

信用评级公告

联合〔2020〕4834号

联合资信评估股份有限公司通过对人福医药集团股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第二期中期票据的信用状况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⁺,人福医药集团股份有限公司 2020 年度第二期中期票据信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十二月八日



人福医药集团股份有限公司

2020年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级观点

人福医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产与销售。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为国内麻醉药品龙头生产企业，在产业规模、技术研发、主导产品市场占有率、医保品种等方面具备的综合优势。近年来，公司医药工商业均取得了较快发展，业务规模逐渐扩大，收入规模持续增长，主业盈利能力较好。2018年，受大额商誉减值影响，公司利润总额亏损14.77亿元；2019年，公司主业经营情况稳中向好，收入及利润规模同比均呈现增长，经营性净现金流同比大幅增加；2020年，由于新冠肺炎疫情影响，公司前三季度医药商业收入有所回落，整体利润保持稳健。同时，联合资信也关注到公司应收账款规模大且增长较快、短期偿债压力较大、存量无形资产和商誉余额仍面临减值风险等因素给公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高。本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为AAA，该信用等级反映了中债增担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

未来，公司将在巩固现有细分领域优势的基础上，持续快速发展仿制药及全球两性健康业务领域，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。联合资信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中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 收入持续增长，主业盈利能力强。近年来，公司医药工商业均获得了较快发展，收入规模持续增长，主业盈利能力保持较好水平。
2. 产品种类丰富，细分市场竞争优势明显。公司产品种类丰富，涵盖了神经系统用药、生育调节药、维吾尔民族药和体外诊断试剂等多个领域；作为国内麻醉药品龙头生产企

债项概况：

本期中期票据发行规模：6亿元

本期中期票据期限：2年

担保方式：不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020年12月8日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
医药制造企业信用评级方法	V3.0.201907
医药制造企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果	AA ⁺	
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	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
其他因素：1. 麻醉药品政策和技术壁垒高，公司在麻醉药品领域保持龙头地位；2. 公司推进的资产出售工作已实现一定现金回流，未来债务负担有望减轻，整体财务弹性有望提高				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：孔祥一

李明

闫旭

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

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。截至 2020 年 9 月底，公司共有 152 个品种纳入国家基药目录，282 个品种纳入国家医保目录。

- 研发水平高。**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，截至 2020 年 9 月底，公司共获得 80 个 FDA 批准的 ANDA 文号。
- 本期中期票据偿付安全性高。**公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高。中债增为本期中期票据提供不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

关注

- 医改深入推进带来的行业变革风险。**随着医药体制改革深入开展，招标限价、医保控费等政策可能对公司盈利能力产生一定影响。
- 应收账款对资金形成占用，公司面临较大短期偿债压力。**公司应收账款规模大且增长较快，对资金形成一定占用；短期债务规模较大，债务结构有待改善。
- 商誉和无形资产面临减值风险。**近年来，公司因外延并购形成大规模的商誉及无形资产。2018 年，子公司 Epic Pharma 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 年度利润总额亏损 14.77 亿元。截至 2020 年 9 月底，公司合并报表层面仍有商誉 34.08 亿元，无形资产 24.44 亿元；若未来业务整合不到位或被并购标的的经营不及预期，仍存在减值风险。
- 股东质押比例高。**截至 2020 年 11 月 20 日，公司控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司持有公司 25.65% 股权；其中 76.94% 已质押，质押比例高。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	40.40	37.39	32.26	34.34
资产总额(亿元)	354.06	354.23	350.13	349.25
所有者权益(亿元)	166.06	142.72	139.97	139.79
短期债务(亿元)	87.04	115.28	110.86	93.38
长期债务(亿元)	50.81	39.14	42.63	63.18
全部债务(亿元)	137.85	154.42	153.49	156.56
营业收入(亿元)	154.46	186.34	218.07	148.46
利润总额(亿元)	29.47	-14.77	17.79	13.89
EBITDA(亿元)	40.27	-1.80	32.35	--
经营性净现金流(亿元)	0.38	6.03	20.38	9.96
营业利润率(%)	37.16	39.15	38.81	41.83
净资产收益率(%)	13.96	-13.74	9.66	--
资产负债率(%)	53.10	59.71	60.02	59.98
全部债务资本化比率(%)	45.36	51.97	52.30	52.83
流动比率(%)	114.65	103.87	109.09	123.59
经营现金流动负债比(%)	0.29	3.67	12.88	--
现金短期债务比(倍)	0.46	0.33	0.29	0.41
EBITDA 利息倍数(倍)	7.18	-0.24	3.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.42	-85.91	4.75	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	190.53	172.93	165.48	171.36
所有者权益(亿元)	113.82	91.06	76.86	67.10
全部债务(亿元)	29.77	42.61	32.70	54.09
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	16.23	-18.31	1.95	-2.27
资产负债率(%)	40.26	47.34	53.55	60.85
全部债务资本化比率(%)	35.18	42.61	40.28	44.63
流动比率(%)	112.04	87.38	53.50	54.30
经营现金流动负债比(%)	-7.02	-13.11	24.30	--

注: 1.2020 年三季度财务数据未经审计; 2.合并口径现金类资产中已剔除受限货币资金; 3. 合并口径短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券; 2017 年底、2018 年底和 2019 年底所有者权益中分别包含永续债 20 亿元、20 亿元和 5 亿元

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/07/17	孔祥一 李明	医药制造企业信用评级方法 (V3.0.201907) 医药制造企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/05/24	孔祥一 李明	医药制造行业企业信用评级方法 (2018 年) 医疗保健行业企业信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
AA ⁺	列入 信用 评级 观察 名单	2019/2/01	孔祥一 李明	医药制造行业企业信用评级方法 (2018 年) 医疗保健行业企业信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/17	马 栋 方 晓	企业信用评级方法 (2014 年)	阅读全文
AA	稳定	2012/07/02	孙 媛 张 丽	企业信用评级方法 (2012 年)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2010/11/02	黄 滨 马静如	企业信用评级方法 (2010 年)	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由人福医药集团股份公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

人福医药集团股份有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

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 2000 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。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 643024531 股（每股面值 1 元），本次转增完成后，公司总股本增至 1286049062 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 67655240 股，此次非公开发行完成后，公司总股本增加至 1353704302 股。截至 2020 年 11 月 20 日，公司注册资本为 15.44 亿元，其中当代集团持股 25.65%（质押比率为 76.94%），为公司控股股东；艾路明先生合计持有当代集团 25.65% 的股份，同时直接持有公司 0.06% 的股份，为公司实际控制人。

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 2020 年 9 月底，公司本部下设 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、公共事务部和审计部。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 350.13 亿元，所有者权益为 139.97 亿元（其中少数股东权益 38.45 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 218.07 亿元，利润总额为 17.79 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 349.25 亿元，所有者权益合计为 139.79 亿元（含少数股东权益 40.03 亿元）。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 148.46 亿元，利润总额 13.89 亿元。

公司地址：武汉东湖高新区高新大道 666 号；法定代表人：李杰。

二、本期中期票据概况

公司于 2020 年 3 月注册中期票据额度 15 亿元，并于 2020 年 4 月发行 2 年期“20 人福（疫情防控债）MTN001”5 亿元，本期计划发行 2020 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 6 亿元，期限 2 年，按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）根据编号为 GJ-YW〔2020〕012（1）号的信用增进函就本期中期票据存续期公司应偿还的不超过人民币 6 亿元本金、相应票面利息，因公司未履行或未完全履行向票据持有人的兑付义务而产生的违约金和实现债权的费用，提供不可撤销的连带责任保证。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、

经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。

其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费

累计 2.09 万亿元。其中,新增减税降费 1.37 亿元,翘尾新增减税降费 7265 亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度,全国累计发行国债 4.80 万亿元,较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形

成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前中国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度中国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资

的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

1. 医药工业

(1) 行业运行概况

中国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。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

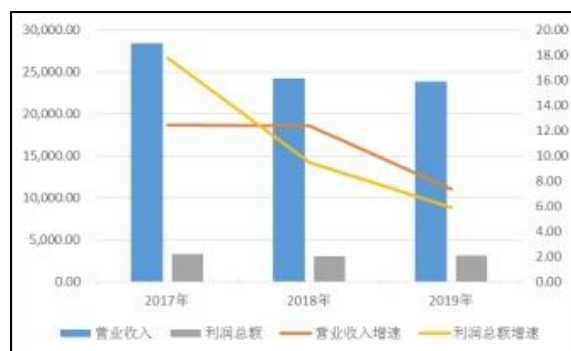
医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特

征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年中国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

图1 近年来中国医药工业总产值变化

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind

(2) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻的影响。未来，医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布

等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019 年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主

基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 2 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争分化将愈加明显
2018 年 4 月	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自2018年5月1日起，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立，有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药理学研究及临床试验资料，申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性，更好地满足中医临床使用经典名方的需要，有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种由原来的520种增加到685种，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018 年 11 月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并	有利于对疫苗行业监管

		对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	
2018年11月	国家医保局《4+7 城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2019年7月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019年10月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%

资料来源：联合资信整理

（3）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

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，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。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同

时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

医保目录调整

2019年8月20日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019版医保目录”），将于2020年1月1日起正式实施。2019版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含2643个药品，较2017版医保目录增幅约4.3%，包括西药1322个、中成药1321个（含民族药93个），共调出150个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药

品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019 版医保目录中收载西药甲类药品 398 个，中成药甲类药品 242 个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入 892 个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了 148 个品种，其中重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了 128 个拟谈判药品，包括 109 个西药和 19 个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期 2 年（2020~2021 年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019 年 11 月 28 日，国家医保局、人社部发布《关于将 2019 年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共 97 个药品谈判成功（其中新增 70 个品种，续约谈判品种中 27 个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、糖尿病等 10 余个治疗领域；其中包括 22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病用药和 4 个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企

业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

一致性评价进程加快，带量采购扩面，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。截至 2019 年 11 月 4 日，共有 455 个品种完成一致性评价，2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

2019年9月1日,上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》,标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区(“4+7”集采试点城市除外),采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种,申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品,申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是,在“4+7”集采中,每个品种只有1家生产企业中标,而第二批集采中,中标企业可以为1~3家。采购周期方面,中选企业不超过2家(含)的品种,本轮采购周期原则上为1年;中选企业为3家的品种,本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。

2019年9月24日,上海阳光医药网公布拟中标结果,从拟中标结果来看,多品种药价再次下调,与“4+7”试点中标价格水平相比,平均降幅25%。以有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例,该品种“4+7”集采中标价为0.55元/片,第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看,一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用;同时,作为一致性评价的关联政策,第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国,而2019年11月20日召开的国务院常务会议在部署进一步深化医药卫生体制改革重点时,要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下,预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压,对于有品种中标的医药制造企业,还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率,具备产业链一体化以及生产规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

