

信用等级公告

联合〔2020〕1349号

联合资信评估有限公司通过对深圳市百业源投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“17 百业源 MTN002”“17 百业源 MTN003”“18 百业源 MTN001”“19 百业源 MTN001”“19 百业源 MTN002”和“20 百业源 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月十七日



深圳市百业源投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项 目	本次级 别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
深圳市百业源投 资有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
17 百业源 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
17 百业源 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 百业源 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 百业源 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 百业源 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 百业源 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期兑付 日
17 百业源 MTN002	3.5 亿元	3.5 亿元	2020/07/17
17 百业源 MTN003	3.5 亿元	3.5 亿元	2020/08/24
18 百业源 MTN001	5.5 亿元	5.5 亿元	2021/02/12
19 百业源 MTN001	7 亿元	7 亿元	2021/01/14
19 百业源 MTN002	4 亿元	4 亿元	2021/11/06
20 百业源 MTN001	4 亿元	4 亿元	2022/04/13

评级时间: 2020 年 6 月 17 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	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

评级观点:

深圳市百业源投资有限公司(以下简称“公司”)作为一家投资控股型企业,实际控制两家医药行业上市公司健康元药业集团股份有限公司(以下简称“健康元”)和丽珠医药集团股份有限公司(以下简称“丽珠集团”)。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映其所属医药行业发展潜力较大,公司产品种类丰富,重点产品市场占有率高,技术研发实力突出等竞争优势。跟踪期内,公司收入规模稳步增长,整体盈利保持良好水平。同时,联合资信也关注到医保控费等政策下公司部分药品销量下滑,药品价格面临下行压力,保健品销售承压,期间费用对利润侵蚀较大,权益稳定性较弱及公司本部债务负担重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来,公司将进一步完善产业链,积极引进和开发新产品,挖掘现有产品的潜力,制定实施重点产品推广计划,推动公司持续稳定发展。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“17 百业源 MTN002”“17 百业源 MTN003”“18 百业源 MTN001”“19 百业源 MTN001”“19 百业源 MTN002”和“20 百业源 MTN001”的信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 公司经营业绩稳步增长。2019 年,核心子公司健康元和丽珠集团近年来收入规模持续增长,盈利能力良好。

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	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：王喜梅 邢霖雪

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

2. **产品结构和业务布局多元化，重点产品形成一定市场优势。**公司产品涵盖制剂产品、原料药、诊断试剂及设备、保健品等多个医药细分领域，并在抗肿瘤用药、辅助生殖用药、消化道用药等多个治疗领域形成一定市场优势。
3. **研发投入持续加大，新药研发进程加快，研发竞争力增强。**跟踪期内，公司重点研发平台——抗体技术、吸入制剂和微球缓释在研项目取得有效进展，研发投入持续加大。
4. **公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强，现金类资产对一年内到期债券保障能力较强。**

关注

1. **受医药行业政策影响，公司部分药品销售承压。**近年来受医保控费、限制辅助用药等政策影响，公司部分产品销量下滑，且随着医药改革的深入推进，预计药品价格仍将面临下行压力；中国保健品行业增长整体放缓且监管趋严，公司保健品销售持续承压。
2. **可供出售金融资产投资规模大，但现阶段收益较小。**截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 41.05 亿元，占资产总额的 12.06%，目前投资收益较小，关注未来投资回报。
3. **期间费用高企，对利润侵蚀较大。**2019 年，公司期间费用率为 48.33%，对利润侵蚀较大，费用控制仍需加强。
4. **权益稳定性较弱。**公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。
5. **母公司无经营性收入，债务负担重。**作为投资控股型企业，母公司盈利能力弱，债务负担重，资产流动性有待提升，未来存在一定集中偿付压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	115.27	122.52	141.54	118.12
资产总额(亿元)	302.64	335.48	340.35	322.44
所有者权益(亿元)	164.67	180.47	186.91	192.54
短期债务(亿元)	48.73	70.95	62.49	50.93
长期债务(亿元)	30.92	31.07	34.02	21.14
全部债务(亿元)	79.65	102.02	96.51	72.07
营业收入(亿元)	109.58	113.77	121.47	31.97
利润总额(亿元)	59.51	12.55	20.62	5.75
EBITDA(亿元)	69.59	23.41	31.00	--
经营性净现金流(亿元)	17.99	17.61	25.16	4.86
营业利润率(%)	60.19	59.76	61.99	62.49
净资产收益率(%)	28.29	6.09	9.23	--
资产负债率(%)	45.59	46.21	45.08	40.29
全部债务资本化比率(%)	32.60	36.11	34.05	27.24
流动比率(%)	171.54	171.61	183.96	184.83
经营现金流动负债比(%)	18.88	15.76	23.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.01	5.90	8.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.14	4.36	3.11	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	52.93	70.01	75.35	73.19
所有者权益(亿元)	10.17	9.69	9.93	9.66
全部债务(亿元)	41.46	57.37	62.51	61.13
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.64	-1.05	0.42	-0.27
资产负债率(%)	80.78	86.16	86.82	86.80
全部债务资本化比率(%)	80.30	85.55	86.29	86.35
流动比率(%)	144.60	124.65	139.05	98.54
经营现金流动负债比(%)	-18.05	3.69	19.24	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；现金类资产已扣除受限部分

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 百业源 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/03/23	王喜梅 邢霖雪	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（V3.0.201907）	阅读全文
19 百业源 MTN001/18 百业源 MTN001/17 百业源 MTN003/17 百业源 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/07/02	孔祥一 王喜梅	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
19 百业源 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/05/31	孔祥一 王喜梅	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
19 百业源 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/01/04	孔祥一 王喜梅 邢霖雪	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
17 百业源 MTN002/17 百业源 MTN003/18 百业源 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/06/26	孔祥一 王喜梅 邢霖雪	医药制造企业主体信用评级方法（2017 年） 医疗保健行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 百业源 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017/12/08	孔祥一 刘嘉敏 邢霖雪	医药制造企业信用评级分析要点（2015 年） 医疗保健行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 百业源 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017/08/16	孔祥一 刘嘉敏 邢霖雪	医药制造企业信用评级分析要点（2015 年） 医疗保健行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 百业源 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2017/03/28	孔祥一 刘嘉敏	医药制造企业信用评级分析要点（2015 年） 医疗保健行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳市百业源投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市百业源投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）成立于 1999 年 1 月 21 日，原名为“深圳市百业源实业有限公司”。1999 年 9 月 13 日，焦作市成功化学制品有限公司将其持有的公司股权转让给公司实际控制人朱保国先生，转让后公司出资人情况为：朱保国出资 450 万元，占注册资本总额的 90%；刘广霞出资 50 万元，占注册资本总额的 10%。1999 年 10 月 13 日，公司注册资本增加至 8000 万元，其中：朱保国先生出资 7200 万元，占注册资本总额的 90%；刘广霞女士出资 800 万元，占注册资本总额的 10%。2001 年 6 月 12 日，公司名称变更为现名。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8000 万元，其中朱保国先生占 90%，刘广霞女士占 10%，两者为夫妻关系；公司实际控制人为朱保国先生。

公司经营范围：投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）。

截至 2020 年 3 月底，公司本部设法律部、研究发展部、投资部、项目管理部、行政人事部和财务部 6 个职能部门。公司拥有全资、控股一级子公司 5 家，主要经营实体为上市公司健康元药业集团股份有限公司（以下简称“健康元”，股票代码为 600380.SH，截至 2020 年 3 月底，公司持股 50.36%，质押率 26.02%）和健康元下属上市公司丽珠医药集团股份有限公司（以下简称“丽珠集团”，股票代码：000513.SZ 及 1513.HK，截至 2020 年 3 月底，健康元持股

23.66%，无质押）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 340.35 亿元，所有者权益为 186.91 亿元（含少数股东权益 132.04 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 121.47 亿元，利润总额 20.62 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 322.44 亿元，所有者权益为 192.54 亿元（含少数股东权益 136.93 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.97 亿元，利润总额 5.75 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区高新北区朗山路 17 号健康元药业大厦 314 室；法定代表人：朱保国。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司存续期中期票据概况如表 1 所示，募集资金均已按照规定用途使用完毕，上述债券跟踪期内均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 百业源 MTN002	3.50	3.50	2017/7/17	2020/7/17
17 百业源 MTN003	3.50	3.50	2017/8/24	2020/8/24
18 百业源 MTN001	5.50	5.50	2018/2/12	2021/2/12
19 百业源 MTN001	7.00	7.00	2019/1/14	2021/1/14
19 百业源 MTN002	4.00	4.00	2019/11/6	2021/11/6
20 百业源 MTN001	4.00	4.00	2020/4/13	2022/4/13
合计	31.50	31.50	--	--

注：19百业源MTN002和20百业源MTN001尚未到付息日

资料来源：公开资料整理

四、宏观经济与政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下

滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计

同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. 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，GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017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

