

# 信用等级公告

联合〔2020〕4001号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市百业源投资有限公司及其拟发行的 2020 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，深圳市百业源投资有限公司 2020 年度第二期中期票据信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月二十三日



# 深圳市百业源投资有限公司

## 2020 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

本期中期票据信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期中期票据基础发行额度：4 亿元

本期中期票据发行金额上限：7 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 10 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<br>(打分表) | V3.0.201907 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级    | aa <sup>+</sup> | 评级结果  |         | AA <sup>+</sup> |
|---------|-----------------|-------|---------|-----------------|
| 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               |
| 财务风险    | F1              | 现金流   | 经营分析    | 1               |
|         |                 |       | 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

### 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”）。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了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 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影响叠加新冠肺炎疫情冲击，公司部分药品销量下滑，药品价格面临下行压力；公司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。

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. 公司经营业绩稳步增长。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。
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。

分析师：王喜梅 邢霏雪  
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

3. **投入持续加大，新药研发进程稳步推进，研发竞争力增强。**近年来，公司加大研发投入力度，化学制剂、原料药及中间体、生物药及诊断试剂领域均有研发管线布局，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，增强公司研发竞争力。
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。**2019年，公司经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额上限的 3.59 倍和 4.43 倍。

#### 关注

1. **受医药行业政策影响，叠加新冠肺炎疫情冲击，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。2020 年以来，在新冠肺炎疫情影响下，公司部分产品销售规模同比下滑。
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。**2017—2019年，公司期间费用率均在48%以上，对利润侵蚀较大，费用控制仍需加强。
4. **所有者权益稳定性较弱。**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6月 |
| 现金类资产(亿元)      | 115.27 | 122.52 | 141.54 | 117.92  |
| 资产总额(亿元)       | 302.64 | 335.48 | 340.35 | 325.02  |
| 所有者权益(亿元)      | 164.67 | 180.47 | 186.91 | 200.16  |
| 短期债务(亿元)       | 48.73  | 70.95  | 62.49  | 48.46   |
| 长期债务(亿元)       | 30.92  | 31.07  | 34.02  | 16.39   |
| 全部债务(亿元)       | 79.65  | 102.02 | 96.51  | 64.85   |
| 营业收入(亿元)       | 109.58 | 113.77 | 121.47 | 65.21   |
| 利润总额(亿元)       | 59.51  | 12.55  | 20.62  | 20.89   |
| EBITDA(亿元)     | 69.59  | 23.41  | 31.00  | --      |
| 经营性净现金流(亿元)    | 17.99  | 17.61  | 25.16  | 12.30   |
| 营业利润率(%)       | 60.19  | 59.76  | 61.99  | 62.48   |
| 净资产收益率(%)      | 28.29  | 6.09   | 9.23   | --      |
| 资产负债率(%)       | 45.59  | 46.21  | 45.08  | 38.41   |
| 全部债务资本化比率(%)   | 32.60  | 36.11  | 34.05  | 24.47   |
| 流动比率(%)        | 171.54 | 171.61 | 183.96 | 188.56  |
| 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6月 |
|--------------|--------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元)     | 52.93  | 70.01  | 75.35  | 68.50   |
| 所有者权益(亿元)    | 10.17  | 9.69   | 9.93   | 13.80   |
| 全部债务(亿元)     | 41.46  | 57.37  | 62.51  | 52.38   |
| 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   | 4.65    |
| 资产负债率(%)     | 80.78  | 86.16  | 86.82  | 79.86   |
| 全部债务资本化比率(%) | 80.30  | 85.55  | 86.29  | 79.15   |
| 流动比率(%)      | 144.60 | 124.65 | 139.05 | 112.23  |
| 经营现金流动负债比(%) | -18.05 | 3.69   | 19.24  | --      |

注: 2020年1-6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; 现金类资产已剔除受限部分

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 <sup>+</sup> | 稳定   | 2020/9/27  | 王喜梅<br>邢霖雪 | 医药制造企业信用评级方法(V3.0.201907)<br>医药制造企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907) | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA <sup>+</sup> | 稳定   | 2014/11/21 | 马栋<br>王慧   | 主体评级方法总论(2013年)   | <a href="#">阅读全文</a> |

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

# 深圳市百业源投资有限公司

## 2020 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

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 6 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 6 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 3 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 6 月底，公司持股 46.52%，质押率 15.52%）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 6 月底，健康元持股 23.53%，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 6 月底，公司（合并）资产总额为 325.02 亿元，所有者权益合计 200.16 亿元（含少数股东权益 140.13 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 65.21 亿元，利润总额 20.89 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，于 2019 年 11 月发行“19 百业源 MTN002”4 亿元，于 2020 年 4 月发行“20 百业源 MTN001”4 亿元，本期计划发行 2020 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行额度为 4 亿元，发行金额上限为 7 亿元，期限为 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