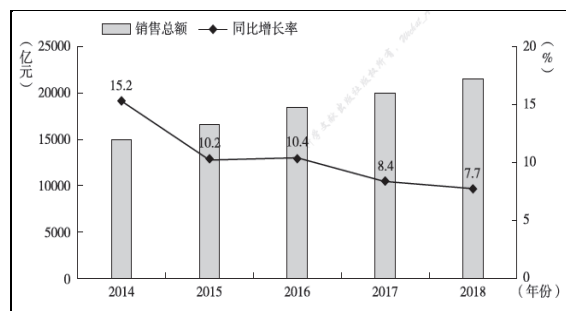
2. 医药商业

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,增幅持续回落。医药流通行业政策重点仍在加快控费调整结构,医药流通行业洗牌加速,市场集中度将进一步提升。

随着国内经济增长和结构调整,人民生活水平不断提高,人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入,为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。从行业规模来看,根据商务部发布的《2018年药品流通行业运行统计分析报告》,2018年药品流通市场销售规模稳步增长,增速略有回升。全国七大类医药商品销售总额21586亿元,扣除不可比因素同比增长7.7%,增速同比下降0.7个百分点。其中,药品零售市场销售额4317亿元,扣除不可比因素同比增长9.0%,增速与上年基本持平。

图2 中国药品流通行业销售总额情况



资料来源:商务部《2018年药品流通行业运行统计分析报告》

从企业效益来看,2018年,全国药品流通直报企业主营业务收入15774亿元,扣除不可比因素同比增长8.6%,增速同比下降0.4个百分点;利润总额404亿元,扣除不可比因素同比增长9.0%,增速同比下降1.9个百分点;平均毛利率8.2%,同比上升1.0个百分点;平均费用率6.5%,同比上升0.4个百分点;平均利润率1.9%,同比上升0.2个百分点;净利润率1.6%,同比上升0.1个百分点。

随着“两票制”政策的全面推行,原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化。按销售渠道分类,2018年对生产企业销售额135亿元,占销售总额的0.6%,同比上升0.1个百分点;对批发企业销售额6454亿元,占销售总额的29.9%,同比下降6.2个百分点;对终端销售

额 14933 亿元，占销售总额的 69.2%，同比上升 5.8 个百分点；直接出口销售额 64 亿元，占销售总额的 0.3%。在对终端销售中，对医疗机构销售额 10413 亿元，占终端销售额的 69.7%，同比上升 0.6 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 4520 亿元，占终端销售额的 30.3%，同比下降 0.6 个百分点。

与此同时，大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局，通过内生增长和外延并购，实现规模和效益的整体提升，行业集中度进一步提高。从销售增速看，药品批发企业销售增速有所上升。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。从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2018 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 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规模的 39.1%，同比上升 1.4 个百分点。

总体看，尽管下游需求较为稳定，但医改政策的持续向纵深推进，使得药品流通行业逐渐进入结构调整期，行业或将继续呈现稳步增长的态势，但增速趋缓。随着行业内生性增长趋缓，预计药品流通行业将进入新一轮的外延并购周期，4 家全国性企业有望进一步拓展全国流通网络覆盖面，区域性流通企业也将继续提升区域覆盖率，行业集中度有望进一步提升；除行业内的兼并重组外，药品流通企业也将通过整合供应链，向上游生产研发服务和下游终端销售服务方向拓展业务，以寻求新的利润增长点。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 11 月 20 日，公司注册资本为

15.44 亿元，其中当代集团持股 25.65%（质押比率为 76.94%），为公司控股股东；艾路明先生合计持有当代集团 25.65% 的股份，同时直接持有公司 0.06% 的股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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度，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。

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”）生产的生育调节药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。截至 2020 年 9 月底，公司及下属子公司拥有 580 个药品生产批文，其中有 41 个独家品种；共有 152 个品种纳入国家基药目录，282 个品种纳入国家医保目录；同时还拥有 80 个 FDA 批准的 ANDA 文号。

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。

3. 技术研发

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。

在药品开发方面，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2019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1678人，其中博士185人，外聘专家36人，享受国务院特殊津贴专家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，夯实并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、皮肤外用等领域全面布局创新药物及仿制药。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。

公司围绕产品线持续推进相关研发项目：创新药方面，一类化药注射用苯磺酸瑞马唑仑于2020年7月正式批准上市，注射用磷丙泊酚二钠处于申报生产阶段，一类化药吗啡-6-葡萄糖苷酸注射液（M6G）、PARP抑制剂、ALK抑制剂、一类生物制品重组质粒-肝细胞生长因子注射液（PUDK-HGF）、二类化药异氟烷注射液等项目有序推进临床试验，二类化药舒芬太尼透皮贴剂获得临床试验批件；仿制药方面，三类化药盐酸阿芬太尼注射液、六类化药盐酸左布比卡因注射液获得生产批件，他达拉非片等

已申报生产，正在审评中；各医药工业子公司推进仿制药一致性评价工作，截至2020年9月底公司已申报34个品规，已有盐酸克林霉素胶囊等9个固体制剂通过评审。

从研发投入来看，2017—2019年，公司研发投入持续增长，分别为6.03亿元、7.60亿元和7.59亿元，占医药制造业务收入的比重分别为8.86%、9.39%和7.81%。

在药品质量方面，公司高度重视产品质量，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。

4. 人员素质

公司高层领导管理经验丰富；公司员工生产人员所占比重高，整体文化素质较高，符合医药生产企业特点。

截至2020年9月底，公司拥有董事、监事、高级管理人员共22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。

李杰先生，中共党员，大学本科，正高级工程师。2003年5月至今任公司董事，2006年9月至2020年4月任公司总裁，2020年4月至今任公司董事长。

邓霞飞先生，中共党员，工学博士。1998年3月至2020年4月任公司副总裁，2000年8月至今任公司董事，2020年4月至今任公司总裁。

截至2020年9月底，公司拥有员工15691人。按照教育程度划分，本科及以上学历占34.36%，大专占33.07%，大专以下占32.57%；按照专业构成划分，生产人员占26.78%，销售人员占35.01%，管理人员占32.81%，研发人员占10.72%。

5. 企业信用记录

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11月25日,公司无未结清不良或关注类信贷信息;已结清信贷信息中有29笔关注类贷款和2笔关注类票据贴现记录。其中1笔关注类贷款金额为1.30亿元,到期日期和结清日期均为2019年5月9日;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;上述两笔关注类贷款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,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。其他关注类贷款和关注类票据贴现均在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。

六、管理分析

公司法人治理结构基本完善,并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。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》及中国其他相关法律法规的规定设立董事会和监事会。股东大会为公司的最高权力机构,董事会是股东大会的执行机构,监事会为监督机构,总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前公司董事会由9名董事组成,其中独立董事3名,董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、战略与发展委员会和内部控制监察委员会;监事会由5名监事组成,其中2名为职工代表。

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制,法人治理结构基本完善,组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求,同时也符合《上市公司治理准则》的要求。

2. 内部管理制度

公司本部下设3个事业部,分别为医药事业部、医疗事业部和呼吸事业部,同时下设行政管理部、财务管理部、人力资源部、投资管理部、企业文化部、法律事务部、公共事务部、医药研究院、战略发展部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日起在公司集团内施行。

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。

在资金管理方面,公司制定了《资金管理办法》,规定内部资金调剂应坚持有偿使用、安全性、流动性、效益性的原则,严格控制风险;各子公司未经授权批准,不得进行对外融资,子公司持续经营或对外投资所需资金,原则上应在内部调剂获得,内部资金调剂由集团总部(公司)财务管理部统筹安排,各子公司之间不得私自拆借。公司未强力推行资金集中归集管控措施,但对下属控股子公司拥有资金调配权。

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。

七、重大事项

1. 企业合并

（1）两性健康业务

公司于2017年5月发布公告，拟与CITIC Capital Cupid Investment Limited共同出资，收购Ansell Ltd.下属全球两性健康业务（无业绩承诺，资金为自筹）。Ansell Ltd.下属全球两性健康业务由海外两性健康业务及国内的武汉杰士邦卫生用品有限公司（以下简称“杰士邦公司”，Ansell Ltd.控股子公司）组成。国内杰士邦公司部分，公司以1.2亿美元收购杰士邦公司54%的股权，从而达到59%控股，CITIC Capital Cupid Investment Limited以0.8亿美元收购杰士邦公司36%的股权；海外两性健康业务部分，由公司全资子公司RFSW Investment Pte. Ltd.（以下简称“人福新加坡”）与CITIC Capital Cupid Investment Limited共同设立Lifestyles Healthcare Pte. Ltd.（以下简称“乐福思健康集团”，原名：RFSW Management Pte. Ltd.，人福新加坡持股比例为60%），由乐福思健康集团以4亿美元（公司出资1.05亿美金，CITIC Capital Cupid Investment Limited出资0.70亿美金，招商银行向人福新加坡提供SPV2.25亿美金并购贷款）收购海外两性健康业务部分。截至2017年10月10日，公司与CITIC Capital Cupid Investment Limited已支付全部股权转让款，所有交易标的已完成交割。2017年10月，公司将持有的杰士邦公司59%的股权作价人民币8.054亿元增资到人福新加

坡。2017年12月，人福新加坡将持有的杰士邦公司59%的股权增资到乐福思健康集团。

经过上述股权变更，公司全资子公司人福新加坡持有乐福思健康集团76.33%的股权，乐福思健康集团持有杰士邦公司59%的股权及海外两性健康业务，从而持有原Ansell Ltd.下属全球两性健康业务。乐福思健康集团对该项目全部投资额为40.39亿元。截至2017年底，乐福思健康集团资产总额为47.19亿元，净资产为26.02亿元，2017年9—12月营业收入为5.22亿元，净利润为-0.33亿元（亏损原因为该公司于2017年9月纳入公司合并报表范围，两性健康业务实现收益3595.67万元，由于当期支付并购费用、业务整合投入增加以及可辨认资产重估增值导致的折旧摊销费用增加，9—12月实现净利润-3327.87万元）。公司此次收购包括杰士邦公司在内的Ansell Ltd.全球包括安全套在内的两性健康业务，可以实现公司在两性健康领域的领导或领先地位。

