，公司董事会换届选举，韶关市高腾企业管理有限公司（以下简称“韶关高腾”）提名并当选 4 名非独立董事，占新一届董事会非独立董事总人数的 2/3，公司控股股东由辽宁国资变更为韶关高腾。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 15.30 亿元，韶关高腾持有公司 16.20%的股权（其所持股份的 61.94%已被质押），为公司控股股东，公司无实际控制人。

跟踪期内，公司经营业务无重大变动，涉及医药医疗、金融投资、国内外贸易等，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 490.71 亿元，所有者权益 324.77 亿元（含少数股东权益 36.92 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 99.02 亿元，利润总额 4.03 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 504.83 亿元，所有者权益 331.67 亿元（含少数股东权益 36.91 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 19.91 亿元，利润总额 5.53 亿元。

公司注册地址：辽宁省大连市人民路 71 号；法定代表人：徐飏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已使用完毕，“24 成大 01”及“24 辽成大 MTN001”已按期足额支付当期利息，尚未到付息日。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 成大 01	16.00	16.00	2024/04/11	3 年
24 辽成大 MTN001	10.00	10.00	2024/08/09	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行

资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

1 多元产业投资控股行业

多元控股企业是指通过控股或参股方式，持有并管理跨越多个行业板块的子公司或业务单位的企业集团。通过对不同行业子公司的战略性持股与管理，多元控股企业既可分散风险，又能促进协同增效与价值增值，从而推动集团整体的可持续发展。

多元控股企业的母公司以投资管理为核心，通过持有各子公司股权，参与子公司的战略决策与重要运营，同时为子公司提供资本支持、资源整合和战略指导，借此在多个行业间分散经营风险。多元控股企业母公司主要收入来源包括：（1）股权分红和投资收益：子公司实现盈利后按比例分配的股利，以及母公司通过股权处置获得的资本利得；（2）资产运作收益：在必要时通过出售或转让股权、合资退出等方式实现的一次性增值；（3）管理服务费：部分多元控股企业母公司对子公司收取管理或咨询费用，但该类收益整体占比较小。

多元控股企业数量众多，头部公司资产总量庞大，大型多元控股企业通常拥有千亿元以上的资产规模。对于一般多元控股企业，行业结构呈现“一超多强”局面，少数几家最大的控股集团处于主导地位，其余为中小规模的控股企业。多元控股企业在跨行业、多元化布局过程中，不仅要应对市场与监管带来的外部压力，还需关注内部运营与战略执行方面的多重风险。

（1）激烈竞争与行业周期波动

由于行业进入门槛低、参与主体众多，头部控股集团凭借资源和资本优势，在市场波动期更容易获取优质资产和业务机会；而中小规模企业则可能因资源不足而面临市场份额被边缘化的局面。同时，不同子行业的经济周期交织影响，上行阶段助推扩张，下行阶段则因标的业绩承压和现金流回收放缓而带来整体经营波动。

（2）融资成本攀升与高杠杆压力

当外部环境处于宏观利率上行、融资环境趋紧的情形下，多元控股企业的募资难度普遍较大。同时，为了实现外延式并购和快速扩张，多元控股企业承担了较高的负债水平，一旦并购标的未能实现预期业绩，就可能出现合并口径收入和利润未如预期、商誉减值等情形，进而对再融资形成抑制，短期内陷入偿债和流动性双重压力。

（3）跨领域管理与协同效率挑战

多元控股企业的业务布局通常涵盖多个行业板块，需要在不同领域建立专业化管理和风险监控体系。若管理层缺乏相应行业经验或盲目扩张至无协同效应的板块，将导致决策滞后、资源错配，不仅浪费管理成本，也可能使集团整体盈利稳定性受到影响。

（4）盈利模式与资本结构差异

各子公司在盈利水平、杠杆率和偿债期限上存在显著差异，这要求多元控股企业母公司在资源配置和财务管理上既要保持整体协同，也要针对单一板块风险进行精细化控制，以防某一业务单元的波动对集团财务健康产生连锁反应。

2 医药行业分析

2025年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入整体企稳，利润水平小幅回升。仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，鼓励研究和创制新药，且首次推出商保目录，集采更加注重质量，加速行业内部分化。未

来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定。完整版行业分析详见[《医药制造行业 2026 年度行业分析》](#)。

3 贸易行业分析

2025 年，中国进出口贸易在复杂的外部环境下顶压前行，延续了稳中向好的发展势头，累计出口同比保持良好增长，韧性较强；累计进口同比保持稳定；2026 年 1—4 月，中国进出口贸易延续较快增长，进口增速高于出口。中国贸易伙伴不断扩容，积极拓展新兴市场，“一带一路”共建国家、东盟等已成为中国出口增长的主引擎，中国出口高度依赖欧美的格局已发生变化，出口目的地结构更趋多元，但欧美需求、转口合规和贸易壁垒风险仍需关注。大宗商品价格方面，2025 年，原油价格下跌，钢铁、煤炭震荡运行，黄金价格创历史新高，玉米价格略有抬升；2026 年以来，原油价格强势反弹，大幅攀升，钢铁、煤炭价格有所回升，黄金价格波动加剧，玉米高位震荡后回落。贸易行业竞争格局变化不大，整体呈现“大市场、小主体”特征，行业集中度很低。政策层面，国家贸易政策持续迭代升级，在简化外贸流程、降低企业成本的同时，重点培育数字、绿色、服务等高端外贸业态，健全行业法治与标准体系，推动贸易从规模扩张向提质增效转型。展望 2026 年，产业升级、机电产品出口增长和市场多元化将继续为外贸提供支撑，但贸易保护主义、地缘扰动、能源航运波动和境外合规规则变化仍将对外需形成压制。国内方面，作为“十五五”开局之年，我国经济保持稳健复苏态势，内需持续回暖，为内外贸联动发展筑牢基础。依托扩大高水平对外开放、全面深化改革的政策导向，叠加产业升级、数字贸易、绿色贸易等扶持举措，营商环境持续优化。[《贸易行业运行分析（2026 年 5 月）》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）重大事项