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲

击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP

累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2016—2020 年上半年中国主要经济数据

| 项目                | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年一季度 | 2020年上半年 |
|-------------------|-------|-------|-------|----------|----------|
| GDP (万亿元)         | 78.7  | 84.0  | 89.2  | 18.4     | 40.9     |
| GDP 增速 (%)        | 6.9   | 6.7   | 6.1   | -6.8     | -1.6     |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.6   | 6.2   | 5.7   | -8.4     | -1.3     |
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.2   | 5.9   | 5.4   | -16.1    | -3.1     |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.2  | 9.0   | 8.0   | -19.0    | -11.4    |
| 出口增速 (%)          | 10.8  | 7.1   | 5.0   | -11.4    | -3.0     |
| 进口增速 (%)          | 18.7  | 12.9  | 1.6   | -0.8     | -3.3     |
| CPI 增幅 (%)        | 1.6   | 2.1   | 2.9   | 4.9      | 3.8      |
| PPI 增幅 (%)        | 6.3   | 3.5   | -0.3  | -0.6     | -1.9     |
| 城镇失业率 (%)         | 3.9   | 4.9   | 5.2   | 5.9      | 5.7      |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.5   | 5.6   | 5.0   | -3.9     | -2.0     |
| 公共财政收入增速 (%)      | 7.4   | 6.2   | 3.8   | -14.3    | -10.8    |
| 公共财政支出增速 (%)      | 7.7   | 8.7   | 8.1   | -5.7     | -5.8     |

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，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

**三大需求全面收缩。**2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6

月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季

度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

**工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。**2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，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0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

**居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。**2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

**社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。**2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33

万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

**财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

**就业压力较大，形势逐月改善。**2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严



峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

## 2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

**积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。**为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

**稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。**注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构

向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

## 3. 宏观经济前瞻

**牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续第二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防

控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

#### 四、行业分析

##### 1. 行业概况

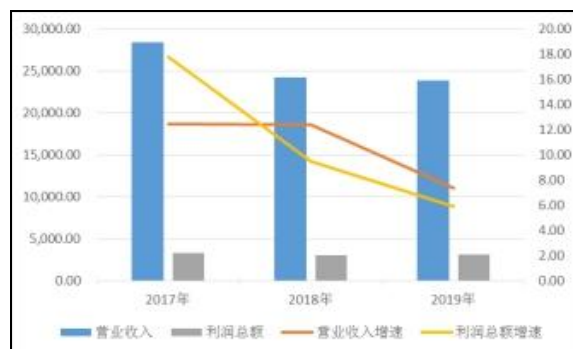
中国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

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”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 2 2018 年以来医药行业重要政策梳理

| 时间          | 政策                                       | 主要内容   | 影响   |
|-------------|--|--|--|
| 2018 年 3 月  | 国务院《深化党和国家机构改革方案》                        | 与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理 | 国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续   |
| 2018 年 4 月  | 国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》               | 对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求  | 明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显                                       |
| 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品及有实际进口的中成药进口关税降为零  | 进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担   |
| 2018 年 5 月  | 国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》  | 确定 2018 年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的 48 个品种，其中可豁免人体 BE 品种 15 个，可申请豁免人体 BE 品种 17 个，可简化人体 BE 品种（包括可豁免空腹 BE 和可豁免餐后 BE）13 个，进行人体 PK 比较研究评价安全性品种 3 个  | BE 试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着 2018 年底大限临近，此次豁免和简化 BE 的 48 个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程 |
| 2018 年 5 月  | 国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《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，有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业                 |
| 2018 年 10 月 | 国家卫健委《国家基本药物目录（2018 年版）》                 | 目录品种由原来的 520 种增加到 685 种，包括 417 种化学药/生物药、268 种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药 12 种、临床急需儿童药 22 种等   | 优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平  |
| 2018 年 11 月 | 国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》         | 对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并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  |
| 2019年11月 | 国家医保局、人力资源社会保障部《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》 | 2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。                     | 医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向                              |
| 2019年12月 | 国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室《全国药品集中采购文件》                               | 第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标                              | 今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%                       |

资料来源：联合资信整理

### 3. 行业关注

(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。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020年6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3家，其中健康元及下属公司丽珠集团是其主要经营实体。公司产品种类丰富，涵盖保健品、化学制剂、中药、化学原料药及中间体、诊断试剂及设备等多重领域，为公司未来发展提供更多元化的市场机会和空间。公司保健品业务包括“太太”“静心”“鹰牌”等品牌，具有广泛的市场影响力。化学制剂为公司第一大收入来源，其中处方药包含消化道用药、心脑血管用药、抗微生物用药、抗肿瘤用药、神经类治疗用药、呼吸系统用药等，非处方药包含消化道用药“丽珠得乐”“丽珠肠乐”及口腔溃疡用药“意可贴”等。化学原料药及中间体包含抗生素系列及其中间体7-ACA(酶法)等。中药包含抗肿瘤扶正用药“参芪扶正注射液”和感冒类药品“抗病毒颗粒”等。公司产业链完整，其生产的中西药制剂等产品长期稳居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6月底，健康元（包含下属子公司）共拥有530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》。

表 3 上市公司健康元和丽珠集团 2019 年经营概况（单位：亿元）

| 公司名称 | 资产总额   | 所有者权益  | 营业收入   | 净利润   |
|------|--------|--------|--------|-------|
| 健康元  | 254.38 | 173.84 | 119.80 | 18.50 |
| 丽珠集团 | 179.76 | 122.75 | 93.85  | 14.62 |