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增

长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增

速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019

年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2

月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加

强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确

定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 行业概况

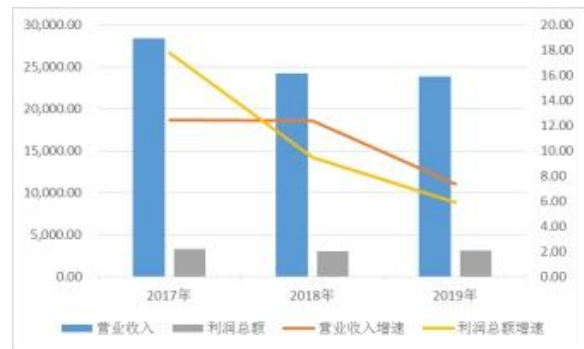
中国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

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”两大主题深化医药行业变革。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，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表3 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	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

		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	
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)试验品种的通告》	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《关于优化药品注册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, 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, 利好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, 并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
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录药品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	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,

		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	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、原辅料质量控制技术、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

资料来源:联合资信整理

3. 行业关注

(1) 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。

(2) 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。

(3)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。

4. 未来发展

未来，医药市场将持续扩容、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。

随着药品消费水平的快速提高，社会保障体系的不断完善，再加上我国人口数量的增长以及城镇化、老龄化趋势，未来医药制造仍将保持稳定的发展趋势。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8000 万元，其中朱保国先生占 90%，刘广霞女士占 10%，公司实际控制人为朱保国先生。

2. 企业规模与竞争力

公司产品种类丰富，涵盖制剂产品、化学原料药、保健品、诊断试剂及设备等多个医药细分领域，部分医药品种形成一定市场优势。

公司是集医药、保健品研发、生产、销售为一体的综合性集团，全资、控股一级子公司共 5 家，其中健康元是其主要经营实体。公司

产品种类丰富，涵盖中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂、食品、保健食品、化妆品等多个领域。公司产业链完整，其生产的中西药制剂等产品长期稳占全国药品制剂市场前列，其中消化道用药、抗肿瘤用药和抗微生物用药为三大优势品种，生殖用药（促性激素）近年也成为主要的利润来源之一。

截至 2020 年 3 月底，健康元（包含下属子公司）共拥有 525 个药品批准文号，57 个保健品批准文号，其中 114 个品种进入新版基药目录，86 个品种进入低价药目录，196 个品种进入《2019 版医保目录》。2019 年 8 月，国家医疗保障局（以下简称“医保局”）发布了新版《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“新版《医保目录》”），经统计，公司共有 196 个产品纳入新版《医保目录》，其中甲类 97 个，乙类 99 个，包括注射用美罗培南、艾普拉唑肠溶片、注射用醋酸亮丙瑞林微球、参芪扶正注射液等主要产品。2019 年 11 月 28 日，医保局发布《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》（医保发〔2019〕65 号），丽珠集团注射用艾普拉唑钠被纳入新版《医保目录》“协议期内谈判药品部分”，且丽珠集团与医保局医疗保障事业管理中心就有关事项签署了《2019 年国家医保药品目录谈判准入及支付标准协议》。

公司主要经营主体为健康元及其子公司丽珠集团。截至 2019 年底，健康元资产总额 254.38 亿元，所有者权益合计 173.84 亿元；2019 年，健康元实现营业收入 119.80 亿元，利润总额 21.78 亿元。截至 2020 年 3 月底，健康元资产总额 238.92 亿元，所有者权益 180.00 亿元；2020 年 1-3 月，健康元实现营业收入 31.87 亿元，利润总额 6.78 亿元。

表 4 公司主要产品概况

主要产品名称	主要治疗领域	适应症/功能主治	是否纳入国家基本药物目录	是否纳入医保目录	
				国家	省级
参芪扶正注射液	抗肿瘤	益气扶正	未纳入	纳入	
注射用美罗培南	抗微生物	适用于敏感菌引起的 呼吸系统感染、腹内 感染、泌尿、生殖系 统感染、骨、关节及皮肤、软组织感染等	未纳入	纳入	
尿促卵泡素	促性激素	促排卵	未纳入	未纳入	纳入
注射用醋酸亮丙瑞林微球	促性激素	子宫内膜异位症, 子宫肌瘤, 乳腺癌等	未纳入	纳入	
鼠神经生长因子	神经修复	治疗视神经损伤	未纳入	新退出	
艾普拉唑肠溶片	消化道	治疗十二指肠溃疡	未纳入	纳入	
注射用艾普拉唑钠	消化道	消化性溃疡出血	未纳入	新进入	

资料来源：联合资信整理

近年来，公司通过不断深化营销体制改革，调整产品结构，大力推进重点产品销售。其中，参芪扶正注射液是国家二类中药新药，是国家食品药品监督管理局成立后批准的第一个、也是目前为止唯一一个中药大输液新品种，其功效为益气扶正，用于肺癌、胃癌的辅助治疗。丽珠得乐系列产品在全国消化道药物领域具有较高知名度；公司生殖领域药物销售规模位列行业前三，特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素和绒毛促性激素，其中注射用尿促卵泡素（商品名“丽申宝”）使用独有的 LH 单抗亲和层析技术，公司是国内最早开发该项纯化技术并获得生产批件的企业，产品纯度达到 95% 以上；注射用醋酸亮丙瑞林微球是治疗子宫内膜异位和中枢性性早熟等疾病的药物，目前国内仅有丽珠集团和北京博恩特药业有限公司生产。

3. 技术与研发水平

公司以自主创新及高壁垒仿创为研发理念，重点研发平台—抗体技术、吸入制剂和微球缓释在研项目取得有效进展，近年来研发投入持续加大，研发竞争力增强。

公司坚持以抗体技术平台、微球缓释技术平台及呼吸给药技术平台等特色和创新研发技术平台为突破，聚焦抗肿瘤、促性激素、消化、神经及呼吸等领域布局，形成了较为清晰的产

品研发管线。

截至目前，公司各领域研发总体情况如下：化药及中药制剂已立项并开展临床前研究项目 38 项，已申报临床项目 8 项，处于临床研究项目 8 项，已申报生产项目 12 项。公司共开展一致性评价项目 22 项，其中 8 项已完成申报。生物药领域：共有 9 个项目在研，其中申报生产 1 项，临床研究项目 3 项，处于临床前研究项目 3 项。诊断试剂领域：化学发光平台 5 个在研项目，其中 4 个项目已进入注册阶段；分子核酸平台 5 个在研项目，其中 3 个项目进入注册阶段；自免多重平台 11 个项目，其中 3 个项目已进入注册阶段；荧光层析平台 3 个项目，均处于临床研究阶段。原料药领域在研项目共 47 项，特医及功能食品在研 13 项，保健食品在研 18 项，已申报注册及备案 14 项，已获得备案批件 3 项。2019 年，健康元及下属子公司共申请国内专利 82 项，其中发明专利 51 项，获得国内专利授权 45 项，申请国外专利 3 项，获得国外专利授权 2 项。

重点研发项目方面：（1）丽珠单抗技术平台主要品种注射用重组人绒毛促性素已申报生产，并已完成国家局临床现场核查，正在进行生产现场核查准备工作；重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液已完成 I 期临床，正在进行 III 期临床试验，临床入组顺利；重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液正在进行 Ib

期临床试验，入组已完成；注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体正在进行 Ib 期临床试验，目前已启动四个临床中心；治疗用新型长效肿瘤靶向细胞因子药物已完成 IND 申请。（2）吸入制剂研发平台主要品种复方异丙托溴铵吸入溶液和盐酸左沙丁胺醇吸入溶液获得注册批件；异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂、吸入用布地奈德混悬液、乙酰半胱氨酸吸入溶液及异丙托溴铵吸入溶液已申报生产；妥布霉素吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液、沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂正在临床试验中；盐酸氨溴索吸入溶液已获得临床试验批件。（3）微球缓释技术平台主要品种注射用醋酸亮丙瑞林微球（3 个月）获临床批件，注射用醋酸奥曲肽微球（1 个月）申报生产，注射用阿立哌唑微球（1 个月）申报临床。目前，公司在继续推进原有吸入给药技术平台、抗体技术平台、微球缓释技术平台的同时，逐步布局脂微乳技术平台，并开展对多肽类糖尿病药物、特殊医学用途配方食品等领域的开发研究。

2015 年，丽珠集团获批筹建国家级长效微球技术国家地方联合工程研究中心。公司下属二级企业均配备了技术支持部门和研究开发部门，其中利民制药研究所是国家中药现代化工程技术研究中心的注射剂研究所和中试基地。2018 年 1 月，焦作健康元生物制品有限公司“高效聚合物吸附分离材料的微结构调控与资源化应用关键技术”及丽珠集团利民制药厂“中药和天然药物的三萜及其皂苷成分研究与应用”分别获得国务院颁发的国家科学技术进步二等奖。

表 5 2017-2019 年公司研发投入情况

年度	2017 年	2018 年	2019 年
研发投入（亿元）	7.05	8.54	10.66
主营业务收入（亿元）	107.11	111.55	119.03
所占比例（%）	6.58	7.65	8.96

