

信用等级公告

联合〔2020〕203号

人福医药集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对人福医药集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）进行综合分析和评估，确定：

人福医药集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

人福医药集团股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）（疫情防控债）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年二月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

人福医药集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券 (第一期) (疫情防控债) 信用评级报告

本期债券信用等级: AA+
公司主体信用等级: AA+
评级展望: 稳定
发行规模: 不超过 10 亿元 (含)
债券期限: 3 年 (2+1)
还本付息方式: 按年付息、到期还本
评级时间: 2020 年 2 月 11 日
主要财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	264.28	354.06	354.23	361.40
所有者权益 (亿元)	119.83	166.06	142.72	139.91
长期债务 (亿元)	40.08	50.81	39.14	45.46
全部债务 (亿元)	108.62	137.85	154.42	160.58
营业收入 (亿元)	123.31	154.46	186.34	161.04
净利润 (亿元)	10.80	23.18	-19.61	10.90
EBITDA (亿元)	21.65	40.27	-1.80	--
经营性净现金流 (亿元)	5.26	0.38	6.03	10.10
营业利润率 (%)	35.97	37.16	39.15	38.64
净资产收益率 (%)	10.21	16.22	-12.70	7.72
资产负债率 (%)	54.66	53.10	59.71	61.29
全部债务资本化比率 (%)	47.55	45.36	51.97	53.44
流动比率 (倍)	1.15	1.15	1.04	1.07
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.29	-0.01	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.69	7.05	-0.25	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.17	4.03	-0.18	--

注: 1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 其他流动负债的短期融资券和超短期融资券及长期应付款中融资租赁款已计入债务计算

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对人福医药集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为国内麻醉药品龙头生产企业, 在行业地位、产业规模、技术研发水平、主导产品市场占有率、医保品种等方面具有的综合竞争优势。公司资产及收入规模持续增长, 主营业务盈利能力较强。同时, 联合评级也关注到公司应收账款规模大且增长较快、债务负担较重且短期偿债压力较大、大额无形资产和商誉存在减值风险、期间费用对营业利润侵蚀显著以及计提资产减值损失导致净利润出现大额亏损等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

未来, 公司将在巩固现有细分领域优势的基础上, 持续快速发展美国仿制药及全球两性健康业务, 同时在医药流通领域着力打造区域龙头并积极布局大健康产业以实现医药全产业链的深度融合。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司产品种类丰富, 作为国内麻醉药品龙头生产企业, 麻醉药品市场占有率高; 复方米非司酮片为全国独家品种, 生育调节药市场占有率位居行业前列。

2. 公司拥有先进的研发平台, 整体研发水平高, 新品种储备丰富, 公司共有 152 个品种纳入国家基药目录。

3. 公司资产及收入规模持续增长, 主营业务盈利能力较强, 间接融资渠道较为畅通。

关注

1. 公司应收账款规模大且增长较快, 对

营资金形成一定占用。

2. 公司有息负债规模快速增长, 整体债务负担较重, 短期偿债压力持续加重, 债务结构有待改善; 公司将于一年内到期的债券余额较大, 存在集中兑付压力。

3. 公司因外延并购形成大规模的商誉及无形资产。2018 年, 因子公司产品售价下滑等因素, 公司商誉大幅减值; 若未来业务整合不到位或被并购标的经营不及预期, 仍存在一定的减值风险。

4. 公司期间费用对营业利润侵蚀显著; 2018 年计提资产减值损失导致公司净利润出现大额亏损, 2019 年前三季度公司已实现扭亏为盈。

分析师

宁立杰

电话: 010-85172818

邮箱: ninglj@unitedratings.com.cn

范 琴

电话: 010-85172818

邮箱: fanq@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

网址: www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

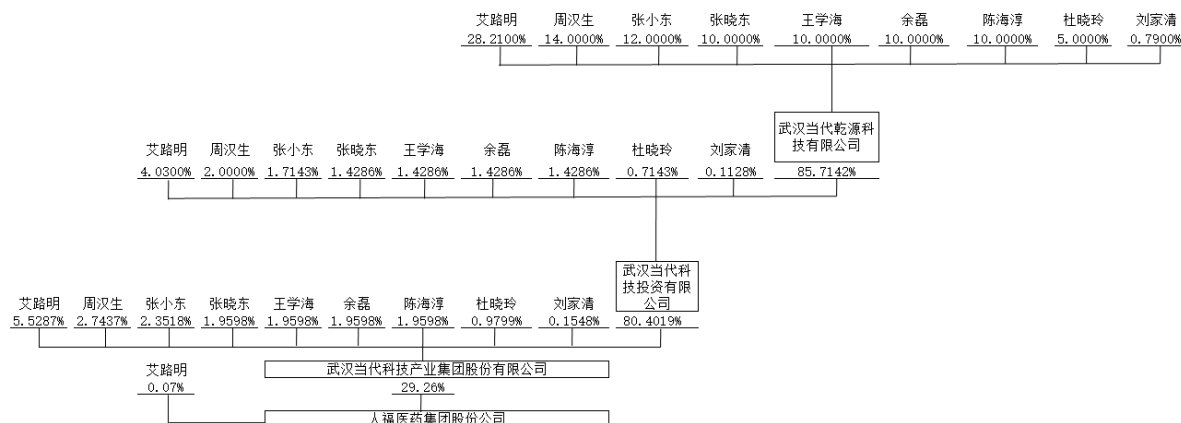
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

人福医药集团股份有限公司（以下简称“人福医药”或“公司”）原名武汉人福高科技产业股份有限公司，是 1993 年经武汉市体改委武体改（1993）217 号文批准，由中国人福新技术开发中心、武汉市当代科技发展总公司、武汉东湖新技术开发区发展总公司共同发起采用定向募集方式设立的股份有限公司。1997 年，经中国证监会证监发字（1997）240 号文批准，公司向社会公开发行 2,000 万股人民币普通股，并在上海证券交易所上市，证券代码：600079.SH；证券简称：人福医药。2013 年 3 月，公司更名为现名。2015 年 7 月，公司以资本公积金转增股本，每 10 股转增 10 股，共计转增 643,024,531 股（每股面值 1 元），本次转增完成后，公司总股本增至 1,286,049,062 股。2017 年 10 月，公司向控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”）非公开发行股票 67,655,240 股，此次非公开发行完成后，公司总股本增加至 1,353,704,302 股。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本为 13.54 亿元，其中当代集团持股 29.26%（质押比率为 81.24%），为公司控股股东；艾路明先生为公司实际控制人，公司股权结构图如下所示。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：药品研发；生物技术研发；化工产品（化学危险品除外）的研发、销售；技术开发、技术转让及技术服务；货物进出口、技术进出口、代理进出口（不含国家禁止或限制进出口的货物或技术）；对医药产业、医疗机构的投资；对医药产业、医疗机构的管理；房地产开发、商品房销售（资质叁级）；组织“三来一补”业务。（上述范围中国家有专项规定的项目经审批后或凭许可证在核定期限内经营）。

截至 2019 年 9 月底，公司本部内设 13 个事业部及职能部门，分别为医药事业部、医疗事业部、呼吸事业部、战略发展部、行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、投资管理部、企业文化部、法律事务部、事务部和审计部；拥有在职员工 15,176 人。截至 2018 年底，纳入合并范围子公司共计 176 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 354.23 亿元，负债合计 211.51 亿元，所有者权益为 142.72 亿元（其中少数股东权益 34.35 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 186.34 亿元，净利润（含少数股东损益）-19.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-23.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.03 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.39 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额为 361.40 亿元，负债合计 221.49 亿元，所有者权益

为 139.91 亿元（其中少数股东权益 37.28 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 161.04 亿元，净利润（含少数股东损益）10.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为-15.78 亿元。

公司地址：武汉东湖高新区高新大道 666 号；法定代表人：王学海。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“人福医药集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）”，发行规模不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券期限不超过 3 年（含 3 年）。本期债券可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。具体品种、各品种的期限、发行规模、是否设置品种互拨选择权、超额配售选择权、调整票面利率选择权、赎回权或者投资者回售权等将由公司和主承销商在债券发行前根据有关法律法规、公司资金需求情况和市场情况协商确定。本期债券票面利率为固定利率，将根据簿记建档或询价结果确定。本期债券采用单利按年计息的方式，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还疫情期间公司有息债务及补充抗击疫情所需流动资金。

三、行业分析

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。

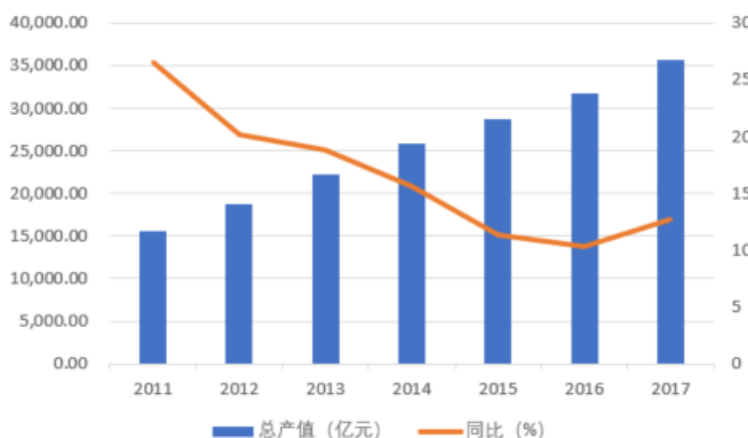
1. 医药工业

（1）行业概况

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

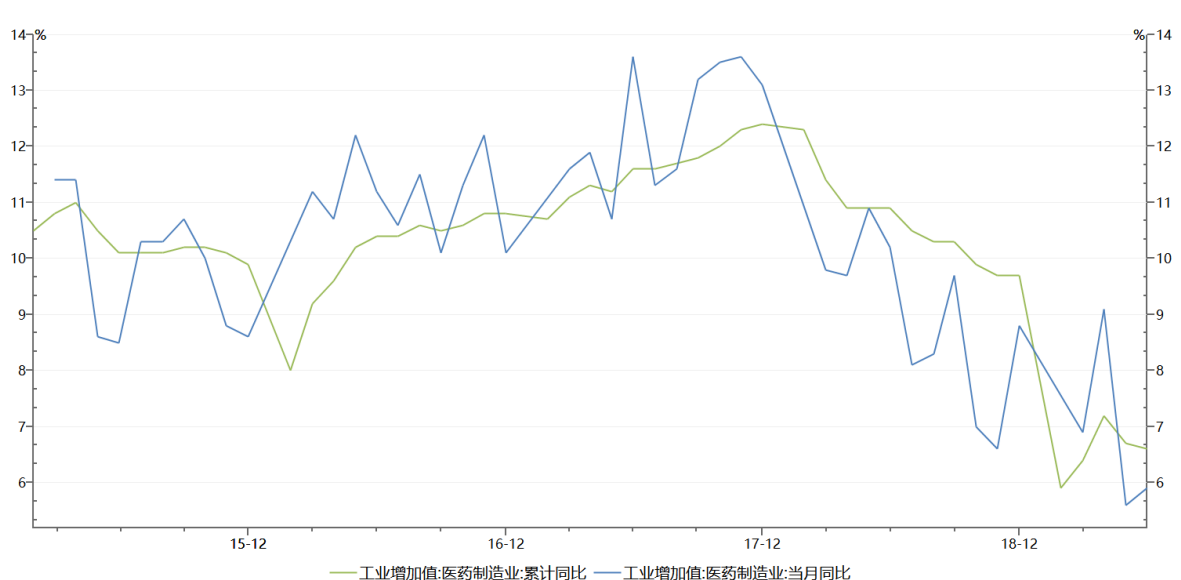
改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。受进一步深化医疗改革及政府对药品价格等控制措施的影响，2016 年中国医药工业总产值 31,676 亿元，同比增长 10.7%，2017 年中国医药工业总产值 35,699 亿元，同比增长 12.7%，行业发展趋势回暖，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。从工业增加值看，2016 年以来，医药工业增加值同比缓慢上升，2019 年开始回落。