跟踪期内，公司审议通过了对控股子公司新疆宝明长期停产的议案，公司本部对新疆宝明债转股形成的长期股权投资全额计提减值准备，同时对应收新疆宝明的往来款计提坏账准备，对本部当期利润总额冲击大。

公司于 2025 年 11 月 22 日发布《辽宁成大股份有限公司关于控股子公司新疆宝明矿业有限公司长期停产的公告》（以下简称“公告”）。公告称，公司于 2025 年 11 月 21 日召开第十一届董事会第八次临时会议，审议通过了控股子公司新疆宝明矿业有限公司（以下简称“新疆宝明”）长期停产的议案，该事项无需提交股东会审议。

2024 年新疆宝明净利润为亏损 9.26 亿元，2025 年亏损规模扩大至 18.01 亿元。2025 年，公司本部对新疆宝明长期股权投资全额计提减值准备，同时对应收新疆宝明的往来款计提坏账准备，各项减值损失合计计提 12.53 亿元。总体看，上述减值损失的计提对本部当期利润总额冲击大，后续公司将继续推动新疆宝明引入战略投资者。

（二）管理水平

2025 年，公司董事会换届和高管人员调整，现任董事长及总裁具备丰富的管理经验。

2025 年，公司内部管理制度未发生重大变化；根据新《公司法》及 2025 年 3 月修订的《上市公司章程指引》，公司原监事会法定监督职权由董事会审计委员会承接，治理结构实现“三会一层”权责重构；2025 年 2 月 28 日召开的 2025 年第一次临时股东大会审议通过董事会换届选举议案，董事会及高级管理人员发生换届变动。

图表 2 • 公司董事会人员情况

姓名	职务	任期起始日期	任期终止日期	是否独立董事
徐飏	董事长	2025/2/28	2028/2/28	否
尚书志	董事、名誉董事长	2025/2/28	2028/2/28	否
张善伟	董事、总裁	2025/2/28	2028/2/28	否
刘志华	董事	2025/2/28	2028/2/28	否
张亮	董事	2025/2/28	2028/2/28	否
瞿东波	董事	2025/2/28	2028/2/28	否
余鹏翼	独立董事	2025/2/28	2028/2/28	是
刘继虎	独立董事	2025/2/28	2028/2/28	是
王跃生	独立董事	2025/2/28	2028/2/28	是

注：尚书志为名誉董事长，不参与日常决策，但保留董事身份
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 3 • 公司高管人员情况

姓名	职务	任期起始日期	任期终止日期	是否在关联方任职
张善伟	总裁	2025/2/28	2028/2/28	否
朱昊	副总裁	2025/2/28	2028/2/28	否
周岳	副总裁	2025/2/28	2028/2/28	是（马应龙药业董事）
裴绍晖	副总裁	2025/2/28	2028/2/28	否
王滨	副总裁	2025/2/28	2028/2/28	是（中华联合保险副董事长等）
邱闯	副总裁、董事会秘书	2025/2/28	2028/2/28	否
王璐	财务总监	2025/2/28	2028/2/28	否
李珩	合规总监	2025/2/28	2028/2/28	否

资料来源：联合资信根据公司年报整理

徐飏先生，曾任上海市锦天城律师事务所律师、高级合伙人，广州丰盈基金管理有限公司董事长、总裁，中国宝安集团股份有限公司董事，广东民营投资股份有限公司副总裁，OSL 集团有限公司独立董事。现任广东民营投资股份有限公司执行总裁，辽宁成大股份有限公司董事长，辽宁成大生物股份有限公司（以下简称“成大生物”）联席董事长，马应龙药业集团股份有限公司董事。

尚书志先生，曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员、科长、副总经理，辽宁省针棉毛织品进出口公司总经理，公司总经理、董事长，辽宁成大集团有限公司董事长、党委书记。现任公司名誉董事长、董事、党委书记，广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）董事。

张善伟先生，曾任中国证监会深圳监管局干部，长城证券股份有限公司董事总经理、投行执委会委员，公司董事、副总裁，深圳成大生物投资有限公司董事长；现任公司董事、总裁，成大生物董事。

（三）基础素质

跟踪期内，公司生物制药业务保持领先的市场地位；持有的上市公司股权市值高，可贡献可观的投资收益；本部无不良信贷记录。

2025 年，公司控股股东由辽宁国资变更为韶关高腾，目前处于无实控人状态。

企业规模和竞争力方面，公司控股子公司成大生物（证券代码：688739.SH，截至 2026 年 3 月底公司本部直接持股 54.67%，期末参考市值 56.05 亿元（公司所持股份均未质押），为科创板上市公司，核心产品包括人用狂犬病疫苗及乙脑灭活疫苗，自 2008 年以来在国内人用狂犬病疫苗市场的占有率连续 18 年保持第一，处于龙头地位，公司乙脑灭活疫苗作为当前国内唯一上市供应的乙脑灭活疫苗产品，具备突出的先发优势与核心竞争壁垒；公司系广发证券大股东之一，截至 2026 年 3 月底，公司本部直接持有广发证券境内上市内资股（A 股）10.45 亿股，占其总股本的 13.36%，此外，公司另有 2.05 亿股已被质押用于发行“25 成大 E1”和“25 成大 E2”，期末参考市值 187.71 亿元。2025 年，广发证券贡献投资收益 22.89 亿元，对公司现金分红 6.27 亿元（不含可交债质押账户中分红）。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2026 年 4 月 16 日，公司本部无未结清不良信贷信息；已结清信贷信息存在 3 个关注类短期借款账户，均为 2003 年发生且均已正常还款。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 22 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（四）控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