资料来源：公司提供

公司对技术研发重视程度较高，2017—

2019 年研发投入持续增长，2019 年研发投入占主营业务收入比重达到 8.96%。

4. 人员素质

公司高管专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置合理，整体文化素质较高，符合医药生产企业特点。

公司高管人员共 3 人，其中总经理 1 人、常务副总经理 1 人、财务经理 1 人。

公司董事长兼总经理朱保国先生，1962 年生，大学本科学历。曾任河南新乡水性树脂研究所所长、河南省飞龙精细化学制品有限公司副董事长兼总经理，于 1992 年起历任公司总经理、副董事长、董事长，现任健康元董事长并兼任丽珠集团董事长、鸿信行有限公司（健康元股东）董事。

公司常务副总经理李楠女士，大学本科学历。曾任职于广发银行股份有限公司，健康元药业集团股份有限公司，于 2018 年起任公司常务副总经理。

公司财务经理田丽丽女士，大学本科学历。曾任联邦制药国际控股有限公司会计、健康元会计主管，于 2017 年 3 月起担任公司财务经理。

截至 2020 年 3 月底，公司员工共计 11822 人。按职能划分，生产人员占 47.40%、销售人员占 20.50%、技术人员占 18.00%、行政人员占 11.90%、财务人员占 2.20%；按教育程度划分，本科及以上学历占 29.30%、大专学历占 26.70%、大专以下学历占 44.00%。

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：G1044030500578740C），截至 2020 年 5 月 18 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、人员构成等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主业突出，跟踪期内经营保持稳定，毛利率保持较高水平。药品（含制剂）业务作为公司主要收入及利润来源，经营规模逐步扩张。2020年一季度受新冠肺炎疫情冲击，公司收入及毛利率同比略有下滑。

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖化学原料药、化学制剂药、中药制剂药、诊断试剂及设备、保健品，涉及抗感染、消化道、泌尿系统、生殖系统、精神和神经系统等领域。

从收入构成看，公司形成了以药品板块为主，保健品板块为辅的业务布局。2019年公司实现营业收入121.47亿元，同比增长6.77%。2019年，制剂药、原料药、诊断试剂及设备分别实现营业收入74.87亿元、35.06亿元和7.54亿元，分别同比增长10.06%、1.71%和8.18%。受市场竞争加剧及行业政策影响，公司保健品收入呈下滑趋势，2019年为1.53亿元。煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2019年分别实现营业收入1.53亿元和0.94亿元。

从毛利率看，2019年公司综合毛利率为63.33%，较上年增加2.05个百分点。2019年，

公司药品（含制剂）毛利率为64.64%，同比增加2.13个百分点，其中原料药产品通过优化产品工艺，降低生产成本，同时加大布局附加值较高的高端特色原料药品种带动该板块毛利率逐步提升，2019年为35.24%；制剂药毛利率为78.75%，同比减少0.48个百分点，主要系部分药品受医保控费等因素影响，收入下滑所致；保健品毛利率相对稳定，2019年为60.81%。煤炭及相关产品业务收入来自孙公司拜城县众维煤业有限公司（以下简称“众维煤业”），2019年，该业务毛利率为45.10%。公司其他业务收入主要来源于涿州京南永乐高尔夫俱乐部有限公司以及零星原材料、半成品的处置等，2019年，部分子公司经营亏损导致毛利率为负。

2020年初，国内新冠病毒肺炎疫情爆发，各级医疗卫生机构门诊及住院量下降，非疫情相关处方下降，公司部分药品销售受到不同程度影响。2020年1—3月，公司营业收入为31.97亿元，同比下降5.35%；其中药品（含制剂）板块收入同比下降4.00%至32.59亿元，制剂药销售收入20.68亿元，同比下降4.33%；保健品业务收入进一步下滑，当期实现收入0.40亿元，同比下降40.31%。同期，公司综合毛利率为63.67%，同比下降1.72个百分点。

表6 近年来公司营业收入构成及毛利率情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
保健品	21233.06	20474.96	15345.59	3952.50	58.69	60.99	60.81	68.24
药品（含制剂）	1049351.87	1094601.34	1174658.63	312808.78	65.67	62.51	64.64	64.77
其中：制剂药	679057.62	680208.88	748652.71	206821.13	80.67	79.23	78.75	78.13
原料药	306712.17	344652.65	350563.03	90983.88	25.35	29.90	35.24	34.66
诊断试剂及设备	63582.08	69739.81	75442.89	15003.77	58.05	60.58	61.11	63.10
煤炭及相关产品	16945.45	16069.13	15345.65	931.99	55.70	42.56	45.10	-20.86
其他	8225.99	6517.51	9354.10	1971.93	-82.21	-97.64	-66.31	-79.16
总计	1095756.37	1137662.95	1214703.97	319665.20	61.84	61.28	63.33	63.67

资料来源：公司提供

2. 药品板块

药品（含制剂）业务为公司主要收入和利润来源，跟踪期内稳健增长。化学原料药

经营持续向好；受医保控费和辅助用药承压影响，公司中药制剂重点产品参芪扶正注射液销售收入持续下滑；随着消化道、促性腺

激素等化学制剂产品的快速增长，化学制剂板块在公司营业收入中的占比提升，接力中药制剂成为公司业绩增长的主要驱动力。

（1）原材料采购

公司对原材料采购注重对效率、质量及成本的综合考虑。原料、辅料、包装材料由下属各生产企业根据生产进度进行采购备货。公司制定有严格的质量标准和采购管理制度，并严格要求下属各生产企业按 GMP 标准组织采购。公司与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。公司内部建立有评价体系与价格档案，便于及时掌握市场信息，实行比质比价采购。采购定价方面，原、辅料、内包材参照实时市场价格，以议价方式进行最终定价。

公司药品板块主要对外采购豆油、玉米淀粉、谷朊粉等农副产品，丙酮、钨碳、四氢呋喃等溶剂类原料，中药材，大环内酯类原料，头孢抗生素类原料，喹诺酮类原料，肽类激素类原料，洛韦类等。其中，农副产品采购地主要集中在山东、河北、山西、河南、东北等农业发达省份，并采用期货实时价格核算方式，严格控制实物存量。同时，为保证药材供应质量，公司在山西、甘肃等地专门建设生产基地，按照 GAP（中药材生产质量管理规范）标准，采用基因指纹图谱监控等现代生物技术及现代农业技术进行党参、黄芪的规范化、标准化种植生产，为参芪扶正注射液产品提供稳定的药材来源。2011 年二级子公司丽珠集团投资成立文山三七种植有限公司，以保证中药材三七供应的稳定。近年来，中药材价格波动较大，为控制成本，公司与供应商协商在每年药材收购季节支付一部分订金，供应商将公司全年所需药材进行储备，以保证全年药材价格稳定。

（2）生产与销售

公司药品板块采取市场需求为导向组织生产的原则，具体方式为：由公司销售部门对市场需求情况进行调查并制订销售计划，综合考

虑公司各产品库存数量和各产品生产线的产能情况等因素，决定公司当月各产品的生产数量和产品规格；同时，根据生产计划和原材料的库存量决定原材料的采购。最终生产计划经公司经营管理层审核后下达，并由公司生产技术部门具体负责组织实施。

公司销售体系架构按照药品销售渠道分为医院、药店、社区及县级以下乡镇卫生院，销售模式以自建队伍为主、招商为辅。近年来，公司加强应收账款管理，对不同客户采取不同的收款策略，目前总体回收期约为 45 天。

化学原料药

公司化学原料药生产平台包括深圳海滨制药有限公司（以下简称“海滨制药”）、焦作健康元生物制品有限公司（以下简称“焦作健康元”）、子公司丽珠集团之子公司丽珠合成制药有限公司（以下简称“丽珠合成制药”）、丽达药业有限公司（以下简称“丽达药业”）、丽珠集团新北江制药股份有限公司（以下简称“新北江制药”）、丽珠集团福州福兴医药有限公司（以下简称“福兴医药”）以及古田福兴医药有限公司。公司原料药主要产品包含美罗培南等碳青霉烯类原料药、7-ACA 等头孢系列原料药以及部分其他类原料药。

公司原料药生产装备水平和生产质量管理在国内处于中上等水平，其中子公司焦作健康元在国内最先采用酶法生产 7-ACA，为行业生产工艺从化学法向环保酶法转型做出了贡献。因投入大、建设周期长、技术门槛高和环保要求严等因素制约，国内抗生素原料药市场的集中度相对较高，但因产能过剩原因，行业竞争依然激烈。为适应未来竞争格局，公司逐步在产品与市场方面完成由大宗原料药向高端特色原料药，由非规范市场向规范市场，由国内市场向国际市场的转型升级工作；美罗培南已通过欧盟 EU-GMP 认证及欧洲药品质量管理局 CEP 认证，洛伐他汀和盐霉素生产线已通过美国 FDA 认证；普伐他汀、硫酸粘菌素生产线通过欧盟 COS 认证；阿卡波糖生产线取得美国