图2 近年来中国医药工业总产值变化



资料来源：南方医药经济研究所

图3 近年来中国医药制造业工业增加值变化



资料来源：Wind

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。

（2）行业竞争

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2017 年底已接近 7,600 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。

总体看，目前我国医药生产企业众多，行业集中度较低，仍呈粗放型发展态势。

（3）行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 1 2016 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016 年 3 月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力
2016 年 4 月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争 2017 年末之前全国医疗费用增长幅度降到 10% 以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会《中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度。	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018 年 4 月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等各方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源：联合评级整理

总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、

资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

（4）行业关注

研发能力不足

政策加速企业分化，药品的研发周期长、风险高、投资大。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016年中国医药研发投入107亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的7.4%，同比提高0.9个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府对仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。2015年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

药品降价

2014年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从2015年1月1日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格。2015年10月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等16个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

（5）未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有

可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

2. 医药流通

(1) 行业概况

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。

改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。

根据商务部公布的相关数据，2014—2017 年，药品流通市场规模稳定增长，但增速放缓。2016 年，全国七大类医药商品销售总额 18,393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点；其中，药品零售市场 3,679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。2017 年，全国七大类医药商品销售总额 20,016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.40%，增速较上年下降 2.0 个百分点。2018 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 10.8%，增速同比上升 2.4 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 12.9%，增速同比上升 3.6 个百分点；前 10 位同比增长 14.2%，增速同比上升 5.5 个百分点；前 20 位同比增长 13.3%，增速同比上升 4.1 个百分点。2018 年，随着药品购销“两票制”政策的全面推行，原有的药品流通市场结构、渠道布局及供应链关系都发生变化。全行业渠道逐步下沉，向终端客户聚焦，终端销售及服务收入的提升有力弥补了分销调拨收入的下降，从而带动行业整体毛利率提升。同时，医疗机构分级诊疗、医保控费、限制辅助用药、药价动态调整等医改政策的实施给行业发展带来深刻影响。从销售增速看，药品批发企业销售增速有所上升。

2012—2018 年，我国连锁药店门店数量呈逐年增长趋势，2012 年我国药店门店数量 42.37 万家，其中连锁药店门店数量为 14.67 万家，随后中国连锁药店门店数量呈逐年递增趋势，增速呈波动上升趋势。2018 年我国药店门店数量为 48.91 万家，其中连锁药店门店数量为 25.5 万家，较上年增长了 11.01%，2018 年我国医药零售连锁率为 52.15%，连续两年超过 50%，且已经超过《医药流通发展规划》中初步预期的目标。

总体看，近几年，医药流通市场规模和收入持续增长，但受医药卫生体制综合改革政策影响，增幅有所回落；全行业渠道逐步下沉，向终端客户聚焦。

(2) 行业供给

医药流通行业的上游为医药制造业。详见上文医药制造相关内容。

(3) 经营模式

一般来说，医药流通包括医药代理和医药配送两大环节。从盈利模式看，目前，医药代理环节主要通过提供药品的投标、医院中标、药物使用的说明培训等增值服务并以药品交易差价的方式获取利润，医药配送环节主要通过提供配送服务获取利润。

医药代理方面，目前医药代理企业的业务模式可以分为纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）和批发两种。纯销业务中客户以医疗机构为主，该类业务毛利率受到药品采购价格、销售价格及增值服务成本影响，一般为 6%~8%，部分新特药产品毛利率水平远高于一般水平，纯

销业务回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上，国有及国有控股大型医药流通企业以及一些专门经营医疗机构临床药品的医药流通企业主要采取这种模式；批发业务是指医药代理企业将药品直接分销给下游经销商，该类业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短且库存周转速度快，但在“两票制”政策的影响下，预计未来批发模式的存在空间将会被大幅削减。

药品配送方面，2011 年以来，医药流通企业配送能力不断加强，2017 年全国医药物流直报企业（417 家）配送货值（无税销售额）11,402 亿元，配送客户数量逾 308 万家，共拥有 1,115 个物流中心，仓库面积约 1,065 万平方米。其中，基本药物本省配送额占 87.6%，对外省配送额占 12.4%。

总体看，医药流通行业业务模式主要包括代理和配送（细分为纯销和批发）两种模式，医药纯销客户以医疗机构为主且毛利率较高，但回款周期相对较长；医药流通行业配送能力不断增强。未来，在“两票制”影响下，采取纯销模式的医药流通企业将受益较多，具有更强的市场竞争力。

（4）行业需求

近年来，我国人口老龄化带动医药终端需求稳步增长。2017 年，我国 60 岁及以上老年人口升至 2.41 亿，占人口总数 17.3%，老年人医疗服务需求增长迫切；全国医疗卫生与计划生育总支出 14,600.00 亿元，增长 9.30%，拉动医药终端需求持续增加；医疗机构总诊疗人数达 81.8 亿人次。

从销售渠道看，医药流通企业 2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额 0.5%，同比上升 0.2%；对批发企业销售额 7,227 亿元，占 36.1%，同比下降 4.8%；对终端销售额 12,682 亿元，占 63.4%，同比上升 4.6%，其中，对医疗机构销售额 8,766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9%；对零售终端和居民零售销售额 3,916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9%。近几年，随着一系列医改政策实施，如集中采购招标、药占比不得超过收入 30.00% 以及取消药品加成等，药品整体价格可能进一步降低，更多医药流通企业可能会开拓其他终端市场，如连锁药店、网上药店以及 KA 市场（一般指国内国外大型连锁超市、卖场），以医院为主要客户的医药流通企业销售收入可能受到影响。

同时，近年来医药电商发展呈爆发式增长，据商务部不完全统计，2017 年医药电商直报企业销售总额达 736 亿元（不含 A 证），占同期全国医药市场总规模的 3.7%。其中，B2B（企业对企业）业务销售额 693 亿元，占医药电商销售总额的 94.1%；B2C（企业对顾客）业务销售额 44 亿元，占医药电商销售总额的 5.9%。B2B 与 B2C 销售结构差异较为明显，B2B 业务主要集中在西药类（87.1%），而 B2C 业务主要为西药类（32.2%）、医疗器械类（24.1%）和其他类（28.3%）。

总体看，随着我国经济发展和人口老龄化进程的加快，我国医药流通市场前景广阔；药品销售主要以医院等终端销售为主，但随着一系列医改政策实施、医药电商快速发展，我国药品销售渠道未来可能会发生变革。

（5）行业竞争

医药流通企业可以分为全国性医药流通企业和地区性医药流通企业。全国性医药流通企业业务范围能够覆盖全国主要地区，但受药品省内集中招标采购、《药品经营质量管理规范认证证书》

（以下简称“GSP”）以及药品时效性等因素的影响，目前全国性医药流通企业较少，仅有中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药”）及九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”）等少数几家；地区性医药流通企业业务范围一般局限于本省、本市或本县，企业数量较多，如华东地区的上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”）、南京医药股份有限公司（以下简称“南京医药”）、安徽华源医药股份有限公司（以下简称“安

徽华源”）等。

从市场占有率来看，药品批发行业集中度进一步提高。2017年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.7%，同比下降0.2个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的37.6%，同比上升0.2个百分点；30家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的24.5%，同比下降0.1个百分点。2018年，前100位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的72.0%，同比上升1.3个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的39.1%，同比上升1.4个百分点；前10位占50.0%，同比上升2.4个百分点；前20位占59.0%，增速同比上升2.4个百分点。随着“两票制”的实施，药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场淘汰，行业集中度有望进一步提升，流通行业整合重组将是顺势所趋。

从销售区域结构看，医药流通行业销售区域以经济发达、人口集中的地区为主。2017年，全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东37.3%，中南24.8%，华北16.3%，西南12.7%，东北4.6%，西北4.3%。其中，华东、中南、华北三大区域销售额占到全国销售总额的78.4%，同比上升1.1%。三大经济区药品销售额占全国的比重分别为：京津冀经济圈13.9%，长江三角洲经济区22.8%，珠江三角洲经济区9.4%。各省市主要医药流通企业数量较少，华东地区主要医药流通企业包括上海医药、国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）、南京医药以及安徽华源等，华北地区主要医药流通企业包括北京医药股份有限公司（以下简称“北医股份”）、国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）及国药控股等。

表3 国内医药流通企业市场格局

区域	省份及直辖市	主要流通企业
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	上海医药、国药控股、南京医药、华东医药股份有限公司、安徽华源
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	北医股份、国药股份、国药控股、天津医药集团太平洋医药有限公司
华南	广东、海南、广西	深圳一致药业股份有限公司、广州医药有限公司
华中	河南、湖北、湖南	九州通、长沙双鹤医药有限公司、国药控股
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	重庆医药（集团）股份有限公司、重庆桐君阁股份有限公司、云南医药有限公司
东北	辽宁、吉林、黑龙江	哈药集团医药有限公司、国药控股
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	兰州医药（集团）有限公司、青海省医药有限责任公司

资料来源：中信证券研究报告

总体看，医药流通行业已形成少数大型全国性企业为龙头，众多地区性企业共同竞争的市场格局，未来随着医改政策继续深入实施，医药流通行业集中度可能进一步提高。

（6）行业政策及法律法规

行业政策

2016年，国务院常务会议提出将全面推进公立医院药品集中采购，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”。2016年，国务院印发了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》（国发〔2016〕78号），提出要深化药品流通体制改革，加快构建药品流通全国统一开放、竞争有序的市场格局，形成现代流通新体系，加快发展药品现代物流，鼓励区域药品配送城乡一体化。2016年，商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016—2020年）》，其指导思想是以建立现代药品流通体系为目标，以促进产业转型升级为主线，以流通信息化、标准化、

集约化作为方向，以改善行业发展环境为着力点，积极推进药品流通行业供给侧结构性改革。《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》和《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出提升医药流通行业集中度，培育超过 5,000 亿元规模的医药流通企业，未来要形成 3 家年销售额超过 1,000 亿元的全国性大型药品流通企业和 25 家年销售额超过 100 亿元的区域性药品流通企业，明显提升行业集中度。

2017 年 1 月，八部委（国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局）联合签署《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》（以下简称“通知”）正式公布，通知主要明确了试点省份及时间表、要求药品集中招标采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容。

行业法律法规

我国在 1985 年开始实施《中华人民共和国药品管理法》，2001 年 2 月 28 日修订并施行新的《中华人民共和国药品管理法》。该法对药品研制、生产、经营、使用和监督管理的单位或者个人人都做出了规定。除了《中华人民共和国药品管理法》外，我国还制订了《中华人民共和国药品管理法实施条例》《药品经营许可证管理办法》、GSP 以及《药品流通监督管理办法》等法律法规。

表 4 国内医药流通行业主要法律法规

主要法律法规	实施时间
《中华人民共和国药品管理法》	2001.12.01
《中华人民共和国药品管理法实施条例》	2002.09.15
《药品经营许可证管理办法》	2004.04.01
《医疗器械经营企业许可证管理办法》	2004.06.25
《疫苗流通和预防接种管理条例》	2005.07.26
《药品流通监督管理办法》	2007.05.01
新修订《医疗器械监督管理条例》	2014.02.12
《医疗器械经营质量管理规范》	2014.12.12
新修订《药品经营质量管理规范》	2016.06.20