跟踪期内，公司主营业务格局保持稳定，受疫苗产品市场竞争加剧以及贸易产品市场价格下行等因素影响，公司营业总收入和综合毛利率均同比下降。

跟踪期内，公司主营业务格局保持稳定。2025 年，公司营业总收入同比下降 8.06%，主要系：1）电煤价格受供需关系影响同比下降以及贸易量同比下降；2）成大生物受行业竞争加剧、渠道去库存及狂犬病暴露预防处置工作规范（2023 年版）调整等因素影响，其境内销售收入同比下降所致。

从毛利率来看，因疫苗产品市场竞争加剧以及贸易产品市场价格下行等因素，2025 年公司主要业务板块毛利率均有所下降，公司综合毛利率同比小幅下降。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2024年			2025年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
进出口贸易	13.06	12.11%	19.12%	12.99	11.51%	18.95%	14.73	14.88%	18.46%
商品流通	67.65	65.65%	1.98%	77.62	73.36%	1.19%	70.20	70.89%	1.53%
生物制药	17.50	16.23%	83.65%	16.76	14.85%	82.94%	13.90	14.04%	79.37%
其他	4.84	4.70%	4.99%	0.32	0.09%	-587.60%	0.19	0.19%	-1015.84%
合计	103.05	100.00%	18.17%	107.70	100.00%	14.28%	99.02	100.00%	13.05%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 19.91 亿元，同比下降 19.10%，主要系大宗商品价格下降使得公司贸易业务规模下降，以及疫苗政策变化导致成大生物收入下降综合所致；实现利润总额 5.53 亿元，同比增长 38.99%。

2 重要子公司

公司产业主要分布于生物制药、进出口贸易、商品流通、能源开发以及金融投资等领域。其中，资产主要分布于生物制药经营主体成大生物以及公司本部，本部持有的广发证券以及中华联合保险控股股份有限公司（以下简称“中华保险”）股权为资产的主要构成；负债主要集中于公司本部及能源开发业务经营主体新疆宝明，本部负债主要用于对各家子公司提供资金支持和本部投资；辽宁成大国际贸易有限公司（以下简称“成大国际”）、辽宁成大贸易发展有限公司（以下简称“成大贸易”）以及辽宁成大钢铁贸易有限公司（以下简称“成大钢铁”）主营的进出口贸易和商品流通业务是公司营业总收入最主要的来源；公司净利润主要来自成大生物以及本部持有广发证券股权获得的投资收益，2025 年 11 月新疆宝明正式进入长期停产状态，公司合计对新疆宝明计提各项减值损失 12.53 亿元。

图表 5 • 公司下属主要经营主体 2025 年（末）财务概况（单位：亿元）

公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	2025 年净利润	2024 年净利润
成大生物	生物制药	97.46	93.54	13.90	1.32	3.43
成大国际	进出口贸易	7.70	1.65	14.75	0.51	0.43
成大贸易	进出口贸易、商品流通	5.33	1.81	21.07	0.01	-0.08
成大钢铁	商品流通	13.77	7.80	49.11	0.21	0.01
新疆宝明	能源开发	13.36	-36.89	0.03	-18.01	-9.26
公司本部	投资控股	401.64	246.65	0.09	-15.38	-8.34
公司合并口径	—	490.71	324.77	99.02	3.30	6.64

资料来源：联合资信根据公司资料整理

（五）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，成大生物产供销模式未发生重大变化，每年根据市场需求及外部环境调整生产计划；人用狂犬病疫苗随着海外市场的拓展，产销量均有所增加，乙脑灭活疫苗产销量均同比下降；受行业政策影响，疫苗市场竞争加剧，核心产品毛利率均出现小幅下滑，盈利能力同比有所下降。

成大生物经营产品主要为成大速达人用狂犬病疫苗与成大利宝乙脑疫苗。跟踪期内，成大生物业务模式未发生重大变化。采购方面，生产所需的主要原材料包括微载体、人血白蛋白、新生牛血清及灭菌注射用水等，主要采取“集中采购”模式，2025 年，成大生物前五大供应商采购金额为 0.72 亿元，占年度采购总额的 35.07%（上年为 58.08%），集中度有所下降；生产方面，主要采取“以销定产”模式，根据年度销售目标和疫苗市场的供求关系预测，结合实际的疫苗生产能力和产品库存情况制定年度生产计划；销售方面，国内销售全部采用直销模式，通过采取自营团队为主导、推广商为补充的营销模式，与主流第三方医药配送企业合作，构建了面向全国的疫苗营销配送网络体系。国内产品经由各省、自治区、直辖市的省级公共资源交易平台组织采购，并严格依照采购合同约定，采用全程冷链配送的方式输送疫苗，将疫苗配送至疾病预防控制机构或者疾病预防控制机构指定的接种单位。国

际销售采用经销模式，通过专业的国际经销商在国际市场开展疫苗销售业务，产品出口至泰国、埃及和印度等一带一路沿线多个国家和地区。在经销模式下，由国际经销商直接向成大生物支付疫苗采购款，再由其销售至进口国家的最终客户。2025 年，成大生物前五大客户销售额为 2.56 亿元，占年度销售总额的 17.92%（上年为 13.54%），集中度较低。

2025 年，成大生物人用狂犬病疫苗产量和销量均同比增长，主要系海外市场销售规模提升所致；乙脑灭活疫苗的产量和销量均同比下降，主要系公司根据市场需求及行业供需情况，主动调整生产计划及合理调控排产所致。同时，由于市场竞争加剧，两类疫苗产品的毛利率均小幅下滑。成大生物收入对人用狂犬病疫苗的依赖程度很高。

图表 6 • 成大生物 2023—2025 年疫苗产销情况

产品		2023 年	2024 年	2025 年
人用狂犬病疫苗	产量（万支）	2468.99	3328.95	3523.79
	销量（万支）	2447.11	2513.05	2679.22
	收入（亿元）	16.43	15.37	13.05
	毛利率	83.15%	82.21%	78.68%
乙脑灭活疫苗	产量（万支）	226.18	310.89	96.81
	销量（万支）	67.02	80.85	44.08
	收入（亿元）	1.07	1.39	0.85
	毛利率	91.29%	90.97%	89.95%