DMF 登记号；霉芬酸生产线取得美国、加拿大 DMF 登记号。

产能方面，重点产品 7-ACA 和美罗培南产能规模呈扩张趋势，产能利用率处于较高水平；

受国家抗菌药物临床应用管理政策的影响，抗菌素药物市场需求减少，导致公司头孢系列产能利用率较低。

表 7 近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
美罗培南混粉(吨)	40.00	40.00	50.00	20.00	22.06	33.40	40.60	9.20
7-ACA(吨)	2640.00	2880.00	3060.00	765.00	2565.74	2780.01	2794.31	652.97
头孢曲松钠(吨)	1436.00	1700.00	1700.00	350.00	1392.14	1138.98	1141.71	311.29
头孢呋辛钠(吨)	187.50	200.00	200.00	50.00	137.46	194.50	157.58	45.93
苯丙氨酸(吨)	8195.68	8500.00	10200.00	2675.00	7787.00	5290.20	7667.63	2673.90
阿卡波糖(吨)	98.40	102.00	120.00	32.50	89.59	97.11	108.05	32.24

注：美罗培南混粉的产量统计中包含部分制剂产品；
资料来源：公司提供

公司原料药销售主要采取直接销售方式。国内市场主要与大型生产企业直接签订产品销售合同，直接销售给客户，同时兼以经销商销售方式；国外市场采取直接销售方式，对于风险因素较高地区则兼以经销商方式并行，目前公司产品主要出口亚洲、欧洲、北美、非洲等近 40 个国家和地区。

近年来，公司不断深化营销体制改革，实行精细化管理，并根据市场需求及竞争情况，不断优化产品结构，公司主要化学原料药的产销率总体保持较高水平。2019 年，7-ACA 销量同比小幅下滑，美罗培南和苯丙氨酸销量保持增长态势。

表 8 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量(吨)				产销率(%)			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
美罗培南混粉	23.16	27.95	41.31	11.94	104.98	83.68	101.74	129.74
7-ACA	2725.40	2719.63	2636.57	675.68	106.22	97.83	94.35	103.48
头孢曲松钠	1146.70	1060.38	903.14	251.15	82.37	93.10	79.10	80.68
头孢呋辛钠	125.89	188.92	159.68	42.15	91.58	97.13	101.34	91.76
苯丙氨酸	8243.65	6409.70	6936.70	2124.65	105.86	121.16	90.47	79.46
阿卡波糖	89.52	95.88	110.58	30.21	99.92	98.73	102.34	93.70

资料来源：公司提供

收入方面，2017—2019 年，公司化学原料药收入分别为 30.67 亿元、34.47 亿元和 35.06 亿元，持续增长。2019 年，公司主要产品 7-ACA 实现销售收入 10.12 亿元，同比下降 7.31%，系 2019 年下半年 7-ACA 市场供应量持续增加，价格明显回落，导致全年销售收入同比下降；美罗培南混粉实现销售收入 2.78 亿元，同比增长 45.27%，得益于公司加强市场准入工作，加大

对空白及低产医院的开发力度，医院覆盖率有所提升；头孢系列产品的销量和销售收入则有较明显下滑。

表 9 近年来公司主要原料药收入情况(单位:万元)

类别	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
美罗培南混粉	17975.97	19135.09	27797.74	7934.88
7-ACA	64717.07	109176.08	101191.01	22703.97
头孢曲松钠	48455.89	52711.85	42637.70	11362.36
头孢呋辛钠	9316.92	15228.85	13703.35	4136.61

苯丙氨酸	25377.54	20232.57	25061.41	7554.79
阿卡波糖	21012.98	22014.39	25283.77	6869.92

资料来源：公司提供

制剂药

公司化学制剂药主要生产平台包括下属子公司海滨制药及丽珠集团，中药制剂药生产平台主要是其子公司丽珠集团下属公司四川光大制药有限公司（以下简称“四川光大制药”）和丽珠集团利民制药厂（以下简称“利民制药厂”）。公司化学制剂药产品包括抗微生物类、消化道类、心脑血管类和促性腺激素类等几大类，在神经系统、呼吸系统和泌尿系统等领域也有产品覆盖，主要产品有倍能、得乐系列、尿促卵泡素、注射用醋酸亮丙瑞林微球、艾普拉唑系列等。公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等，其中，参芪扶正注射液为国家重点新产品及国家中药保护品种。

碳青霉烯类是公司重点发展及培养的品种，其产品主要包括倍能，主要以静脉滴注剂型供应，特别适用于多种病原体所致和需氧/厌氧菌引起的混合感染以及在病原菌未确定前的早期治疗，对耐头孢菌素类、氨基糖甙类和青霉素类的细菌，包括需氧和厌氧的革兰氏阳性及革兰氏阴性细菌所引起的感染仍具有强效的抗菌活性，是临床治疗中、重度感染、多重耐药菌感染及混合感染的最终、最有效的药物之一。2012年，无菌美罗培南制剂（注射用粉末）获得欧盟 EU-GMP 认证。消化道药是公司的拳

头品类之一，产品“丽珠得乐”系列在全国消化道领域制剂产品中具有较高知名度和市场占有率。依靠公司多年的积累和发展，生殖领域营销格局初具规模，特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素、绒毛促性激素和注射用醋酸亮丙瑞林微球，其中注射用尿促卵泡素（FSH，商品名“丽申宝”）使用独有的 LH 单抗亲和层析技术，公司成为国内最早开发该项纯化技术并获得生产批件的企业，产品纯度达 95%以上，达到国际先进水平。

公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等。参芪扶正注射液是利民制药厂研制的国家二类中药新药，其功效为益气扶正，用于肺癌、胃癌的辅助治疗。2010年5月，参芪扶正注射液荣获2009年度广东省科学技术一等奖。抗病毒颗粒由子公司丽珠集团下属公司四川光大制药生产，原销售区域集中在四川、重庆、陕西等地区。随着营销改革，2007年陆续开始在全国范围推广，2009年4月甲型流感疫情的爆发，全国抗病毒颗粒市场需求迅速增长，销售区域全面扩展至全国范围。

产能利用方面，近年来，公司化学制剂主要产品产能存在波动，产能利用率偏低，主要由于生产这些品种的生产线属于多品种生产线，公司根据市场行情制定生产计划，对单品种产能进行调整。

表 10 近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
化学制剂								
倍能（万支）	2000.00	2000.00	2350.00	587.50	1314.79	1445.50	2138.80	250.80
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	312.50	36.45	34.38	47.50	2.68
尿促卵泡素（万支）	2467.80	3290.00	3290.00	944.50	471.29	571.56	607.32	108.38
康丽能折 0.5g（万支）	2511.00	2511.00	2511.00	1250.00	798.56	910.11	1003.11	168.16
注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支）	50.00	100.00	100.00	32.00	48.79	66.12	91.41	22.05
鼠神经生长因子（万支）	742.50	729.00	729.00	179.25	223.19	274.91	146.41	39.38

艾普拉唑系列（万盒）	1112.15	2824.00	2824.00	1396.00	615.76	926.40	1432.35	516.15
注射用伏立康唑（万支）	729.00	729.00	729.00	166.00	98.95	196.05	161.50	14.54
丽珠胃三联片（万盒）	4704.00	4704.00	4704.00	1242.75	932.37	1228.25	1763.53	432.01
中药制剂								
参芪扶正注射液（万瓶）	2116.00	2856.00	2856.00	733.00	1312.74	1055.48	853.63	139.76
抗病毒颗粒（万盒）	4550.00	3700.00	3700.00	1731.25	2554.65	2688.97	2387.28	1561.15
前列安栓（万盒）	840.00	840.00	840.00	207.00	146.46	172.34	186.18	47.04

资料来源：公司提供

中药制剂方面，受辅助用药限制，近年来，公司核心品种参芪扶正注射液产销量均呈下降趋势，2019 年参芪扶正注射液产销量同比分别下降 19.12%和 16.98%；2019 年，抗病毒颗粒产销量同比有所下滑，2020 年一季度新冠肺炎疫情期间得到四川等地防控指南推荐，当期产销量同比分别增长 143.41%和 115.88%；前列安栓产能利用率较低，主要系该品种销售量较小。

针对制剂产品的销售，公司按不同的终端及用药特点专门设有处方药事业部、OTC 事业部及第三终端事业部等销售部门，并采取自建队伍与招商代理相结合的销售模式。目前，

公司已建立了覆盖国内销售市场的营销网络，并与商业主渠道和数千家医院、诊所、药店等终端客户建立有稳定的业务关系，销售模式以自建队伍为主，招商为辅。公司处方药均自行销售，OTC 产品基本通过商业配送终端覆盖，主要和中国医药集团总公司、上海医药（集团）有限公司以及当地的龙头医药商业公司进行合作。公司目前拥有 OTC 销售队伍 2500 多人和处方药队伍 4000 多人，营销网络遍及全国。产品覆盖超过 12000 家以上的医院、30000 家药店，与 600 个一级经销商和 2000 个二级经销商建立了长期稳定的合作关系。