资料来源：上市公司年报，联合资信整理

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：上市公司年报，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 2020 年 6 月底，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 9 项，已申报生产项目 14 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 8 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 10 个在研项目，其中 4 个项目已进入注册阶段；分子核酸平台 3 个在研项目；液相芯片多重平台 1 个项目，该项目处在临床阶段；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 44 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。报告期内，健康元及下属子公司共申请国内专利 45 项，其中发明专利 26 项，获得国内专利授权 31 项，获得国外专利授权 4 项。

截至 2020 年 6 月底，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通过药品注册生产现场核查，注册检验进行中；重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液 III 期临床试验入组接近尾声；注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体正在进行 Ib/II 期胸腺癌适应症临床试验；注射用重组肿瘤酶特异性干扰素  $\alpha$ -2b Fc 融合蛋白及重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液均获批临床，正在准备 I 期临床启动；人源化双特异性自体 CAR-T 细胞注射液正在开展 POC 临床；重组人促卵泡激素注射液正在临床前研究。(2) 吸入制剂研发平台主要品种吸入用布地奈德混悬液（1mg）、异丙托溴铵吸入溶液、异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂、乙酰半胱氨酸吸入溶液及硫酸特布他林雾化液已申报生产；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及马来酸茛达特罗粉雾剂已获得临床试验批件。(3) 微球缓释技术平台，注射用醋酸奥曲肽微球注册申请获受理，注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）获临床试验通知书并已开始 I 期临床试验，注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月）II 期临床进展顺利。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，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，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 6 月底，公司员工共计 11878 人。按职能划分，生产人员占 55.60%、销售人员占 19.20%、技术人员占 14.60%、行政人员占 8.40%、财务人员占 2.20%；按教育程度划分，本科及以上学历人员占 29.00%、大专学历人员占 26.90%、大专以下学历占 44.10%。

## 5. 企业信用记录

### 公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91440300708476311G），截至 2020 年 9 月 10 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 六、管理体制

**公司法人治理结构合理，并已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展提供良好内部保障。**

### 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 3 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 3 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，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模式的转变。

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，建立独立的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，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，公司制定了《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。

## 七、重大事项

### 1. 丽珠集团转让维星实业

**2017年，丽珠集团及其子公司转让维星实业 100% 股权，收到股权转让款 44.80 亿元，丽珠集团财务状况显著改善，为主营业务发展提供充足的资金支持。本次股权转让使得公司 2017 年合并报表层面确认投资收益 42.80 亿元。**

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的 0.22 亿元，合计收到款项 45.02 亿元。

## 2. 健康元配股

**2018 年，健康元完成配股发行，进一步充实资本金；配股募投项目进展未达计划进度，联合资信将关注后续进展情况。**

2018 年 8 月，经中国证券监督管理委员会核发的《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）批准，健康元向原股东配售 365105066 股新股。本次配股实际募集资金 17.16 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 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。2020 年 8 月 28 日，健康元披露关于以上募集资金使用情况的专项报告，2020 年上半年健康元实际使用募集资金 0.26 亿元，累计已经使用募集资金 4.95 亿元，截至 2020 年 6 月底，募集资金账户余额为 3.17 亿元（包含收到的银行存款利息收入），使用闲置募集资金补充流动资金 9.00 亿元。海滨制药坪山医药产业化基地项目在工程建设方面由于生产高端制剂生产设备大多由国外进口，受到中美贸易摩擦影响，进口设备采购周期比预期延长，产品方面受到药品审评制度改革的影响，新产品审批进度不达预期。珠海大健康产业基地建设项目由于建设地点市政配套工程（三通一平）未建设完成，尚未具备施工条件，导致工程建设进度延后。联合资信将持续关注以上募投项目进展。

## 3. 健康元非公开发行

**健康元拟引入战略投资者高瓴资本，补充资金并达成战略合作，以进一步增强综合竞争力。以上事项尚需履行相关审议程序。**

2020 年 7 月 13 日，健康元发布 2020 年年度非公开发行股票预案。本次发行为面向特定对象的非公开发行，发行对象为高瓴资本管理有限公司（以下简称“高瓴资本”），高瓴资本拟以其管理的“高瓴资本管理有限公司-中国价值基金”通过现金方认购本次非公开发行的股份。本次非公开发行股票的发行价格为人民币 12.83 元/股，发行股票数据不超过 16935000 股（含本数），募集资金总额不超过 21.73 亿元，扣除发行费用后将全额用于补充健康元流动资金。本次非公开发行前，高瓴资本未持有健康元股份，按照本次非公开发行股份数量上限进行测算，发行完成后高瓴资本将成为健康元持股 5% 以上股东；但本次非公开发行完成后，健康元控股股东仍为百业源，实际控制人仍为朱保国，本次非公开发行不会导致健康元控制权发生变化。

