

信用等级公告

联合〔2020〕645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及拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为AA⁺，深圳市百业源投资有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年三月二十三日



深圳市百业源投资有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行额度: 4 亿元
本期中期票据期限: 2 年
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 3 月 23 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

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; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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。近年来, 公司收入规模持续增长, 整体盈利保持良好水平。2017 年孙公司丽珠集团转让珠海维星实业有限公司 (以下简称“维星实业”) 100% 股权, 对当期利润形成较大贡献; 2018 年, 子公司健康元完成配股发行, 募集资金净额为 16.70 亿元, 资本实力提升。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, 非经营性损益存在波动, 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。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

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。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小, 本期中期票据的偿还能力很强, 违约风险很低。

优势

1. 近年来, 公司实际控制的医药行业上市公司健康元和丽珠集团收入规模持续增长, 盈利能力良好, 且公司持股质押率低, 可为流动性提供一定支持。
2. 公司产品种类丰富, 形成涵盖化学原料药、制剂药、保健品等多元化产品结构, 重点产品如尿促卵泡素、得乐系列等市场份额领先, 部分产品如注射用醋酸亮丙瑞林微球、艾普拉挫系列等保持较快增长, 未来市

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

场潜力较大，销售收入有望继续提升。

3. 2017年，丽珠集团处置维星实业股权，公司确认投资收益42.80亿元，全额收回股权转让款44.80亿元；2018年，健康元完成配股发行，募集资金净额为16.70亿元，资本实力提升，公司财务弹性有所改善，为主业的经营发展提供了充足的资金支持。
4. 公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

关注

1. 2018年以来，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；在中国保健品行业增长整体放缓且监管趋严的态势下，公司保健品销售持续承压。上述因素可能对公司未来盈利能力产生影响。
2. 公司期间费用高企，对利润侵蚀较大。
3. 公司可供出售金融资产投资规模较大，但现阶段收益较小。
4. 作为投资控股型企业，公司本部盈利能力弱，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	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	47.58	116.36	143.75	113.07
资产总额(亿元)	235.27	302.64	335.48	314.35
所有者权益(亿元)	121.38	164.67	180.47	185.10
短期债务(亿元)	41.95	48.73	70.95	49.24
长期债务(亿元)	26.92	30.92	31.07	23.08
全部债务(亿元)	68.87	79.65	102.02	72.32
营业收入(亿元)	99.17	109.58	113.77	94.43
利润总额(亿元)	9.14	59.51	12.55	18.13
EBITDA(亿元)	19.08	69.59	23.41	--
经营性净现金流(亿元)	14.56	17.99	17.61	20.15
营业利润率(%)	59.26	60.19	59.76	63.07
净资产收益率(%)	6.17	28.29	6.09	--
资产负债率(%)	48.41	45.59	46.21	41.12
全部债务资本化比率(%)	36.20	32.60	36.11	28.10
流动比率(%)	132.34	171.54	171.61	179.93
经营现金流动负债比(%)	18.85	18.88	15.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.03	20.01	5.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	1.14	4.36	--

公司本部(母公司)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	46.69	52.93	70.01	64.48
所有者权益(亿元)	9.56	10.17	9.69	9.61
全部债务(亿元)	35.98	41.46	57.37	52.57
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-0.10	0.64	-1.05	-0.08
资产负债率(%)	79.52	80.78	86.16	85.10
全部债务资本化比率(%)	79.01	80.30	85.55	84.55
流动比率(%)	113.13	144.60	124.65	102.14
经营现金流动负债比(%)	-21.79	-18.05	3.69	--

注: 2019年1-9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和全部债务

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	2019/7/2	孔祥一 王喜梅	医药制造行业企业信用评级方法(2018年) 医药制造行业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文
AA*	稳定	2014/11/21	马栋 王慧	企业信用评级方法(2014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，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、本次信用评级结果的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。

深圳市百业源投资有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2019 年 9 月底,公司注册资本为 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 2019 年 9 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:600380.SH,截至 2019 年 9 月底,公司持股 50.59%,质押率 35.20%)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 2019 年 9 月底,健康元持股 23.68%,无质押)。

截至 2018 年底,公司(合并)资产总额为 335.48 亿元,所有者权益为 180.47 亿元(含少数股东权益 127.93 亿元);2018 年,公司实现

营业收入 113.77 亿元,利润总额 12.55 亿元。

截至 2019 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 314.35 亿元,所有者权益为 185.10 亿元(含少数股东权益 130.02 亿元);2019 年 1—9 月,公司实现营业收入 94.43 亿元,利润总额 18.13 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2019 年 10 月注册中期票据额度 25 亿元,本期计划发行 2020 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行金额为 4 亿元,期限 2 年,偿还方式为按年付息,到期一次还本。本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、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,全球动荡源和风险点显著增多,全球经济增长放缓的背景下,中国经济增长进一步下滑,消费价格上涨结构性特征明显,就业总体稳定。

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%(见表 1),为 2008 年国际金融危机以来之最低增速;其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%,第二季度同比增长 6.3%,第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%,逐季下滑态势明显

表1 2016—2019年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

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
数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

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。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，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；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%，比上年回落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%。进出口相抵，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38.8%、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%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。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0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，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同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

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，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。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。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。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2.91万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。

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。2019 年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。

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，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是

农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车

金融公司)。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业分析

1. 医药工业现状

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。医药制造行业属于弱周期行业，在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒，下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑，但目前医药制造行业仍然存在集中度低、产品同质化严重等问题。

2018 年以来，受医改政策持续推进的影响，行业整体收入和利润增速承压。国家统计局发布的数据显示，2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长

12.6%，增速较上年提高 0.1 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 4.1 个百分点；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%，增速较上年同期下降 8.3 个百分点，低于全国规模以上工业企业同期整体水平 0.8 个百分点；医药制造业主营业务收入利润率为 12.90%，较上年同期提升 1.14 个百分点，高于全国规模以上工业企业同期整体水平 6.41 个百分点。2019 年 1—9 月，医药制造业收入和利润增速均表现出下降趋势，其中，医药制造业实现营业收入 18184.2 亿元，同比增长 8.4%，增速较上年同期下降 5.1 个百分点；实现利润总额 2390.3 亿元，同比增长 10%，增速较上年同期下降 1.5 个百分点。

总体看，医药制造行业在经过前期高速增长后已步入结构性调整阶段，随着一致性评价进程的深入、由国家医保局主导的带量采购在全国推行、基药目录和医保目录完成新一轮调整以及重点监控目录的发布，医药制造行业收入和利润增长仍将面临一定压力，行业间分化趋势愈加明显，研发能力、成本控制能力、品种储备、资金实力将对企业竞争力产生重要影响，行业集中度也有望得以提升。

2. 行业政策

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。

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	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

		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	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物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、国家卫生健康委员会《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采取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，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

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 日召开的国务院常委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