资料来源：联合评级整理

总体看，我国出台了一系列医药流通行业的政策及法律法规，规范医药流通行业秩序，降低医药流通成本。随着“两票制”的全面实施，医药流通行业洗牌必然加速，市场集中度将进一步提升。全国性以及区域性具有规模配送能力，掌握渠道和终端的医药商业龙头企业将获得扩大医院终端市场份额的增长契机，而具有创新业务模式，产业链不断延伸，能够针对上下游提供专业化增值服务的医药商业公司也将成为未来市场竞争的主角。

（7）行业关注

药品流通城乡发展不均衡

我国药品配送网络尚未实现全面有效覆盖，大部分的医药流通企业集中在发达地区和城市，广大农村及中西部偏远地区医药配送体系不完善。

医药流通行业集中度较低，发展水平不高

与发达国家相比，我国医药流通企业规模庞大，行业集中度较低，跨区域发展缓慢，全国性的医药流通企业数量较少；现代医药物流发展相对滞后，物流成本普遍较发达国家高。

受政策影响较大

近年来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，药品流通企业的业务增长、盈利能力受到挑战，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓。

（8）行业发展

医药流通行业集中度进一步提高

从行业集中度看，随着省级平台药品集中招标采购及“两票制”在全国范围内实施，资金实力强、物流网络完善、信息管理体系先进以及具有丰富的上游医药生产企业资源的医药流通企业将获得更大的市场，过票公司将被淘汰、地区中小型公司将被地区性大企业收购或兼并，行业集中度将进一步提高。

“互联网+药品流通”将更加广泛运用

《全国药品流通行业发展规划（2016—2020年）》提出要推进“互联网+药品流通”，推动互联网、物联网等信息技术在药品流通领域广泛应用，丰富药品流通渠道和发展模式。发展“互联网+药品流通”有利于减少交易成本、提高流通效率、促进信息公开以及打破垄断。未来，国家将进一步推进药品流通企业和互联网企业合作，推动线上线下融合发展，推广“网订店取”“网订店送”等新型配送模式。同时，根据2017年2月国务院办公厅印发的《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，鼓励有条件的地区依托现有信息系统，开展药师网上处方审核、合理用药等服务，预示着未来处方药可能允许通过互联网购买处方药，“互联网+药品流通”将获得更加广泛的运用。

综合服务水平将成为流通行业核心竞争力

《全国药品流通行业发展规划（2016—2020年）》提出要创新行业经营模式，拓展行业服务功能，对医药流通企业提出了更高的要求。医药流通企业作为医院上游，其产业升级方向需要契合医院诉求发展方向。短期看，取消药品加成、降低药占比、医保控费等措施要求医药流通企业提供“高附加值”的服务；长期看，医疗服务将更加市场化，医药流通企业间的竞争不仅仅是配送和垫资能力，更是服务质量的竞争，综合服务水平将成为医药流通企业的核心竞争力。

流通管理水平进一步提升，现代医药物流更加完善

近年来，全行业现代医药物流建设快速发展，成为药品流通企业核心竞争力的重要体现。同时，新版GSP的实施及“互联网+药品流通”的推动，以及信息化、现代化技术水平的显著提高，促使医药物流向新的方向发展，提升企业物流信息化管控能力，提高流通技术含量，并逐渐向医疗机构和药品生产企业延伸服务，全供应链的服务模式开始形成。伴随医药物流业态的专业化发展，行业内第三方物流发展日渐成熟，如北京嘉和嘉事医药物流有限公司及九州通等经过多年努力成为专业第三方医药物流服务提供商。未来医药物流企业广泛采用先进物流设备和管理软件及管理手段的水平将进一步提高。

总体看，未来医药流通行业集中度将不断提高，“互联网+药品流通”将更加广泛运用，医药流通企业的综合服务能力将不断增强。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司是以药品的生产和销售为主业的大型医药企业。

医药制造方面，公司已在神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂等细分领域形成领导或领先地位。公司是国内 13 家定点麻醉药品生产企业之一，子公司宜昌人福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）生产的芬太尼系列、氢吗啡酮等产品为国家管制类药品，具有极强的专业性和较高的行业壁垒；子公司湖北葛店人福药业有限责任公司（以下简称“葛店人福”）的复方米非司酮片为全国独家品种，生育调节药市场占有率位居行业前列；子公司新疆维吾尔药业有限责任公司（以下简称“新疆维药”）是国内少数几家以民族药为主的制药企业之一，也是目前国内最大的维吾尔民族药生产企业。公司及下属子公司拥有 576 个药品生产批文，其中有 42 个独家品规产品。2017 年 2 月，人力资源社会保障部发布国家医保目录（2017 年版），公司盐酸氢吗啡酮注射液等 7 个主要或独家产品新进入国家医保目录，注射用盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注。2018 年 10 月，国家卫生健康委员会发布 2018 年版国家基药目录，公司主要产品注射用盐酸瑞芬太尼首次进入该目录。截至 2019 年 9 月底，公司共有 152 个品种纳入国家基药目录，300 个品种纳入国家医保目录。

医药流通方面，公司以“做医疗机构综合服务商”为目标，搭建区域性医药商业网络，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务等。目前，公司已完成湖北省销售网络布局，形成“1 家省级平台公司+24 家地市级特色经营公司”的商业格局，全面覆盖湖北省内各级各类医疗卫生机构。

整体看，公司作为麻醉药和生育调节药生产的龙头企业，具有较高的市场份额和品牌认知；在细分市场具有竞争优势；医药流通业务发展迅速，在湖北地区市场占有率较高。

2. 研发水平

药品开发方面，公司研发实力雄厚，是国家认定的企业技术中心和重大新药创制承担单位。截至 2018 年底，公司及下属子公司已在北京、武汉、宜昌、新泽西、纽约、圣路易斯等地设立研发中心，研发人员数量达 1,542 人，其中博士 65 人，外聘专家 36 人，其中享受国务院津贴专家 7 人。公司专职研发机构人福医药研究院成立于 2008 年，负责自主创新为主，仿创结合的新药研发，同时进行技术合作平台建设及研发项目成果产业化转化；军科光谷创新药物研发中心于 2011 年由公司与中国军事医学科学院合作成立，是以基因治疗药物为特色的系列创新药物研发及产业化平台，目前在研项目主要为国际首创的创新药物。近年来，公司先后获评国家认定企业技术中心、国家技术创新示范企业、基因工程创新药物开发国家地方联合工程实验室，也是国家重大新药创制承担单位。

公司不断聚焦产品线，增强既有细分市场领域的产品开发能力，在麻醉镇痛镇静用药、抗肿瘤用药、两性健康用药、呼吸系统用药、皮肤外用药等领域全面布局创新药物及仿制药。截至 2018 年底，公司境内在研产品 154 个，其中一类新药 19 个、二类新药 2 个、三类新药 38 个，中药六类 1 个；培育新药项目 218 个，其中一类新药 21 个（9 个新药处于临床阶段）。另一方面，公司通过医药研究院以及海外研发团队，加快推进仿制药研发项目，并全面开展药品进口注册、国外重点产品国内转产以及仿制药中美同步申报等工作。

2018 年，公司收到 1 个一类化药、1 个三类化药、3 个六类中药的临床试验批件，并获批 2 个六类化药的生产批件和 13 个美国 ANDA 文号。截至 2019 年 9 月底，公司共获得 70 个 FDA 批准的 ANDA 文号。

从研发投入来看，2016—2018 年，公司研发投入持续增长，分别为 5.02 亿元、6.03 亿元和 7.60 亿元，占营业收入的比重分别为 4.07%、3.90%和 4.08%。

在药品质量方面，公司高度重视产品质量，截至 2018 年底，公司下属所有子公司均已完成新

版 GMP 认证；人福普克药业（武汉）有限公司（以下简称“武汉普克”）软胶囊生产基地通过 FDA 认证，宜昌人福口服固体制剂车间（即出口药品生产基地）通过了 FDA 认证。

总体看，公司具有先进的研发平台和完整的质量体系，储备项目丰富，整体技术水平处于国内领先地位。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司拥有董事、监事、高级管理人员共 18 人，均具有大学本科及以上学历，同时具有多年医药行业的管理经验，管理团队整体素质高。

公司董事长王学海先生，45 岁，中共党员，武汉大学企业管理博士。2015 年 6 月至今任当代集团董事，2006 年 9 月至今任公司董事长。

公司总裁李杰先生，66 岁，大学本科学历，正高级工程师。2001 年 8 月起任宜昌人福董事长，2003 年 5 月起任公司董事，2006 年 9 月起任公司总裁。

截至 2019 年 9 月底，公司拥有员工 15,176 人。按照教育程度划分，博士占 0.43%、硕士占 5.06%、本科占 28.51%、大专及以下占 65.99%；按照专业构成划分，生产人员占 28.45%、销售人员占 33.93%、技术人员占 13.63%、行政人员占 21.31%、财务人员占 2.68%。

总体看，公司高层管理人员从业经验丰富；公司员工生产人员所占比重高，员工素质可以满足经营所需，符合医药生产企业特点。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《公司法》《证券法》和其他有关规定的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的协调与制衡机制。

股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，董事任期届满，可连选连任；董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人；董事会成员中独立董事不少于 3 人。董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会。监事会由 5 名监事组成，监事会设监事长 1 人。监事长由全体监事过半数选举产生。监事长召集和主持监事会会议；也可由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司监事会由 5 名监事组成，设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会选举产生。监事任期每届 3 年，可连选连任。公司监事会按照《公司章程》要求，对公司财务状况、董事及高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，每届任期 3 年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，负责日常经营管理工作。公司设副总裁若干名、财务总监一名，由董事会聘任或解聘。公司总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。

总体看，公司法人治理结构较完善，已经建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构，在经营管理上独立运作。

2. 管理体制

公司本部内设 3 个事业部，分别为医药事业部、医疗事业部和呼吸事业部，同时下设战略发展部、行政管理部、财务管理部、人力资源部、医药研究院、投资管理部、企业文化部、法律事务部和公共事务部 9 个职能部门，各部门分工明确，能较好地满足业务运营的实际需要。

为规范股份公司管理，满足资本市场对上市公司的监管要求，公司结合实际情况，编制了《内部控制手册（2013 版）》，从投资、生产、经营、财务、监督检查等方面，建立了一系列业务流程的风险控制体系，并自 2013 年 11 月 14 日起施行。

公司目前采用公司本部和控股子公司二级管理模式。公司本部作为集团的控制中心，负责战略规划、重大投资决策、资源配置与整合、企业文化及品牌建设、资金管理等；各控股子公司是独立法人，按业务板块在生产经营方面相对独立发展。

在财务管理方面，公司制定了《标准财务作业手册》《财务内控制度》与《财务管理流程》，并要求各经营公司参照标准化模板，结合公司的实际情况贯彻执行。会计岗位设置按照了“责任分离、相互制约”原则，执行重要会计业务和电算化操作授权规定，按规定组织对账。在药品质量控制方面，公司建立了标准化的生产管理系统和质量保证体系，有序推进新版 GMP（药品生产质量管理规范）认证及 ISO14001（环境管理体系）认证，部分原料药已通过 COS（欧洲药典适应性证书）认证。公司及下属子公司拥有 17 个药品 GSP 证书。