公司为推动业务聚焦和资产优化，计划出让乐福思集团40%股权，将两性健康业务聚焦至两性健康相关药品的研发、生产和销售领域，新加坡人福2020年11月9日签署《股权转让协议》，拟以2亿美元转让乐福思集团40%股权（非关联交易，CITIC Capital已放弃优先受让权），交易完成后公司仍持有20%股权，但不再将乐福思集团纳入合并范围。本次交易受让方同意受让的乐福思集团股权继续用于前述并购贷的质押担保。上述股权转让交易预计为公司带来4亿元投资收益。截至2020年9月底，乐福思集团资产总额和净资产分别为51.39亿元和28.03亿元，2019年及2020年前三季度分别实现净利润0.46亿元和0.59亿元。

（2）购买宜昌人福13%股权

2020年4月3日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司拟通过发行股份及支付现金方式，向自然人李杰、陈小清、徐华斌购买其合计持有的宜昌人福13%股权（以下简称“标的资

产”）。同时，公司拟向控股股东当代集团发行股份募集配套资金不超过10亿元。

表3 本次交易对公司股权结构的影响

股东名称	本次交易前		本次交易后（不考虑配套融资）	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
当代集团	396079114	29.26%	396079114	25.65%
艾路明	964402	0.07%	964402	0.06%
其他股东	949755272	70.16%	949755272	61.51%
李杰	6144414	0.45%	96948804	6.28%
陈小清	86100	0.01%	77642072	5.03%
徐华斌	675000	0.05%	22635049	1.47%
合计	1353704302	100.00%	1544024713	100.00%

资料来源：公司公告

2020年10月14日，中国证监会印发《关于核准人福医药集团股份有限公司向李杰等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2020〕2562号），核准本次交易。本次新增股份数量为190320411股，发行价格为12.64元/股，本次发行后公司股份数量为1544024713股。本次募集配套资金总额不超过10亿元，扣除相关中介机构费用及相关税费后，拟使用47522.00万元用于宜昌人福“小容量注射剂国际标准生产基地”项目建设，剩余部分补充上市公司流动资金。本次发行股份购买资产由交易对方李杰、陈小清、徐华斌作为业绩承诺方，业绩承诺方承诺宜昌人福2020年、2021年、2022年实现的经审计的税后净利润分别不低于142008.00万元、163107.00万元和185417.00万元。若未实现业绩承诺，承诺方优先以股份支付，不足部分以现金方式补偿。

截至目前，上述交易涉及的购买标的资产的过户事宜已完成，公司对宜昌人福的持股比例升至80%（仍作为其控股股东），公司归属于母公司的所有者权益及归属于母公司的净利润将得以提高。同时，公司的总股本、所有者权益及总资产将有所增加，资产负债率随之下降，进一步优化公司资本结构；伴随宜昌人福

“小容量注射剂国际标准生产基地”项目建成达产，公司盈利水平将得到进一步提升。

2. 大额商誉减值导致经营亏损

根据公司《关于计提全资子公司 Epic Pharma LLC 和 Epic RE Holdco LLC 商誉减值损失以及相关无形资产减值损失的公告》，2018年因市场供需以及竞争格局发生较大变化，Epic Pharma 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、净利润等经营业绩大幅下降。2018年，Epic Pharma 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）。根据《企业会计准则》及相关会计政策的规定，公司对截至2018年12月31日因收购Epic Pharma 和 RE Holdco 形成的商誉以及熊去氧胆酸胶囊药号涉及的无形资产进行了减值测试，发现存在减值迹象。

根据评估报告出具的相关结论，①Epic Pharma 和 RE Holdco 与商誉相关资产组于评估基准日2018年12月31日所表现的可回收价值为5830.22万美元，与包含商誉的资产组账面价值48062.49万美元比较后，确认计提商誉减值损失42232.27万美元，按2018年人民币兑美元平均汇率6.6338折算为人民币280160.43万元，与按2018年末人民币兑美元汇率6.8632折算的289848.51万元之间的差额9688.08万元为外币报表折算差额。②Epic Pharma 其他无形资产熊去氧胆酸药号于评估基准日2018年12月31日所表现的可回收价值为126.44万美元，与账面净值3277.46万美元比较后，确认计提无形资产减值损失3151.02万美元，按2018年人民币兑美元平均汇率6.6338折算为人民币20903.23万元，与按2018年末人民币兑美元汇率6.8632折算的21626.08万元之间的差额722.84万元为外币报表折算差额。

公司本次计提商誉减值损失28.02亿元，计提无形资产减值损失2.09亿元，合计减值损失30.11亿元计入公司2018年度利润表，导致

公司 2018 年度合并报表归属于母公司所有者的净利润减少 30.11 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并报表层面仍有商誉 34.08 亿元，仍存在一定商誉减值风险。

3. 出售资产

现阶段，公司已明确围绕麻醉药品、精神药品、激素药品、天然药物等产品线，发展公司核心业务，结合公司“归核化”发展战略，公司将逐步清理出售非核心医药工商业资产、医疗服务资产、部分金融资产等，不断优化公司的业务结构与资产结构。

2018 年，公司先后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责任公司等公司股权以及中原瑞德生物制品有限责任公司（以下简称“中原瑞德”）剩余 20% 股权，该等资产出售合计实现投资收益 3.12 亿元。

2019 年，公司先后出售所持有的河南人福医药有限公司 100% 股权、武汉珂美立德生物医药有限公司 100% 股权、武汉人福乐雅口腔门诊部有限公司 70% 股权、北京玛诺生物制药股份有限公司 33% 股权以及钟祥市人民医院新院区不动产等资产，累计收回资产转让款约 9 亿元，出售资产相关收益约 2 亿元。

2019 年 12 月 30 日，公司全资子公司人福钟祥医疗管理有限公司（以下简称“钟祥医疗”）与钟祥市兴瑞资产经营管理有限公司（以下简称“兴瑞资产”）签署《资产购买协议》，钟祥医疗将其所有的钟祥市人民医院新院区不动产按工程决算审计的总投资额 9.67 亿元（其中，房屋建筑物及相关配套设施设施总投资为 8.29 亿元，医疗设备及医院建设信息化软件硬件总投资为 1.38 亿元）出售给兴瑞资产。截至 2019 年 12 月 31 日，兴瑞资产累计先行支付部分出售价款人民币 6.70 亿元，8.29 亿元与 6.70 亿元之间的差额部分，钟祥医疗仍享有按此前与钟祥市人民政府约定的 8% 的比例收取管理费（含租赁费）的权利。截至公司 2019 年年报

出具日，公司已收到兴瑞资产支付的价款 7.18 亿元。公司 2019 年度需确认项目损失约 1600 万元。

2020 年以来，除前述乐福思集团 40% 股权出售事项外，公司于 8 月与重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重药集团”）签署《股权转让合同》，以 36200 万元将持有的四川人福医药有限公司（以下简称“四川人福”）70% 股权转让给重药集团，四川人福自 2020 年 8 月起不再纳入公司合并报表范围。四川人福是一家集医院药品纯销、商业分销、医疗器械设备耗材销售等业务于一体的综合性医药商业公司，该公司下辖十多家控股子公司，基本覆盖四川省内各级各类医疗卫生机构。经审计，截至 2019 年底，四川人福资产总额为 22.51 亿元，净资产为 3.70 亿元，2019 年实现营业收入 30.67 亿元，净利润 0.91 亿元。本次出售四川人福 70% 股权，公司将在交易确认当期产生约 2600 万元的非经常性损失，同时公司将收到 3.62 亿元股权转让款、收回四川人福及其子公司借款并减少有息债务约 10 亿元。截至本报告出具日，公司已收到 51% 的股权转让款 1.85 亿元及全部借款 3.23 亿元，剩余 44% 的股权转让款预计将于年底前收回，5% 的股权转让款于 2021 年收回。

总体看，上述资产出售有利于公司进一步改善资产结构，集中发展具有竞争优势的细分领域，符合公司发展战略和长远利益。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来公司医药工商业均获得快速发展，收入规模实现较快增长，同时保持较好的盈利能力，总体经营情况良好；2020 年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入水平有所下降。

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。

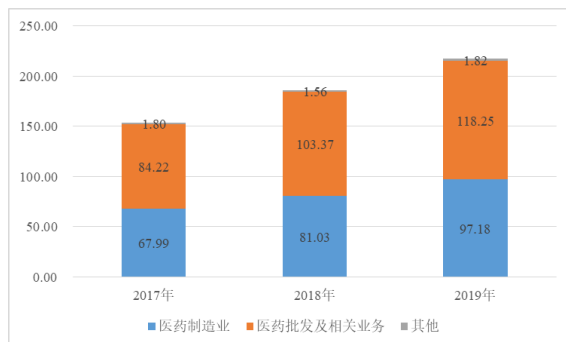
2017—2019年，公司持续加强营销体系建设，完善市场布局，不断优化产品资源与客户结构，实现了工商业并举发展，主营业务收入年均复合增长18.82%。2019年，公司实现主营业务收入217.25亿元，同比增长16.96%。其中，医药制造业务收入较上年增长19.93%至97.18亿元，占主营业务收入的比重为44.73%；医药批发及相关业务收入较上年增长14.39%至118.25亿元，占主营业务收入的比重为54.43%。公司其他业务收入主要来自广州贝龙环保热力设备股份有限公司（以下简称“贝龙环保”），2019年该板块实现收入1.82亿元，对公司收入贡献很小。

毛利率方面，2017—2019年，公司主业经

营较为稳定，主营业务毛利率小幅波动，2019年为39.49%，较上年基本保持稳定。其中，医药制造业毛利率始终保持在较高水平，2019年毛利率较上年上升0.72个百分点至66.42%。受医保控费、国家医保目录调整的影响，2019年公司医药批发及相关业务的毛利率较上年减少2.42个百分点至17.35%。

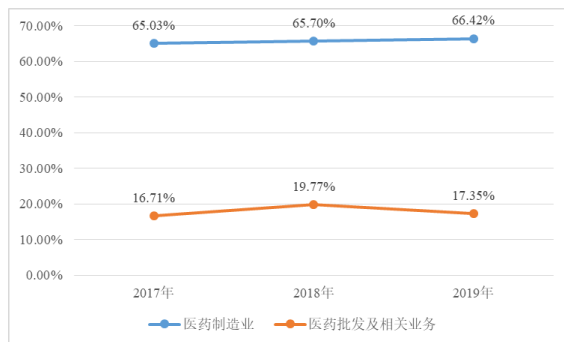
2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现主营业务收入147.99亿元，较上年同期下降7.87%。其中，医药制造业务收入较上年同期增长16.74%；医药批发及相关业务收入同比下降24.35%。同期，受益于医药制造业收入占比的提升，公司主营业务毛利率为42.56%，同比提高3.30个百分点。其中，医药制造业务毛利率同比减少3.24个百分点；医药批发及相关业务毛利率同比减少1.39个百分点。