医药行业作为弱周期行业，在人口基数大、人口结构老龄化趋势加重、居民收入水平的提高、医疗保险的扩容等因素的支撑下，未来医药产品仍将保持旺盛的下游需求。2018年以来，受医保控费、药品降价等因素影响，医药制造行业收入和利润整体增速放缓。预计2020年，随着“两票制”高开的边际影响逐渐减弱，一致性评价持续推进且配套的带量采购向全国扩面，以及医保目录调整、重点监测名单发布释放出了在医保支付面临压力的环境下对辅助用药从严监管的信号，医药制造行业收入和利润增长或将继续面临一定压力；另一方面，经过新一轮调整，企业间分化愈加明显，研发能力突出、成本控制能力强、具有优质品种、具备资金实力的医药制造企业将在竞争中获益，医药制造行业集中度将有所提升，并加速产业结构调整 and 升级调整。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司注册资本为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2019年9月底，健康元（包含下属子公司）共拥有537个药品批准文号，57个保健品批准文号，其中104个品种进入新版基药目录，112个品种进入低价药目录。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2018年底，健康元资产总额249.86亿元，所有者权益合计162.97亿元；2018年，健康元实现营业收入112.04亿元，利润总额17.33亿元，较2017年同比下降70.83%，系2017年丽珠集团转让珠海维星实业有限公司股权实现投资收益42.80亿元，而2018年无该收益所致。截至2019年9月底，健康元资产总额237.96亿元，所有者权益171.23亿元；2019年1—9月，健康元实现营业收入92.91亿元，利润总额18.36亿元。

表 3 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	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	纳入
注射用尿促卵泡素	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	纳入
鼠神经生长因子	神经修复	治疗视神经损伤	未纳入	纳入	纳入
艾普拉唑肠溶片	消化道	治疗十二指肠溃疡	未纳入	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	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。

总体看，公司产品种类丰富，在细分市场具有竞争优势。

3. 技术与研发水平

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。化学药品及中药制剂：公司已立项并开展研究的项目共计 66 项，其中已申报生

产项目 8 项；一致性评价项目：公司共开展 23 个品种的研发，其中注射用美罗培南、替硝唑片已完成申报；生物药领域：共有 10 个品种在研，其中临床研究项目 6 个（PD-1 在中美同时开展临床研究），已取得临床批件并准备进入临床 1 个，处于临床前研究项目 3 项；诊断试剂领域：体外诊断试剂中有 3 项已经获得注册证，6 项处于临床阶段，2 项处于注册检阶段。仪器设备中有 2 项已经获得注册证，2 项处于注册阶段；原料药领域已立项并开展新产品研究项目共 16 项；保健品在研 12 项，已申报注册 8 项；食品在研 9 项，提交标准备案 8 项。

重点研发项目方面，丽珠单抗技术平台主要品种注射用重组人绒毛促性素完成 III 期临床并申报生产；重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目完成 I 期临床试验研究并准备开展 II 期临床研究；重组抗 IL-6R 人源化单克隆抗体项目取得临床批件并完成 I 期临床研究准备工作；重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体中美 I 期临床试验研究进入最后研究阶段，并开始启动中国的化疗联合用药的临床研究工作；注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体 II 期临床试验完成；重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体正在进行 I 期临床试验研究；重组全人抗 RANKL 单克隆抗体处于 I 期临床研究阶段；CAR-T 项目组完成技术平台的建立，并已完成多个靶点的开发，正在积极推进临床研究和临

床申报。吸入制剂研发平台主要品种复方异丙托溴铵吸入溶液已获得注册批件；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等项目已完成临床研究并申报生产；妥布霉素吸入溶液、沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂、盐酸铵溴索吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液等已获批临床，左旋沙丁胺醇吸入溶液、异丙托溴铵吸入溶液等项目已提交注册申报。曲普瑞林微球已启动临床研究，亮丙瑞林（3个月）微球获得临床试验通知书，注射用丹曲林钠已完成临床研究并申报生产。

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4 2016—2018年公司研发投入情况

年度	2016年	2017年	2018年
研发投入（亿元）	6.09	7.05	8.54
主营业务收入（亿元）	98.37	107.11	111.55
所占比例（%）	6.19	6.58	7.65

资料来源：公司提供

公司对技术研发重视程度较高，2016—2018年研发投入持续增长，研发投入占主营业务收入比重保持在6%以上。

总体看，公司重视产品研发，拥有先进的研发平台，质量体系完善，研发水平处于领先地位。

4. 人员素质

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2019年9月底，公司员工共计11812人。按职能划分，生产人员占46.50%、销售人员占22.23%、技术人员占17.69%、行政人员占11.48%、财务人员占2.10%；按教育程度划分，本科及以上学历占28.73%、大专学历占28.04%、大专以下学历占43.23%。

总体来看，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。

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3月20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。

六、管理体制

1. 法人治理结构

依据《中华人民共和国公司法》等其他相关法律法规的规定，公司设股东会、董事会、监事会等机构。

股东会是最高权力机构，公司增加或减少注册资本、变更组织形式及分立、合并、解散需经2/3以上有表决权的股东同意，修改章程、

批准股本向股东以外的人转让需经全体股东同意；董事会是执行机构，董事会成员三人，其中董事长 1 人、副董事长 1 人、董事 1 人，公司经理由董事会聘任或者解聘，任期三年；监事会为公司内部监督机构，成员三人，由股东会委任，任期三年，董事、经理以及财务负责人不得兼任监事。

2. 管理机制

公司根据有关法律、法规、政策规定以及自身情况，建立了内部控制体系和相关内部控制制度，涵盖经营管理的各个环节。

人力资源管理方面，公司合理规划人力资源配置方案，持续加大对企业基层业务人员的配置力度，不断精简管理人员，实现人力资源由粗放式人事管理向精细化、标准化、专家咨询化的战略人力资源管理的转变。

风险管理方面，公司构建了董事会领导下的层次化风险管理组织体系。根据上市公司要求和各业务体系不同，形成独立的经营风险集中和风险外溢管理制度，形成了股权清晰、组织明确、制衡有效的全面风险管理组织架构；风险管理制度上，公司坚持推行风险政策的专家制定、定期重检与动态修订等规范化管理程序，针对下属各行业建立了涵盖信用风险、产品风险、市场风险、操作风险、合规风险的风险政策体系，并持续提高政策的传导及执行力。

财务管理方面，公司于 2001 年已经引入国外先进的 SAP 系统，各下属企业建设了具有自身特色的、基于独立业务平台总账的财务会计、管理会计系统；公司应用管理会计系统实现了企业管理业务预算和财务预算，建立了以集团为基础、运用内部成本分摊方法的全面预算体系，实现了盈利绩效能力计量和有效的财务资源配置，支持了下属企业经营目标的实现；公司及下属企业均按照上市公司治理要求依法独立设立账户，建立独立财务会计核算体系和财务管理制度并独立进行财务决策。

预算管理方面，公司建立了一系列制度，

包括经营预算、资本预算和财务预算。预算管理控制的全流程包括预算的编制、审批、执行、调整、分析、考核及监督等环节，将公司的经济活动全部纳入预算管理，涵盖生产、经营、销售和建设等全部环节，以保障公司生产经营的顺利运行。

对外担保管理方面，公司严格控制对外担保事宜，其中以下情况对外担保需经股东会审议通过：公司本部及控股子公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产 50%以后提供的担保；公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产 30%以后提供的担保；为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

融资管理方面，公司制定了严格制度，任何授信和融资都必须通过董事会或股东大会进行决议并授权公司法定代表人或其授权人签署相关法律文件；各二级子公司未经公司同意一律不得对外申请授信和融资。

对外投资管理方面，公司制订了《深圳市百业源投资有限公司对外投资管理制度》，从投资审批权限、投资决策程序、投资风险控制及投资资金管理等方面进一步规范公司的对外投资行为，确保对外投资项目符合公司中长期发展规划和经营业务发展需要以及效益优先的原则。