在人力资源管理方面，公司编制了《人力资源管理标准化手册》，明确了高级管理人员的权、责、利，加强了对高级管理人员的监督和管理；同时明确了员工的岗位任职条件，人员的胜任能力及评价标准、培训措施等，形成了有效的绩效考核与激励机制。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展提供了有力的内部保障。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以药品的生产和销售为主要业务，细分行业包括医药制造和医药批发及相关业务（医药流通）。公司产品线丰富，涵盖了化学药品制剂、化学原料药、中药、生物制剂和其他医药健康产品；治疗领域上涵盖了神经系统用药、生育调节药、生物制品、维吾尔民族药和诊断试剂多个领域。

表 5 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药制造业	54.40	44.29	66.38	67.99	44.14	65.03	81.03	43.57	65.70	64.58	40.20	70.25
医药批发及相关业务	67.39	54.87	12.81	84.22	54.69	16.71	103.37	55.59	19.77	94.76	58.99	18.29
其他	1.03	0.84	33.14	1.80	1.17	24.40	1.56	0.84	41.25	1.29	0.81	27.66
合计	122.81	100.00	37.81	154.01	100.00	38.13	185.96	100.00	40.03	160.63	100.00	39.26

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司持续加强营销体系建设，持续完善市场布局，不断优化产品资源与客户结构，主营业务收入年均复合增长 23.05%。2018 年，公司实现主营业务收入 185.96 亿元，同比增长 20.75%。2016—2018 年，公司医药制造业收入年均复合增长 22.05%，2018 年实现收入 81.03 亿元，同比增长 19.18%，占公司主营业务收入的 43.57%；公司医药批发及相关业务近年来获得了较快发展，收入年均复合增长 23.85%，2018 年为 103.37 亿元，同比增长 22.74%，占公司主营业务收入的 55.59%。公司其他业务收入主要来自广州贝龙环保热力设备股份有限公司（以下简称“贝龙环保”），2018 年该板块实现收入 1.56 亿元，对公司收入贡献很小。

毛利率方面，2016—2018 年，公司主业经营较为稳定，主营业务毛利率持续小幅提高，2018 年为 40.03%。2016—2018 年，公司医药制造业务毛利率始终保持在较高水平，2018 年为 65.70%；公司充分利用“两票制”“零加成”等政策机遇，不断优化产品资源与客户结构，医药批发及相关业务板块毛利率持续提升，2018 年为 19.77%，同比增加 3.06 个百分点。

2019 年 1—9 月，销售规模的扩大带动公司营业收入较上年同期增长 18.95%至 161.04 亿元。其中，医药制造业务实现收入 64.58 亿元，占比 40.20%；医药批发业务实现收入 94.76 亿元，占比 58.99%。2019 年 1—9 月，公司综合毛利率为 39.26%，医药制造业和医药商业的毛利率分别为 70.25%和 18.29%。

总体看，近年来公司医药工业和医药商业均获得快速发展，收入规模实现较快增长，同时保持了较好的盈利能力，整体经营情况良好。

2. 医药制造

医药制造方面，公司已进入的主要细分行业包括神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药、体外诊断试剂等，近年来在美国仿制药行业取得快速进展并拓展全球两性健康业务。公司医药制造业务主要由宜昌人福、葛店人福、武汉人福药业有限责任公司（以下简称“武汉人福”）、新疆维药、武汉普克等全资及控股子公司负责运营，各子公司拥有独立的原材料采购、研究开发、生产、检测和产品营销体系。

表 6 公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量		
		2016 年	2017 年	2018 年
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3,301.53	4,107.30	3,207.74
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	3,027.29	4,251.97	3,810.27
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1,197.89	1,407.79	1,858.77
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	1,248.21	857.93	1,212.48
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	62.60	137.86	203.48
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	559.84	634.28	532.56
	黄体酮原料药（kg）	41,032.60	48,735.86	84,443.77
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	164.57	148.30	62.81
消化道和代谢方面药物	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	17.50	24.00	23.53

资料来源：公司提供

表 7 公司主要产品销量及价格情况

治疗领域	产品名称	销量			售价（单位：元/支、元/盒、元/kg、元/万十亿单位、元/瓶）		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按 2ml:0.1mg 折算）	3,667.90	3,757.09	2,992.81	28.49	28.50	27.75

	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按 1ml:50ug 折算）	3,003.83	3,504.44	3,898.35	345.70	345.55	345.18
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按 1mg 折算）	1,155.12	1,328.39	1,692.09	382.87	381.93	382.33
	咪达唑仑注射液（万支，按 2ml:2mg 折算）	897.70	1,094.30	1,132.43	61.25	61.71	62.86
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	59.81	103.57	178.94	548.72	548.72	551.76
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	566.95	621.46	559.45	16.95	17.00	16.78
	黄体酮原料药（kg）	41,497.31	43,654.17	86,768.74	20.54	16.81	17.82
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	168.86	142.53	70.05	1.54	1.46	1.44
消化道和代谢	熊去氧胆酸胶囊（万瓶）	15.28	25.44	23.83	223.48	217.32	44.00

注：因产品的品规不同，上表中的销量为不同品规折算后的数值，售价为均价

资料来源：公司提供

（1）生产经营

神经系统用药

公司神经系统用药的研发、生产与销售主要依托控股子公司宜昌人福和武汉人福，主要产品包括枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、咪达唑仑注射液、盐酸氢吗啡酮注射液等，该类药品的生产和流通受到严格的政府管制，具有极强的专业性和较高的政策壁垒，目前生产集中度较高，宜昌人福在国内处于领先地位。

表 8 神经系统用药生产主体主要产品情况

子公司名称	主要产品
宜昌人福	芬太尼系列、咪达唑仑注射液、盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液等麻醉、镇痛类神经系统用药
武汉人福	奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液等治疗抗癫痫、治抑郁症，心脑血管缺血症等中枢神经领域用药

资料来源：公司提供

从生产能力看，截至 2019 年 9 月底，公司已具备年产小容量注射液 6 亿支、冻干粉针 2,000 万瓶、片剂 50 亿片、颗粒剂 2,000 万袋、胶囊 2.50 亿粒、糖浆及口服液 1,000 万瓶的生产能力。

宜昌人福（公司持有其 67%股权）注册资本 2.94 亿元，是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业，现建有开发区园区、远安园区、生物产业园区三大生产基地。除麻醉类药品外，宜昌人福还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、普复舒、倍泰、术能等名牌产品。截至 2018 年底，宜昌人福资产总额 36.04 亿元，净资产 28.25 亿元。2018 年，宜昌人福实现营业收入 31.41 亿元，同比增长 22.73%；实现净利润 8.01 亿元，同比增长 28.47%。

武汉人福（公司持有其 98.33%股权，宜昌人福持有其 1.67%股权）注册资本 2.60 亿元，是国家级高新技术企业。该公司目前拥有生产批件 62 个，22 个品种被列入国家医保目录，其中列入甲类医保目录 8 个，主要产品有奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液、注射用多索茶碱、注射用尿激酶、醋酸奥曲肽注射液等。截至 2018 年底，武汉人福资产总额为 6.06 亿元，净资产 4.56 亿元。2018 年，武汉人福实现营业收入 6.69 亿元，同比增长 60.57%；实现净利润 0.76 亿元，同比增长 40.62%。

近年来，公司麻醉药品继续保持行业领先地位。2017 年 2 月，盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液新进入国家医保目录，注射用盐酸瑞芬太尼取消了“限手术麻醉”的备注；2018 年 10 月，国家卫生健康委员会发布 2018 年版国家基药目录，公司主要产品注射用盐酸瑞芬太尼首次进入该目录。与此同时，公司坚持麻醉药品多科室拓展，神经系统用药的产销量整体呈增长态势。其中注射用盐酸瑞芬太尼和盐酸氢吗啡酮注射液的销量分别年均复合增长 21.03%和 72.97%。

2016—2018 年，公司神经系统用药销售收入分别为 24.73 亿元、27.97 亿元和 35.78 亿元；

2018 年，非手术科室推广业务实现销售收入约 4 亿元，较上年同期增长超过 50%。

生育调节药

公司生育调节药的研发、生产与销售主要依托下属控股子公司葛店人福进行。葛店人福（公司持有其 81.07% 股权）注册资本 1.28 亿元，是专业从事生育调节药物和甾体激素类原料药及制剂的研发、生产与销售的国家重点高新技术企业，主要产品为米非司酮片（胶囊）、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊、非那雄胺、醋酸环丙孕酮、布地奈德、黄体酮等。葛店人福拥有占地 120 余亩的工业园区，建筑面积 1,2000 平方米，拥有 3,000 多平方米的综合试验楼，全部车间和生产线均已通过了国家 GMP 认证及 ISO14001（环境管理体系）认证，部分原料药已通过 COS（欧洲药典适应性证书）认证。截至 2018 年底，葛店人福资产总额 8.80 亿元，净资产 3.23 亿元。2018 年，葛店人福实现营业收入 5.10 亿元，同比增长 20.51%；实现净利润 0.62 亿元，同比增长 36.22%。

受米非司酮在药店禁售影响，近年来，葛店人福积极调整营销模式和产品结构，大力开拓黄体酮原料药的海外市场，产销量获得快速增长。其中，2018 年黄体酮原料药的产销量分别同比增长 73.27% 和 98.76%。

2016—2018 年，公司生育调节药销售收入分别为 3.80 亿元、4.20 亿元和 5.08 亿元；2019 年 1—3 月为 1.36 亿元。

维吾尔民族药

公司维吾尔民族药品业务主要依托下属控股子公司新疆维药进行。新疆维药（公司持有其 70.68% 股权）注册资本 2,000,00 万元，是国家重点高新技术企业，目前拥有 20 个国家药准字号产品文号，其中有 12 个全国独家品种，4 个国家中药保护品种，12 个品种被列入国家医保目录，20 个品种被列入新疆维吾尔自治区地方医保目录，主要产品有祖卡木颗粒、寒喘祖帕颗粒、复方木尼孜其颗粒、通滞苏润江胶囊、养心达瓦依米西克蜜膏、石榴补血糖浆、护肝布祖热颗粒等。截至 2018 年底，新疆维药资产总额 4.70 亿元，净资产 2.63 亿元。2018 年，新疆维药实现营业收入 4.30 亿元，同比增长 15.86%；实现净利润 0.58 亿元，同比增长 47.16%。

近年来，新疆维药继续加大疆外市场的开发力度，2018 年，疆外市场实现销售收入约 2.3 亿元，首次超过疆内市场的经营规模。

2016—2018 年，公司维吾尔民族药销售收入分别为 3.33 亿元、3.72 亿元和 4.30 亿元。

两性健康业务

多年来，公司积极布局医药健康产业，下属子公司已培育“aware 爱卫”“Key”“西妮”等具备一定知名度的品牌和产品线。2017 年，公司与 CITIC Capital Cupid Investment Limited 联合收购 Ansell Ltd. 的全球两性健康业务，并已基本完成相关业务、资产、管理架构的整合，以控股子公司乐福思集团为平台，拓展全球两性健康业务。乐福思集团运营有 Lifestyles、Jissbon（杰士邦）、Manix、Unimil、Blowtex、SKYN 等知名安全套品牌，销售渠道已覆盖中国、美国、日本、澳洲、巴西、泰国等 60 多个国家，市场份额近 20%。截至 2018 年底，乐福思集团资产总额 49.74 亿元，所有者权益 27.19 亿元。乐福思集团自 2017 年 9 月纳入公司合并报表范围，2017 年 9—12 月实现营业收入 5.22 亿元，净利润为 -0.33 亿元；2018 年，乐福思集团实现营业收入 16.58 亿元，净利润 0.33 亿元。