注：除上述疫苗外，成大生物还有部分收入主要来自向境外客户出售疫苗原液收入
资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，公司进出口贸易收入仍主要来自纺织品大类，业务规模同比小幅上升。

公司进出口贸易业务由子公司成大国际和成大贸易负责经营，2025 年进出口贸易仍主要来自纺织品大类，收入规模同比保持稳定。

业务模式方面，公司纺织品大类主要经营毛织、棉织、梭织、针织服装等纺织品的出口业务，出口国家以日本、美国和欧洲为主；国内原料的采购与成品加工主要选择与东北、山东、江浙等地区的工厂合作；纺织品大类贸易业务全部为自营的经营模式，与国外客户（其中 50%为老客户）洽谈订单细节并签订合同。公司按照洽谈的订单合同委托国内客户进行贴牌生产，同时自行采购订单所需的原材料；与国外客户结算采取国际信用证、T/T 和 O/A 的方式；中药材业务主要为医药原料出口，主要针对日本市场、台湾市场、美国市场和欧洲市场，主要品种有：人参、枸杞、红枣、当归、甘草、五味子、干姜、苍术、白术、田七等，结算方式主要采用 O/A。2025 年，公司进出口贸易前五大客户的集中度为 35.54%（上年为 35.43%），集中度不高。

图表 7 • 2023—2025 年公司进出口贸易业务情况（单位：亿元）

贸易品种	2023 年销售收入	2024 年销售收入	2025 年销售收入	结算模式	平均销售账期
纺织品大类	12.60	12.67	14.48	电汇、信用证	120 天~180 天
水产品	0.21	--	--	T/T，信用证	90 天~120 天
中药材	0.25	0.32	0.26	O/A	60 天~90 天
合计	13.06	12.99	14.73	--	--

跟踪期内，公司商品流通业务模式未发生重大变化，钢铁和煤炭销售收入下降带动板块收入同比下降。

公司商品流通业务主要包括钢铁、煤炭、粮油等产品的内贸业务，主要由子公司成大钢铁和成大贸易经营，产品的销售均采用直销模式。其中，钢铁产品采取自营模式，一方面与钢厂洽谈所需原料签订销售合同，或与钢材需求企业签订销售合同，另一方面与原料供应企业或国内各钢厂签订采购合同。公司向上游供应商以预付货款或货到付款的方式采购，以应收账款或现款结算的方式销售，对下游钢材需求企业收取 10~15%的订货保证金。2025 年，在国内有效需求不足，钢铁、煤炭产能过剩，行业竞争加剧导致大宗商品价格长期处于低位震荡背景下，公司主动调整客户结构、优化产品结构，减少高风险、低毛利贸易业务。2025 年，公司钢铁贸易业务前五大供应商占比 59.51%（上年为 52.56%，主要为东北、内蒙等地的钢厂、煤炭厂，下游客户较分散，前五大客户占比 33.99%，包括贸易商以及生产企业；煤炭业务主要与国有大中型电厂及煤炭贸易商合作，介入其采购及销售渠道，结算方式主要为现金，结算账期为 2 个月左右；粮油业务主要模式为“季采年销”，在华南和华北等产地委托贸易商收粮，另有部分货源来自港口贸易，下游客户主要为贸易商和饲料加工企业，结算方式为现款现货。

图表 8 • 2023—2025 年公司商品流通业务情况（单位：亿元）

贸易品种	2023 年销售收入	2024 年销售收入	2025 年销售收入	结算模式	平均资金占用周期
钢铁产品	39.22	50.34	49.11	电汇、银行承兑	45 天~60 天
煤炭	14.83	16.67	10.73	电汇	45 天~90 天
粮油	13.29	9.90	10.00	电汇	--
纺织品	0.26	0.63	0.27	电汇、银行承兑	120 天~180 天
医药	0.05	0.08	0.09	电汇	60 天~90 天
合计	67.65	77.62	70.20	--	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

公司持有的广发证券股权流动性强且市值高，贡献的投资收益及分红对公司利润及本部资金形成有力支撑。

公司于 1999 年 4 月参股广发证券。广发证券是国内首批综合类券商之一，拥有投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理等全业务牌照，各项主要业务结构均衡发展，各项主要经营指标多年名列行业前列。2025 年，受益于证券市场活跃度提升，沪深股基成交额同比上升 70.39%，广发证券两融业务余额达 1389.79 亿元，同比增长 34.04%，市场份额 5.47%；受益于此，2025 年广发实现营业总收入 354.93 亿元，同比增长 34.33%；实现净利润 149.52 亿元，同比增长 41.80%。截至 2026 年 3 月底，公司及其相关的 25 成大 E1、25 成大 E2 担保及信托财产专户合计持有广发证券境内上市内资股（A 股）12.50 亿股，期末参考市值 224.53 亿元，账面价值 233.43 亿元（2025 年底参考市值为 275.29 亿元）。2025 年，广发证券贡献投资收益 22.89 亿元，对公司分红 6.27 亿元。

中华保险是中国成立的第二家具有独立法人资格的国有控股保险集团，2025 年，中华保险市场份额保持稳定，原保费收入达 751.9 亿元。截至 2025 年底，中华保险注册资本金为 153.1 亿元，经营区域基本覆盖全国，营业网点超 3000 个，员工 3.7 万余人。截至 2025 年底，中华保险资产总额为 1274.62 亿元，所有者权益为 217.14 亿元；2025 年，中华保险实现营业收入 703.43 亿元，同比增长 2.60%；净利润 7.32 亿元，同比增长 42.99%。2025 年，中华保险贡献投资收益 1.18 亿元，同比增长 46.93%，2025 年中华保险未对公司现金分红。