子公司管理方面，公司从建立健全法人治理结构、财务监管、人事控制、绩效考核、定期沟通等方面加强对子公司管控。公司对子公司董事、监事及高管人员进行委派和任免；公司对子公司的财务负责人实行统一委派、统一管理，并不定期对其财务状况进行审计检查；公司对各子公司的经营管理层实行绩效考核，将其年薪收入与公司经营业绩完成情况挂钩，各子公司管理者定期向公司述职，汇报子公司经营状况。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管

理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展提供了有力的内部保障。

七、重大事项

1. 丽珠集团转让维星实业

根据丽珠集团 2017 年 7 月 18 日发布的公告，丽珠集团及其全资子公司丽珠集团丽珠制药厂（以下简称“丽珠制药厂”）将持有的珠海维星实业有限公司（原珠海市丽珠医药工业有限公司，以下简称“维星实业”）100%股权转让予珠海横琴维创财富投资有限公司（以下简称“维创财富”），2017 年 7 月 17 日，丽珠集团已办理完毕维星实业股权变更登记备案工作，维星实业已取得新的《企业法人营业执照》，丽珠集团不再持有维星实业的股权。

维星实业由丽珠集团和丽珠制药厂共同出资成立，两方持股比例分别为 83.49% 和 16.51%，其用地原有规划为丽珠制药厂，因场地限制无法进行大规模扩建改造，进而无法满足扩大产能需要，丽珠制药厂整体搬迁至珠海市金湾联港工业区双林片区。此后，丽珠集团向珠海市住房和城乡建设局（以下简称“珠海住规建局”）申请对现状厂房按照“三旧”改造城市更新政策，自行实施拆建模式的更新改造，并对控规进行修改。2016 年 12 月 20 日，丽珠集团收到珠海住规建局下发的《关于批复香洲区丽珠医药集团改造项目更新单元规划方案（控规修改）、更新单元计划及供地方案的通知》，并批复同意。香洲区丽珠医药集团改造项目（以下简称“改造项目”）地块位于珠海市主城区香洲区拱北片区九洲大道南侧，桂花北路东、西侧地块，涉及 6 宗用地。项目开发建设用地共包含三宗土地，其中，宗地一用地面积为 17390.66 平方米，用地性质为商业商务混合用地；宗地二用地面积为 41744.54 平方米，用地性质为商业商务和二类居住混合用地；宗地三用地面积为 3310.49 平方米，用地性质为二类居住用地（用于配建公共租赁住房，产权归

属丽珠集团，由丽珠集团修建及统筹使用）。本次股权转让完成后，维星实业成为改造项目的实施主体，负责改造项目实施，并享有改造项目的包括土地使用权在内的所有权益（除公共租赁住房产权）。改造项目配建公共租赁住房产权归属丽珠集团，并由维创财富先行预付公共租赁住房建筑成本 0.50 亿元，公共租赁住房竣工后最终结算金额必须由丽珠集团指定的造价工程师审核确定，代建费用如有增加则由丽珠集团补足；如有结余，结余金额支付给丽珠集团。公共租赁住房建成后，由丽珠集团根据《公共租赁住房管理办法》的规定统筹使用。

上述土地账面值 0.19 亿元，根据丽珠集团提供的评估报告，土地评估价值 41.30 亿元。本次交易对价为 45.52 亿元；其中，股权转让款 44.80 亿元，代维星实业向丽珠集团偿还债务 0.22 亿元，代建改造项目配套公共租赁住房的建筑成本为 0.50 亿元。2017 年 5 月 9 日，丽珠集团已全额收到股权转让款 44.80 亿元和代维星实业向丽珠集团偿还债务 0.22 亿元，合计收到款项合计 45.02 亿元。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，该项收益的获得大幅改善了丽珠集团财务状况，有利于集中主业，为主营业务的经营发展提供充足的资金支持。同时，本次股权转让使得公司 2017 年在合并报表层面确认投资收益 42.80 亿元，但该投资收益可持续性弱。

2. 健康元配股

2018 年 8 月 17 日，子公司健康元收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准健康元药业集团股份有限公司配股的批复》（证监许可【2018】1284 号）文件，核准健康元向原股东配售 377502785 股新股。2018 年 10 月 16 日，健康元实际配股发行普通股（A 股）365105066 股，每股面值 1.00 元，每股发行价格为 4.70 元，募集资金净额 16.70 亿元（其中 3.65 亿元计入股本，13.05 亿元计入资本公积），用于珠海大

健康产业基地建设项目和海滨制药坪山医药产业化基地项目。配售股于 2018 年 10 月 24 日上市流通，上市后健康元总股本增至 1938033338 股，公司对健康元的持股比例变更为 47.50%。根据健康元公告的验资报告，截至 2018 年 10 月 16 日，配股认购资金均已到位。

八、经营分析

1. 经营概况

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。2016—2018 年，公司营业收入稳定增长，年均增幅 7.11%。2018 年公司实现营业收入 113.77 亿元，同比增长 3.82%。公司药品（含试剂）收入年均复合增长 7.81%。2018 年，制剂药、原料药、诊断试剂及设备分别实现营业收入 68.02 亿元、34.47 亿元和 6.97 亿元，分别同比增长 0.17%、12.37%和 9.68%。受市场竞争加剧影响，公司保健品收入近三年呈下滑趋势，分别为 2.18 亿元、2.12 亿元和 2.05 亿元。煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2018 年分别实现营业

收入 1.61 亿元和 0.65 亿元。

从毛利率看，近三年公司综合毛利率基本持平，2018 年为 61.28%。2018 年，公司药品（含试剂）毛利率为 62.51%，同比下降 3.16 个百分点，其中原料药毛利率受市场价格上升影响，产品毛利率逐步提升，2018 年为 29.90%；保健品毛利率小幅回升，2018 年为 60.99%。公司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”），2018 年，该业务毛利率为 42.56%。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、深圳市世纪星源运输实业有限公司（以下简称“世纪星源”，于 2016 年转让）以及零星原材料、半成品的处置等，2018 年，部分子公司经营亏损导致毛利率为负。

2019 年 1—9 月，公司营业收入为 94.43 亿元，同比增长 7.66%；其中药品（含试剂）板块收入同比增长 8.41%至 91.20 亿元，保健品业务收入则进一步下滑，当期实现收入 1.17 亿元，同比下降 36.50%。同期，公司综合毛利率为 64.42%，同比提高 2.37 个百分点；其中药品板块毛利率同比增加 2.39 个百分点至 65.62%。

总体看，公司主营业务突出，近年来经营较为平稳，盈利能力良好。药品（含试剂）板块作为公司主要收入来源，近年来保持较快增长，2018 年以来原料药业务收入及利润水平持续提升。

表 5 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（%）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
保健品	21760.68	21233.06	20474.96	11693.01	67.09	58.69	60.99	62.49
药品（含试剂）	941774.82	1049351.87	1094601.34	911975.79	62.54	65.67	62.51	65.62
其中：制剂药	622975.64	679057.62	680208.88	593751.49	81.13	80.67	79.23	79.13
原料药	261941.69	306712.17	344652.65	263303.11	19.68	25.35	29.90	36.07
诊断试剂及设备	56857.49	63582.08	69739.81	54921.19	56.27	58.05	60.58	61.25
煤炭及相关产品	16306.36	16945.45	16069.13	14264.71	46.97	55.70	42.56	48.10
其他	11835.07	8225.99	6517.51	6380.90	-41.84	-82.21	-97.64	-66.82
总计	991676.94	1095756.37	1137662.95	944314.40	61.14	61.84	61.28	64.42