其他海外业务

近年来，公司坚持实施国际化战略，加快推进海外药品研发注册和商业渠道拓展。公司制剂出口业务主要依托子公司武汉普克、Puracap Pharmaceutical LLC（以下简称“美国普克”）和宜昌人福进行；除此之外，公司于 2016 年 5 月并购 Epic Pharma（公司持有其 100% 股权），该公司业

务集药品研发、生产、销售为一体，具备管制类药品生产资质（美国药品监管局 DEA 认证）。

美国普克以研发和销售为主，武汉普克则为出口制剂的生产基地。武汉普克软胶囊生产基地已通过美国 FDA 认证，宜昌人福口服固体制剂车间于 2017 年 1 月获得美国 FDA 认证通过，并取得了美国 Perrigo、Cardinal 等公司订单，于 2016 年底开始向美国市场销售 OTC 片剂仿制药。2018 年，美国普克和武汉普克通过调整业务结构、优化生产报关计划，首次扭亏，合计实现净利润 0.28 亿元。

EpicPharma 目前生产经营 200 多个品规的化学仿制药，主要产品有熊去氧胆酸胶囊、盐酸羟考酮速释片、舒林酸片、盐酸氯苯甲嗪、盐酸尼卡地平等。2018 年，EpicPharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊因市场供需以及竞争格局发生变化，销售价格大幅下降（销售均价同比下降 79.75%）；2018 年，EpicPharma 实现营业收入 4.51 亿元，同比下降 41.77%，净利润为-3.31 亿元（2017 年为 2.11 亿元）。为应对市场环境变化，EpicPharma 将通过加快新产品上市、拓展药品委托生产业务以及充分利用自身成熟的销售平台与国内企业开展经销合作等方式不断改善经营状况。联合评级将持续关注 EpicPharma 经营情况。

截至 2018 年底，公司境外资产 71.75 亿元，占总资产的比重为 20.26%，主要为 EpicPharma、乐福思集团等公司股权。

（2）原材料采购

公司中枢神经用药主要原材料芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼均由子公司宜昌人福自行生产；生育调节药米非司酮原料药由子公司葛店人福自行生产；维吾尔民族药的药材部分产于新疆本地，公司主要原材料供应充足。

公司重点原材料的采购和供应主要通过各控股子公司进行，各控股子公司拥有独立的采购系统，分别设立了相应的部门负责此项业务。从采购模式看，公司对大宗原材料采购采用招标采购模式进行，生产供应部依据《物资供应管理暂行办法》程序负责实施采购。由于公司所生产药品主要是国家监管类医药，医药供应商必须具有《药品包装生产许可证》资质才能成为公司定点供应商。生产供应部依据生产销售计划编制物资采购计划，通过比质、动态平衡来确定原料的采购价格、订单跟踪，由品质管理部检验合格后入库。

（3）产品销售

从营销模式看，公司采取专业学术推广、专业招商及普药助销三位一体的模式。专业学术推广是公司麻醉药品营销的主要方式，同时也支持其他药品销售。由于国家对麻醉药品的严格监管，药品需在医生指导下方能使用，因此医院是公司的销售终端。虽然公司麻醉药品主要通过国家指定的第三方医药销售公司（目前国内仅有三家）销售给全国各大医院，但该类医药销售公司在药品销售过程中仅起配送作用，不会对药品销售产生实质性影响。公司采用专业学术推广的营销模式，通过营销人员与各地医生直接的信息交流，并组织多层次的现场产品推广会和权威学术会议，提高公司医药产品的知名度和医生的认可度。销售过程中，学术推广营销人员既不接触药品，也不接触货款。公司通过全国性的营销网络建设，动态把握市场需求的最新信息，对销售终端具有较强的影响力。目前公司麻醉药品已全面覆盖县级医疗机构，并正在向乡镇拓展。另外，随着公司普药生产规模的扩大、药品类型的增长，公司也建立了普药销售部门，采取分销和直销结合的方式销售。

销售结算方面，公司一般给予医院 6~8 个月账期，给予商业公司 1~3 个月账期，通常以电汇、承兑等方式结算。从销售区域看，公司产品销售主要集中在国内，但随着海外业务的不断拓展及 2017 年收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务，公司海外销售收入占比持续提升。

总体看，近年来，公司医药工业主要产品市场占有率高，产销量稳定，整体经营情况良好。未来，随着公司麻醉药产品的多科室终端推广和海外业务的逐步发展，公司医药工业收入及利润有望进一步增长。

3. 医药商业

公司以省为单位，搭建区域性医药商业网络。公司下属各医药商业子公司可分为省级公司和市级公司两个层级，省级公司为管理及采购平台，市级公司负责完善终端销售网络，承接省级公司业务，实现统购分销，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务等。公司按区域分配销售人员，为上游药品生产企业提供医药物流和货款结算业务，为下游医疗机构提供医药产品供应和服务。

为实现医药产业工商有效互动，近年来公司不断加快医药商业的发展。公司于 2013 年完成恩施、宜昌、十堰、襄阳、荆州、武汉等地的工业企业地区经理和商业公司各医院业务经理对接，基本实现自营产品在湖北省地市均有委托医药商业公司配送；同时医药商业公司积极协助工业企业开发医院和勾标，全力支持公司大产品进院，提高了人福医药工业产品在湖北省医院的覆盖率，工业和商业的配合越来越紧密，实现了资源共享。人福湖北（公司持股 100%）和北京巴瑞医疗器械有限公司（公司持股 80%，以下简称“北京医疗”）为公司医药流通业务核心企业。人福湖北是公司全资控股的一家大型医药商业企业，也是公司医药商业板块的龙头企业和医药商业运营管理平台。近年来，人福湖北与武汉市内的人福诺生、人福康诚、人福益民等共同组成人福医药商业大平台企业，其中人福诺生已成为湖北省内高端进口药品经营企业。经过快速发展，目前人福湖北上游客户 600 余家，经营品种齐全、产品线重点突出，能够满足广大医院客户临床用药需求。人福湖北与湖北省内卫生部直属大型医院及三级甲等医院保持长期友好合作关系，并积极拓展省内二级甲等医院市场，与省内 900 余家乡镇卫生院、社区医院等基层医疗卫生机构建立了紧密的业务合作关系，公司业务中有 80% 以上终端客户为医院。目前，人福湖北在宜昌、荆州、襄阳、钟祥、恩施、十堰等地收购或设立控股子公司，已形成以武汉为中心、网络覆盖湖北全省的“1+N”格局。目前，人福湖北及下属 24 家商业公司，基本实现了湖北省内配送网络全覆盖，形成了以药品销售为主，以医疗器械、诊断试剂为辅的经营模式，积累了坚实的产品、网络及客户等核心资源。截至 2018 年底，人福湖北资产总额 61.09 亿元，所有者权益 15.51 亿元。2018 年，人福湖北实现营业收入 55.56 亿元，同比增长 18.69%；实现净利润 1.24 亿元，同比增长 31.45%。

公司于 2016 年 3 月以 3.50 亿元收购了四川人福医药有限公司（以下简称“人福四川”，前身为成都万隆亿康医药有限公司）70% 股权。2017 年以来，人福四川逐步展开并购活动，目前已经完成省内成都、广安、宜宾、泸州、自贡、广元、德阳、绵阳、南充、攀枝花等地近 20 家商业公司的并购和 4 家事业部的建立，实现覆盖四川省内 17 个地市区域的商业终端布局，公司第二个省级医药商业网络平台初具规模。截至 2018 年底，人福四川资产总额 19.74 亿元，所有者权益 3.56 亿元；2018 年，人福四川实现营业收入 22.07 亿元，实现净利润 0.68 亿元。

受医药卫生体制综合改革政策影响，医药流通市场增幅持续回落。2017 年，公司开始实施“归核化”战略，在做强做大核心业务的同时，剥离非核心业务和资产，择机退出医药工业、医药商业及医疗服务版块中竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域，不断优化公司的业务结构与资产结构。

北京医疗是罗氏诊断产品（上海）有限公司体外诊断产品在全国最大的经销商，同时自 2010 年起成为思达高诊断技术（北京）有限公司血凝产品的北京地区经销商。北京医疗经销的主要产

品包括上海罗氏的生化免疫诊断产品、分子诊断产品、应用科学系列产品和组织病理系列产品，以及思达高的血凝系列产品。截至 2018 年底，北京医疗资产总额 14.79 亿元，所有者权益 11.37 亿元。2018 年，北京医疗实现营业收入 13.35 亿元，同比增长 15.36%；实现净利润 2.42 亿元，同比增长 5.03%。

从销售模式来看，公司医药流通板块的销售终端主要是依靠医院纯销，其次是商业调拨及药店零售方面。2018 年，医院纯销占医药流通收入比重为 88.65%，占比较 2017 年进一步提升；商业调拨占 10.72%，是医院纯销的有效补充；药店零售仅占 0.63%，比重较小。公司与下游客户的结算方式有支票、银行承兑汇票和商业承兑汇票等。其中票据结算方式占比约为 30%。公司根据不同的客户制定不同的信用政策；其中医院客户平均账期 6~8 个月，商业分销客户平均账期 3 个月，零售客户平均账期 1 个月，处于行业平均水平。

总体看，近年来公司持续完善市场布局，加强内部合作与资源整合；联合评级同时关注到，公司医药商业下游以医院为主，由于医院终端回款周期较长，对公司运营资金形成占用。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数波动提升，分别为 2.90 次、2.95 次和 2.91 次；公司存货周转次数逐年下降，分别为 3.97 次、3.94 次和 3.78 次；总资产周转次数波动下降，分别为 0.55 次、0.50 次和 0.53 次。

从同行业比较情况来看，公司存货周转率处在行业平均水平，应收账款周转率、总资产周转率处于行业中下水平。

表9 2018年同行业可比上市公司经营效率情况指标（单位：次）

代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
000538.SZ	云南白药	0.91	5.03	1.99
600276.SH	恒瑞医药	0.85	3.99	2.57
600535.SH	天士力	0.76	1.67	4.96
002422.SZ	科伦药业	0.56	2.48	2.42
600196.SH	复星医药	0.37	6.06	3.43
中位值		0.85	3.45	3.82
600079.SH	人福医药	0.52	2.80	3.82

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径存在一定差异
资料来源：Wind

总体看，公司整体经营效率一般。

5. 在建项目

在建工程方面，截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目为宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目、宜昌妇幼新院区项目和人福医药神墩项目。上述项目总投资 12.46 亿元，截至 2019 年 9 月，公司已完成投资 5.77 亿元，仍需投资 6.69 亿元，公司未来仍存在一定资金支出压力。

根据公司 2017 年开始实施的“归核化”战略，2018 年，公司先后出售所持有的黄石大冶有色金属医院管理有限公司、武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司、武汉人福亿生健康管理有限公司等公司股权，逐步退出医疗服务细分领域。

表 10 截至 2019 年 9 月底公司重大在建项目投资情况表（单位：万元）

项目名称	资金来源		总投资	截至 2019 年 9 月底投资额	2020 年计划投资
	自筹	贷款			
宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目	26,000.00	20,000.00	46,000.00	25,778.60	3,221.40
宜昌妇幼新院区项目	39,000.00	0.00	39,000.00	11,105.21	5,894.79
人福医药神墩项目	39,600.00	0.00	39,600.00	20,789.18	3,810.82
合计	104,600.00	20,000.00	124,600.00	57,672.99	12,927.01