根据健康元公告披露，高瓴资本及相关旗下基金在医疗健康领域布局广泛，涉及连锁药店、医院、创新药、医疗器械、医疗人工智能等多个领域，具备产业资源导入和整合能力；本次健康元非公开发行股票意在引入战略投资者高瓴资本，并在创新技术平台拓展、呼吸产品等慢性病用药、保健产品和 OTC 产品销售渠道以及健康元经营管理等方面展开一系列战略合作，以增强健康元综合竞争力，助力其战略产业布局。

本次非公开发行股票方案已经健康元七届董事会二十九次会议审议通过，尚需取得股东大会批准和中国证监会的核准。联合资信将持续关注上述事项进展。

#### 4. 丽珠集团拟分拆子公司上市

**丽珠集团拟分拆下属子公司上市，以促进诊断试剂及设备制造业务的发展，提升经营业绩。分拆事项尚需相关监管机构审批等多项审议程序。**

2020年8月10日，丽珠集团发布《关于分拆所属子公司珠海丽珠试剂股份有限公司A股上市的预案》（以下简称“分拆预案”），丽珠集团拟分拆其控股子公司珠海丽珠试剂股份有限公司（以下简称“丽珠试剂”）A股上市。截至本报告出具日，丽珠集团直接持有丽珠试剂39.43%股权，为丽珠试剂的控股股东。丽珠试剂为丽珠集团专注于诊断试剂及设备制造的独立业务运营平台，其业务领域、运营模式与丽珠集团其他业务板块保持独立性。此次分拆后，丽珠集团仍控股丽珠试剂，纳入合并报表。根据分拆预案披露信息，截至2019年底，丽珠试剂资产总额为7.46亿元，所有者权益为1.90亿元；2019年营业收入为7.55亿元，净利润为1.05亿元。本次分拆有利于丽珠试剂拓宽融资渠道，提升经营能力，促进业务规模加快扩张。

2020年10月16日，香港联合交易所有限公司上市委员会已同意丽珠集团本次分拆上市。根据相关规定，本次分拆上市尚需提交丽

珠集团股东大会、丽珠试剂董事会和股东大会审议通过，并获得证券交易所和中国证券监督管理委员会批准和/或注册。联合资信将持续关注上述事项进展及其对公司的影响。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司主业突出，近年来经营较为平稳，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年上半年受新冠肺炎疫情冲击，公司制剂板块收入出现下滑，受益于原料药、诊断试剂及设备业务收入增长，公司整体收入规模同比小幅增长。**

公司以药品、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。2017—2019年，公司营业收入稳定增长，年均增幅5.29%。2019年公司实现营业收入121.47亿元，同比增长6.77%。公司药品（含试剂）收入年均复合增长5.80%。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%。受市场竞争加剧影响，公司保健品收入近三年呈下滑趋势，分别为2.12亿元、2.05亿元和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，近三年公司综合毛利率均在61%以上，2019年为63.33%，较上年增加2.05个百分点。2019年，公司药品（含试剂）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，部分子公司经营亏损导致毛利率持续为负。

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，非疫情相关处方需求下降，公司处方药品销售受到一

定影响。2020 年 1—6 月，公司营业收入为 65.21 亿元，同比小幅增长 1.96%，主要得益于原料药和诊断试剂及设备收入增长。其中，原料药业务实现收入 19.45 亿元，同比增长 8.74%，主要系美罗培南（混粉）和苯丙氨酸收入增长所致；2020 年 3 月中旬，公司新冠病毒抗体检测试剂盒（胶体金法）于国内上市，且具备欧盟市场准入条件，新冠检测试剂产品出口市场需求大幅增加，公司诊断试剂及设备实现销售收入 8.89 亿元，同比增长 143.35%。制剂药方面，受部分处方药需求减少影响，公司中药制剂收入同比下降 7.97%，化药制剂收入同比下降 12.57%。2020 年 1—6 月，公司综合毛利率为 63.68%，同比减少 1.07 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—6 月     | 2017 年       | 2018 年       | 2019 年       | 2020 年 1—6 月 |
| 保健品       | 21233.06          | 20474.96          | 15345.59          | 7195.68          | 58.69        | 60.99        | 60.81        | 67.84        |
| 药品（含试剂）   | 1049351.87        | 1094601.34        | 1174658.63        | 637284.73        | 65.67        | 62.51        | 64.64        | 64.92        |
| 其中：制剂药    | 679057.62         | 680208.88         | 748652.71         | 353932.02        | 80.67        | 79.23        | 78.75        | 77.99        |
| 原料药       | 306712.17         | 344652.65         | 350563.03         | 194450.55        | 25.35        | 29.90        | 35.24        | 35.83        |
| 诊断试剂及设备   | 63582.08          | 69739.81          | 75442.89          | 88902.16         | 58.05        | 60.58        | 61.11        | 76.48        |
| 煤炭及相关产品   | 16945.45          | 16069.13          | 15345.65          | 4162.46          | 55.70        | 42.56        | 45.10        | 0.57         |
| 其他        | 8225.99           | 6517.51           | 9354.10           | 3484.87          | -82.21       | -97.64       | -66.31       | -95.87       |
| <b>总计</b> | <b>1095756.37</b> | <b>1137662.95</b> | <b>1214703.97</b> | <b>652127.74</b> | <b>61.84</b> | <b>61.28</b> | <b>63.33</b> | <b>63.68</b> |