资料来源：公司提供

2. 药品板块

(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、钯碳、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。

产能利用方面，近年来公司主要化学原料药产量存在波动，7-ACA 产量保持增长，产能利用率保持较高水平；美罗培南系列产品产量

波动增长；而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 6 近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
美罗培南混粉(吨)	30.00	40.00	40.00	37.50	23.56	22.06	33.40	29.90
7-ACA(吨)	1800.00	2640.00	2880.00	2295.00	1374.98	2565.74	2780.01	2107.92
头孢曲松钠(吨)	1356.00	1436.00	1700.00	1275.00	1103.26	1392.14	1138.98	856.36
头孢呋辛钠(吨)	187.50	187.50	200.00	150.00	125.17	137.46	194.50	112.53
苯丙氨酸(吨)	7000.00	8195.68	8500.00	7650.00	8458.10	7787.00	5290.20	5502.13
阿卡波糖(吨)	69.00	98.40	102.00	85.50	68.03	89.59	97.11	77.22

注：1.美罗培南混粉的产量统计中包含部分制剂产品；2.2016 年 7-ACA 统计中未包含前端产品
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，公司主要化学原料药的产销率总体保持较高水平。2018 年，公司重点产品 7-ACA 的销量保持较高规模。此外，公司通过资源整合、调整产品结构、加大国际认证等措施，其他重点原料药品种如美罗培南混粉也呈现一定增长。

表 7 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量(吨)				产销率(%)			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
美罗培南混粉	20.26	23.16	27.95	31.60	86.01	104.98	83.68	105.68
7-ACA	1408.74	2725.40	2719.63	1935.90	102.46	106.22	97.83	91.84
头孢曲松钠	968.24	1146.70	1060.38	689.51	87.76	82.37	93.10	80.52
头孢呋辛钠	121.26	125.89	188.92	106.24	96.88	91.58	97.13	94.42
苯丙氨酸	7254.18	8243.65	6409.70	4949.98	85.77	105.86	121.16	89.96
阿卡波糖	64.17	89.52	95.88	77.23	94.32	99.92	98.73	100.01

资料来源：公司提供

收入方面，公司化学原料药近三年收入分别为 26.19 亿元、30.67 亿元和 34.47 亿元。2018 年，苯丙氨酸受产销量下降影响，销售收入同比下降 20.27%；重点产品 7-ACA 产销量保持较高规模，同时销售价格回升带动销售收入同比增长 38.17%至 8.94 亿元；其余产品销售收入均有不同程度增长。

2019 年前三季度，美罗培南混粉的产销情况继续保持快速增长态势，销售收入同比增长 53.10%；7-ACA 的销量同比略有减少，但受益

于价格提升，销售收入同比增长 19.80%；头孢系列产品的销量和销售收入则有较明显下滑。

表 8 近年来公司主要原料药收入情况(单位:万元)

类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
美罗培南混粉	18077.36	17975.97	19135.09	21269.10
7-ACA	27551.47	64717.07	89416.81	77010.21
头孢曲松钠	37758.91	48455.89	52711.85	33050.55
头孢呋辛钠	9248.55	9316.92	15228.85	9004.00
苯丙氨酸	22766.01	25377.54	20232.57	18033.51

阿卡波糖	15726.5 3	21012.9 8	22014.3 9	17700.03
------	--------------	--------------	--------------	----------

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类，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9 近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2016年	2017年	2018年	2019年 1-9月	2016年	2017年	2018年	2019年 1-9月
化学制剂								
倍能（万支）	1625.00	2000.00	2000.00	1762.50	991.62	1314.79	1445.50	1372.30
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	937.50	32.90	36.45	34.38	28.90
尿促卵泡素（万支）	2305.00	2467.80	3290.00	2467.50	559.20	471.29	571.56	489.48
康丽能折 0.5g（万支）	2511.00	2511.00	2511.00	1883.25	1090.00	798.56	910.11	643.58
注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支）	50.00	50.00	100.00	75.00	33.24	48.79	66.12	61.20
鼠神经生长因子（万支）	742.50	742.50	729.00	546.75	289.95	223.19	274.91	146.41
艾普拉唑系列（万盒）	1112.15	1112.15	2824.00	2118.00	433.18	615.76	926.40	1009.70
注射用伏立康唑（万支）	729.00	729.00	729.00	546.75	140.80	98.95	196.05	114.89

丽珠胃三联片（万盒）	4704.00	4704.00	4704.00	3528.00	841.65	932.37	1228.25	1323.19
中药制剂								
参芪扶正注射液（万瓶）	1678.00	2116.00	2856.00	2142.00	1775.22	1312.74	1055.48	671.24
抗病毒颗粒（万盒）	4550.00	4550.00	3700.00	2775.00	2582.76	2554.65	2688.97	1324.15
前列安栓（万盒）	840.00	840.00	840.00	630.00	128.41	146.46	172.34	125.10

资料来源：公司提供

中药制剂方面，受辅助用药限制，2018年以来，公司参芪扶正注射液产销量同比分别下降 19.60%和 32.33%；抗病毒颗粒市场需求增加带动产销量同比增长；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。

近年来，公司制剂产品产销率维持较高水平。化学药制剂中，2018 年，艾普拉唑系列和丽珠胃三联片销量分别同比增长 37.68%和 30.58%，增长强劲；倍能、尿促卵泡素保持稳定增长。

表 10 近年来公司主要制剂药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
化学制剂：								
倍能（万支）	1031.37	1321.04	1430.09	1390.10	104.01	100.48	98.93	101.30
速能（万支）	29.65	34.26	36.61	34.17	90.11	93.99	106.50	118.25
尿促卵泡素（万支）	493.92	518.17	569.21	465.84	88.33	109.95	99.59	95.17
康丽能折 0.5g（万支）	887.59	908.29	849.45	718.73	81.43	113.74	93.34	111.68
注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支）	33.19	48.78	66.08	64.65	99.83	99.99	99.94	105.63
鼠神经生长因子（万支）	226.48	244.85	220.13	158.03	78.11	109.71	80.07	107.94
艾普拉唑系列（万盒）	399.59	617.92	850.74	1032.26	92.25	100.35	91.83	102.23
注射用伏立康唑（万支）	101.68	128.64	155.59	138.06	72.22	130.01	79.36	120.16
中药制剂：								
参芪扶正注射液（万瓶）	1527.69	1515.11	1025.31	697.47	86.06	115.42	97.14	103.91
抗病毒颗粒（万盒）	2444.84	2568.62	2656.06	1574.76	94.66	100.55	98.78	118.93
前列安栓（万盒）	156.87	168.87	172.41	138.76	122.17	115.30	100.04	110.92

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司制剂产品销售收入保持稳定增长，为公司最主要的收入来源。2018 年，公司制剂产品销售收入同比增长 0.17%至 68.02 亿元。

化学药制剂方面，2018 年，倍能销售价格同比有所下降，导致销售收入同比下降 1.90%；近年来，公司促性激素领域销售收入增速明显，重点品种注射用尿促卵泡素和注射用醋酸亮丙

瑞林微球年均复合增长 4.37%和 40.31%，其中注射用醋酸亮丙瑞林微球 2018 年实现销售收入 7.61 亿元，同比增长 40.34%，该产品全国仅有两家企业生产，未来市场潜力大。消化道产品是公司的传统优势领域，“丽珠得乐”系列品牌优势明显，市场份额较高，一直保持了过亿元的销售收入，2018 年产销量保持增长，该系列产品销售收入同比增长 21.05%至 2.03 亿元；2018 年创新产品艾普拉唑系列实现销售收入 5.88 亿元，同比增长 37.35%，未来随着针剂的招标放量，艾普拉唑有望加快增长。2018 年，受医保控费和限制辅助用药的影响，公司神经领域注射用鼠神经生长因子销售收入为 4.44 亿元，同比下降 14.09%。