表 11 近年来公司主要制剂药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
化学制剂：								
倍能（万支）	1321.04	1430.09	1764.83	482.86	100.48	98.93	82.52	192.53
速能（万支）	34.26	36.61	42.02	9.28	93.99	106.50	88.47	346.25
尿促卵泡素（万支）	518.17	569.21	594.79	64.93	109.95	99.59	97.94	59.91
康丽能折 0.5g（万支）	908.29	849.45	842.65	122.96	113.74	93.34	84.00	73.12
注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支）	48.78	66.08	81.59	22.94	99.99	99.94	89.26	104.04
鼠神经生长因子（万支）	244.85	220.13	186.38	18.60	109.71	80.07	127.31	47.22
艾普拉唑系列（万盒）	617.92	850.74	1325.42	457.48	100.35	91.83	92.53	88.63
注射用伏立康唑（万支）	128.64	155.59	166.53	48.02	130.01	79.36	103.11	330.31
丽珠胃三联片（万盒）	--	1229.69	1619.10	471.79	--	100.12	91.81	109.21
中药制剂：								
参芪扶正注射液（万瓶）	1515.11	1025.31	851.23	152.43	115.42	97.14	99.72	109.06
抗病毒颗粒（万盒）	2568.62	2656.06	2236.49	1970.17	100.55	98.78	93.68	126.20
前列安栓（万盒）	168.87	172.41	178.39	33.97	115.30	100.04	95.82	72.22

资料来源：公司提供

2019 年，公司制剂产品销售收入同比增长 10.06%至 74.87 亿元。化学药制剂方面，2019

年以来，公司进一步加大重点品种在空白市场的开发和推广，提升重点品种的市场覆盖率，

化学制剂业务整体保持稳定增长。其中，注射用醋酸亮丙瑞林微球、艾普拉唑系列、倍能等产品保持较快增长，2019 年销售收入分别同比增长 21.75%、65.65%和 24.37%。2019 年艾普拉唑肠溶片医保报销范围新增适应症反流性食管炎，注射用艾普拉唑钠进入医保谈判目录，均利好产品未来持续放量。2019 年 8 月，国家医疗保障局发布新版《医保目录》，鼠神经生长因子退出该目录，近年来受辅助用药限制，鼠神经生长因子销售规模逐年下滑，2019 年销售收入为 4.44 亿元，同比下降 14.09%。此外，参

芪扶正注射液和注射用美罗培南均修订了备注信息，限制了部分适用范围。上述变化或将对相关产品的销售带来不利影响。

中药制剂方面，近年来，受辅助用药限制影响，参芪扶正注射液销售收入逐年下滑，2019 年为 8.17 亿元，同比下降 18.48%。另一优势产品抗病毒颗粒 2019 年实现销售收入 3.04 亿元，同比下降 8.61%，2020 年一季度疫情期间得到四川等地防控指南推荐，单季度实现收入 2.92 亿元，同比大幅增长 139.22%。

表 12 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	销售收入（万元）			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
参芪扶正注射液	157340.79	100215.78	81691.72	14480.43
倍能	87281.38	85622.25	106485.58	29404.71
注射用尿促卵泡素	54972.94	59260.91	62647.90	6895.92
注射用醋酸亮丙瑞林微球	54203.70	76069.74	92617.93	25954.30
艾普拉唑系列	42834.84	58831.71	97454.49	35557.63
鼠神经生长因子	51730.44	44442.93	36075.39	3487.59
抗病毒颗粒	30027.51	33264.00	30400.02	29153.64
注射用尿促性素(HMG)	18144.02	17717.30	17745.51	2252.41
丽珠胃三联片	16737.05	20259.89	25268.75	6977.22
注射用伏立康唑	19477.51	23172.45	24571.91	7108.13
得乐系列	16614.61	16383.88	20754.18	5974.03
速能	2854.57	2817.18	3211.77	722.28

资料来源：公司提供

诊断试剂及设备

公司诊断试剂及设备产品主要为代理进口。公司本身拥有成熟的酶联免疫诊断试剂系列产品，其中自产酶免艾滋病检测试剂连续九年由国家疾病预防控制中心考评为前两名，其中五年是第一名。近年来公司加大研发力度，自产的金标、化学发光等新试剂销售比例不断扩大。同时，公司还将加强对全新复方或单体中药产品的研究开发和对已上市品种的二次开发工作。

近三年，公司诊断试剂及设备营业收入不断增长，分别为 6.36 亿元、6.97 亿元和 7.54 亿元；2020 年 1—3 月营业收入为 1.50 亿元。

2019 年底，湖北省武汉市爆发新型冠状病

毒（2019-nCoV）肺炎疫情，丽珠集团控股附属公司珠海丽珠试剂股份有限公司（以下简称“丽珠试剂”）针对新型冠状病毒的诊断环节，积极组织团队开展相关病毒核酸和抗体检测试剂产品和配套设备的研发申报及临床应用推广工作。2020 年 3 月 16 日，根据国家药品监督管理局公开信息，丽珠试剂新冠病毒（2019-nCoV）IgM/IgG 抗体检测试剂盒（胶体金法）获批上市。该产品已取得欧盟 CE 认证，已具备欧盟市场准入条件，并在多个国家进行进口注册申请，目前已向丹麦、捷克、西班牙等多个国家出口。从订单情况看，由于获批时国内市场疫情基本得以控制故国内订单有限，而海外疫情当时正处于爆发期，公司随后重点

积极开拓与争取海外订单销售，2020 年一季度实现试剂出口销售捷克 50 万人份。近期，公司该抗体检测试剂产品也在湖北、黑龙江等省份中标，有望促进公司该产品国内市场的销售，提升公司品牌影响力。

3. 保健品

保健品行业竞争激烈，2019 年以来受到多地医保局关于定点药店禁售保健食品等相关规定影响，公司保健品销售收入持续下滑。

公司保健品板块业务主要集中在深圳太太药业有限公司（以下简称“太太药业”）和健康药业（中国）有限公司（以下简称“健康药业”），主要包括太太美容口服液、静心助眠口服液、血乐口服液及鹰牌系列产品。

公司保健品的销售模式主要为经销商管理模式，通过经销商分销渠道以及终端覆盖的能力，对产品推广促销、价格管控、渠道梳理等进行管理与完善。目前，公司已经在全国设立了 31 个省级分部，下属办事处 213 个，正在合作的一级经销商合计约 670 家，其中药线商业达 320 家，食线商业商超合计约 350 余家，其下属二级商业及所覆盖药线食线终端约达到 15 万余家。

保健品行业整体技术门槛低、毛利高，目前国内市场竞争激烈，产品同质化问题严重，市场集中度低。2019 年以来，由于受到多地医保局关于定点药店禁售保健食品等相关规定影响，公司保健品可售终端减少，导致销售收入下滑。2017—2019 年，公司保健品收入分别为 2.12 亿元、2.05 亿元和 1.53 亿元。

表 13 近年来公司主要保健品收入情况（单位：万元）

类别	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
静心口服液	11227.74	10411.91	7984.66	2469.42
鹰牌花旗参茶	4628.10	5976.02	3704.82	684.24
太太美容口服液	1880.52	1828.51	1400.99	404.76

资料来源：公司提供

在中国保健品行业增长整体放缓且监管趋

严的态势下，公司将强化品牌推广+新媒体传播+渠道精简细化+终端落地等多全方位立体的营销模式，加强品牌推广和消费者教育，深挖市场潜力，提升转化率增加销售额；在团队管理和销售队伍建设上，转换管理模式，增强团队凝聚力和行动力，加强培训强化业务能力，加强百强连锁合作，耕作第三终端市场，扩大用户基数，形成销售转化和业绩增长。

4. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数同比有所增长，存货周转次数小幅下降，总资产周转次数保持稳定，上述指标分别为 3.68 次、3.01 次和 0.36 次。总体看，公司经营效率有待提高。

5. 未来发展

公司未来 5~10 年的发展定位是成为具有国内领先自主创新能力以及在生产、技术、管理等方面具备国际竞争力的制药企业集团。原料药方面，公司将进一步完善产业链条、成为一家拥有先进工艺水平和品种的特色原料药企业；化学制剂方面，公司将扩大现有产品的市场份额，成为拥有良好品牌、有专有技术、特色品种的企业；中药制剂方面，公司将推动全新复方或单体中药产品的研究开发、已上市品种的二次开发；保健品方面，公司将持续加大宣传力度，提高整体销售额。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目为深圳海滨坪山新厂项目，计划总投资规模 10.37 亿元，已投 6.98 亿元。该项目主要包括两部分：

（1）建设以制剂类产品为主的现代化与一体化的集约型制药生产基地，主要建设内容包括 3 个生产车间、2 个中试车间、综合办公楼、辅助厂房、三废处理车间、危险品仓库及其他辅助生产设施。其主要产品包括 ω -3 鱼油中长链脂肪乳注射液、醋酸卡泊芬净注射剂、磺达肝癸钠预填充注射液、塞来昔布胶囊、橄榄油脂肪乳注射液等 10 种化学制剂类产品。（2）呼吸器产业化项目，项目计划于 2020 年建成并具备生产能力，建成后可生产沙美特罗氟替卡松等