资料来源：公司提供

## 2. 药品板块

药品（含试剂）业务为公司主要收入和利润来源，近年来稳健增长。原料药板块经营持续向好；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。2020 年上半年受新冠肺炎疫情影响，公司部分制剂产品销售下滑，得益于抗病毒颗粒、艾普拉唑系列产品收入增长，加之新冠抗体检测试剂产品实现新增销售，公司营业收入小幅增长。综合看，公司整体产品线丰富，各产品叠加发力为业绩增长提供一定

## 支撑。

### （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，并要求下属各生产企业按 GMP（药品生产质量管理规范）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。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。公司化学原料药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、他汀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药品生产质量管理规范（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食品药品监督管理局（FDA）认证；普伐他汀、硫酸粘菌素生产线通过欧盟适用性（COS）认证；阿卡波糖生产线取得美国药物主文件（DMF）登记号；霉芬酸生产线取得美国、加拿大药物主文件（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（单位：吨）

| 类别     | 产能     |        |        |              | 产量     |        |        |              |
|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------------|
|        | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-6 月 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-6 月 |
| 美罗培南混粉 | 40.00  | 40.00  | 50.00  | 40.00        | 22.06  | 33.40  | 40.60  | 33.70        |

|       |         |         |          |         |         |         |         |         |
|-------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 7-ACA | 2640.00 | 2880.00 | 3060.00  | 1530.00 | 2565.74 | 2780.01 | 2794.31 | 1309.87 |
| 头孢曲松钠 | 1436.00 | 1700.00 | 1700.00  | 700.00  | 1392.14 | 1138.98 | 1141.71 | 568.25  |
| 头孢呋辛钠 | 187.50  | 200.00  | 200.00   | 100.00  | 137.46  | 194.50  | 157.58  | 86.75   |
| 苯丙氨酸  | 8195.68 | 8500.00 | 10200.00 | 5650.00 | 7787.00 | 5290.20 | 7667.63 | 5472.90 |
| 阿卡波糖  | 98.40   | 102.00  | 120.00   | 65.00   | 89.59   | 97.11   | 108.05  | 63.33   |

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—6 月 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—6 月 |
| 美罗培南混粉 | 23.16   | 27.95   | 41.31   | 35.90        | 104.98 | 83.68  | 101.74 | 106.52       |
| 7-ACA  | 2725.40 | 2719.63 | 2636.57 | 1283.00      | 106.22 | 97.83  | 94.35  | 97.95        |
| 头孢曲松钠  | 1146.70 | 1060.38 | 903.14  | 470.70       | 82.37  | 93.10  | 79.10  | 82.83        |
| 头孢呋辛钠  | 125.89  | 188.92  | 159.68  | 73.60        | 91.58  | 97.13  | 101.34 | 84.84        |
| 苯丙氨酸   | 8243.65 | 6409.70 | 6936.70 | 4978.85      | 105.86 | 121.16 | 90.47  | 90.97        |
| 阿卡波糖   | 89.52   | 95.88   | 110.58  | 52.57        | 99.92  | 98.73  | 102.34 | 83.01        |

资料来源：公司提供

收入方面，2017—2019 年，公司原料药业务收入分别为 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。2020 年以来随着新冠肺炎疫情在海外持续蔓延，生产停滞、物流不畅等因素导致海外原料药供给不足，公司拓展国际市场，2020 年上半年美罗培南混粉出口增长带动销售收入同比增长 86.66%至 2.38 亿元；7-ACA 受市场需求不足和价格回落因素影响，2020 年 1

—6 月销售收入同比下降 11.91%至 4.74 亿元。2020 年 1—6 月，公司原料药业务实现收入 19.45 亿元，同比增长 8.74%。

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—6 月 |
|--------|----------|-----------|-----------|--------------|
| 美罗培南混粉 | 17975.97 | 19135.09  | 27797.74  | 23771.61     |
| 7-ACA  | 64717.07 | 109176.08 | 101191.01 | 47414.61     |
| 头孢曲松钠  | 48455.89 | 52711.85  | 42637.70  | 22409.04     |
| 头孢呋辛钠  | 9316.92  | 15228.85  | 13703.35  | 7513.72      |
| 苯丙氨酸   | 25377.54 | 20232.57  | 25061.41  | 17258.20     |
| 阿卡波糖   | 21012.98 | 22014.39  | 25283.77  | 11342.17     |

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。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。

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，产品纯度达 95% 以上，达到国际先进水平，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。