中药制剂方面，近三年，参芪扶正注射液始终保持高市场份额，销售收入较为稳定，但 2017 年以来受辅助用药限制影响收入下滑。另一优势产品抗病毒颗粒 2018 年实现销售收入 3.33 亿元，同比增长 10.78%。

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，制剂业务整体保持稳定增长。其中，

化药制剂如注射用醋酸亮丙瑞林微球、注射用尿促性素、艾普拉唑系列、倍能等产品保持较快增长，2019 年前三季度销售收入分别同比增长 24.67%、258.07%、67.26%和 23.71%。2019 年 11 月，注射用艾普拉唑纳入新版《医保目录》乙类范围，将有利于该产品的市场推广及未来销售。与此同时，公司中药制剂产品整体依然承压，参芪扶正注射液的销量和销售收入分别同比下降 16.75%和 18.47%，抗病毒颗粒的销量和销售收入分别同比下降 21.18%和 16.47%。此外，联合资信关注到，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；同时，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。

总体看，近年来受医保控费和辅助性药品承压影响，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。

表 11 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	销售收入（万元）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
参芪扶正注射液	167963.45	157340.79	100215.78	66952.74
倍能	75799.72	87281.38	85622.25	85607.47
注射用尿促卵泡素	54404.14	54972.94	59260.91	49003.28
注射用醋酸亮丙瑞林微球	38639.11	54203.70	76069.74	73513.41
艾普拉唑系列	28467.38	42834.84	58831.71	75394.72
鼠神经生长因子	49135.38	51730.44	44442.93	30710.19
抗病毒颗粒	26698.69	30027.51	33264.00	20878.88
注射用尿促性素(HMG)	19315.38	18144.02	17717.30	49003.28
丽珠胃三联片	14967.00	16737.05	20259.89	19237.02
注射用伏立康唑	15616.57	19477.51	23172.45	20327.82
得乐系列	12327.52	16614.61	16383.88	16356.18
速能	2098.05	2854.57	2817.18	2606.79

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比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 5.69 亿元、6.36 亿元和 6.97 亿元；2019 年 1—9 月营业收入为 5.49 亿元。

3. 保健品

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。另外，公司保健品销售收入存在季节性，销售旺季（春节、中秋节）的销售额约占全年的 60%。尽管公司积极调整销售策略，该板块营业收入近三年仍呈下滑趋势，分别为 2.18 亿元、2.12 亿元和 2.05 亿元。2019 年 1—9 月，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，收入同比下降 36.50% 至 1.17 亿元。

表 12 近年来公司主要保健品收入情况（单位：万元）

类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
静心口服液	11110.3 3	11227.7 4	10411.9 1	6051.2 7

鹰牌花旗参茶	6436.26	4628.10	5976.02	2742.3 0
太太美容口服液	1416.02	1880.52	1828.51	1013.8 7

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

2016—2018 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年下降，存货周转次数呈上升趋势，上述指标三年均值分别为 3.44 次、0.39 次和 3.05 次，2018 年分别为 3.38 次、0.36 次和 3.17 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 2019 年 9 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 5.51 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。

2019 年底, 湖北省武汉市爆发了新型冠状病毒(2019-nCoV) 肺炎疫情。联合资信通过与公司沟通了解到, 各生产主体于 2020 年 2 月 10 日起陆续复工, 疫情对公司整体影响相对可控。

此外, 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, 主要产品包括新型冠状病毒(2019-nCoV) 核酸检测试剂盒(PCR-荧光法)、新型冠状病毒 IgM 抗体检测试剂盒(酶联免疫法)/新型冠状病毒 IgG 抗体检测试剂盒(酶联免疫法)、新型冠状病毒 IgM 抗体检测试剂盒(胶体金法)/新型冠状病毒 IgG 抗体检测试剂盒(胶体金法)以及上述产品配套使用的核酸提取仪和胶体金试剂分析仪。同时, 丽珠试剂将与中国科学院武汉病毒研究所就本次新型冠状病毒抗体检测试剂盒的合作开发签订框架协议。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)审批通过。

联合资信将持续关注本次疫情对公司生产经营的影响。

表 13 截至 2019 年 9 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 2019 年 9 月底已投金额	未来资金投入计划	
					2019 年 10-12 月	2020 年
深圳海滨坪山新厂	2012-2020 年	10.37	自筹、银行贷款	5.51	0.99	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

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告, 瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见审计结论; 2019 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面, 2017 年公司合并范围增加包括丽珠单抗生物技术(美国)有限公司在内的 6 家三级子公司和二级子公司健康元(江苏)生物科技有限公司, 减少维星实业等三家子公司; 2018 年公司合并范围减少包括珠海圣美生物诊断技术有限公司在内的 2 家子公司, 增加健康元海滨药业有限公司等 4 家子公司; 2019

年前三季度, 公司合并范围新增 2 家三级子公司和 4 家四级子公司。总体看, 近年来公司合并范围增加及减少的子公司规模均较小, 但 2017 年处置维星实业股权对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底, 公司(合并)资产总额为 335.48 亿元, 所有者权益为 180.47 亿元(含少数股东权益 127.93 亿元); 2018 年, 公司实现营业收入 113.77 亿元, 利润总额 12.55 亿元。

截至 2019 年 9 月底, 公司(合并)资产总额为 314.35 亿元, 所有者权益为 185.10 亿元(含少数股东权益 130.02 亿元); 2019 年 1—9 月, 公司实现营业收入 94.43 亿元, 利润总额 18.13 亿元。

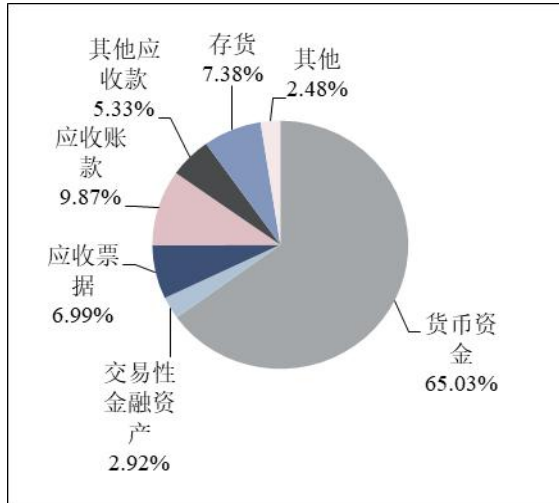
2. 资产质量

近三年,公司资产规模快速增长。截至2018年底,公司(合并)资产总额335.48亿元,较上年底增长10.85%,主要系货币资金增加所致。其中流动资产占53.84%,非流动资产占46.16%,公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2016—2018年,公司流动资产年均复合增长率37.03%。截至2018年底,公司流动资产合计191.83亿元,较上年底增长17.32%,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1 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2016—2018年,公司货币资金年均增长99.71%。截至2018年底,公司货币资金较上年底增长34.82%至124.74亿元,主要来自健康元配股资金到位及银行借款增长。货币资金中主要包含银行存款(占95.47%)和其他货币资金(占4.53%)。其中使用受限的货币资金21.23亿元,主要系银行存款中的结构性存款及定期存款(19.75亿元),其他货币资金中的环境治理保证金、信用证保证金、银行承兑汇票保证金和其他业务保证金。