图3 2017—2019年收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图4 2017—2019年主要业务板块毛利率变化趋势



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表4 2017—2019年及2020年1—9月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2017年			2018年			2019年			2020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	67.99	44.14	65.03	81.03	43.57	65.70	97.18	44.73	66.42	75.39	50.95	67.01
医药批发及相关业务	84.22	54.69	16.71	103.37	55.59	19.77	118.25	54.43	17.35	71.69	48.44	16.90
其他	1.80	1.17	24.40	1.56	0.84	41.25	1.82	0.84	38.02	0.90	0.61	38.16
合计	154.01	100.00	38.13	185.96	100.00	40.03	217.25	100.00	39.49	147.99	100.00	42.56

资料来源：公司提供

表5 主要子公司财务数据（单位：万元）

公司名称	截至2019年底		截至2020年9月底		2019年		2020年1—9月	
	资产总额	所有者权益	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	营业收入	净利润
宜昌人福	523306.08	352002.62	684518.21	456961.81	400551.50	110026.87	342086.71	105028.30

武汉人福	66131.45	54407.27	67429.25	50727.39	59076.85	8073.57	33780.59	4320.12
葛店人福	95638.64	34852.13	110772.90	43212.34	60298.21	8150.71	49425.25	8360.21
新疆维药	52968.15	32645.61	53765.40	38082.60	53235.96	6071.50	42183.65	5436.99
Epic Pharma	200453.16	88942.44	177006.82	93281.68	84109.89	1652.53	63682.37	6626.72
乐福思健康集团	519081.86	281762.75	515608.19	280039.22	192813.12	4544.83	136932.04	5769.32
人福湖北	697398.70	199381.79	774395.98	208105.59	635074.81	14470.11	448963.52	11279.50
北京医疗	154559.77	125283.12	166788.63	132777.56	130695.97	20469.67	69889.05	7494.43

资料来源：公司提供

2. 医药制造

近年来，公司主要产品市场占有率保持稳定，医药制造业务整体经营情况良好，2020年以来受疫情影响较小。未来，随着公司神经系统用药新产品上量及产品多科室终端推广和海外业务的逐步发展，公司收入及利润有望持续增长。

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 2017—2019年及2020年1—9月公司医药制造板块按治疗领域划分的主要收入及毛利率情况

（单位：亿元、%）

业务	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
神经系统用药	27.97	81.82	35.78	85.18	44.58	85.72	36.61	85.34
生育调节药	4.20	47.29	5.08	46.11	5.98	48.05	4.89	45.52
维吾尔民族药	3.72	73.22	4.30	76.59	5.32	80.19	4.20	81.38

资料来源：公司提供

表7 近年来公司主要产品产量情况

治疗领域	产品名称	产量			
		2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
神经系统用药	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按2ml:0.1mg折算）	4107.30	3207.74	3291.08	2736.10
	枸橼酸舒芬太尼注射液（万支，按1ml:50ug折算）	4251.97	3810.27	5398.59	2337.55
	注射用盐酸瑞芬太尼（万支，按1mg折算）	1407.79	1858.77	2348.92	1401.32
	咪达唑仑注射液（万支，按2ml:2mg折算）	857.93	1212.48	1533.66	1713.57
	盐酸氢吗啡酮注射液（万支）	137.86	203.48	344.32	344.04
生育调节药	米非司酮制剂（万盒）	634.28	532.56	572.74	414.57
	黄体酮原料药（kg）	48735.86	84443.77	83832.87	79268.62
抗生素	硫酸新霉素原料药（万十亿）	148.30	62.81	136.87	156.91

资料来源：公司年报

表8 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）			
		2017年	2018年	2019年	2020年1—9月	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
神经系	枸橼酸芬太尼注射液（万支，按	3757.09	2992.81	3157.84	1958.58	28.50	27.75	27.81	27.27

统用药	2ml:0.1mg 折算)								
	枸橼酸舒芬太尼注射液 (万支, 按 1ml:50ug 折算)	3504.44	3898.35	4553.83	3544.01	345.55	345.18	344.88	344.75
	注射用盐酸瑞芬太尼 (万支, 按 1mg 折算)	1328.39	1692.09	2006.16	1642.27	381.93	382.33	380.32	380.13
	咪达唑仑注射液 (万支, 按 2ml:2mg 折算)	1094.30	1132.43	1359.01	1557.58	61.71	62.86	64.65	63.72
	盐酸氢吗啡酮注射液 (万支)	103.57	178.94	266.11	299.59	548.72	551.76	564.03	568.14
生育调 节药	米非司酮制剂 (万盒)	621.46	559.45	567.83	386.49	17.00	16.78	17.69	17.15
	黄体酮原料药 (kg)	43654.17	86768.74	88223.00	74806.99	16.81	17.82	16.27	18.68
抗生素	硫酸新霉素原料药 (万十亿)	142.53	70.05	135.85	148.42	1.46	1.44	1.44	1.31

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

近年来，公司神经系统用药持续保持行业领先地位，且多科室拓展效益显现，神经系统用药销售收入逐年增长，2019年为44.58亿元，较上年增长24.59%；占医药制造板块收入45.87%。其中，宜昌人福的非手术科室实现销售收入近6亿元，较上年同期增长约50.00%。

2020年1—9月，公司神经系统用药实现销售收入36.61亿元，同比增长18.59%，主要系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销量增长所致。同期，芬太尼系列三个产品的产量同比均有所下降，主要受新冠肺炎疫情导致停工停产的影响，随着复工复产的逐步推进，现已恢复正常水平。从销量来看，2020年1—9月，除枸橼酸芬太尼注射液销量同比有所下降外，其他产品销量同比均有不同程度的增长，主要系芬太尼为经营多年的老品种，市场容量有限，公司将更多的资源投入核心品种市场建设所致。

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、武汉人福、Epic Pharma等，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。2018年10月，注射用盐酸瑞芬太尼首次进入

国家基药目录。2020年以来，宜昌人福先后获得一类化药注射用苯磺酸瑞马唑仑和三类化药盐酸阿芬太尼注射液的药品注册批件；瑞马唑仑为超短效受体激动剂，临床用于结肠镜、胃镜诊疗和全麻诱导；盐酸阿芬太尼注射液为麻醉类重磅仿制药，宜昌人福已实现量产，成为国内首家拥有芬太尼全系列产品（芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼、阿芬太尼）的生产企业。

表9 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2020年9月底，公司已具备年产小容量注射液6亿支、冻干粉针2000万瓶、片剂50亿片、颗粒剂2000万袋、胶囊2.5亿粒、糖浆及口服液1000万瓶的生产能力。

宜昌人福（公司持有其80%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。2019年，宜昌人福实现营业收入40.06亿元，同比增长27.51%；实现净利润11.00亿

元，同比增长 37.37%。

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。截至 2020 年 9 月底，该公司拥有生产批件 62 个，17 个品种被列入国家医保目录，其中列入甲类医保目录 7 个，主要产品有奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液等。2019 年，武汉人福实现营业收入 5.91 亿元，同比下降 11.71%；实现净利润 0.81 亿元，同比增长 6.71%。

生育调节药

2017—2019 年，公司生育调节药销售收入持续增长，2019 年为 5.98 亿元，同比增长 17.72%；占医药制造板块收入的 6.15%。2020 年 1—9 月，公司生育调节药实现销售收入 4.89 亿元，同比增长 16.08%。

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 12000 平方米，拥有 3000 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。2019 年，葛店人福实现营业收入 6.03 亿元，同比增长 18.32%；实现净利润 0.82 亿元，同比增长 31.53%。

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%。2019 年，因葛店人福原料药老厂区的产能受限及调整产品结构影响，黄体酮原料药产销量基本保持稳定。

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 73.25% 股权）注册资本 2000.00 万元，是国家重点高新技术企业，截至 2020 年 9 月底拥有 20 个国药准字产品文号，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。2019 年，新疆维药实现营业收入 5.32 亿元，同比增长 23.68%；实现净利润 0.61 亿元，同比增长 4.60%。

近年来，新疆维药继续加大疆外市场的开发力度，收入实现较快增长，2019 年，公司维吾尔民族药销售收入为 5.32 亿元，较上年增长 23.72%；占医药制造板块收入的 5.47%。2020 年 1—9 月，维吾尔民族药实现销售收入 4.20 亿元，同比增长 1.55%。

两性健康业务

公司两性健康业务以控股子公司乐福思健康集团（公司持有其 60.00% 股权）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%。2019 年，乐福思健康集团实现营业收入 19.28 亿元，同比增长 16.31%；实现净利润 0.45 亿元，同比增长 39.03%，主要系国内线上业务快速发展，安全套产品毛利率上升所致。

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。2019 年，随着美国普克新产品的研发投入和市场渠道建设投入持续加大，美国普克和武汉普克合计净利润同比下降 48% 至 0.15 亿元。

Epic Pharma 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，Epic Pharma 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，Epic Pharma 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，Epic Pharma 在挖掘已有产品潜力和加快新产品上市的基础上，依托成熟销售平台与国内外企业开展经销合作，2019 年，Epic Pharma 实现营业收入 8.41 亿元，较上年增长 86.58%；实现净利润 0.17 亿元，较上年实现扭亏为盈。

截至 2019 年底，公司境外资产 72.98 亿元，占总资产的比重为 20.84%，主要为 Epic Pharma、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。总体看，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。

结算方式上，公司一般采用电汇付款、银行承兑汇票和信用证方式，其中电汇的付款方式为即时到账，银行承兑汇票付款时间为 3~6 个月，信用证的付款时间一般为 90~180 天。

（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交流会议，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收购全球两性健康业务，公司海外销售收入占比持续提升。

表 10 近年来公司海外销售占比情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
收入（亿元）	18.40	22.37	27.22
占比（%）	11.95	13.67	12.53

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

3. 医药商业

近年来公司抓住“两票制”政策机遇，持续完善市场布局，且加强内部合作与资源整合，医药商业板块发展较快。联合资信同时关注到，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。

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。湖北人福医药集团有限公司（以下简称“人福湖北”，公司持有其 83.52% 股权，根据增资协议的远期回购约定，公司持有其 100.00% 权益）和北京巴瑞医疗器械有限公司（公司持股 80.00%，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。人福湖北目前下辖 20 多家控股子公司，现已形成“1 家省级平台公司+16 家市级公司+N 家市级特色经营公司”的业务格局，全面覆盖湖北省内各级各类医疗卫生机构。截至 2020 年 9 月底，人福湖北上游客户 1450 家，与省内 250 个乡镇卫生院、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，业务中有 80% 以上终端客户为医院。2019 年，人福湖北积极调整产品业务结构，提升经营效率，实现营业收入 63.51 亿元，同比增长 14.31%；实现净利润 1.45 亿元，同比增长