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 1-6 月 | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年 1-6 月 |
| <b>化学制剂</b>     |         |         |         |              |         |         |         |              |
| 倍能（万支）          | 2000.00 | 2000.00 | 2350.00 | 1175.00      | 1314.79 | 1445.50 | 2138.80 | 668.00       |
| 速能（万支）          | 1250.00 | 1250.00 | 1250.00 | 625.00       | 36.45   | 34.38   | 47.50   | 8.00         |
| 尿促卵泡素（万支）       | 2467.80 | 3290.00 | 3290.00 | 1889.00      | 471.29  | 571.56  | 607.32  | 190.48       |
| 康丽能折 0.5g（万支）   | 2511.00 | 2511.00 | 2511.00 | 2500.00      | 798.56  | 910.11  | 1003.11 | 202.00       |
| 注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支） | 50.00   | 100.00  | 100.00  | 64.00        | 48.79   | 66.12   | 91.41   | 42.71        |
| 鼠神经生长因子（万支）     | 742.50  | 729.00  | 729.00  | 358.50       | 223.19  | 274.91  | 146.41  | 69.28        |
| 艾普拉唑系列（万盒）      | 1112.15 | 2824.00 | 2824.00 | 2792.00      | 615.76  | 926.40  | 1432.35 | 1089.13      |
| 注射用伏立康唑（万支）     | 729.00  | 729.00  | 729.00  | 332.00       | 98.95   | 196.05  | 161.50  | 53.00        |
| 丽珠胃三联片（万盒）      | 4704.00 | 4704.00 | 4704.00 | 2485.50      | 932.37  | 1228.25 | 1763.53 | 1159.74      |
| <b>中药制剂</b>     |         |         |         |              |         |         |         |              |
| 参芪扶正注射液（万瓶）     | 2116.00 | 2856.00 | 2856.00 | 1466.00      | 1312.74 | 1055.48 | 853.63  | 298.92       |



|           |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 抗病毒颗粒（万盒） | 4550.00 | 3700.00 | 3700.00 | 3462.50 | 2554.65 | 2688.97 | 2387.28 | 1751.47 |
| 前列安栓（万盒）  | 840.00  | 840.00  | 840.00  | 414.00  | 146.46  | 172.34  | 186.18  | 67.27   |

资料来源：公司提供

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 1-6 月 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1-6 月 |
| <b>化学制剂：</b>    |         |         |         |              |        |        |        |              |
| 倍能（万支）          | 1321.04 | 1430.09 | 1764.83 | 766.92       | 100.48 | 98.93  | 82.52  | 114.81       |
| 速能（万支）          | 34.26   | 36.61   | 42.02   | 16.31        | 93.99  | 106.50 | 88.47  | 203.85       |
| 尿促卵泡素（万支）       | 518.17  | 569.21  | 594.79  | 170.82       | 109.95 | 99.59  | 97.94  | 89.68        |
| 康丽能折 0.5g（万支）   | 908.29  | 849.45  | 842.65  | 217.16       | 113.74 | 93.34  | 84.00  | 107.50       |
| 注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支） | 48.78   | 66.08   | 81.59   | 47.67        | 99.99  | 99.94  | 89.26  | 111.63       |
| 鼠神经生长因子（万支）     | 244.85  | 220.13  | 186.38  | 36.81        | 109.71 | 80.07  | 127.31 | 53.14        |
| 艾普拉唑系列（万盒）      | 617.92  | 850.74  | 1325.42 | 801.09       | 100.35 | 91.83  | 92.53  | 73.55        |
| 注射用伏立康唑（万支）     | 128.64  | 155.59  | 166.53  | 71.32        | 130.01 | 79.36  | 103.11 | 134.56       |
| 丽珠胃三联片（万盒）      | --      | 1229.69 | 1619.10 | 641.27       | --     | 100.12 | 91.81  | 55.29        |
| <b>中药制剂：</b>    |         |         |         |              |        |        |        |              |
| 参芪扶正注射液（万瓶）     | 1515.11 | 1025.31 | 851.23  | 280.77       | 115.42 | 97.14  | 99.72  | 93.93        |
| 抗病毒颗粒（万盒）       | 2568.62 | 2656.06 | 2236.49 | 2050.74      | 100.55 | 98.78  | 93.68  | 117.09       |
| 前列安栓（万盒）        | 168.87  | 172.41  | 178.39  | 71.19        | 115.30 | 100.04 | 95.82  | 105.82       |

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司制剂产品销售收入保持稳定增长，为公司主要收入来源。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，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%，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%。2019年，抗病毒颗粒产销量同比有所下滑，2019年实现销售收入3.04亿元，同比下降8.61%。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司整体制剂产品销售受到不同程度影响。2020年1-6月，公司化学制剂产品实现收入28.78亿元，同比下降12.57%，除艾普拉唑钠系列、注射用醋酸亮丙瑞林微球收入同比增长外，其他主要化学制剂产品销售规模受疫情影响均同比

下降。2019年公司注射用艾普拉唑钠进入医保谈判目录，2020年以来销量上涨带动收入规模同比增长31.81%至6.64亿元；注射用醋酸亮丙瑞林微球收入为5.36亿元，同比增长17.26%。注射用尿促卵泡素收入为1.81亿元，同比下降40.59%，注射用伏立康唑收入为1.06亿元，同比下降29.00%，鼠神经生长因子收入为0.69亿元，同比下降69.43%。

2020年1-6月，公司中药制剂产品实现收入6.39亿元，同比下降9.91%。其中参芪扶正注射液产销规模仍延续下滑态势，2020年上半年收入为2.69亿元，同比下降40.69%；抗病毒颗粒收入为3.02亿元，同比增长78.24%，主要系在新冠肺炎疫情期间得到四川等地防控指南推荐，销量同比增长带动所致。