2016—2018年,公司交易性金融资产呈波动下降趋势,分别为8.30亿元、8.52亿元(其

中股票8.49亿元)和5.60亿元。

2016—2018年,公司应收票据以年均29.38%的速度波动增长。截至2018年底,公司应收票据为13.41亿元,较上年底下降12.45%,均为银行承兑汇票,其中账面价值3.80亿元的票据已用于质押。

公司应收账款规模较大,但2016—2018年呈逐年下降趋势,年均复合下降5.07%。截至2018年底,公司应收账款余额为19.74亿元,计提坏账准备0.80亿元,计提比例4.08%;应收账款账面价值18.94亿元,较上年底下降4.01%。从账龄来看,截至2018年底,应收账款账龄在1年以内的占96.30%,账龄短;从集中度来看,应收账款前五名金额合计3.07亿元,占应收账款总额的16.23%,集中度一般。

公司其他应收款主要是往来款及借款保证金。2016—2018年,公司其他应收款年均复合增长9.43%。截至2018年底,公司其他应收款账面余额10.87亿元,计提坏账准备0.64亿元,计提比例为5.90%,其他应收款账面价值为10.23亿元。从集中度来看,其他应收款前五名金额合计9.07亿元,占其他应收款的83.43%,集中度很高。

表14 截至2018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	3.19	2—3年	关联往来款
朱保国	3.13	2年以内	关联往来款
深圳市源兴兴源投资有限公司	2.35	1—2年	关联往来款
华能贵诚信托有限公司	0.21	1年以内	借款保证金
华夏证券股份有限公司	0.19	5年以上	国债及保证金
合计	9.07	--	--

资料来源:公司2018年审计报告,联合资信整理

2016—2018年,公司存货规模较为稳定。截至2018年底,公司存货净值14.16亿元,较上年底增长3.83%,以原材料(占24.53%)、在产品及自制半成品(占30.19%)、产成品及库存商品(占40.09%)为主;计提跌价准备0.85

亿元。

(2) 非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长3.89%。截至2018年底，公司非流动资产为143.65亿元，主要由可供出售金融资产（占28.98%）、固定资产（占30.36%）和无形资产（占20.41%）构成。

公司股权投资的主要投向为大健康和金融领域。2016—2018年，公司可供出售金融资产年均复合增长14.94%，截至2018年底为41.64亿元，较上年底增长5.48%，构成主要为可供出售权益工具（41.60亿元）。其中，按公允价值计量的占33.48%，按成本计量的占66.52%。

表15 截至2018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）	13.00	--
深圳前海微众银行股份有限公司	6.32	14.29
国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	1.79	--
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.60	--
深圳市小赢科技有限公司	1.45	11.34
合计	24.16	--

资料来源：公司2018年审计报告，联合资信整理

2016—2018年，公司固定资产规模大且较为稳定。截至2018年底，公司固定资产原值84.67亿元，累计折旧39.54亿元，计提减值准备1.53亿元，固定资产净额43.61亿元，较上年底下降5.20%。其中机器设备占39.17%，房屋及建筑物占54.98%。

2016—2018年，公司无形资产逐年下降，年均复合下降3.58%。截至2018年底，公司无形资产原值39.80亿元，累计摊销和减值准备合计10.47亿元，账面价值29.32亿元，较上年底下降3.77%。其中，采矿权占85.28%，土地使用权占11.85%。

截至2019年9月底，公司（合并）资产总额较上年底下降6.30%至314.35亿元，资产结构较上年底基本保持稳定。其中，货币资金

96.05亿元，较2018年底下降23.00%，系偿还到期债务所致；应收账款24.76亿元，较2018年底增长32.17%；其他科目变动不大。

总体看，公司资产中应收类科目规模较大，对运营资金形成一定占用；2017年出售维星实业使得公司合并层面货币资金大幅增加，资产流动性得到提升，公司整体资产质量良好。

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益年均复合增长21.93%。截至2018年底，公司所有者权益为180.47亿元（含少数股东权益127.93亿元），较上年底增长9.59%，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41.12%，未分配利润占56.28%。

2016—2018年，公司实收资本稳定在0.80亿元；资本公积年均复合增长1.13%，截至2018年底为21.60亿元。

2016—2018年，公司未分配利润年均复合增长23.91%，截至2018年底为29.57亿元。

近三年，公司其他综合收益有所波动，分别为-0.13亿元、0.27亿元和0.13亿元。其中，2018年底其他综合收益中，可供出售金融资产公允价值变动损益0.32亿元，较上年底减少0.28亿元。

2016—2018年，公司少数股东权益快速增长。截至2018年底，公司少数股东权益127.93亿元，较上年底增长13.95%。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计185.10亿元，较上年底小幅增长2.57%，主要来自未分配利润的增加。

总体看，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。

(2) 负债

2016—2018年，公司负债年均复合增长16.67%。截至2018年底，公司负债总额155.01亿元，较上年底增长12.35%，主要系短期借款

和长期借款增加所致。从负债结构看，流动负债占 72.11%，非流动负债占 27.89%，以流动负债为主。

流动负债方面，2016—2018 年，公司流动负债快速增长，截至 2018 年底为 111.78 亿元，较上年底增长 17.28%，主要由短期借款（占 26.21%）、应付票据（占 6.85%）、应付账款（占 5.89%）、其他应付款（占 22.14%）、一年内到期的非流动负债（占 12.52%）和其他流动负债（占 17.89%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款规模快速增长，分别为 2.00 亿元、10.11 亿元和 29.30 亿元。

2016—2018 年，随着销售规模的增长，公司应付票据以年均 31.53% 的速度较快增长，截至 2018 年底为 7.66 亿元，较上年底增长 4.30%；公司应付账款有所波动，截至 2018 年底为 6.58 亿元，较上年底增长 18.91%。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长。截至 2018 年底，公司其他应付款为 24.75 亿元，较上年底增长 5.98%。其中预提费用为 11.11 亿元，主要为尚未支付而结存的市场开发费及推广费 9.35 亿元，账龄在 1 年以内的占 81.67%。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 2.03 亿元、12.99 亿元和 13.99 亿元。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债主要由“16 健康元 MTN001”（3 年期，7 亿元，已兑付）和“16 百业源 MTN001”（3 年期，7 亿元，已兑付）构成。

2016—2018 年，公司其他流动负债分别为 33.50 亿元、18.00 亿元和 20.00 亿元，均为应付短期债券。

非流动负债方面，2016—2018 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长率为 8.55%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 43.23 亿元，较上年底变动不大，其中长期借款占 19.91%，应付债券占 51.96%、递延收益占 10.19%，递延所得税负债占 17.94%。

截至 2018 年底，公司长期借款较上年底大幅增加 8.60 亿元至 8.61 亿元，包括信用借款

5.61 亿元、质押借款 3.00 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券分别为 26.91 亿元、30.92 亿元和 22.46 亿元。发行债券为公司主要融资方式。

2016—2018 年，公司有息债务年均复合增长 21.71%。截至 2018 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 102.02 亿元，较上年底增长 28.08%。其中短期债务和长期债务分别占 69.55% 和 30.45%，短期债务占比进一步上升。债务指标方面，近三年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率呈持续下降态势。截至 2018 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上升至 46.21% 和 36.11%；长期债务资本化比率为 14.69%，较上年底略有下降。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额为 129.24 亿元，较 2018 年底下降 16.62%。其中流动负债占 72.49%，非流动负债占 27.51%，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 91.47% 至 2.50 亿元；一年内到期的非流动负债 23.99 亿元，较上年底增长 71.46%；其他流动负债 15.00 亿元，较上年底减少 5.00 亿元；应付债券 12.48 亿元，较上年底下降 44.42%。