2 未来发展

公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，有一定可实施性。

公司确立“以稳健金融资产为基础的科技产业集团”核心战略定位，全面优化产业布局，逐步向科技产业集团转型。金融投资板块，公司将长期持有的金融资产作为“压舱石”，对广发证券的投资将进行长周期动态调整，对中华保险重点推动其股权结构及业务结构优化，推进其经营质效稳步提升；生物医药板块以成大生物为主体，短期规划方面，成大生物继续专注于人用疫苗行业，丰富健全疫苗产品管线，重点发展重组蛋白疫苗、核酸疫苗等创新疫苗和多联多价疫苗；中长期规划方面，成大生物将逐步延伸至长效单抗药物、细胞与基因治疗等相关业务领域；国内外贸易，以做供应链的组织者和管理者为方向，坚持专业化经营，优化业务模式，提升经营效率，稳健提升规模与效益，实现有质量的增长。同时，公司亦在探索新业务、新品种、新模式，以拓展贸易业务的发展空间。

（六）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司设立子公司 4 家，注销清算子公司 2 家，由于上述公司规模较小，合并范围的变动对公司财务数据可比性影响不大。

2026 年公司发布《辽宁成大股份有限公司关于前期会计差错更正的公告》称，为严格执行《企业会计准则第 14 号——收入》，公司对 2023 年至 2025 年三季度部分贸易业务的收入确认方法由总额法调整为净额法，调整后 2023 年和 2024 年营业总收入分别为 103.05 亿元和 107.70 亿元，营业成本同步调整为 84.33 亿元和 92.32 亿元。报告正文对营业总收入、营业成本及相关指标的分析为调整后数据。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产结构保持稳定，资产中以广发证券股权为主的投资类资产占比高，资产受限比例极低。整体来看，公司资产流动性及资产质量很好。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 490.71 亿元，较上年底变化不大；从构成来看，公司资产以非流动资产为主，流动资产主要为货币资金、应收账款、存货和交易性金融资产（理财投资）；非流动资产主要为长期股权投资和固定资产，资产构成与公司的产业布局较吻合。

截至 2025 年底，公司现金类资产合计 80.83 亿元，其中受限货币资金 0.38 亿元；投资类资产中广发证券和中华保险的股权占比高，年底账面余额分别为 233.43 亿元和 97.65 亿元，流动性强；存货较上年底大幅下降，主要系新疆宝明长期停产后，其约 10 亿规模的相关存货整体重分类，以及能源及医药板块计提的减值准备综合所致；其他非流动资产较上年底增加 12.15 亿元，主要系新疆宝明长期停产处于非持续经营状态，相关资产 12.53 亿元汇总列报至“其他非流动资产”。

图表 9 • 公司资产主要构成（单位：亿元）

科目	2023年底		2024年底		2025年底		2026年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	113.74	24.25%	110.97	23.20%	112.52	22.93%	117.64	23.30%
货币资金	59.28	12.64%	60.38	12.62%	71.98	14.67%	65.55	12.98%
交易性金融资产	11.00	2.35%	9.76	2.04%	8.56	1.74%	17.53	3.47%
应收账款	18.73	3.99%	17.35	3.63%	16.49	3.36%	17.14	3.40%
存货	16.96	3.62%	17.13	3.58%	10.70	2.18%	11.36	2.25%
非流动资产	355.27	75.75%	367.41	76.80%	378.19	77.07%	387.19	76.70%
长期股权投资	301.57	64.30%	316.01	66.06%	332.45	67.75%	341.45	67.64%
固定资产（合计）	30.75	6.56%	28.26	5.91%	14.79	3.01%	14.83	2.94%
资产总额	469.01	100.00%	478.38	100.00%	490.71	100.00%	504.83	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资产受限方面。截至 2025 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产占同期末资产总额的 7.55%，资产受限比例很低。

图表 10 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

资产项目	账面价值（亿元）	受限类型	占资产总额比例	受限情况说明
货币资金	0.38	保证金	0.08%	保函保证金、银行承兑汇票保证金、远期结汇保证金
应收股利	0.13	信托财产	0.03%	因发行可交换公司债券设置担保及信托登记
其他应收款	0	信托财产	0.00%	担保及信托期间产生的孳息
固定资产	0.25	抵押	0.05%	以成大大厦为抵押物，用于取得银行综合授信
投资性房地产	0.57	抵押	0.12%	以成大大厦为抵押物，用于取得银行综合授信
长期股权投资（成大医院）	0.66	质押	0.14%	以成大医院 15%股权为成大医院银团贷款提供担保
长期股权投资（广发证券）	35.01	信托财产	7.14%	因发行可交换公司债券设置担保及信托登记
其他非流动资产	0.02	冻结	0.00%	子公司新疆宝明冻结的银行存款
合计	37.02	—	7.55%	

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额为 504.83 亿元，较上年底增长 2.88%，资产构成保持稳定。

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，权益稳定性一般；全部债务有所增长，债务期限结构较为均衡，债务负担适宜。

截至 2025 年底，公司所有者权益 324.77 亿元，较上年底变化不大，所有者权益结构较上年底保持稳定。其中，实收资本占 4.71%、资本公积占 22.20%、未分配利润占 57.39%、少数股东权益占 11.37%，权益稳定性一般。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益合计 331.67 亿元，较 2025 年底增长 2.13%。