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目未来仍存在一定资金支出压力。

6. 经营关注

（1）医保控费、招标限价等政策调整对公司运营产生消极影响

为减轻病患经济负担，保证价格相对低廉药品的生产供应，我国多年来连续对部分药品的高零售价进行下调，并通过医保控费、招标限价等方式遏制虚高药价，受此影响，公司整体收入规模增速放缓。此外，相关政策加剧了行业内市场竞争，压缩了公司的利润留存空间。

（2）公司应收账款规模较大，对资金产生占用

为缓解相关行业政策对公司业务带来的不利影响，公司积极发展医药商业板块，但随着该板块销售规模的扩大，公司应收账款回收周期有所延长，对资金产生占用，一定程度上加大了公司的资金周转压力。

（3）商誉减值风险

2018 年，子公司 EpicPharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊的价格大幅下降，导致该公司销售收入、毛利率、净利润等经营业绩指标大幅下降，公司计提商誉减值损失 28.02 亿元，计提无形资产减值损失 2.09 亿元，合计减值损失 30.11 亿元，导致公司 2018 年度合并报表利润总额亏损 14.77 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司合并报表范围内仍有商誉 37.76 亿元，无形资产 26.83 亿元；若未来业务整合不到位或被并购标的经营业绩不及预期，仍存在商誉减值风险和无形资产减值风险。

7. 未来发展

公司坚持“做医药健康领域细分市场领导者”的发展战略，秉承“创新、整合、国际化”的发展思路，不断聚焦并形成具有竞争优势的业务版块，力争在“十三五”末实现年销售收入超过 300 亿元，成为国际化的一流医药企业集团。

医药工业方面，公司将着重发展麻醉药业务和具备细分市场竞争优势的特色医药工业子公司业务（含两性健康用药、其他中枢神经系统用药、维吾尔民族药、皮肤外用药、呼吸系统用药等）两大业务版块，以研发创新为先导，以特色仿制药为基础，形成具有核心竞争能力的产品线。

国际化方面，公司面向全球医药市场进行产业布局，一方面加快推进国际主流市场的产品注册和市场开发，另一方面积极开展国外产品技术引进以及新产品中美同步申报，扩大公司国际化业务的产品管线和市场份额。

两性健康业务方面，在巩固并增强全球两性健康业务竞争优势的基础上，公司将依托乐福思集团的全球营销体系和销售渠道，整合公司两性健康版块资源并进行全球业务拓展；择机启动相关资产的海外上市工作，着力打造公司的海外资本平台。

其他业务方面，公司将以“提值增效”为前提，立足湖北谨慎发展区域性医药商业网络，向各级医疗机构提供药品器械、医疗设备、试剂耗材、健康产品、技术及管理服务等，做好“医疗

机构综合服务商”。

业务调整方面，公司实施“归核化”战略，积极调整产业布局，加速推进各项非核资产的处置，回收前期投资，同时盘活存量资产，提升运营效率。公司未来将逐步处置金融及闲置土地、医疗服务资产、非核心医药工业及商业资产。

总体看，公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，有利于公司未来的稳健发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年财务报告已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留意见的审计结论。2019 年 1—9 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。此外，2017 年，财政部以财会〔2017〕13 号发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，以财会〔2017〕15 号发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》，公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则；2018 年，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

从公司财务报表合并范围看，2016 年底纳入合并范围的子公司共 132 家，较上年底增加 39 家，其中新合并子公司 7 家，处置子公司 3 家，新设立子公司 36 家，丧失控制权 1 家。截至 2017 年底，纳入合并范围的子公司共 171 家，较上年底增加 39 家，其中新纳入合并范围子公司 55 家，处置子公司 16 家。截至 2018 年底，纳入合并范围的子公司共 176 家，较上年底增加 5 家，其中非同一控制下企业合并 5 家，处置 8 家，新设 13 家，注销 5 家。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共 175 家，较 2018 年底增加 6 家、减少 7 家。近年来公司业务持续扩张，合并范围的变动较大，对公司财务分析的可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 354.23 亿元，负债合计 211.51 亿元，所有者权益为 142.72 亿元（其中少数股东权益 34.35 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 186.34 亿元，净利润（含少数股东损益）-19.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-23.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.03 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.39 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额为 361.40 亿元，负债合计 221.49 亿元，所有者权益为 139.91 亿元（其中少数股东权益 37.28 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 161.04 亿元，净利润（含少数股东损益）10.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为-15.78 亿元。

2. 资产质量

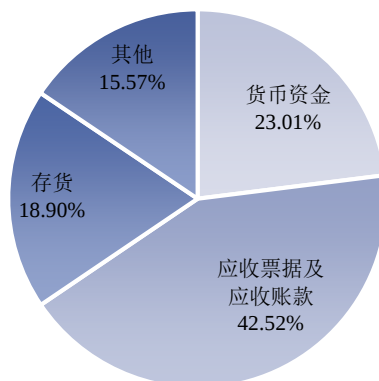
2016—2018 年，伴随经营规模及合并范围的不断扩大，公司资产规模快速增长，年均复合增长 15.78%。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 354.23 亿元，较上年底保持稳定；其中流动资产占 48.14%，非流动资产占 52.15%，流动资产占比较上年底有所提升。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 21.21%。截至 2018 年底，公司

流动资产合计 170.52 亿元，较上年底增长 14.04%，主要由货币资金（占 23.01%）、应收票据及应收账款（占 42.52%）和存货（占 18.90%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2016—2018 年，随着公司收入规模的快速增长和 2017 年非公开发行股票事项的完成，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.56%。截至 2018 年底，公司货币资金为 39.23 亿元，较上年底保持稳定，以银行存款（占 83.12%）为主。截至 2018 年底，其他货币资金中为公司及子公司借款提供质押的保证金为 1.03 亿元，票据承兑保证金为 5.52 亿元，公司可支配货币资金占比高，资金较为充裕。

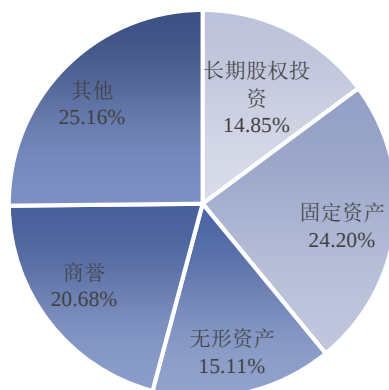
2016—2018 年，公司医药商业板块收入规模不断增长，受医药商业主要面向医院终端，账期较长影响，公司应收票据及应收账款逐年增长，年均复合增长 22.16%。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 72.50 亿元；其中应收票据为 4.71 亿元（银行承兑汇票占 81.32%），较上年底增长 8.81%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长 22.48%至 67.79 亿元；公司应收账款均按信用风险特征组合计提坏账准备，共计提坏账准备 2.60 亿元，计提比例 3.70%，计提比例较低；从账龄看，账龄在 1 年以内的占 93.50%，1 至 2 年的占 4.37%，2 至 3 年的占 1.14%，账龄较短；从集中度看，前五名应收账款期末余额合计占应收账款总额的 14.56%，集中度一般。

2016—2018 年，公司存货规模持续增长，年均复合增长 21.10%。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 32.22 亿元，较上年底增长 21.93%，主要由原材料及包装物（占 25.29%）、在产品（占 11.95%）和产成品及库存商品（占 62.45%）构成；公司共计提存货跌价准备 0.26 亿元，计提比例为 0.81%，计提比例很低。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 11.33%。截至 2018 年底，公司非流动资产较上年底下降 10.18%，主要系商誉减值所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 14.85%）、固定资产（占 24.20%）、无形资产（占 15.11%）和商誉（占 20.68%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 42.58%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 27.28 亿元，较上年底下降 14.19%；主要系出售中原瑞德剩余 20%股权 3.98 亿元所致。公司长期股权投资主要由天风证券股份有限公司 12.06%的股权 14.93 亿元（已全部质押）、中煤科工金融租赁股份有限公司 39.80%的股权 4.10 亿元及汉德人福 24.63%的股权 6.04 亿元构成。

2016—2018 年，公司固定资产波动下降，年均复合下降 2.70%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值较上年底增长 6.27%，主要系在建工程转入所致。公司固定资产以房屋及建筑物（占 59.16%）和机器设备（占 32.72%）为主，其中账面价值 2.73 亿元的房屋建筑物尚未办妥产权证。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 26.84%。截至 2018 年底，公司无形资产为 27.76 亿元，较上年底下降 9.27%，主要系药品经营许可证因处置美国普克的皮肤药药品经营许可证减少 1.10 亿元，因 Epic Pharma 主要产品熊去氧胆酸胶囊市场供需以及竞争格局发生变化，价格大幅下降，计提熊去氧胆酸胶囊相关无形资产减值损失 2.09 亿元所致。截至 2018 年底，公司无形资产主要由土地使用权（9.25 亿元，占 33.34%）、药品经营许可证（2.78 亿元，占 10.02%）、商标及品牌（9.37 亿元，占 33.75%）及客户关系（3.33 亿元，占 12.01%）组成。2016 年，公司因收购 Epic Pharma 增加药品经营许可证 5.06 亿元；2017 年，公司因收购 Ansell Ltd.全球两性健康业务，增加无形资产 12.48 亿元（其中商标及品牌增加 8.94 亿元，客户关系增加 3.55 亿元），若上述主体未来业绩不达预期，公司无形资产存在一定减值风险。

2016—2018 年，公司商誉波动下降，年均复合下降 8.09%。截至 2018 年底，公司商誉 37.99 亿元，较上年底下降 41.32%，主要系公司计提商誉减值损失 28.94 亿元所致；其中，子公司 Epic Pharma 及 Epic Re Holdco, LLC 因核心产品熊去氧胆酸胶囊销售价格大幅下降，计提商誉减值损失 28.02 亿元；四川人福医药有限公司因未完成业绩承诺计提商誉减值 0.62 亿元。如被收购单位未来经营业绩未达预期，公司商誉仍将存在减值风险。

非公司主要资产但 2016—2018 年变动较大的为：可供出售金融资产、其他非流动资产、在建工程和长期应收款。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 67.00%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 11.74 亿元，较上年底增长 183.46%，主要系公司于 2015 年以 7.31 亿元在北京产权交易所摘牌取得了华泰保险集团股份有限公司 2.52%的股权，该项交易于 2018 年底完

成监管部门审批、备案程序并实施完毕，由“其他非流动资产”转入此科目核算所致，此外，可供出售金融资产还包括武汉农村商业银行股份有限公司 1.98%的股权 2.60 亿元及上海健益兴禾投资管理中心（有限合伙）12.50%的股权 0.43 亿元等。

2016—2018 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降 39.48%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产较上年底下降 66.46%，主要系公司收购华泰保险集团股份有限公司 2.5247%股权的交易于 2018 年底完成，将其转入“可供出售金融资产”核算所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产主要由预付土地款构成。

2016—2018 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 67.47%。截至 2018 年底，公司在建工程（包含工程物资）为 14.01 亿元，其中在建工程为 13.19 亿元，较上年底增长 28.01%，主要系钟祥市人民医院新院区建设项目、宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目和生物与康养产业研究基地项目持续投入所致。