激素粉雾剂，噻托溴铵、格隆溴铵、马来酸茚达特罗等非激素粉雾剂。

总体看，公司在建项目围绕主业展开，有助于增强企业竞争力。公司在建项目将视开发

进度进行投入，每年计划投资金额较小，可由公司经营性净现金流覆盖，公司整体资金压力尚可。

表 14 截至 2020 年 3 月底公司在建及未来计划投资项目（单位：亿元）

项目名称	建设起止时间	计划投资额	资金来源	截至 2020 年 3 月底已投金额	未来资金投入计划	
					2020 年 4-12 月	2021 年
深圳海滨坪山新厂	2012-2020 年	10.37	自筹、银行贷款	6.98	1.00	--

注：公司其他在建项目较为零散，金额较小，不再进行列举
资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2019 年合并财务报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围新增包括健康元（广东）特医食品有限公司在内的 1 家三级子公司和 6 家四级子公司；减少 1 家三级子公司，为健康元（江苏）生物科技有限公司，截至 2020 年 3 月底，公司合并范围较 2019 年底无变化。公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 340.35 亿元，所有者权益为 186.91 亿元（含少数股东权益 132.04 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 121.47 亿元，利润总额 20.62 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 322.44 亿元，所有者权益为 192.54 亿元（含少数股东权益 136.93 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.97 亿元，利润总额 5.75 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内公司资产规模保持增长，流动资产占比较高。流动资产中应收类科目及存货占比较高，对运营资金形成一定占用；公司合并层面货币资金充裕，非流动资产中权益工具投

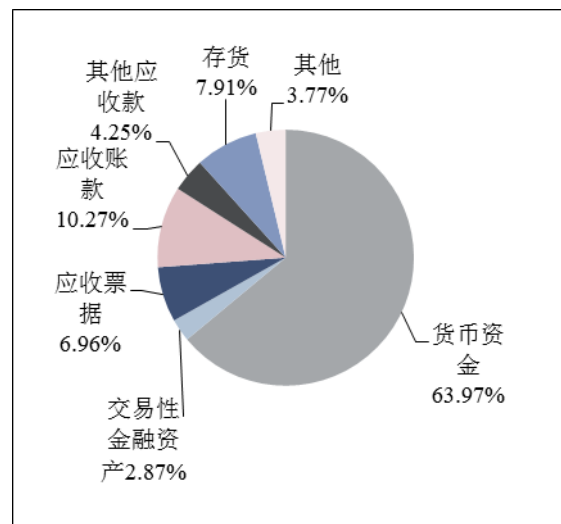
资规模大，关注未来投资回报，公司整体资产质量良好。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 340.35 亿元，较上年底变动不大。其中流动资产占 57.34%，非流动资产占 42.66%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 195.16 亿元，较上年底变动不大，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货构成。

图 2 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2019 年审计报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司货币资金较上年底变动不大，为 124.84 亿元。公司货币资金中主要包含银行存款（占 99.04%）、其他货币资金（占 0.95%）和少量库存现金。其中使用受限的货币资金 2.49 亿元，受限比例低，主要为银行存款

中的结构性存款及定期存款（1.33 亿元），其他货币资金中的信用证保证金、银行承兑汇票保证金和其他业务保证金。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产为 5.60 亿元，保持稳定，主要为持有的股票 5.54 亿元。

截至 2019 年底，公司应收票据为 13.58 亿元，较上年底变动不大，基本为银行承兑汇票（商业承兑汇票 5.00 万元，已全部计提坏账准备），其中账面价值 3.12 亿元的票据已用于质押。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额为 20.85 亿元，计提坏账准备 0.81 亿元，计提比例 3.91%；应收账款账面价值 20.04 亿元，较上年底增长 5.83%。从账龄来看，截至 2019 年底，应收账款账龄在 1 年以内的占 96.14%，账龄短；从集中度来看，应收账款前五名金额合计 2.27 亿元，占应收账款总额的 10.88%，集中度一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面余额为 8.99 亿元，较上年底下降 17.36%，计提坏账准备 0.68 亿元，计提比例为 7.60%，其他应收款账面价值为 8.30 亿元。集中度来看，其他应收款前五名金额合计 7.06 亿元，占其他应收款的 78.54%，集中度很高，账龄长。

表15 截至2019年底公司其他应收款期末余额前五名

单位名称	余额 (亿元)	账龄	款项性质
深圳市鑫荣源发展有限公司	3.15	3—4 年	关联往来款
深圳市源兴源发展有限公司	2.35	2—3 年	关联往来款
朱保国	1.12	2—3 年	关联往来款
深圳市健康阿鹿信息科技有限公司	0.24	4 年以内	关联往来款
中国人民财产保险股份有限公司珠海分公司	0.20	1 年以内	保险赔款
合计	7.06	--	--

资料来源：公司 2019 年审计报告

截至 2019 年底，公司存货净值为 15.44 亿元，较上年底增长 9.11%，以原材料（占 23.70%）、在产品及自制半成品（占 24.70%）、

产成品及库存商品（占 45.70%）为主；计提跌价准备 0.58 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 145.19 亿元，主要由可供出售金融资产（占 28.27%）、固定资产（占 30.32%）和无形资产（占 19.32%）构成。

公司股权投资的主要投向为大健康和金融领域。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 41.05 亿元，较上年底下降 1.41%，构成主要为可供出售权益工具 41.02 亿元；其中，按公允价值计量的可供出售权益工具为 15.05 亿元，包括中国银河证券股份有限公司 3.02 亿元，前海股权投资基金 2.30 亿元，上海云锋众创股权投资中心 2.20 亿元，GLOBAL HEALTH SCIENCE 2.19 亿元，杏树林 1.68 亿元、珠海华润银行股份有限公司 1.12 亿元等；按成本计量的可供出售权益工具 26.00 亿元，主要包括上海云锋新呈投资中心（有限合伙）11.36 亿元，深圳前海微众银行股份有限公司 6.32 亿元，国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）1.73 亿元等。

表16 截至2019年底公司按成本计量的可供出售金融资产期末余额前五名（单位：亿元、%）

被投资单位	余额	在被投资单位持股比例
上海云锋新呈投资中心（有限合伙）	11.36	--
深圳前海微众银行股份有限公司	6.32	20.00
国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	1.73	--
上海云锋众创股权投资中心（众付基金）	1.60	--
深圳市小赢科技有限责任公司	1.45	11.34
合计	22.46	--

资料来源：公司 2019 年审计报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司固定资产原值为 89.16 亿元，累计折旧 43.85 亿元，计提减值准备 1.29 亿元，固定资产净额为 44.02 亿元，较上年底变动不大，其中机器设备占 47.03%，房屋及建筑物占 43.69%。

截至 2019 年底，公司无形资产原值为 39.93

亿元，累计摊销和减值准备合计 11.88 亿元，账面价值为 28.04 亿元，较上年底下降 4.36%。其中，采矿权占 85.61%，土地使用权占 12.18%。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额较 2019 年底下降 5.26% 至 322.44 亿元，流动资产占比较 2019 年底下降 2.49 个百分点至 54.85%，资产构成仍以流动资产为主。其中，货币资金为 101.68 亿元，较 2019 年底下降 18.56%，系偿还到期债务所致，受限货币资金为 2.20 亿元；应收账款为 22.99 亿元，较 2019 年底增长 14.74%；其他科目变动不大。

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 186.91 亿元，较上年底增长 3.57%，主要源于少数股东权益和未分配利润的增加；归属于母公司的权益中，资本公积占 36.70%，未分配利润占 60.09%。截至 2019 年底，公司少数股东权益为 132.04 亿元，较上年底增长 3.21%。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 192.54 亿元，较上年底增长 3.01%，来自少数股东权益和未分配利润的增加，权益构成较上年底变动不大。

(2) 负债

公司整体债务规模尚可，债务结构有待改善，本部作为融资控股型平台，债务负担重，存在一定集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额为 153.44 亿元，较上年底下降 1.01%。公司负债主要由流动负债构成，占 69.14%。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债为 106.09 亿元，较上年底下降 5.09%。公司流动负债主要由短期借款（占 22.71%）、其他应付款（占 24.72%）、一年内到期的非流动负债（占 18.85%）和其他流动负债（占 10.37%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 24.09 亿

元，较上年底下降 17.77%，公司短期借款主要由信用借款构成（19.51 亿元），剩余为担保借款。

截至 2019 年底，公司应付票据为 7.41 亿元，较上年底变动不大，全部为银行承兑汇票；公司应付账款为 6.54 亿元，较上年底变动不大，应付账款账龄在 1 年以内的为 5.95 亿元。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 26.23 亿元，较上年底增长 5.98%。其中预提费用 11.77 亿元，主要为尚未支付的市场开发及推广费 10.26 亿元，账龄在 1 年以内的其他应付款占 85.91%。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 19.99 亿元，主要由“17 健康元 MTN001”（3 年期，5 亿元，已兑付）、“17 百业源 MTN001”（3 年期，5 亿元，已兑付）“17 百业源 MTN002”（3 年期，3.5 亿元）“17 百业源 MTN003”（3 年期，3.5 亿元）和一年内到期的长期借款（3 亿元）构成。截至 2019 年底，公司其他流动负债为 11.00 亿元，全部为应付短期债券。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债为 47.35 亿元，较上年底增长 9.55%，其中长期借款占 16.04%，应付债券占 55.79%、递延收益占 9.07%，递延所得税负债占 17.62%。