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1-6月 |
| 参芪扶正注射液      | 157340.79 | 100215.78 | 81691.72  | 26874.56  |
| 倍能           | 87281.38  | 85622.25  | 106485.58 | 46151.41  |
| 注射用尿促卵泡素     | 54972.94  | 59260.91  | 62647.90  | 18089.65  |
| 注射用醋酸亮丙瑞林微球  | 54203.70  | 76069.74  | 92617.93  | 53629.40  |
| 艾普拉唑系列       | 42834.84  | 58831.71  | 97454.49  | 66392.54  |
| 鼠神经生长因子      | 51730.44  | 44442.93  | 36075.39  | 6902.99   |
| 抗病毒颗粒        | 30027.51  | 33264.00  | 30400.02  | 30228.10  |
| 注射用尿促性素(HMG) | 18144.02  | 17717.30  | 17745.51  | 5407.05   |
| 丽珠胃三联片       | 16737.05  | 20259.89  | 25268.75  | 9471.40   |
| 注射用伏立康唑      | 19477.51  | 23172.45  | 24571.91  | 10560.25  |
| 得乐系列         | 16614.61  | 16383.88  | 20754.18  | 10151.20  |
| 速能           | 2854.57   | 2817.18   | 3211.77   | 1258.04   |

资料来源：公司提供

### 诊断试剂及设备

公司诊断试剂及设备经营主体为丽珠集团下属公司丽珠试剂（即拟分拆主体）。经过多年发展，丽珠试剂已构建了涵盖酶联免疫、胶体金快速检测、化学发光、多重液相芯片技术、核酸检测等在内的多方位技术平台，在呼吸道感染、传染性疾病、药物浓度监测等领域拥有较强市场影响力。

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3月中旬，丽珠试剂新冠病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）于国内获批上市，后又取得欧盟CE认证，具备欧盟市场准入条件，并在多个国家进行进口注册申请。海外疫情持续蔓延，新冠检测试剂产品出口市场需求大幅增加，2020年1-6月，公司诊断试剂及设备实现销售收入8.89亿元，同比增长143.35%。

近年来，丽珠试剂不断深化即时分子诊断平台、呼吸道病原体检测试剂、结核与耐药检

测试剂等多个在研项目的产业化过程，在分子诊断与免疫诊断、POCT 等产品线形成互补。

### 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 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 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。2020 年 1—6 月，公司保健品业务收入为 0.72 亿元，同比下降 18.45%。

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—6 月 |
|---------|----------|----------|---------|--------------|
| 静心口服液   | 11227.74 | 10411.91 | 7984.66 | 4757.06      |
| 鹰牌花旗参茶  | 4628.10  | 5976.02  | 3704.82 | 1128.81      |
| 太太美容口服液 | 1880.52  | 1828.51  | 1400.99 | 490.13       |

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

**公司经营效率有待提高。**

2017—2019 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动增长，总资产周转次数呈下降趋势，上述指标三年均值分别为 3.54 次、3.06 次和 0.37 次，2019 年分别为 3.68 次、3.01 次和 0.36 次。

### 5. 未来发展

**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，可由公司经营净现金流覆盖，公司整体资金压力尚可。**

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和在生产、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 6 月底，公司主要在建项目总投资额 27.43 亿元，已投 11.04 亿元，尚需投资 16.39 亿元，在建投资主要围绕医药产品新增产能建设，资金来源包括自有资金和募集资金，分期进行，整体资本支出压力可控。其中，深圳海滨坪山新厂项目，计划总投资规模 10.37 亿元，已投 7.20 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 $\omega$ -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。

表 14 截至 2020 年 6 月底公司在建及未来计划投资项目（单位：亿元）

| 项目名称              | 计划投资额 | 资金来源      | 截至 2020 年 6 月底已投金额 | 未来资金投入计划      |        |
|-------------------|-------|-----------|--------------------|---------------|--------|
|                   |       |           |                    | 2020 年 7-12 月 | 2021 年 |
| 深圳海滨坪山新厂          | 10.37 | 自有资金及募集资金 | 7.20               | 0.51          | 2.40   |
| 光大新厂项目            | 6.46  | 自有资金      | 0.55               | 1.66          | 2.00   |
| 石角新厂项目            | 3.77  | 自有资金      | 0.85               | 0.72          | 2.20   |
| 药厂车间建设项目          | 1.63  | 自有资金      | 0.60               | 1.46          | 2.07   |
| 丽珠集团丽珠制药厂微球车间建设项目 | 2.62  | 自有资金及募集资金 | 1.22               | 0.12          | 0.35   |
| 福兴公司二期项目          | 2.58  | 自有资金      | 0.62               | 0.62          | 0.73   |
| 合计                | 27.43 | --        | 11.04              | 5.09          | 9.75   |

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. 财务概况

公司提供的 2017—2018 年合并财务报告，已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2019 年公司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 年上半年财务数据未经审计。