16.56%。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，疫情期间，人福湖北承担起疫情防控应急医疗物资的全省采购配送任务，保持了高效运营，有力地支持了湖北省及武汉市的疫情防控保障工作。

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。截至 2020 年 9 月底，北京医疗现已与京津冀区域内 80 家三级以上的重点医院建立合作，经销的主要产品有罗氏的生化免疫诊断产品、分子诊断产品、组织病理系列产品和生命科学产品，此外还经销 ABSCIEX 质谱设备、illumina 高通量测序仪、ThermoFisher 过敏原检测产品等。2019 年，受到医保控费等政策以及供应商提高产品供应价格影响，北京医疗实现营业收入 13.07 亿元，同比下降 2.10%；实现净利润 2.05 亿元，同比下降 15.51%。

从销售模式来看，公司医药流通板块的销售终端以医院纯销为主，其次是商业调拨及药店零售方面。2019 年，医院纯销占公司医药流通收入比重为 86.72%，商业调拨占 11.85%，药店零售占 1.43%。

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，对公司运营资金形成一定占用。

4. 经营效率

近年来，公司经营效率稳中有升，整体水平尚可。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数均呈小幅上升趋势，三年加权平均值分别为 2.89 次、3.92 次和 0.57 次，2019 年分别为 3.04 次、0.62 次和 3.98 次。

5. 未来发展

公司未来将继续聚焦核心业务，发展战略有一定可行性；未来投资规模不大。

公司长期坚持“做医药健康领域细分市场领导者”的发展战略，按照产品线的发展思路，聚焦核心业务并形成具有竞争优势的业务板块，优化资产运营效率，扩大国际业务规模，成为国内领先的医药企业集团。

医药制造方面，公司将继续强化麻醉药核心业务，做大新优势板块，大力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、其他神经系统用药、维吾尔民族药、皮肤外用用药、呼吸系统用药等）两大业务板块，以创新药为先导，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，公司将扩大国际业务规模。面向全球医药市场进行产业布局，发展国际化业务（含国内外合作）板块；一方面加快推进成熟市场、新兴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。

研发方面，公司计划打造高效研发体系和现代化市场体系。一方面通过优化集团研发体系、科学选题立项、强化过程管理、引进高端领军人才，提高整体研发实力，形成合理的产品线研发梯队；另一方面根据终端市场及行业政策，不断调整优化业务模式，按照产品线进行市场队伍建设，为培育“大品种”打好基础。

医药商业方面，公司将通过强化管理提质增效，立足现有核心业务谨慎发展医药商业网络，做具有区域性优势的“医疗机构综合服务商”。在此基础上，公司将坚决清理出售非核心资产或低效资产，加强核心人才队伍建设，降低资产负债率，不断优化公司的业务结构与资产结构。

在建工程方面，截至 2020 年 9 月底，公司主要在建项目总投资 13.88 亿元，已完成投资 10.99 亿元，未来投资规模不大。

表 11 截至 2020 年 9 月底公司在建及拟建项目未来投资计划（单位：亿元）

项目名称	资金来源		总投资	截至 2020 年 9 月底投资额	2020 年 10-12 月剩余投资额
	自筹	贷款			
宜昌三峡制药硫酸新霉素产业基地项目	26000.00	20000.00	46000.00	45124.00	876.00
宜昌妇幼新院区项目	39000.00	0.00	39000.00	18685.00	20315.00
宜昌人福出口基地研发项目	31000.00	0.00	31000.00	30568.00	432.00
宜昌人福冻干制剂国际标准生产基地项目（冻干粉针一线项目）	22800.00	0.00	22800.00	15506.00	7294.00
合计	118,800.00	20000.00	138,800.00	109883.00	28917.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2020 年三季度财务报告未经审计。

从公司财务报表合并范围看，截至 2017 年底，公司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 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 169 家，较上年底减少 7 家，其中非同一控制下企业合并 3 家，新设 4 家，处置 11 家，注销 3 家。截至 2020 年 9 月底，公司纳

入合并范围的子公司共 157 家，较 2019 年底增加 8 家、减少 20 家。近年来，公司处于对外并购投资与业务资产优化整合的战略调整期，公司持续清理出售非核心的医药工商业资产、医疗服务资产、部分金融资产等，合并范围变动较为频繁，对公司财务分析的可比性有一定影响。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为350.13亿元，所有者权益合计为20139.97亿元（含少数股东权益38.45亿元）。2019年，公司实现营业收入218.07亿元，利润总额17.79亿元。

截至2020年9月底，公司（合并）资产总额为349.25亿元，所有者权益合计为139.79亿元（含少数股东权益40.03亿元）。2020年1—9月，公司实现营业收入148.46亿元，利润总额13.89亿元。

2. 资产质量

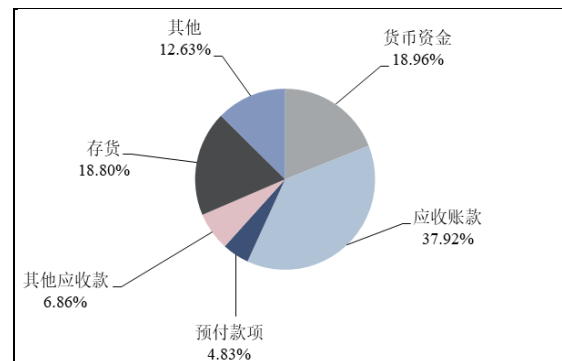
公司实施“归核聚焦”战略，资产规模由高速增长趋于稳定；应收账款规模大，对公司资金形成一定占用；无形资产和商誉受Epic Pharma 2018年业绩下滑影响发生大额减值，考虑到减值后占资产总额的比重仍较大，未来仍存在一定减值风险。

近年来，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。2018年，公司开始实施“归核化”战略，积极推进业务聚焦与资产优化。截至2019年底，公司合并资产总额为350.13亿元，较上年底略有下降；其中流动资产占49.30%，非流动资产占50.70%，公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产有所增长，年均复合增长率为7.45%。截至2019年底，公司流动资产合计172.63亿元，较上年底略有增长，主要由货币资金、应收票据及应收账款和存货构成。

图5 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，随着公司偿还债务，货币资金呈下降态势。截至2019年底，公司货币资金为34.38亿元，较上年底下降12.35%，主要系债券到期兑付现金支出增加所致。其中，银行存款占70.45%，其他货币资金占29.35%。公司其他货币资金均为受限资金，其中为公司及子公司借款提供质押的保证金2.45亿元，票据承兑保证金、信用证保证金、保函保证金7.61亿元。

截至2019年底，公司交易性金融资产5.93亿元，主要为权益投资工具，系公司执行新金融工具准则，从原有的“可供出售金融资产”重分类至“交易性金融资产”。

近年来，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的医院终端账期较长影响，公司应收账款快速增长。截至2019年底，公司应收账款账面价值为68.78亿元，较上年底增长1.45%。公司应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账准备1.14亿元，计提比例1.63%；公司应收账款前五大欠款方合计金额为8.22亿元，占应收账款总额的11.75%，集中度一般。

2017—2019年，公司其他应收款有所下降，年均下降8.10%。截至2019年底，公司其他应收款为12.45亿元，较上年底下降14.16%，主要由非备用金（占90.29%）和备用金构成；公司计提其他应收款坏账准备3.98亿元，计提比例24.22%。从账龄看，账龄在1年以内的占50.22%，1~2年的占10.36%，

2~3 年的占 25.38%，账龄在 3 年以上的占 14.04%，账龄较上年有所延长。从集中度看，其他应收款前 5 名单位欠款合计占其他应收款的 32.18%，集中度较高。

表 12 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例	账龄
宜昌三峡普诺丁生物制药有限公司	1.39	8.45	3 年以内
湖北武环建设有限公司	1.28	7.76	2 至 3 年
湖北省嘉隆科技有限公司	1.00	6.09	2 至 3 年
武汉当璟商业管理有限公司	0.91	5.55	1 年以内
深圳市集利企业管理有限公司	0.71	4.33	1 年以内
合计	5.29	32.18	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货规模不断增长。截至 2019 年底，公司存货为 34.10 亿元，较上年底增长 5.85%，主要由原材料及包装物（占 19.43%）、在产品（占 11.80%）和产成品及库存商品（占 68.57%）构成；公司共计提存货跌价准备 0.23 亿元，计提比例为 0.68%，计提比例很低。

(2) 非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产有所下降，年均复合下降 6.84%。截至 2019 年底，公司非流动资产为 177.51 亿元，较上年底下降 3.38%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 6.26%）、长期股权投资（占 15.56%）、固定资产（占 28.17%）、无形资产（占 13.88%）和商誉（占 21.38%）构成。

2017 年底和 2018 年底，公司可供出售金融资产分别为 4.14 亿元和 11.74 亿元。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 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 2.5247% 的股权，该项交易于 2018 年末完成监管部门审批、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。由于会计准则调整，截至 2019 年底，“可供出售金融资产”科目重分类至“交易性金融资产”和“其他权益工具投资”（主要为对华泰保险的投资 7.52 亿元）。

2017—2019 年，公司长期应收款波动增长。截至 2019 年底，公司长期应收款为 11.12 亿元，较上年底下降 11.46%，公司长期应收款主要由分期收款销售商品 2.73 亿元、医院保证金 4.81 亿元和长期权益的往来款 3.83 亿元构成，累计计提坏账准备 0.26 亿元。

2017—2019 年，公司长期股权投资分别为 31.79 亿元、27.28 亿元和 27.61 亿元。截至 2019 年底，公司长期股权投资为 27.61 亿元，较上年底增长 1.24%。公司长期股权投资主要由天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）股权 14.69 亿元（已全部质押）、中煤科工金融租赁股份有限公司（以下简称“中煤科工”）股权 4.32 亿元及汉德人福股权 6.04 亿元构成。

2017—2019 年，公司固定资产不断增长，年均复合增长率为 9.33%。截至 2019 年底，公司固定资产为 50.01 亿元，较上年底增长 12.48%，主要系在建工程完工转入固定资产所致。公司固定资产以房屋及建筑物（占 59.93%）和机器设备（占 32.00%）为主，累计计提折旧 19.73 亿元；固定资产成新率 72.65%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程波动下降。截至 2019 年底，公司在建工程为 8.21 亿元，较上年底下降 41.39%，主要系钟祥人民医院新院区项目、杭州福斯特天然药物医药原料药及其中间体建设项目、年产 3500 万盒维吾尔药品生产建设项目等工程达到预定可使用状态转入固定资产所致。