2016—2018 年，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 69.17%。截至 2018 年底，公司长期应收款为 12.55 亿元，较上年底增长 111.32%，主要系钟祥市人民政府、钟祥市卫生和计划局委托公司承建钟祥市人民医院新院区项目，该项目于 2018 年完成部分交付，根据协议约定的回购条款（回购期限 20 年，收益率 8%/年，每年分两次支付）以及医院的定制特性，将该合作项目确定为“融资租出固定资产”，将合作期内应收取的租赁款及回购款计入该科目核算所致。公司长期应收款主要由固定资产融资租出 5.25 亿元和医院保证金 5.37 亿元构成。医院保证金系下属商业子公司为了加强与医院更紧密的合作，获取药品集中配送权，向医院支付的保证金，公司将合作期限一年以上的保证金计入该科目核算。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 14.89 亿元，占资产总额的 10.91%，受限比例一般；主要由存货（占 20.31%）、固定资产（占 20.44%）、应收账款（占 15.32%）、可供出售金融资产（占 17.85%）和在建工程（占 14.38%）构成。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额为 361.40 亿元，较 2018 年底增长 2.02%。其中，流动资产占 49.50%，非流动资产占 50.50%，公司资产结构变动不大。公司流动资产主要由货币资金（占 14.92%）、应收账款（占 44.10%）和存货（占 19.07%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 14.99%）、固定资产（占 25.39%）、无形资产（占 13.76%）和商誉（占 21.39%）构成。

总体看，近年来，公司资产总额有所增长；流动资产中应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用；大额无形资产和商誉发生减值且未来存在一定减值风险；受限资产比例一般；整体资产质量一般。

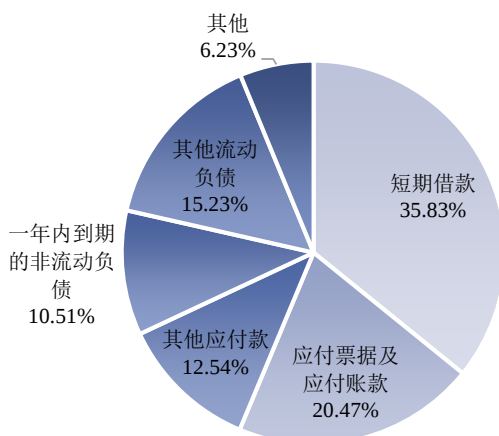
3. 负债及所有者权益

近年来，在投资项目资金需求的推动下，公司整体的负债规模持续增长，2016—2018 年，公司负债总额年均复合增长 21.01%。截至 2018 年底，公司负债合计 211.51 亿元，较上年底增长 12.51%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增加所致；其中流动负债占 77.61%，非流动负债占 22.39%，流动负债占比较 2017 年底大幅提升。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 27.74%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 164.16 亿元，较上年底增长 25.88%，主要由短期借款（占 35.83%）、应付票据及应付账款（占 20.47%）、其他应付款（占 12.54%）、一年内到期的非流动负债（占 10.51%）和其他流动负债（占 15.23%）等组成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 35.00%。截至 2018 年底，公司短期借款为 58.83 亿元，较上年底增长 35.98%，主要系公司经营规模与利润稳步提升，为满足日常经营所需增加流动资金借款所致；其中，保证借款为最主要的借款方式，占比为 56.07%，其次为信用借款和质押借款，占比分别为 25.15%和 17.60%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 33.60 亿元，较上年底增加 7.31 亿元。2016—2018 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 36.53%；截至 2018 年底应付票据为 14.16 亿元，较上年底增长 128.69%，主要系公司加强备货，各子公司通过银行票据结算所致。2016—2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 36.53%；截至 2018 年底应付账款为 19.44 亿元，较上年底下降 3.26%。从账龄来看，截至 2018 年底，公司应付账款账龄在 1 年以内的占 92.42%，账龄较短。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 59.59%。截至 2018 年底，公司其他应付款（不含应付利息和应付股利）为 19.26 亿元，较上年底增长 43.89%，主要系公司往来款增加所致。截至 2018 年底，其他应付款主要由往来款（占 63.07%）和应付期间费用（占 23.59%）构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 60.90%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.25 亿元，较上年底增长 208.81%，主要系长期借款转入所致。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 6.60%。截至 2018 年底，其他流动负债 25.00 亿元，系公司于 2018 年 1 月发行的 10 亿元短期融资券和分别于 2018 年 8 月、11 月、12 月发行的各 5 亿元超短期融资券。

2016—2018 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 3.92%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 47.35 亿元，较上年底下降 17.77%，主要系应付债券到期兑付所致；主要为长期借款（占 81.66%。截至 2018 年底，公司长期借款为 38.67 亿元，较上年底下降 4.95%，长期借款中质押借款占 77.67%、抵押借款占 11.07%、保证借款占 9.58%、信用借款占 1.68%。

2016—2018 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 19.24%。截至 2018 年底，公司全部债务为 154.42 亿元，较上年底增长 12.02%，其中短期债务占 74.65%，长期债务占 25.35%。2016

—2018 年，公司资产负债率分别为 54.66%、53.10%和 59.71%；全部债务资本化比率分别为 47.55%、45.36%和 51.97%；长期债务资本化比率分别为 25.06%、23.43%和 21.52%。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 221.49 亿元，较 2018 年底增长 4.71%；从结构来看，流动负债占 75.16%，较 2018 年底下降 2.45 个百分点；其中，公司短期借款为 70.57 亿元，较上年底增加 11.75 亿元；长期借款为 44.83 亿元，较上年底增加 6.17 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务合计 160.58 亿元，较 2018 年底增长 3.99%。其中，短期债务占 71.69%，长期债务占 28.31%；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分别为 61.29%、53.44%和 24.52%，均较上年底小幅上升。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；有息债务规模增长较快，且以短期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 9.14%。截至 2018 年底，公司所有者权益较上年底下降 14.06%，主要系 2018 年公司净利润出现大额亏损所致。截至 2018 年底，所有者权益中股本占 9.48%，资本公积占 34.21%，其他权益工具占 13.97%，未分配利润占 15.64%，少数股东权益占 24.07%。

2017 年 8 月，经中国证监会批准，公司非公开发行普通股股票 67,655,240.00 股，每股发行价格 17.65 元，公司股本增至 1,353,704,302.00 股，增加资本公积 10.95 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 139.91 亿元（含少数股东权益 37.28 亿元），较 2018 年底下降 1.97%，主要系公司偿还 15 亿元永续中期票据所致。

总体看，近年来，公司所有者权益规模波动增长，2018 年受净利润出现大额亏损的影响，公司所有者权益规模有所下降。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，随着公司医药商业板块快速扩张和医药工业板块业务范围及规模的不断扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长 22.93%。2018 年，公司实现营业收入 186.34 亿元，较上年增长 20.64%。2016—2018 年，公司营业成本年均复合增长 19.84%，增幅低于营业收入；公司营业利润率持续上升，2016—2018 年分别为 35.97%、37.16%和 39.15%。

2016—2018 年，随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，公司期间费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 33.96%。2018 年，公司费用总额 60.50 亿元，较上年增长 29.82%，主要系销售费用和财务费用增加所致。公司 2018 年销售费用 36.32 亿元，较上年增长 39.36%，主要系公司持续加强营销体系建设，进一步加强队伍建设、市场准入、渠道拓展、终端推广等工作，以及子公司乐福思集团本期合并全年数据而上年同期仅合并第四季度数据所致；占费用总额的比例为 60.04%。同期，公司管理费用 12.57 亿元，较上年下降 15.43%，主要系研发费用单独列支所致，占费用总额的比例为 20.78%；研发费用 4.84 亿元，占费用总额的 8.00%；财务费用 6.76 亿元，较上年增长 19.17%，主要系债务规模及融资成本上升所致。2016—2018 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 27.34%、30.17%和 29.87%，期间费用对营业利润侵蚀显著，公司费用控制能力有待提高。

2018 年，公司资产减值损失为 32.25 亿元，其中商誉减值损失为 28.94 亿元（详见商誉部分分析），无形资产减值损失为 2.09 亿元（详见无形资产部分分析），坏账损失为 1.14 亿元，资产

减值损失对公司营业利润侵蚀严重。

2016—2018 年，公司分别实现投资收益 2.39 亿元、19.45 亿元和 3.35 亿元，其中 2017 年投资收益主要系公司出售中原瑞德 80%的股权产生处置收益 18.79 亿元及剩余 20%股权按公允价值重新计量产生的利得 2.74 亿元；2018 年投资收益主要系公司出售所持有的黄石大冶有色医院管理有限公司、武汉宏昇生殖健康中医医院有限公司、武汉人福亿生健康管理有限公司等公司股权以及中原瑞德剩余 20%股权（共实现投资收益 2.65 亿元）所致，投资收益对公司营业利润贡献较大。

2018 年，公司利润总额为-14.77 亿元，若不考虑资产减值损失和投资收益的影响，公司利润为 14.13 亿元，较上年增加 2.75 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 35.97%、37.16%和 39.15%；总资本收益率分别为 7.88%、10.77%和-4.12%；总资产报酬率分别为 7.77%、11.30%和-2.13%；净资产收益率分别为 10.21%、16.22%和-12.70%，均呈波动下降趋势。从行业对比看，由于公司 2018 年计提大额商誉及其他资产减值，导致 2018 年盈利水平大幅下降，处于行业较低水平。

表11 2018年同行业可比上市公司盈利能力指标（单位：%）

证券代码	证券简称	ROE(%)	ROA(%)	销售毛利率(%)
000538.SZ	云南白药	17.49	13.63	30.55
600276.SH	恒瑞医药	23.17	21.95	86.60
600535.SH	天士力	16.11	10.36	36.20
002422.SZ	科伦药业	9.87	6.70	59.56
600196.SH	复星医药	10.16	6.59	58.40
中位值		13.13	8.53	49.16
600079.SH	人福医药	-19.36	-2.33	39.93

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，与本报告附表口径存在一定差异
 资料来源：Wind

2019 年 1—9 月，销售规模的扩大带动公司营业收入较上年同期增长 18.95%至 161.04 亿元，营业利润较上年同期增长 7.13%，净利润较上年同期增长 16.77%。

总体看，近年来，受益于业务规模的扩张，公司收入规模持续增长，费用控制能力有待提高，投资收益对营业利润贡献较大；2018 年公司资产减值损失大幅增长，导致公司净利润出现大额亏损，公司整体盈利能力大幅下降。

5. 现金流

经营活动方面，随着公司业务规模的扩大，2016—2018 年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长率为 18.69%。2018 年，公司经营活动现金流入量为 192.80 亿元，较上年增长 10.70%，主要系各子公司积极优化资产与业务结构，合理控制应收账款的增长，加速资金回流，及公司 2017 年处置的子公司在并表期间的往来款按协议约定在 2018 年收回所致。2016—2018 年，公司经营活动产生现金流出量年均复合增长 19.14%，增速高于经营活动现金流入量的增速。2018 年，公司经营活动产生的现金流出量为 186.77 亿元，较上年增长 7.47%；其中购买商品、接受劳务支付的现金为 114.02 亿元，较上年保持稳定，支付的各项税费为 17.88 亿元，较上年增加 5.57 亿元，主要系在经营规模稳步增长的情况下，各子公司合理控制存货增长并通过银行票据支付采购款减缓现金流出；此外，公司于 2017 年、2018 年分别出售中原瑞德 80%和 20%的股权，相关税费合计约 4 亿元在本期缴纳。2018 年，公司支付其他与经营活动有关的现金为 39.59 亿元，主要为销售费用 26.75 亿元及管理费用 8.00 亿元。综上，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额

波动较大，分别为 5.26 亿元、0.38 亿元和 6.03 亿元；公司现金收入比分别为 106.24%、108.77% 和 98.87%，公司经营活动获现能力有所下降，但收入质量仍属于较高水平。