图表 11 • 公司负债主要构成（单位：亿元）

科目	2023年底		2024年底		2025年底		2026年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	116.49	76.25%	110.13	71.26%	88.36	53.25%	84.00	48.51%
短期借款	71.14	46.56%	57.96	37.50%	42.39	25.55%	43.72	25.25%
一年内到期的非流动负债	23.18	15.17%	23.46	15.18%	12.72	7.66%	12.87	7.43%
其他流动负债	12.30	8.05%	19.29	12.48%	22.33	13.46%	16.35	9.44%
非流动负债	36.28	23.75%	44.42	28.74%	77.57	46.75%	89.16	51.49%
长期借款	12.11	7.93%	10.89	7.04%	15.71	9.47%	19.05	11.00%
应付债券	20.92	13.69%	30.89	19.99%	57.64	34.74%	66.01	38.12%
负债总额	152.77	100.00%	154.55	100.00%	165.94	100.00%	173.15	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 7.37%，主要系公司发行债券所致；公司全部债务合计 151.12 亿元，较上年底增长 5.59%，其中短期债务占 51.40%，长期债务占 48.60%，结构相对均衡；从构成来看，公司全部债务中银行借款占 43.21%、发行债券占 56.67%，其他类融资占 0.12%。截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，但债务负担仍处适宜水平。

图表 12 • 公司债务及债务指标情况（单位：亿元）

科目	2023 年底	2024 年底	2025 年底	2026 年 3 月底
短期债务	107.05	101.20	77.67	56.89
长期债务	33.26	41.93	73.45	85.15
全部债务	140.31	143.12	151.12	142.03
短期债务占全部债务比重	76.30%	70.71%	51.40%	40.05%
资产负债率	32.57%	32.31%	33.82%	34.30%
全部债务资本化比率	30.73%	30.65%	31.76%	29.98%
长期债务资本化比率	9.52%	11.46%	18.44%	20.43%

注：2026 年 3 月底公司债务未经调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 4.35%，主要系发行债券及长期借款增加所致；全部债务为 142.03 亿元（未含其他流动负债中的有息债务）。

2025 年，公司营业总收入同比有所下降，主业盈利能力下滑，新疆宝明长期停产导致当期各类减值损失计提规模大幅上升，利润总额同比下降幅度大。

2025 年，公司营业总收入同比下降 8.06%；人用狂犬疫苗市场竞争加剧公司生物医药板块收入及毛利率均有所下降，受此影响公司毛利润同比下降 15.98%；期间费用同比变化不大，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 5.64 亿元、4.97 亿元、2.94 亿元和 5.88 亿元，期间费用对毛利润侵蚀大；2025 年，新疆宝明转为长期停产，长期停产处于非持续经营状态，采用“公允价值与成本孰低”的基础编制财务报表，因此公司对新疆宝明相关资产计提大额减值，主要包括计提存货跌价准备 4.58 亿元、计提固定资产减值准备 6.75 亿元等。投资收益方面，构成仍主要来自权益法核算的长期股权投资收益，同比增长 46.62%。受主业盈利能力下降及减值损失计提大幅增加综合影响，2025 年公司利润总额同比大幅下降，总资产收益率和净资产收益率均较上年同比下降。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 19.10%，利润总额同比增长 38.99%，主要系投资收益同比增长所致。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	103.05	107.70	99.02	19.91
毛利润	18.72	15.38	12.92	2.66
投资收益	11.58	16.56	24.14	7.69

减值损失(合计)	-9.92	-4.08	-14.00	-0.16
利润总额	1.09	7.40	4.03	5.53
营业利润率	17.67%	13.86%	12.56%	12.76%
期间费用率	18.20%	18.28%	19.62%	22.39%
总资本收益率	1.45%	2.86%	2.00%	--
净资产收益率	-0.04%	2.05%	1.02%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司经营现金净流入规模同比有所下降，投资活动现金转为净流入，对外融资规模有所增加，现金及现金等价物持续积累。

2025 年，公司经营活动现金流入量及流出量均同比下降，经营活动现金流量净额保持净流入但规模同比下降，现金收入比维持在良好水平；公司投资活动现金流主要为购买及赎回理财产品、取得投资收益产生，2025 年投资活动现金净流入 5.13 亿元；公司筹资活动现金由净流出转为净流入。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	124.68	135.55	126.17	29.30
经营活动现金流出小计	123.48	129.45	122.80	31.06
经营现金流量净额	1.20	6.10	3.38	-1.76
投资活动现金流入小计	61.71	56.73	54.98	14.14
投资活动现金流出小计	71.41	53.83	49.85	24.65
投资活动现金流量净额	-9.70	2.89	5.13	-10.50
筹资活动现金流入小计	116.65	119.95	125.92	27.40
筹资活动现金流出小计	134.80	128.08	122.75	21.56
筹资活动现金流量净额	-18.14	-8.13	3.16	5.83
现金收入比	118.53%	123.72%	125.18%	145.65%
现金及现金等价物净增加额	-26.73	0.84	11.65	-6.45

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2026 年 1—3 月，公司经营现金流量净额为净流出 1.76 亿元，投资活动现金流量净额为-10.50 亿元，筹资活动现金流量净额为 5.83 亿元。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债能力指标很强，公司再融资能力较强。

截至 2025 年底，公司流动比率和速动比率较上年底有所提升，速动资产对流动负债的保障能力尚可；经营活动现金流入量对流动负债覆盖程度较高，现金类资产对短期债务覆盖能力尚可；2025 年，公司 EBITDA 同比下降，对全部债务的保障能力偏弱，对利息支出的覆盖能力较强。截至 2025 年底，公司获得银行授信总额 110.80 亿元，未使用授信余额 43.82 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司及成大生物为上市公司，具备直接融资渠道。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率	97.63%	100.76%	127.33%
	速动比率	83.08%	85.21%	115.23%
	经营活动现金流入量/流动负债（倍）	1.07	1.23	1.43
	经营现金/短期债务（倍）	0.01	0.06	0.04
	现金短期债务比（倍）	0.66	0.69	1.04
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.43	17.81	13.90
	全部债务/EBITDA（倍）	12.28	8.04	10.87

	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.04	0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	1.69	2.66	2.24
	经营现金/利息支出（倍）	0.18	0.91	0.54