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 72.32 亿元，较 2018 年底下降 29.11%。其中短期债务占 68.09%，长期债务占 31.91%，与上年底基本持平。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 41.12%、28.10% 和 11.09%。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 25.00 亿元，存在较大集中偿付压力。

表 16 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）
17 百业源 MTN002	2017-07-13	2020-07-17	3.50
17 百业源 MTN003	2017-08-22	2020-08-24	3.50

18 百业源 MTN001	2018-02-08	2021-02-12	5.50
19 百业源 MTN001	2019-01-10	2021-01-14	7.00
19 百业源 MTN002	2019-11-04	2021-11-06	4.00
19 百业源 CP001	2019-04-01	2020-04-03	7.00
19 百业源 SCP002	2019-08-05	2020-05-03	4.00
19 百业 EB	2019-12-10	2022-12-12	10.00
20 百业源 SCP001	2020-03-09	2020-12-06	7.00
合计	--	--	51.50

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

总体看，公司整体债务规模尚可，债务结构有待改善，本部作为投资控股型企业，债务负担重，且存在较大集中偿付压力。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入年均复合增长7.11%；2018年公司实现营业收入113.77亿元，同比增长3.82%，化学原料药及中间体和化学制剂的增长对营业收入的支撑作用较为明显。近三年，公司营业成本年均复合增长率为6.91%；2018年为44.05亿元，同比增长5.34%。

2016—2018年，公司期间费用快速增长。2018年，公司产生期间费用55.79亿元，同比变动不大。其中销售费用39.91亿元，与上年基本持平；管理费用及研发费用合计14.83亿元，同比增长18.32%；由于利息收入增加，公司财务费用为1.05亿元，同比下降66.40%。2016-2018年，公司期间费用占营业收入比重分别为51.59%、50.62%和49.04%，期间费用对利润侵蚀较大。

2016—2018年，公司资产减值损失分别为1.19亿元、1.33亿元和0.80亿元，主要由存货跌价损失和固定资产减值损失构成。

2016—2018年，公司公允价值变动收益变化较大，分别为0.54亿元、2.68亿元和-0.90亿元；公司持有的权益工具的浮盈/亏对公司利润产生一定影响。

2016—2018年，公司投资收益分别为0.78亿元、43.78亿元和-0.33亿元。其中2017年投资收益规模较大系丽珠集团转让维星实业股权所致（股权转让款42.80亿元）。2018年，公司

投资收益为负数，其中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-0.55亿元，长期股权投资转让产生的收益为0.16亿元。

2017年和2018年，公司分别实现其他收益1.00亿元和1.10亿元。

近三年，公司分别实现营业外收入1.51亿元、0.94亿元和1.79亿元，其中政府补助占比分别为92.72%、76.60%和97.90%。

2016—2018年，公司利润总额波动增长，分别为9.14亿元、59.51亿元和12.55亿元。其中2017年，受益于丽珠集团对维星实业进行股权转让，公司实现较大规模投资收益，对利润形成有效补充。

从盈利指标来看，2016—2018年，公司营业利润率保持稳定，分别为59.26%、60.19%和59.76%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率波动较大，2017年分别为20.49%和28.29%，位于近三年高位，主要系当年转让维星实业股权所致；2018年分别为5.29%和6.09%。

2019年1—9月，公司实现营业收入94.43亿元，同比增长7.66%；营业成本同比变化不大；营业利润率为63.07%。同期，公司期间费用44.74亿元，同比增长6.55%，占营业收入的比重为47.38%；其中财务费用同比下降38.07%。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0.88亿元和1.61亿元（上年同期分别为-0.91亿元和0.19亿元），主要来自交易性金融资产和可供出售金融资产公允价值变动及持有期间产生的收益；其他收益和营业外收入分别为0.71亿元和0.74亿元。公司实现利润总额18.13亿元，同比增长47.18%。

总体看，近年来公司收入及利润规模有所增长，但期间费用对利润侵蚀较大，且金融资产的公允价值变动对公司盈利水平有一定影响；2017年公司收到大额股权转让款，对当期盈利贡献明显，但不具备持续性。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率和速动比率呈上升态势，三年加权平均值分别为163.73%和149.42%，2018年底分别为171.61%和158.94%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为18.85%、18.88%和15.76%。截至2019年9月底，公司流动比率和速动比率分别上升至179.93%和164.69%。总体看，公司货币资金充沛，短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2016—2018年，公司EBITDA分别为19.08亿元、69.59亿元和23.41亿元；其中2017年EBITDA较高系处置维星实业股权所致。2016—2018年，公司全部债务/EBITDA分别为3.61倍、1.14倍和4.36倍；EBITDA利息倍数呈波动下降趋势，分别为6.03倍、20.01倍和5.90倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年9月底，公司对外担保余额为3.58亿元，对外担保比率为1.93%。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0.33亿元，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3.25亿元。2019年5月10日，健康元2018年年度股东大会审议通过《关于本公司及控股子公司焦作健康元为金冠电力贷款提供担保的议案》，健康元及控股子公司焦作健康元合并为金冠电力贷款提供余额不高于人民币4.5亿元（含4.5亿元）的循环担保额度（具体担保方将在每笔担保合同中明确），期限为自健康元股东大会审议通过此项担保议案之日起至2022年12月31日止。为确保担保的贷款安全，金冠电力以其自有资产及另两位股东焦作市嘉华贸易有限公司和香港嘉华国际企业有限公司持有金冠电力股权质押等为健康元提供的担保进行反担保，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。总体看，公司或有负债风险低。

截至2019年9月底，公司合并口径获得的银行授信额度为人民币204.35亿元，未使用额度为183.31亿元，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。

6. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为70.01亿元，较上年底增长32.25%，主要由货币资金（9.70亿元）、其他应收款（30.78亿元）、可供出售金融资产（13.70亿元）和长期股权投资（11.92亿元）构成。截至2018年底，母公司货币资金较上年底增加9.58亿元；长期股权投资较上年底增加8.38亿元，主要系认购健康元配股所致；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20.60亿元）。

截至2018年底，母公司负债合计60.32亿元，较上年底增长41.06%，主要来自其他流动负债及长期借款的增长。母公司主要依赖发行债券进行融资，截至2018年底，其他流动负债为20.00亿元，应付债券为17.47亿元。截至2018年底，母公司资产负债率为86.16%。

截至2019年9月底，母公司资产总额为64.48亿元，较上年底下降7.90%，构成以其他应收款（24.44亿元）、可供出售金融资产（13.76亿元）和长期股权投资（16.58亿元）为主。同期，母公司负债合计54.87亿元，主要由一年内到期的非流动负债（11.99亿元）、其他流动负债（15.00亿元）、长期借款（10.60亿元）和应付债券（12.48亿元）构成。公司本部2020年剩余待偿债券余额为23.00亿元，存在较大集中偿付压力。

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，2018年财务费用支出1.71亿元，实现投资收益1.66亿元，公允价值变动收益为-0.73亿元；利润总额为-1.05亿元。2019年1—9月，母公司发生财务费用2.13亿元，投资收益1.88亿元，公允价值变动收益为