投资活动方面，受 2017 年和 2018 年分别处置中原瑞德 80%和 20%股权影响，2016—2018 年公司投资活动产生的现金流入量波动增长，年均复合增长 62.06%。2018 年，公司投资活动现金流入量为 11.34 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流出量波动下降，年均复合下降 50.51%。2018 年，公司投资活动产生的现金流出量为 14.90 亿元，较上年幅下降 78.20%，主要系公司 2018 年积极推进业务聚焦与资产优化，对外投资项目较少，而上年同期公司收购 Ansell Ltd. 全球两性健康业务等投资支出较大所致。综上，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为-56.54 亿元、-41.39 亿元和-3.57 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流入量波动下降，年均复合下降 2.32%。2018 年筹资活动产生的现金流入量为 130.44 亿元，较上年下降 16.75%，其中吸收投资收到的现金较上年减少 17.49 亿元，主要系 2017 年公司非公开发行股票募集资金 11.62 亿元所致；取得借款收到的现金为 92.71 亿元，较上年增加 3.26 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为 36.90 亿元，较上年减少 12.02 亿元，主要系超短期融资券较上年少 15.00 亿元所致。公司筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流出量持续增长，年均复合增长 31.99%。2018 年筹资活动产生的现金流入量为 136.69 亿元。综上，2016—2018 年，公司筹资活动现金净流量分别为 58.26 亿元、50.68 亿元和-6.25 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 10.10 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-5.93 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-20.03 亿元，现金及现金等价物净减少 15.78 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金波动较大，收入实现质量有待提高。投资活动现金持续净流出，对外部融资依赖较大。2018 年，公司实施“归核化”战略，对外投资规模大幅下降，外部融资需求随之也大幅降低。

6. 偿债能力

2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.15 倍、1.15 倍和 1.04 倍；速动比率分别为 0.94 倍、0.94 倍和 0.84 倍，流动资产及速动资产对流动负债的保护程度有所下降。2016—2018 年，公司现金短期债务比逐年下降，分别为 0.51 倍、0.51 倍和 0.38 倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 21.65 亿元、40.27 亿元和-1.80 亿元。2018 年公司 EBITDA 主要由利润总额、计入财务费用的利息支出和折旧构成，分别占 57.73%、22.90%和 15.44%。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.29 倍和-0.01 倍，EBITDA 利息倍数分别为 5.69 倍、7.05 倍和-0.25 倍，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保障程度明显下降。整体看，由于净利润出现大额亏损，公司长期偿债能力大幅下降。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得各商业银行授信额度 162.99 亿元，尚未使用额度为 38.99 亿元，公司间接融资渠道较畅通。此外，公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G10420111004407907），截至 2020 年 1 月 6 日，公司未结清信贷信息概要中无不良或关注类记录；已结清信贷信息概要中有 29 笔关注类贷款和 2 笔关注类票据贴现记录；对外担保信息概要中，保证类担保中被担保业务余额有 2.99 亿元为关注类。

已结清信贷信息中，其中 1 笔关注类贷款金额为 2.00 亿元，到期日期为 2019 年 5 月 3 日，结清日期为 2019 年 4 月 29 日；1 笔关注类贷款金额为 1.30 亿元，到期日期为 2019 年 5 月 9 日，结清日期为 2019 年 5 月 9 日。上述两笔关注类贷款均系中国银行鉴于公司商誉减值导致业绩亏损对公司经营、财务状况可能产生的影响，自 2019 年 4 月 1 日起，暂时将公司及下属控股子公司在中国银行的存量贷款调整为关注类所致。其他关注类贷款和票据贴现均在 2009 年 12 月之前发生，根据相关银行出具的说明，均已结清并无违约记录。

对外担保信息中所担保主业务余额有 2.99 亿元为关注类，其中 2.18 亿元为公司对宜昌三峡制药有限公司（以下简称“三峡制药”）两笔项目贷款的担保，根据国家开发银行湖北省分行出具的说明，三峡制药本息偿还情况正常，信息披露及时，不属于高风险类项目；其余担保根据银行出具的说明函，均为正常类。

截至 2019 年 9 月底，公司无对合并范围外担保，无重大¹未决诉讼。

总体看，由于净利润出现大额亏损，公司长短期偿债能力指标均有所恶化，但考虑到公司作为大型医药制药企业，细分行业地位突出，经营规模较大，主营业务经营情况良好，融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力仍属很强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 172.93 亿元。其中流动资产 68.08 亿元，主要为货币资金（16.19 亿元）和其他应收款（合计）（51.04 亿元）；非流动资产 104.85 亿元，主要为长期股权投资（90.38 亿元）和其他非流动资产（10.66 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 81.87 亿元，其中流动负债 77.91 亿元，非流动负债 3.95 亿元；流动负债以其他应付款（合计）（13.23 亿元）、一年内到期的非流动负债（13.18 亿元）、短期借款（26.10 亿元）和其他流动负债（25.00 亿元）为主；非流动负债以长期借款（3.30 亿元）为主。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 91.06 亿元，其中实收资本 13.54 亿元，资本公积 51.58 亿元，其他权益工具 19.94 亿元，盈余公积金 3.88 亿元，未分配利润 2.15 亿元。

2018 年，公司本部没有营业收入，投资收益 8.52 亿元，资产减值损失 24.33 亿元；实现利润总额-18.31 亿元，净利润-19.04 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 13.97 亿元和 24.19 亿元，经营活动现金净流出量为 10.22 亿元；公司投资活动现金净流入量为 6.93 亿元；公司筹资活动现金净流出量为 1.18 亿元。

总体看，公司本部以非流动资产为主，其中长期股权投资占比较高，资产流动性一般；负债结构一般，银行借款占比较高；资本公积占所有者权益比例较高，所有者权益结构稳定性较好；净利润依赖于投资收益；本部经营活动现金流为净流出。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 160.58 亿元，本期拟发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司整体债务影响不大。

¹ 单笔金额超过 500.00 万元。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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分别为 62.33%、54.94%和 28.39%，分别较发行前上升了 1.04 个百分点、1.50 个百分点和 3.86 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到本期债券募集资金用于债务置换，实际债务负担预计将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年度相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 192.80 亿元，是本期债券发行额度（10.00 亿元）的 19.28 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高；公司 2018 年 EBITDA 为-1.80 亿元，不能覆盖本期债券金额。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位、经营规模、品牌知名度等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

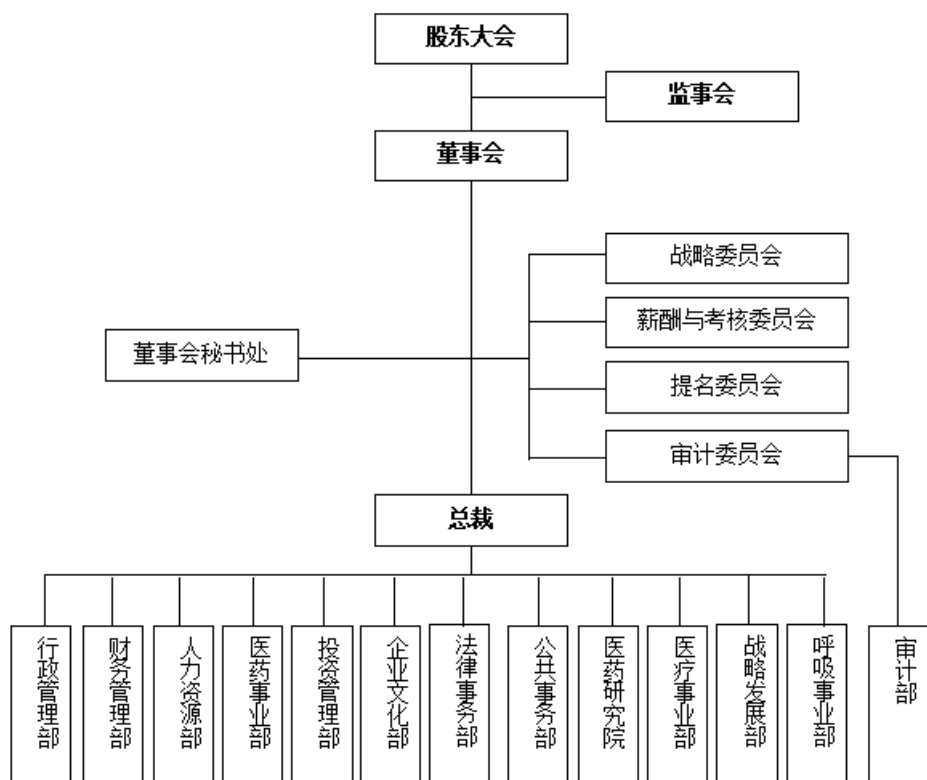
九、综合评价

公司作为国内麻醉药品龙头生产企业，在行业地位、产业规模、技术研发水平、主导产品市场占有率、医保品种等方面具有综合竞争优势。公司资产及收入规模持续增长，主营业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司应收账款规模大且增长较快、债务负担较重且短期偿债压力较大、大额无形资产和商誉存在减值风险、期间费用对营业利润侵蚀显著以及计提资产减值损失导致净利润出现大额亏损等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将在巩固现有细分领域优势的基础上，持续快速发展美国仿制药及全球两性健康业务，同时在医药流通领域着力打造区域龙头并积极布局大健康产业以实现医药全产业链的深度融合。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 人福医药集团股份有限公司组织结构图



附件 2 人福医药集团股份有限公司主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	264.28	354.06	354.23	361.40
所有者权益（亿元）	119.83	166.06	142.72	139.91
短期债务（亿元）	68.54	87.04	115.28	115.11
长期债务（亿元）	40.08	50.81	39.14	45.46
全部债务（亿元）	108.62	137.85	154.42	160.58
营业收入（亿元）	123.31	154.46	186.34	161.04
净利润（亿元）	10.80	23.18	-19.61	10.90
EBITDA（亿元）	21.65	40.27	-1.80	-
经营性净现金流（亿元）	5.26	0.38	6.03	10.10
应收账款周转次数（次）	2.90	2.95	2.91	-
存货周转次数（次）	3.97	3.92	3.78	-
总资产周转次数（次）	0.55	0.50	0.53	0.45
现金收入比率（%）	106.24	108.77	98.87	88.23
总资本收益率（%）	7.88	10.77	-4.12	-
总资产报酬率（%）	7.77	11.30	-2.13	-
净资产收益率（%）	10.21	16.22	-12.70	7.72
营业利润率（%）	35.97	37.16	39.15	38.64
费用收入比（%）	27.34	30.17	32.47	30.94
资产负债率（%）	54.66	53.10	59.71	61.29
全部债务资本化比率（%）	47.55	45.36	51.97	53.44
长期债务资本化比率（%）	25.06	23.43	21.52	24.52
EBITDA 利息倍数（倍）	5.69	7.05	-0.25	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.29	-0.01	-
流动比率（倍）	1.15	1.15	1.04	1.07
速动比率（倍）	0.94	0.94	0.84	0.87
现金短期债务比（倍）	0.51	0.51	0.38	0.32
经营现金流流动负债比率（%）	5.23	0.29	3.67	6.06
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.17	4.03	-0.18	-

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2019 年 1—9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 其他流动负债的短期融资券和超短期融资券及长期应付款中融资租赁款已计入债务计算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 人福医药集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券 (第一期) (疫情防控债) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本次(期)债券存续期内,在每年人福医药集团股份有限公司年报公告后的两个月内,且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级,并在本次(期)债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

人福医药集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。人福医药集团股份有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注人福医药集团股份有限公司的相关状况,如发现人福医药集团股份有限公司或本次(期)债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本次(期)债券的信用等级。

如人福医药集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可宣布信用等级暂时失效,直至人福医药集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次(期)债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告,且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间;同时,跟踪评级报告将报送人福医药集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年二月十一日