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司资料整理

截至 2025 年底，公司对外担保余额为 0.60 亿元，系公司全资子公司辽宁成大医疗服务管理有限公司对其联营公司成大医院（大连）有限公司的连带责任担保。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担管理职能以及主要融资职能，债务负担适宜，持有的现金类资产及上市公司股权市值高，可对偿债提供支持；本部利润主要来自投资收益，2025 年因计提减值损失，本部利润总额亏损规模同比扩大。截至 2025 年底，公司本部其他应收款中应收新疆宝明的其他应收款期末余额为 47.14 亿元，已累计计提坏账准备 21.85 亿元，未来仍存在减值的风险。

截至 2025 年底，公司本部资产总额为 401.64 亿元，资产规模及结构较上年底变动不大。本部资产以非流动资产为主，其中现金类资产（货币资金+交易性金融资产）合计 25.97 亿元；其他应收款 30.15 亿元，较上年底下降 51.04%，主要系公司债转股对新疆宝明增资 30.41 亿元所致，公司本部对新疆宝明其他应收款余额为 47.14 亿元，已累计计提坏账准备 21.85 亿元，考虑到新疆宝明长期停产，该笔款项回收存在一定风险；长期股权投资 343.35 亿元，主要为对联营企业的投资（占 96.44%）。截至 2026 年 3 月底，公司本部合计持有的广发证券股票参考市值为 224.53 亿元（含“25 成大 E1”担保及信托财产专户的股票 1.30 亿股和“25 成大 E2”担保及信托财产专户的股票 0.75 亿股）。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 246.65 亿元，较上年底下降 6.23%，主要系公司本部对新疆宝明计提大额减值准备使得净利润亏损，导致未分配利润下降所致；全部债务 144.40 亿元，占合并口径全部债务的 95.55%，债务期限结构较为均衡；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 38.59%和 36.93%，债务负担适宜。公司本部持有的现金类资产及上市公司股权（截至 2025 年底合计 363.74 亿元）对全部债务具备保障能力。

本部主要承担管理职能以及融资职能。2025 年，本部实现营业总收入 0.09 亿元，确认投资收益 25.98 亿元。同时，本部当期发生资产减值损失 30.41 亿元，主要系公司本部对新疆宝明的 30.41 亿元债转股后，形成了对其长期股权投资的追加投资，同时公司本部对该笔追加投资全额计提减值损失所致，截至 2025 年底本部持有的新疆宝明股权已全额计提；信用减值损失 6.16 亿元，主要为对新疆宝明其他应收款坏账计提减值。受上述事项影响，公司本部利润总额亏损规模同比扩大，2025 年为-15.33 亿元。

2025 年，公司本部取得投资收益收到的现金为 8.77 亿元，对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（5.74 亿元）具备保障能力。

（七）ESG 方面

公司重视环保与节能工作，积极履行社会责任，治理结构和内控制度较完善，ESG 信息披露质量高。整体来看，目前公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司高度重视环保与节能工作，积极推行清洁生产，持续推动工艺与技术的改造升级。2025 年，公司推进节能降碳与循环经济，2025 年环保投入 2911.33 万元，单位能耗持续下降，废弃物资源化利用目标提升至 20%，有害废弃物合规处置率达 100%，成大生物通过 ISO 14001 环境管理体系认证。

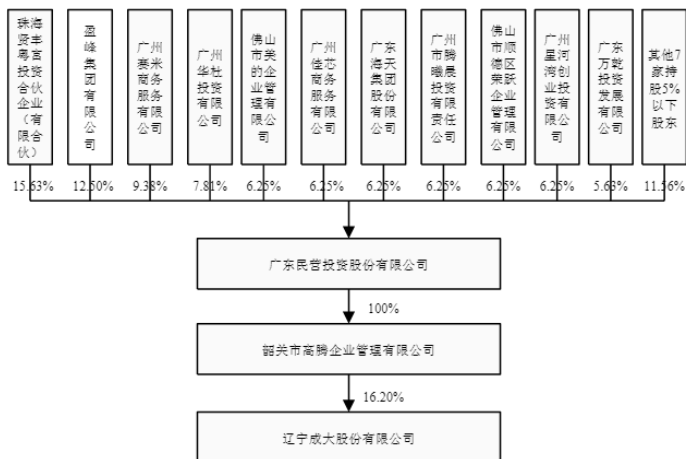
社会责任方面，公司为纳税信用 A 级单位，员工培训覆盖率 100%，年均培训超 4000 学时，博士硕士占比超六成，女性员工占比 45.9%；成大生物累计资助医学生 2100 人次，捐资超 1000 万元，乡村振兴投入超 700 万元，“以书换蔬”等公益项目实现社会价值闭环。

治理方面，公司无实控人，股东会、董事会等法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全；已连续 15 年编制社会责任报告，ESG 信息披露质量高。2025 年，公司董事会年均召开 11 次，出席率 100%，审计委员会统筹 ESG 治理，建立“风险识别—评估—应对—监控—改进”闭环机制，修订《商业道德规范指南》，反贪腐培训覆盖全员，内控体系经第三方审计确认有效。