2017—2019 年，公司无形资产不断下降，年均复合下降 10.27%。截至 2019 年底，公司无形资产为 24.63 亿元，较上年底下降 11.25%，主要系公司处置部分沉淀土地资产所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 26.41%）、商标及品牌（占 38.63%）、客户关系（占 12.14%）构成。如果未来土地价格下降或公司失去经营许可权等，可能会导致公司无形资产产生减值风险。

2017—2019 年，公司商誉分别为 64.75 亿元、37.99 亿元和 37.95 亿元。2018 年，子公司 Epic Pharma 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、净利润等经营业绩大幅下降，公司计提商誉减值损失 28.02 亿元；截至 2019 年底，公司商誉较上年底变化不大，主要系公司对杭州加尔铁进出口有限公司、杭州诺嘉医疗设备有限公司等子公司计提商誉减值准备 0.63 亿元所致。公司商誉规模较大，若未来业务整合不到位或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。

表 13 截至 2019 年底公司主要商誉构成

被购买方名称	商誉账面原值 (亿元)	商誉减值准备 期末余额(%)
北京巴瑞医疗器械有限公司	6.23	--
四川人福医药有限公司(原名:成都万隆亿康医药有限公司)	2.88	0.62
Epic Pharma, LLC	28.75	28.59
两性健康业务	24.74	--

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额为 349.25 亿元，规模与结构均与 2019 年底基本持平。其中，公司长期股权投资较上年底增加 7.30 亿元，主要系本期对天风证券追加 6.75 亿元的投资所致（公司对天风证券的持股比例增加至 12.06%）；商誉较上年底下降 3.87 亿元，主要系公司处置四川人福后商誉相应减少所致。

截至 2020 年 9 月底，公司所有权或使用

权受到限制的资产共计 44.30 亿元，占资产总额的 12.68%，受限比例一般；具体构成如下表所示。

表 14 截至 2020 年 9 月底公司受限资产情况

项目	金额(万元)
货币资金	41834.23
应收账款	102210.67
长期应收款	10811.26
其他权益工具投资	75237.33
长期股权投资	138463.24
固定资产	67747.12
无形资产	6715.11
合计	443018.96

资料来源：公司提供

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

近年来，受永续债兑付和资产减值影响，公司所有者权益规模有所下降；公司所有者权益中资本公积、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性尚可。

2017—2019 年，受永续债兑付和无形资产及商誉减值影响未分配利润影响，公司所有者权益有所下降。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 139.97 亿元，较上年底下降 1.93%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.53%，少数股东权益占比为 27.47%。归属于母公司所有者权益 101.52 亿元，股本、资本公积和未分配利润分别占 13.33%、48.26% 和 30.10%。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 139.79 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，其他权益工具科目余额为零，系永续中票“17 人福 MTN001”兑付所致。

(2) 负债

公司负债规模有所增长，以流动负债为主；债务规模增长较快，以短期债务为主，公司面临短期偿债压力。

2017—2019 年，公司整体的负债规模波动增长，年均复合增长率为 5.73%。截至 2019

年底，公司负债总额为210.16亿元，较上年底基本持平。其中，流动负债占75.30%，非流动负债占24.70%。公司负债以流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长率为10.15%。截至2019年底，公司流动负债为158.24亿元，较上年底下降3.61%。公司流动负债主要由短期借款（占43.72%）、应付票据（占8.45%）、应付账款（占12.72%）、其他应付款（占11.96%）、一年内到期的非流动负债（占6.13%）和其他流动负债（占12.09%）构成。

2017—2019年，公司短期借款快速增长。截至2019年底，公司短期借款为69.19亿元，较上年底增长17.61%，主要系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55.77%；其次为信用借款和质押借款，占比分别为24.12%和12.84%。

2017—2019年，公司应付票据波动增长，年均复合增长率为46.93%。截至2019年底，应付票据为13.37亿元，较上年底下降5.60%，主要系公司加强备货，各子公司通过银行票据支付采购款减缓现金流出所致。公司应付票据以银行承兑汇票为主。

2017—2019年，公司应付账款变化不大。截至2019年底，公司应付账款为20.13亿元，较上年底增长3.53%。从账龄来看，截至2019年底，公司应付账款账龄在1年以内的占89.83%。

2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长率为18.71%。截至2019年底，公司其他应付款为18.86亿元，较上年底下降2.07%，主要由往来款（占63.23%）和应付期间费用（占24.48%）构成。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长率为31.80%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为9.70亿元，较上年底下降43.75%，主要系

公司偿付到期的一年内到期的应付债券所致。

2017—2019年，公司其他流动负债分别为32.00亿元、25.00亿元和19.13亿元。截至2019年底，公司其他流动负债包含两期短期融资券“19人福CP001”和“19人福CP002”以及三期超短期融资券“19人福SCP002”“19人福SCP003”和“19人福SCP004”。

2017—2019年，公司非流动负债有所波动。截至2019年底，公司非流动负债为51.92亿元，较上年底增长9.65%。公司非流动负债主要由长期借款（占78.45%）、递延收益（占8.86%）和递延所得税负债（占8.73%）构成。其中，长期借款为40.73亿元，较上年底增长5.35%，主要由质押借款（占40.21%）和保证借款（占50.09%）构成。

截至2020年9月底，公司负债合计209.47亿元，较2019年底变化不大，但非流动负债占比较2019年底提升10.42个百分点至35.12%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中，公司短期借款和长期借款分别较2019年底增长12.88%和41.70%至78.10亿元和52.81亿元；公司于2020年3月和4月分别发行公司债券“20人福01”（4.50亿元）和中期票据“20人福（疫情防控债）MTN001”（5.00亿元），增加应付债券9.74亿元。

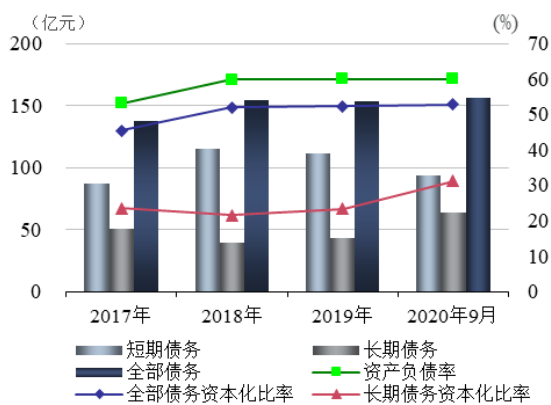
有息债务方面，2017—2019年，公司债务规模波动增长，截至2019年底，公司全部债务为153.49亿元，较上年底变化不大。其中，短期债务占72.23%，长期债务占27.77%。公司于2017年4月发行5亿元永续中票“17人福MTN001”，计入所有者权益，若将该永续中票调整计入全部债务核算，截至2019年底，公司全部债务为158.47亿元。截至2020年9月底，公司全部债务合计156.56亿元，较2019年底变化不大；其中长期债务占比提升至40.36%，公司债务结构有所改善。

表15 截至2019年底公司有息债务期限结构概况（单位：亿元）

项 目	一年（含）以内	一年至两年（含）	两年至三年（含）	三年至四年（含）	四年至五年（含）	五年以上（含）
短期债务	110.86	--	--	--	--	--
长期借款	--	8.76	5.13	2.59	1.99	4.33
长期应付款	--	1.47	0.43	--	--	--
合计	110.86	10.23	5.56	2.59	1.99	4.33

资料来源：公司提供，联合资信整理

图3 近年来公司债务结构及债务指标情况



资料来源：联合资信整理

从债务指标看，2017—2019年，公司资产负债率和全部债务资本化比率呈上升态势，长期债务资本化比率有所波动，上述指标三年加权平均值分别为58.54%、50.81%和22.81%。截至2019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分别为60.02%、52.30%和23.34%，较上年底分别上升0.31个百分点、0.33个百分点和1.82个百分点。截至2020年9月底，公司资产负债率为59.98%，较2019年底变化不大；全部债务资本化比率较2019年底略有上升至52.83%；长期债务资本化比率较上年底明显提升，为31.13%。

4. 盈利能力

受益于业务规模的扩张，公司收入规模持续增长，费用控制能力有待加强；2018年受资产减值影响，出现大幅亏损，但公司主业经营稳定，盈利能力保持较好水平。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对公司生产经营带来一定不利影响，随着复产复工的实现，公司2020年前三季度的收入和利润水平总体变化不大。

2017—2019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18.82%。2019年，公司实现营业收入218.07亿元，同比增长17.03%；营业成本131.88亿元，同比增长17.82%。

2017—2019年，公司营业成本复合增长率为17.43%，增幅低于营业收入；公司营业利润率有所波动，分别为37.16%、39.15%和38.81%。

近三年，随着公司业务规模的扩大及人工费用、利息支出等的增加，公司期间费用规模呈上升趋势，对利润形成一定侵蚀。2017—2019年，公司期间费用（含研发费用）占营业收入的比重分别为30.17%、32.47%和31.21%。2019年，公司期间费用总额为68.06亿元，同比增长12.49%，主要系销售费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为58.74%、19.75%、8.69%和12.83%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为39.97亿元，同比增长10.05%，主要系公司持续加强队伍建设、市场准入、渠道拓展、临床应用等工作，销售费用随销售规模的扩大而增加所致；管理费用为13.44亿元，同比增长6.93%；研发费用为5.91亿元，同比增长22.11%，主要系公司持续增加研发投入所致；财务费用为8.73亿元，同比增长29.07%，主要系公司利息支出上升所致。2019年，公司期间费用占营业收入的比重为31.21%，同比略有下降，期间费用对利润侵蚀明显，公司费用控制能力有待提高。

2017—2019年，公司资产减值损失分别为1.36亿元、32.25亿元和2.18亿元，其中2018年公

司资产减值损失规模较大，包括商誉减值损失28.94亿元、无形资产减值损失2.09亿元和坏账损失为1.14亿元。

2017—2019年，公司分别实现投资收益19.45亿元、3.35亿元和2.99亿元，对利润形成一定补充。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（实现投资收益2.65亿元）所致；2019年投资收益主要来自处置长期股权投资产生的投资收益。

2017—2019年，受投资收益和资产减值损失变化影响，公司利润总额波动较大。2019年，公司利润总额为18.40亿元。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为7.51%和9.66%，同比分别上升11.67个百分点和23.40个百分点。