截至 2019 年底，公司长期借款为 7.60 亿元，较上年底下降 11.72%，其中信用借款 4.80 亿元、质押借款 5.80 亿元。

截至 2019 年底，公司应付债券为 26.42 亿元，以中期票据为主，发行债券为公司主要融资方式。

截至 2019 年底，将其他流动负债中的短期应付债券调整计入全部债务后，公司全部债务为 96.51 亿元，较上年底下降 5.40%。其中短期债务和长期债务分别占 64.75% 和 35.25%，短期债务占比较上年底减少 4.80 个百分点。债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底下降至 45.08% 和 34.05%；长期债务资本化比率为

15.40%，较上年底略有上升。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 129.91 亿元，较 2019 年底大幅下降 15.34%，其中流动负债占 73.66%，非流动负债占 26.34%，构成仍以流动负债为主。公司到期偿还银行借款导致短期借款较上年底大幅下降 78.19%至 5.26 亿元；一年内到期的非流动负债为 23.99 亿元，较上年底增长 71.46%；其他流动负债为 18.00 亿元，较上年底增加 7.00 亿元，系发行“20 百业源 SCP001”（7 亿元，270 天）所致；应付债券为 13.94 亿元，较上年底下降 47.24%。其他科目较上年底变动不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 72.07 亿元，较 2019 年底下降 25.33%。其中短期债务占 70.67%，长期债务占 29.33%，短期债务占比进一步提高。同期，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 40.29%、27.24%和 9.89%，均较上年底有所下降。下表列示了公司合并口径存续债券概况，其中公司本部 2020 年剩余待偿债券余额 14.00 亿元，未来存在一定集中偿付压力。

表17 截至本报告出具日公司合并口径存续债券概况

债券简称	发行日期	到期日期	余额(亿元)
20 百业源 MTN001	2020-04-09	2022-04-13	4.00
20 百业源 SCP001	2020-03-09	2020-12-06	7.00
19 百业 EB	2019-12-10	2022-12-12	5.28
19 百业源 MTN002	2019-11-04	2021-11-06	4.00
19 百业源 MTN001	2019-01-10	2021-01-14	7.00
18 百业源 MTN001	2018-02-08	2021-02-12	5.50
17 百业源 MTN003	2017-08-22	2020-08-24	3.50
17 百业源 MTN002	2017-07-13	2020-07-17	3.50
合计	--	--	39.78

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 盈利能力

公司营业收入保持增长，盈利能力强，但期间费用对利润侵蚀较大。

2019 年，公司实现营业收入 121.47 亿元，同比增长 6.77%，得益于制剂药收入的持续增长。同期，公司营业成本为 44.54 亿元，同比

增长 1.12%。2019 年，公司营业利润率为 61.99%，同比增加 2.23 个百分点。

2019 年，公司产生期间费用 58.70 亿元，同比增长 5.22%。其中销售费用 39.74 亿元，同比下降 0.44%，主要系公司持续深化营销体系改革，优化销售渠道，市场宣传及推广费同比下降所致；管理费用 9.33 亿元，同比增长 22.10%，系员工薪酬增长和下属公司健康元及丽珠集团计提中长期事业合伙人持股激励基金所致；研发费用为 9.09 亿元，同比增长 26.49%，系公司吸入制剂、单抗等多个项目进入临床阶段，投入相应增加所致。由于融资成本下降和利息收入的增加，公司财务费用为 0.55 亿元，同比下降 47.78%。2019 年，公司期间费用率为 48.33%，同比下降 0.71 个百分点，公司期间费用仍对利润侵蚀较大。

2019 年，公司资产减值损失为 0.67 亿元，主要由存货跌价损失和坏账损失构成；公司公允价值变动收益为 1.07 亿元；公司投资收益为 1.95 亿元，主要由以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生的收益 0.78 亿元和可供出售金融资产产生的收益 0.86 亿元构成。2019 年，公司营业外收入和其他收益合计为 1.93 亿元，主要为政府补助。

2019 年，公司利润总额为 20.62 亿元，同比增长 64.32%，主要得益于收入规模增长，产品毛利率提升，同时期间费用控制力度加强所致。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 7.32%和 9.23%，同比均有不同程度的上升，公司整体盈利能力强。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.97 亿元，同比下降 5.33%；营业成本同比变化不大；营业利润率为 62.49%。同期，公司期间费用 14.08 亿元，同比下降 13.14%，主要来自销售费用和财务费用的下降，期间费用率为 44.04%。非经常性损益方面，公司公允价值变动收益和投资收益分别为-0.84 亿元和 0.73 亿元（上年同期分别为 1.33 亿元和 0.01 亿元），

其他收益和营业外收入合计为 0.22 亿元。公司实现利润总额 5.75 亿元，同比下降 21.56%。

5. 现金流分析

公司经营活动现金净流入规模维持高位，现阶段无较大规模对外投资，除理财产品投资外，现有筹资活动以偿还债务为主。

经营活动方面，2019 年，受益于公司产品销售收入的增加，公司经营活动产生的现金流入量有所增长，2019 年为 136.29 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 126.61 亿元，收到其他与经营活动有关的现金为 8.84 亿元，主要为利息收入、政府补助及往来款。同期，公司经营活动现金流出规模呈小幅下降，2019 年为 111.12 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成，分别为 33.30 亿元和 49.69 亿元，其中公司支付其他与经营活动有关的现金主要为业务推广费、研究开发费等。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 25.16 亿元，同比增长 42.87%。2019 年，公司现金收入比为 104.23%，公司收入实现质量维持良好水平。

2019 年，公司投资活动产生的现金流量呈净流入，为 10.66 亿元。其中，健康元收回银行结构性存款及定期存款投资带动投资活动现金流入规模较大；2019 年，公司购建固定资产、无形资产等长期资产支付的现金为 7.05 亿元，投资支付的现金为 9.32 亿元，收回投资收到的现金为 5.67 亿元。总体看，公司投资支出以购建固定资产、无形资产等其他长期资产支付的现金为主，公司经营活动现金流可覆盖以上投资支出。

公司通过银行借款和发行债券进行的融资规模较大。2019 年，公司筹资活动现金流入量为 67.29 亿元，其中取得借款和发行债券收到的现金分别为 46.09 亿元和 21.00 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流出为 84.44 亿元，用于偿还债务支付的现金 72.30 亿元。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-17.15 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 4.86 亿元，同比下降 28.42%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 30.64 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 10.53 亿元；现金收入比为 95.85%。公司投资活动现金流量净额为-1.93 亿元，同比变动不大，主要为投资支付的现金 2.21 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额为-25.88 亿元，净流出规模同比小幅收缩，主要为银行借款收到的现金 9.76 亿元和偿还债务支付的现金 34.97 亿元。

6. 偿债能力

公司货币资金充沛，盈利能力强，此外拥有大规模未使用银行授信额度，或有负债风险低，公司综合偿债能力很强。

短期偿债能力方面，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 183.96% 和 169.40%，较上年底分别增加 12.35 个百分点和 10.46 个百分点。2019 年，公司经营现金流动负债比为 23.72%；现金类资产为短期债务的 2.30 倍。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率较 2019 年底小幅上升至 184.83%，速动比率小幅下降至 167.70%；现金类资产为短期债务的 2.36 倍。

长期偿债能力方面，2019 年，公司 EBITDA 为 31.00 亿元，EBITDA 利息倍数为 8.82 倍，全部债务/EBITDA 为 3.11 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 4.32 亿元。其中公司本部对深圳市世纪星源运输实业有限公司提供担保 0.32 亿元，子公司健康元对焦作金冠嘉华电力有限公司（以下简称“金冠电力”，健康元间接持股 49%）提供担保 4.01 亿元，为确保担保贷款安全，健康元对金冠电力的担保均由金冠电力以其自有资产提供反担保，并承诺在健康元认为必要时，无条件为健康元或其指定的控股子公司提供总额度不高于人民币 4.5 亿元（含 4.5 亿元）的互保。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径获得的银行授信额度为人民币 212.35 亿元，未使用额