七、跟踪评级结论

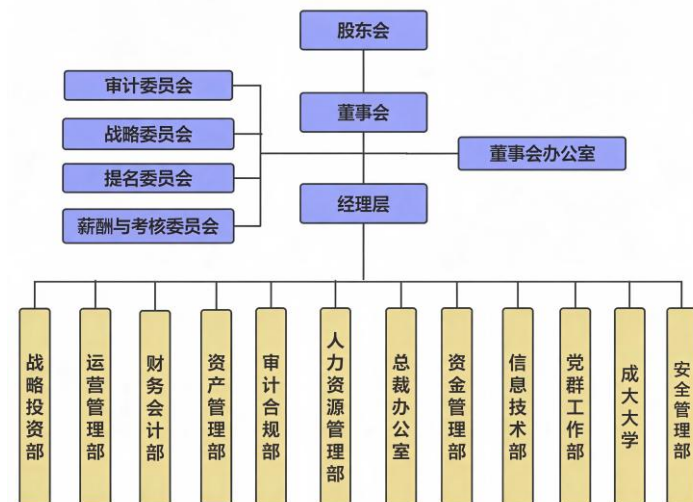
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“24 成大 01”和“24 辽成大 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
辽宁成大国际贸易有限公司	6000.00	国内外贸易	51.00	--	投资设立
辽宁成大贸易发展有限公司	20000.00	国内外贸易	100.00	--	投资设立
辽宁成大钢铁贸易有限公司	74000.00	国内外贸易	100.00	--	投资设立
辽宁田牌制衣有限公司	3211.00	服装加工制造	100.00	--	投资设立
辽宁成大生物股份有限公司	41645.00	生物药品研发、生产	54.67	--	同一控制下企业合并
辽宁成大能源科技有限公司	510.00	油母页岩能源技术研究	51.00	49.00	投资设立
新疆宝明矿业有限公司	16315.79	油母页岩综合开采利用	62.00	--	非同一控制下企业合并
青海成大能源有限公司	10000.00	油母页岩开发及综合利用	60.00	--	投资设立
大连成大物业管理有限公司	50.00	物业管理	100.00	--	投资设立
辽宁成大医疗服务管理有限公司	10000.00	商务服务	100.00	--	投资设立
成大沿海产业（大连）基金管理有限公司	5000.00	商务服务	100.00	--	非同一控制下企业合并
辽宁成大医药保健品有限公司	1000.00	国内外贸易	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	70.28	70.15	80.83	83.21
应收账款（亿元）	18.73	17.35	16.49	17.14
其他应收款（合计）（亿元）	0.83	0.60	0.43	0.44
存货（亿元）	16.96	17.13	10.70	11.36
长期股权投资（亿元）	301.57	316.01	332.45	341.45
固定资产（亿元）	30.75	28.26	14.79	14.83
在建工程（亿元）	4.96	4.97	4.27	3.81
资产总额（亿元）	469.01	478.38	490.71	504.83
实收资本（亿元）	15.30	15.30	15.30	15.30
少数股东权益（亿元）	28.29	30.83	36.92	36.91
所有者权益（亿元）	316.23	323.83	324.77	331.67
短期债务（亿元）	107.05	101.20	77.67	56.89
长期债务（亿元）	33.26	41.93	73.45	85.15
全部债务（亿元）	140.31	143.12	151.12	142.03
营业总收入（亿元）	103.05	107.70	99.02	19.91
营业成本（亿元）	84.33	92.32	86.10	17.25
其他收益（亿元）	0.31	0.36	0.25	0.05
利润总额（亿元）	1.09	7.40	4.03	5.53
EBITDA（亿元）	11.43	17.81	13.90	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	122.14	133.25	123.95	29.00
经营活动现金流入小计（亿元）	124.68	135.55	126.17	29.30
经营活动现金流量净额（亿元）	1.20	6.10	3.38	-1.76
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.70	2.89	5.13	-10.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	-18.14	-8.13	3.16	5.83
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.50	5.97	5.80	--
存货周转次数（次）	4.76	5.42	6.19	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.23	0.20	--
现金收入比（%）	118.53	123.72	125.18	145.65
营业利润率（%）	17.67	13.86	12.56	12.76
总资本收益率（%）	1.45	2.86	2.00	--
净资产收益率（%）	-0.04	2.05	1.02	--
长期债务资本化比率（%）	9.52	11.46	18.44	20.43
全部债务资本化比率（%）	30.73	30.65	31.76	29.98
资产负债率（%）	32.57	32.31	33.82	34.30
流动比率（%）	97.63	100.76	127.33	140.05
速动比率（%）	83.08	85.21	115.23	126.53
经营现金流动负债比（%）	1.03	5.54	3.82	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.69	1.04	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.69	2.66	2.24	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.28	8.04	10.87	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2023—2025 年底其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；4. 本报告 2023 年、2024 年营业收入、营业成本及其相关指标采用会计差错更正后数值

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.78	13.03	25.97	29.80
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	76.44	61.31	30.15	30.97
存货（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	318.45	326.78	343.35	352.36
固定资产（亿元）	0.42	0.39	0.36	0.36
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	408.36	403.54	401.64	415.26
实收资本（亿元）	15.30	15.30	15.30	15.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	268.41	263.02	246.65	254.16
短期债务（亿元）	103.36	97.31	72.28	52.64
长期债务（亿元）	27.03	35.69	72.12	84.06
全部债务（亿元）	130.39	133.00	144.40	136.70
营业总收入（亿元）	0.09	0.10	0.09	0.01
营业成本（亿元）	0.05	0.05	0.06	0.01
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	5.94	-8.35	-15.33	6.11
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	6.58	12.09	6.00	1.64
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.49	-0.28	-4.57	-3.28
投资活动现金流量净额（亿元）	10.04	7.67	8.53	-3.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	-12.99	-5.13	8.98	7.09
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	4.26	4.35	4.72	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	12.63	15.31	-3.32	-72.28
总资本收益率（%）	3.11	-0.56	-2.50	--
净资产收益率（%）	2.22	-3.17	-6.24	--
长期债务资本化比率（%）	9.15	11.95	22.62	24.85
全部债务资本化比率（%）	32.70	33.58	36.93	34.97
资产负债率（%）	34.27	34.82	38.59	38.79
流动比率（%）	77.37	71.06	67.85	79.06
速动比率（%）	77.36	71.05	67.84	79.05
经营现金流动负债比（%）	-1.32	-0.27	-5.52	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.13	0.36	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2023—2025 年底其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；4. “*”表示该指标分母为零

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
经调整的营业利润率	(营业总收入-营业税金及附加-营业成本-其他业务成本(含金融类成本)-期间费用+其他收益) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持