2020年1—9月，公司实现营业收入148.46亿元，同比下降7.81%；营业利润率为41.83%，较上年略有下滑。同期，公司期间费用（含研发费用）48.29亿元，较上年同期略有减少，占营业收入的比重为32.53%。其中，销售费用为27.34亿元，同比下降8.38%；研发费用为5.17亿元，同比增长22.22%，主要系公司稳步推进产品创新，持续增加研发投入所致；财务费用和管理费用同比变动不大。2020年1—9月，公司利润总额为13.89亿元，与上年同期基本持平。

5. 现金流

近年来，公司加大经营资金回笼力度，经营性净现金流快速增长；自2018年以来，公司实施“归核聚焦”战略，对外投资规模有所下降且对非核心资产进行处置，但考虑到公司主业经营需要和存续债务接续，公司仍存在较大外部融资需求。

经营活动方面，随着公司业务规模的扩大，2017—2019年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长率为14.30%。2019年，公司经营活动现金流入量为227.54亿元，同比增长18.02%，一方面系公司加大应收账款催款力度，加速现金回流；另一方面系前期处置的子公司在并表期间的往来款按协议约定收回，同时收到2018年因出售中原瑞德20%的股权预缴的企业所得税的退税款所致。2017—2019年，公司经营活动产生现金流出量年均复合增长9.18%，增速低于经营活动现金流入量的增速。2019年，公司经营活动现金流出量为207.16亿元，同比增长10.92%，主要系公司经营业务规模扩大导致采购支出、市场投入增加以及职工薪酬增长所致。综合上述影响，2017—2019年，经营活动产生的现金流量净额快速增长，分别为0.38亿元、6.03亿元和20.38亿元。同期，公司现金收入比分别为108.77%、98.87%和100.34%，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，近年来，公司持续推进归核化战略，处置部分非核心资产，投资活动现金流入量规模较大，但呈下降趋势。2019年，公司投资活动现金流入量为10.69亿元（主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额），同比下降5.70%。除资产处置外收回现金外，公司对外投资规模亦呈收缩态势，2019年，投资活动现金流出量为11.22亿元（主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金），同比下降24.70%，主要系公司对外投资减少，同时随着在建工程陆续转固，购建固定资产、无形资产支出减少所致。近三年，公司投资活动产生的现金流量虽变现为净流出，但流出规模快速收窄，2019年为-0.53亿元。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-41.01亿元、2.46亿元和19.85亿元。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流入量保持较大规模，三年分别为156.69亿元、130.44亿元和163.85亿元。2019年，公司筹资活动现金流入量为163.85亿

元,同比增长 25.61%,主要系资金需求量有所增长,各类银行贷款增加所致。2017—2019 年,公司筹资活动产生的现金流出量快速增长,2019 年,公司筹资活动现金流出量为 192.48 亿元,同比增长 40.82%,主要系偿还有息债务增加所致。近三年,公司筹资活动现金净流量分别为 50.68 亿元、-6.25 亿元和-28.63 亿元。

2020 年 1—9 月,公司经营活动现金流入量为 154.24 亿元,同比增长 3.76%,其中销售商品、提供劳务收到的现金与上年同期基本持平;公司经营活动现金流出量同比增长 4.14%至 144.29 亿元;综合作用下,公司经营活动产生的现金流量净额为 9.96 亿元,同比变化不大;同期,公司现金收入比为 95.72%。2020 年 1—9 月,公司投资活动产生的现金流量净额为 -10.72 亿元,支出缺口较上年同期明显增加,主要系公司及子公司参与天风证券股份有限公司配股所致;公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.16 亿元,同比增长 120.75%,主要系上半年公司为复工复产增加银行贷款及减少债券兑付支出所致。

6. 偿债能力

公司长短期偿债指标表现一般,但考虑到公司细分行业地位突出,主营业务经营情况良好,融资渠道畅通等因素,公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力方面,2017—2019 年,公司流动比率和速动比率呈波动下降趋势,三年加权平均值分别为 108.64%和 87.92%,2019 年底分别为 109.09%和 87.54%;现金短期债务比分别为 0.51 倍、0.38 倍和 0.38 倍;经营活动现金净流量不断增长带动经营现金流动负债比不断上升,三年分别为 0.29%、3.67%和 12.88%。截至 2020 年 9 月底,公司流动比率和速动比率均较 2019 年有所上升,分别为 123.59%和 98.78%;现金短期债务比为 0.41 倍。

长期偿债能力方面,2017—2019 年,公司 EBITDA 分别为 40.27 亿元、-1.80 亿元和 32.25 亿元;全部债务/EBITDA 分别为 3.42 倍、-85.93

倍和 4.75 倍,EBITDA 利息倍数分别为 7.18 倍、-0.24 倍和 3.39 倍。

截至 2020 年 9 月底,公司共获得各商业银行授信额度 186.87 亿元,尚未使用额度为 64.66 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。

截至 2020 年 9 月底,公司无对外担保。

7. 本部财务概况

公司本部为控股平台型公司,无收入来源,且承担了主要的融资职能,债务负担很重;下属子公司经营平稳,公司本部持有一定规模可变现性强的股权、资产处置计划稳步推进且融资渠道较为畅通,上述因素有效提升了公司本部的偿债能力。

截至 2019 年底,公司本部资产总额为 165.48 亿元,较上年底下降 4.31%。其中,流动资产为 46.10 亿元(占 27.86%),非流动资产为 119.38 亿元(占 72.14%)。截至 2019 年底,公司本部流动资产主要由货币资金(占 15.76%)和其他应收款(占 72.49%)构成。其中,其他应收款主要为与下属子公司的往来款构成,较上年底下降 36.28%,主要系对武汉人福医药有限公司的往来款转为对其增资所致。公司本部非流动资产主要为长期股权投资(占 88.28%),其中对子公司投资 84.61 亿元,对联营、合营企业投资 20.78 亿元。

表16 截至2019年底公司本部对联营、合营企业投资前五名概况(单位:亿元)

项 目	期末余额
天风证券股份有限公司	12.31
中煤科工金融租赁股份有限公司	4.32
上海天阗投资合伙企业(有限合伙)	3.31
武汉光谷人福生物医药创业投资基金中心(有限合伙)	0.40
武汉人福生物医药产业投资基金中心(有限合伙)	0.36

注:2020年3月,公司本部参与天风证券配股,配股完成后,截至2020年3月底,公司本部持有天风证券6.80亿股股票(其中质押比例为76.92%),对天风证券持股比例为10.20%

资料来源:联合资信整理

截至 2019 年底，公司本部负债总额 88.62 亿元，较上年底增长 8.26%。其中，流动负债 86.15 亿元（占 97.22%），非流动负债 2.47 亿元（占 2.78%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 33.37%）、其他应付款（占 39.79%）和其他流动负债（占 22.21%）构成，非流动负债主要由长期应付款（占 55.79%）、递延收益（占 22.13%）和递延所得税负债（占 22.08%）构成。截至 2019 年底，公司本部全部债务 32.70 亿元，较上年底下降 23.26%，资产负债率为 53.55%，较 2018 年底上升 6.22 个百分点，全部债务资本化比率为 40.28%，较上年底下降 2.33 个百分点。公司本部负债水平较高。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 76.86 亿元，较上年底下降 15.60%。其中，股本为 13.54 亿元（占 17.61%）、资本公积为 51.42 亿元（占 66.90%）、未分配利润为 3.86 亿元（占 5.02%）、盈余公积为 3.96 亿元（占 5.15%），所有者权益稳定性较好。

2019 年，公司本部未产生营业收入，实现投资收益 6.32 亿元；实现利润总额 1.95 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 29.94 亿元和 9.00 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 20.94 亿元；公司本部投资活动产生的现金流量净额为 4.36 亿元；公司本部筹资活动现金产生的现金流量净额为 -35.57 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司本部资产总额 171.36 亿元，较 2019 年底增长 3.56%；所有者权益 67.10 亿元，较 2019 年底下降 12.70%，主要系永续中期兑付所致；全部债务 54.09 亿元，较 2019 年底小幅增长；公司本部获得各商业银行授信额度 66.62 亿元，尚未使用额度 26.08 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据拟发行规模为 6 亿元，占 2020 年 9 月底公司全部债务和长期债务的比

重分别为 3.83%和 9.50%。

截至 2020 年 9 月底，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分别为 59.98%、52.83%和 31.13%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务，本期中期票据发行后，公司实际债务指标变化不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行规模的 29.03 倍、32.13 倍和 37.92 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行规模的 0.06 倍、1.00 倍和 3.40 倍。2017 年和 2019 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 6.71 倍和 5.39 倍。

十一、债权保护条款分析

中债增担保实力极强，有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

1. 担保条款

中债增根据编号为 GJ-YW(2020)012(1) 号的信用增进函就本期中期票据存续期公司应偿还的不超过人民币 6 亿元本金、相应票面利息，因公司未履行或未完全履行向票据持有人的兑付义务而产生的违约金和实现债权的费用，提供不可撤销的连带责任保证。

2. 担保人担保能力分析

中债增于 2009 年 9 月经由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司（原国网资产管理有限公司）、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢集团有限公司、中银投资资产管理有限公司（原北京万行中兴实业投资有限公司）共同发起设立，注册地为北京，注册资本 60.00 亿元人民币。中国人民银行对中债增开展信用增进业务进行监管，中国银行间市场交易商协会对中债增开展信用增进

业务进行自律管理。

中债增成立以来，按照债券市场信用增进及风险管理专业服务的提供商、债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者、债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者的定位，始终致力于信用增进产品创新和制度创新，推动信用风险分散分担机制建设，面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务，缓解中小企业融资难困境，不断打造自身经营特色。

截至 2019 年底，中债增尚在责任期内增信项目 128 个，涉及企业 83 家，尚在增信责任期内增信余额 958.34 亿元。

截至 2019 年底，中债增资产总额为 150.47 亿元，所有者权益为 101.74 亿元；2019 年，中债增实现营业收入 13.51 亿元，净利润 6.61 亿元。

截至 2020 年 9 月底，中债增资产总额为 168.74 亿元，所有者权益为 119.72 亿元；2020 年 1—9 月，中债增实现营业收入 13.08 亿元，净利润 7.34 亿元。

经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

3. 本期中期票据担保能力

本期中期票据发行规模为 6 亿元，占中债增 2020 年 9 月底资产总额的 3.56%；2019 年及 2020 年 1—9 月，中债增分别实现净利润 6.61 亿元和 7.34 亿元，对本期中期票据的覆盖程度较高。