0.33 亿元，利润总额为-0.08 亿元。

健康元的分红是母公司投资收益的重要组成部分。近三年，健康元对母公司分红分别为 1.19 亿元、1.19 亿元和 1.34 亿元。截至 2020 年 1 月 22 日，公司持有健康元股份数量为 980458782 股，持股比例为 50.41%；累计质押的股份数量为 275097848 股，质押比例为 28.06%。

截至 2019 年 9 月底，公司本部获得银行授信额度 41.60 亿元，未使用额度 28.50 亿元。

总体看，母公司资产以其他应收款和对外权益工具投资为主，资产流动性有待提升；债务规模较大，债务负担重；利润主要依赖下属子公司的分红收益。考虑到母公司持有的上市公司股票质押率低，且上市公司分红稳定，母公司整体偿债能力较好。

7. 抗风险能力

总体来看，公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。近年来，公司主营产品收入不断增长，营业利润率水平较高，盈利情况良好，负债水平适宜。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 4 亿元，占 2019 年 9 月底长期债务和全部债务的 17.33%和 5.53%，本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2019 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 41.12%、28.10%和 11.09%；考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，发行后，公司债务负担变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，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额度的 3.64

倍、4.50 倍和 4.40 倍；EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 4.77 倍、17.40 倍和 5.85 倍。

总体看，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

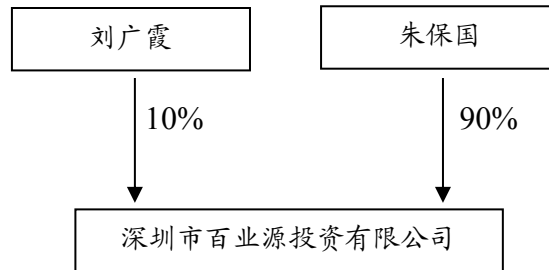
十一、结论

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。

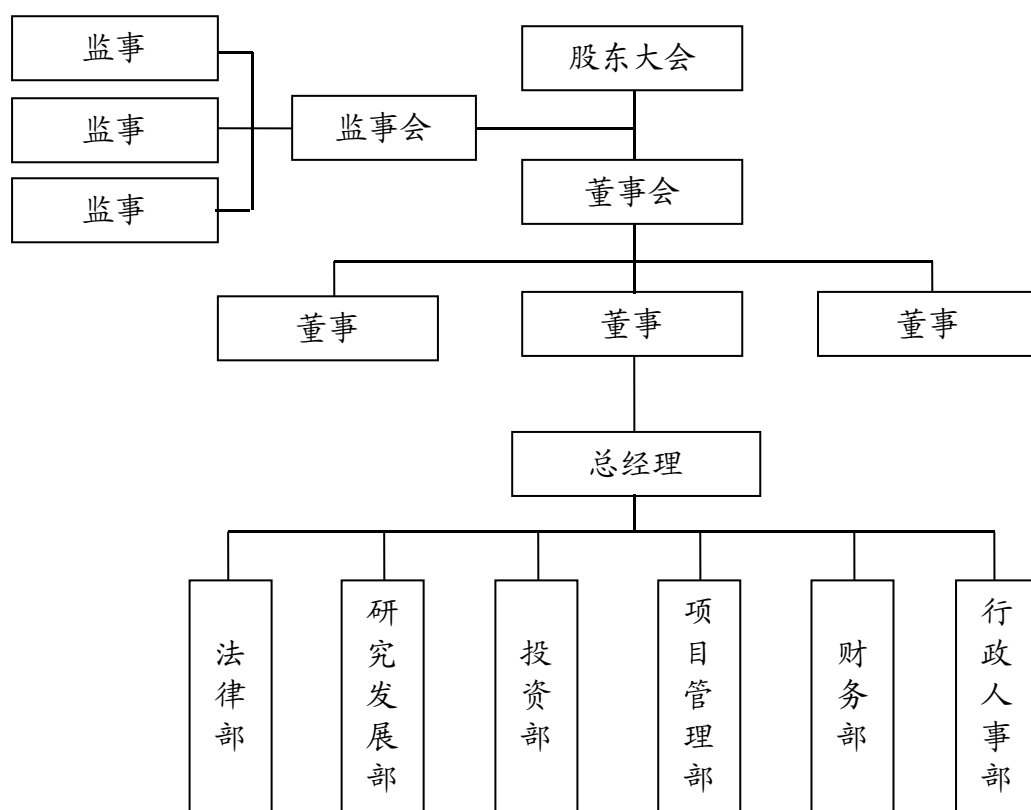
公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，公司总体经营平稳，收入规模持续增长，负债水平适宜，整体盈利能力良好，但母公司层面债务负担重。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。总体看，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.58	116.36	143.75	113.07
资产总额(亿元)	235.27	302.64	335.48	314.35
所有者权益(亿元)	121.38	164.67	180.47	185.10
短期债务(亿元)	41.95	48.73	70.95	49.24
长期债务(亿元)	26.92	30.92	31.07	23.08
全部债务(亿元)	68.87	79.65	102.02	72.32
营业收入(亿元)	99.17	109.58	113.77	94.43
利润总额(亿元)	9.14	59.51	12.55	18.13
EBITDA(亿元)	19.08	69.59	23.41	--
经营性净现金流(亿元)	14.56	17.99	17.61	20.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.63	3.42	3.38	--
存货周转次数(次)	2.80	3.00	3.17	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.41	0.36	--
现金收入比(%)	101.64	104.73	108.76	100.17
营业利润率(%)	59.26	60.19	59.76	63.07
总资本收益率(%)	5.60	20.49	5.29	--
净资产收益率(%)	6.17	28.29	6.09	--
长期债务资本化比率(%)	18.15	15.81	14.69	11.09
全部债务资本化比率(%)	36.20	32.60	36.11	28.10
资产负债率(%)	48.41	45.59	46.21	41.12
流动比率(%)	132.34	171.54	171.61	179.93
速动比率(%)	113.87	157.24	158.94	164.69
经营现金流动负债比(%)	18.85	18.88	15.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.61	1.14	4.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.03	20.01	5.90	--

注：2019 年 1—9 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 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.57	3.61	11.46	5.03
资产总额(亿元)	46.69	52.93	70.01	64.48
所有者权益(亿元)	9.56	10.17	9.69	9.61
短期债务(亿元)	26.00	22.50	31.30	29.49
长期债务(亿元)	9.98	18.96	26.07	23.08
全部债务(亿元)	35.98	41.46	57.37	52.57
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-0.10	0.64	-1.05	-0.08
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-5.92	-4.28	1.26	6.32
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(%)	0.24	1.20	-0.71	--
净资产收益率(%)	1.15	6.11	-4.91	--
长期债务资本化比率(%)	51.07	65.08	72.90	70.61
全部债务资本化比率(%)	79.01	80.30	85.55	84.55
资产负债率(%)	79.52	80.78	86.16	85.10
流动比率(%)	113.13	144.60	124.65	102.14
速动比率(%)	113.13	144.60	124.65	102.14
经营现金流动负债比(%)	-21.79	-18.05	3.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	---	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2019 年 1—9 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 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	(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%
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 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

联合资信评估有限公司关于 深圳市百业源投资有限公司 2020 年度第一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。

深圳市百业源投资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。

深圳市百业源投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对深圳市百业源投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，深圳市百业源投资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深圳市百业源投资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，如发现深圳市百业源投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳市百业源投资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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳市百业源投资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深圳市百业源投资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深圳市百业源投资有限公司联系，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。