度为 191.76 亿元，间接融资渠道畅通。此外，公司拥有健康元和丽珠集团两家上市子公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司为投资控股型企业，经营实体主要为下属上市公司，资产构成以其他应收款和权益工具投资为主，盈利依赖下属公司分红。目前债务直融工具滚动发行，存量债务规模大，债务负担重，持续关注下属公司的连续分红、权益工具投资回报及再融资能力的持续性。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 75.35 亿元，较上年底增长 7.63%。流动资产 43.63 亿元（占 57.90%），构成以货币资金（12.84 亿元）和其他应收款（25.48 亿元）为主。截至 2019 年底，母公司货币资金较上年底增长 32.35%至 12.84 亿元；长期股权投资较上年增长 39.14%至 16.58 亿元，系公司受让并增持健康元 5986.35 万股股份，增持资金 4.66 亿元；其他应收款主要系对合并范围内各公司的其他应收款项（涿州京南永乐高尔夫俱乐部 17.56 亿元）。截至 2019 年底，母公司负债合计 65.41 亿元，较上年底增长 8.44%，流动负债和非流动负债占比相当。母公司主要依赖发行债券进行融资，截至 2019 年底，其他流动负债为 11.00 亿元（应付（超）短期融资券），应付债券为 26.42 亿元，一年内到期的非流动负债 15.00 亿元（一年内到期的应付债券），截至 2019 年底，母公司资产负债率为 86.81%，母公司债务负担重。截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 9.93 亿元，主要由资本公积（2.30 亿元）和未分配利润（6.42 亿元）构成，稳定性较弱。

盈利能力方面，母公司无营业收入。受有息债务规模较大影响，2019 年财务费用支出 1.87 亿元，实现投资收益 2.26 亿元，公允价值变动收益为 0.53 亿元；利润总额为 0.42 亿元。

健康元的分红是母公司投资收益的重要组成部分。2017—2019 年，健康元对母公司分红分别为 1.19 亿元、1.34 亿元和 1.47 亿元。截至

2020 年 3 月底，公司持有健康元股份数量为 980458782 股，持股比例为 50.36%；累计质押股份数量为 255097848 股，质押比例为 26.02%，截至 2020 年 3 月底，公司持有健康元未质押股份合计市值约 83.13 亿元，该部分资产一定程度缓释母公司偿债风险。

截至 2020 年 3 月底，公司本部获得银行授信额度 41.60 亿元，未使用额度 31.90 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部存续期内债券余额合计 39.78 亿元，其中一年内到期债券余额为 26.50 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 118.12 亿元，为一年内到期债券余额的 4.46 倍，保障能力较强。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量净额和经营活动现金流入量分别为 31.00 亿元、25.16 亿元和 136.29 亿元，分别为存续期债券余额的 0.78 倍、0.63 倍和 3.43 倍，经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较强。总体看，公司本部融资方式以发行债券为主，未来面临一定集中偿付压力。

表18 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

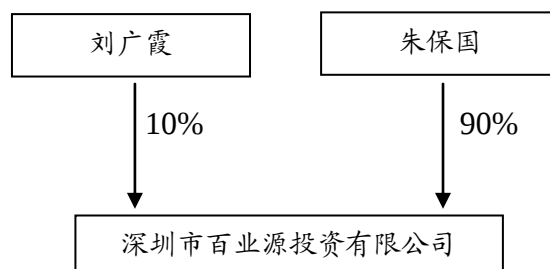
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	26.50
现金类资产/一年内到期债券余额	5.34
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.43
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.63
EBITDA/应付债券余额	0.78

资料来源：联合资信整理

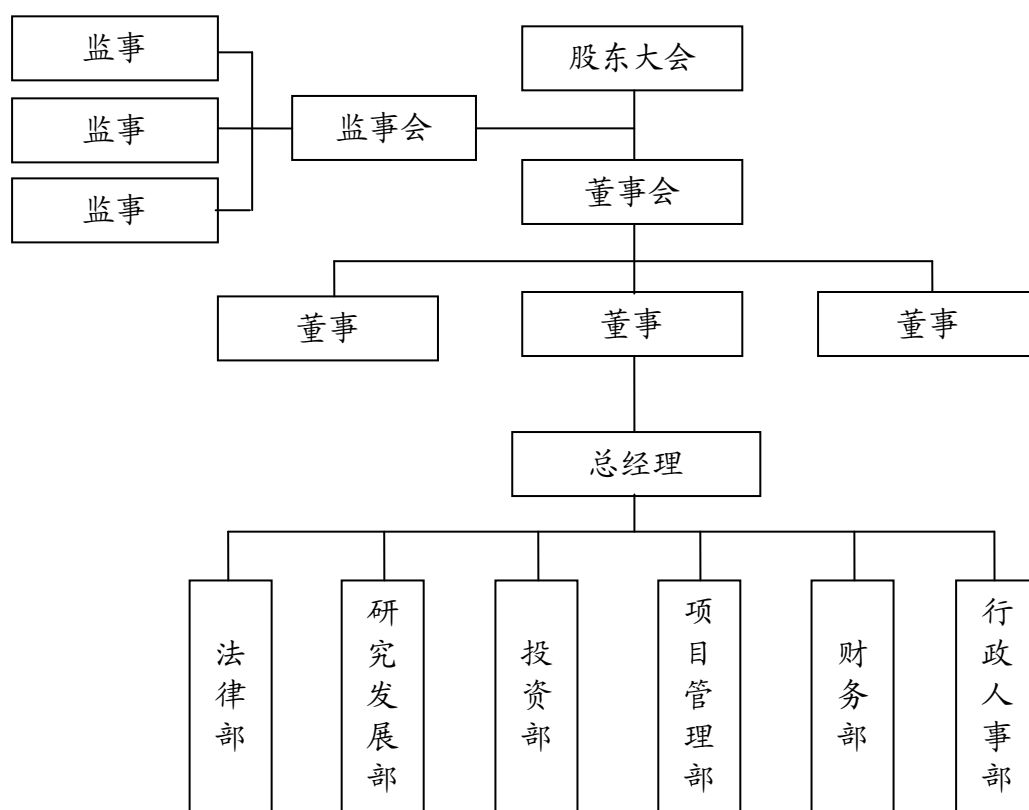
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“17 百业源 MTN002”“17 百业源 MTN003”“18 百业源 MTN001”“19 百业源 MTN001”“19 百业源 MTN002”和“20 百业源 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	115.27	122.52	141.54	118.12
资产总额(亿元)	302.64	335.48	340.35	322.44
所有者权益(亿元)	164.67	180.47	186.91	192.54
短期债务(亿元)	48.73	70.95	62.49	50.93
长期债务(亿元)	30.92	31.07	34.02	21.14
全部债务(亿元)	79.65	102.02	96.51	72.07
营业收入(亿元)	109.58	113.77	121.47	31.97
利润总额(亿元)	59.51	12.55	20.62	5.75
EBITDA(亿元)	69.59	23.41	31.00	--
经营性净现金流(亿元)	17.99	17.61	25.16	4.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.42	3.38	3.68	--
存货周转次数(次)	3.00	3.17	3.01	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.36	0.36	--
现金收入比(%)	104.73	108.76	104.23	95.85
营业利润率(%)	60.19	59.76	61.99	62.49
总资本收益率(%)	20.49	5.29	7.32	--
净资产收益率(%)	28.29	6.09	9.23	--
长期债务资本化比率(%)	15.81	14.69	15.40	9.89
全部债务资本化比率(%)	32.60	36.11	34.05	27.24
资产负债率(%)	45.59	46.21	45.08	40.29
流动比率(%)	171.54	171.61	183.96	184.83
速动比率(%)	157.24	158.94	169.40	167.70
经营现金流动负债比(%)	18.88	15.76	23.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.14	4.36	3.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.01	5.90	8.82	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；现金类资产已扣除受限部分

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.61	11.46	15.13	12.26
资产总额(亿元)	52.93	70.01	75.35	73.19
所有者权益(亿元)	10.17	9.69	9.93	9.66
短期债务(亿元)	22.50	31.30	28.50	39.99
长期债务(亿元)	18.96	26.07	34.02	21.14
全部债务(亿元)	41.46	57.37	62.51	61.13
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.64	-1.05	0.42	-0.27
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-4.28	1.26	6.04	0.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	1.20	-0.71	2.91	--
净资产收益率(%)	6.11	-4.91	2.46	--
长期债务资本化比率(%)	65.08	72.90	77.40	68.63
全部债务资本化比率(%)	80.30	85.55	86.29	86.35
资产负债率(%)	80.78	86.16	86.82	86.80
流动比率(%)	144.60	124.65	139.05	98.54
速动比率(%)	144.60	124.65	139.05	98.54
经营现金流动负债比(%)	-18.05	3.69	19.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	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	深圳市百业源投资有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
企业性质	民营企业	民营企业	民营企业
综合毛利率（%）（2019 年）	31.23	39.49	63.33
销售债权周转次数（次） （2019 年）	1.71	3.11	3.68
财务数据时点	2019 年		
资产总额（亿元）	240.12	350.13	340.35
所有者权益（亿元）	118.62	139.97	186.91
营业收入（亿元）	189.98	218.07	121.47
利润总额（亿元）	13.31	17.79	20.62
经营活动现金流净额（亿元）	16.80	20.38	25.16
资产负债率（%）	50.60	60.02	45.08

资料来源：联合资信整理

附件 5 主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%

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 6-1 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 6-2 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 6-3 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