十二、 结论

随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

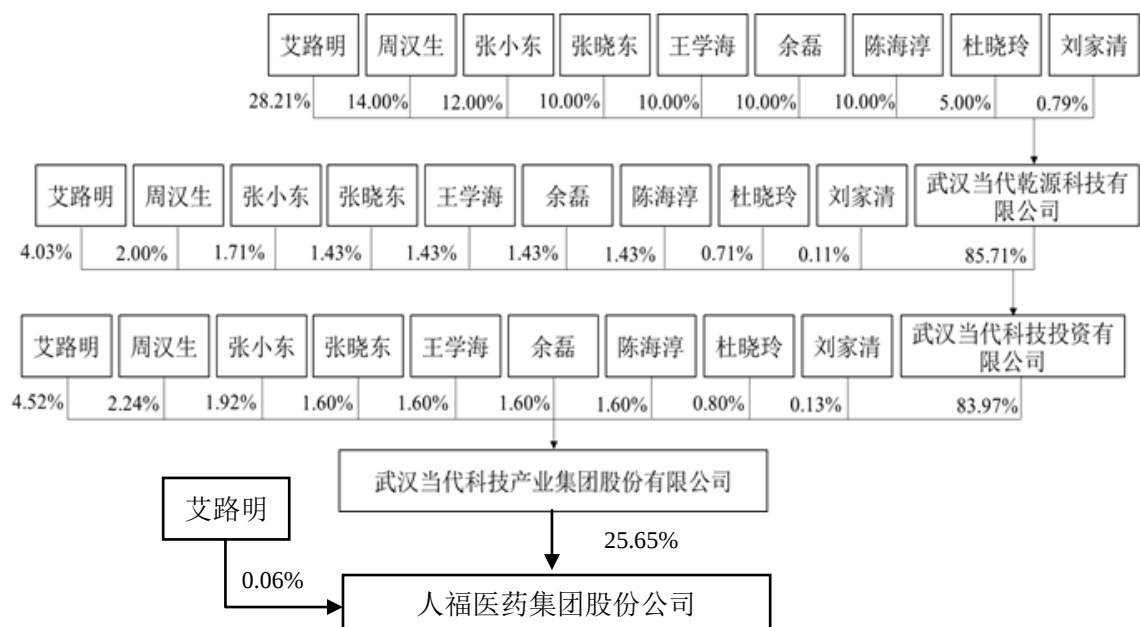
公司作为国内麻醉药品的龙头生产企业及主要生育调节药品生产企业之一，产品种类丰富，主导产品市场占有率高，技术研发实力强。

公司整体资产质量高，主业盈利能力极强；有息债务以短期债务为主，且 2018 年受大额商誉减值影响，利润总额呈现亏损。随着处于领导地位的神经系统用药、生育调节药、维吾尔族药等产品销售规模的提升，美国仿制药和全球两性健康业务快速发展，医药商业的区域规模优势逐步凸显，公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力好。中债增为本期中期票据提供不可撤销的连带责任保证，有效提升了本期中期票据的信用水平。

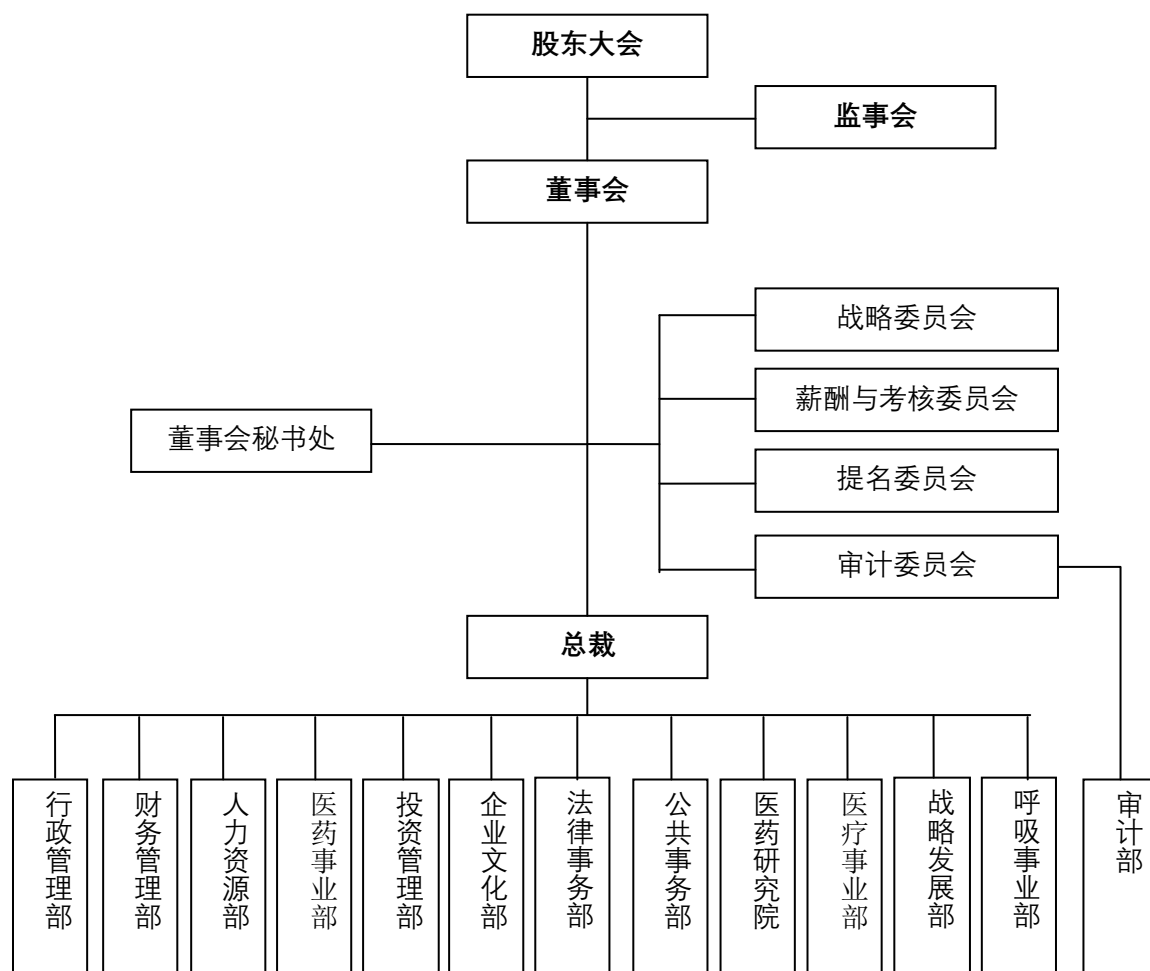
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 11 月 10 日人福医药集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底人福医药集团股份公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	40.40	37.39	32.26	34.34
资产总额（亿元）	354.06	354.23	350.13	349.25
所有者权益（亿元）	166.06	142.72	139.97	139.79
短期债务（亿元）	87.04	115.28	110.86	93.38
长期债务（亿元）	50.81	39.14	42.63	63.18
全部债务（亿元）	137.85	154.42	153.49	156.56
营业收入（亿元）	154.46	186.34	218.07	148.46
利润总额（亿元）	29.47	-14.77	17.79	13.89
EBITDA（亿元）	40.27	-1.80	32.35	--
经营性净现金流（亿元）	0.38	6.03	20.38	9.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.85	2.82	3.04	--
存货周转次数（次）	3.95	3.82	3.98	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.53	0.62	--
现金收入比（%）	108.77	98.87	100.34	95.72
营业利润率（%）	37.16	39.15	38.81	41.83
总资本收益率（%）	9.43	-4.16	7.51	--
净资产收益率（%）	13.96	-13.74	9.66	--
长期债务资本化比率（%）	23.43	21.52	23.34	31.13
全部债务资本化比率（%）	45.36	51.97	52.30	52.83
资产负债率（%）	53.10	59.71	60.02	59.98
流动比率（%）	114.65	103.87	109.09	123.59
速动比率（%）	94.39	84.24	87.54	98.78
经营现金流流动负债比（%）	0.29	3.67	12.88	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.33	0.29	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	7.18	-0.24	3.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.42	-85.93	4.75	--

注：1.2020 年三季度财务数据未经审计；2.现金类资产中已剔除受限货币资金；3.短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；4.2017 年底、2018 年底和 2019 年底所有者权益中分别包含永续债 20 亿元、20 亿元和 5 亿元
 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/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	19.75	16.19	12.54	11.30
资产总额 (亿元)	190.53	172.93	165.48	171.36
所有者权益 (亿元)	113.82	91.06	76.86	67.10
短期债务 (亿元)	14.70	39.31	32.70	32.30
长期债务 (亿元)	15.07	3.30	0.00	21.79
全部债务 (亿元)	29.77	42.61	32.70	54.09
营业收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	16.23	-18.31	1.95	-2.27
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-4.29	-10.22	20.94	8.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	/	/	/	--
存货周转次数 (次)	0.00	0.00	/	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	/	/	/	/
营业利润率 (%)	/	/	/	/
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	11.58	-20.91	2.59	--
长期债务资本化比率 (%)	11.69	3.50	0.00	24.51
全部债务资本化比率 (%)	35.18	42.61	40.28	44.63
资产负债率 (%)	40.26	47.34	53.55	60.85
流动比率 (%)	112.04	87.38	53.50	54.30
速动比率 (%)	112.04	87.38	53.50	54.30
经营现金流流动负债比 (%)	-7.02	-13.11	24.30	--
现金短期债务比 (倍)	0.42	0.26	0.24	0.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 2020 年三季度财务数据未经审计; 2. 短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券; 3. 2017 年底、2018 年底和 2019 年底所有者权益中分别包含永续债 20 亿元、20 亿元和 5 亿元
 资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	浙江海正药业股份有限公司	深圳市百业源投资有限公司	天士力医药集团股份有限公司	人福医药集团股份有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
企业性质	地方国有企业	民营企业	民营企业	民营企业
综合毛利率（%）	42.97	63.33	31.23	39.52
销售债权周转次数（次）	6.67	3.68	1.71	3.04
财务数据时点	2019 年			
资产总额（亿元）	214.66	340.35	240.12	350.13
所有者权益（亿元）	76.83	186.91	118.62	139.97
营业收入（亿元）	110.72	121.47	189.98	218.07
利润总额（亿元）	5.07	20.62	13.31	17.79
经营活动现金流净额（亿元）	6.98	25.16	16.80	20.38
资产负债率（%）	64.21	45.08	50.60	60.06

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 人福医药集团股份有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

人福医药集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

人福医药集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对人福医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，人福医药集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注人福医药集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现人福医药集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对人福医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如人福医药集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对人福医药集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与人福医药集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。