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，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 6 月底，公司合并范围新增 1 家四级子公司，减少 2 家三级子公司。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 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 6 月底，公司（合并）资产总额为 325.02 亿元，所有者权益合计 200.16 亿元（含少数股东权益 140.13 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 65.21 亿元，利润总额 20.89 亿元。

### 2. 资产质量

近三年，公司资产规模逐年增长，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；2017 年出售维星实业和 2018 年健康元配股资金到位促使公司合并层面货币资金大幅增加，资产流动性得到提升，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。

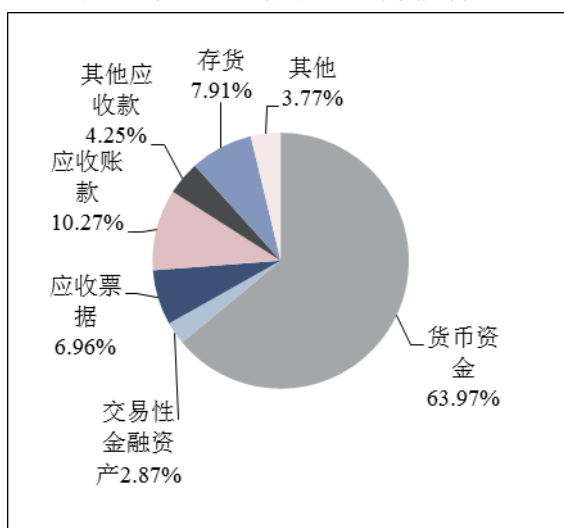
2017—2019 年，公司资产总额以年均

6.05%的速度不断增长。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

2017—2019 年，公司流动资产年均复合增长率 9.25%。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

2017—2019 年，公司货币资金年均增长 16.16%。截至 2018 年底，公司货币资金较上年底大幅增长至 124.74 亿元，主要来自健康元配股资金到位及银行借款增长；截至 2019 年底，公司货币资金较上年底变动不大，为 124.84 亿元，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。

2017—2019 年，公司交易性金融资产分别为 8.52 亿元、5.60 亿元和 5.60 亿元（其中股票 5.54 亿元）。

2017—2019 年，公司应收票据以年均

5.84%的速度波动下降。

截至 2019 年底，公司应收票据为 13.58 亿元，较上年底变动不大，主要为银行承兑汇票（其中商业承兑汇票 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。

公司应收账款规模较大，2017—2019 年有所波动。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。

公司其他应收款主要是往来款及借款保证金。2017—2019 年，公司其他应收款年均复合下降 5.84%。截至 2019 年底，公司其他应收款账面余额 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  |
| <b>合计</b>           | <b>7.06</b> | --    | --    |

资料来源：公司 2019 年审计报告

2017—2019 年，公司存货规模以年均 6.44% 的速度逐年增长。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

2017—2019 年,公司非流动资产规模小幅增长。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。2017—2019 年,公司可供出售金融资产规模较为稳定,截至 2019 年底为 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 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

2017—2019 年,公司固定资产规模大且波动下降。截至 2019 年底,公司固定资产原值 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 44.02 亿元,较上年底维持稳定,其中机器设备占 47.03%,房屋

及建筑物占 43.69%。

2017—2019 年,公司无形资产逐年下降,年均复合下降 4.07%。截至 2019 年底,公司无形资产原值 39.93 亿元,累计摊销和减值准备合计 11.88 亿元,账面价值 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 6 月底,公司资产总额为 325.02 亿元,较 2019 年底下降 4.51%,主要系货币资金下降所致。截至 2020 年 6 月底,公司资产总额中流动资产占 55.26%,非流动资产占 44.74%。截至 2020 年 6 月底,公司流动资产为 179.60 亿元,较 2019 年底下降 7.98%。其中,货币资金较上年底下降 19.69%至 100.26 亿元,系偿还部分有息债务所致,使用受限的货币资金为 1.79 亿元,受限比例低;其他应收款较上年底增长 22.61%至 10.32 亿元;存货较上年底增长 20.47%至 18.61 亿元,主要来自产成品及库存商品的增加;其他资产类科目较上年底变动不大。

截至 2020 年 6 月底,公司受限资产账面价值合计 5.09 亿元,占资产总额的 1.57%,包括货币资金 1.79 亿元,系银行定期存款和信用证保证金等受限;应收票据 3.30 亿元,系质押受限。

### 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,其中少数股东权益规模逐年增长,权益稳定性较弱。**

2017—2019 年,公司所有者权益年均复合增长 6.54%。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%。

2017—2019 年,公司实收资本稳定在 0.80 亿元;资本公积年均复合下降 2.70%,截至 2019

年底为 20.14 亿元；公司未分配利润年均复合增长 6.12%，截至 2019 年底为 32.97 亿元。同期，公司其他综合收益规模较小且呈波动增长趋势，分别为 0.27 亿元、0.13 亿元和 0.52 亿元，主要为可供出售金融资产公允价值变动损益（截至 2019 年底为 0.66 亿元）；公司少数股东权益规模大且快速增长，截至 2019 年底，公司少数股东权益 132.04 亿元，较上年底增长 3.21%。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益合计 200.16 亿元，较 2019 年底增长 7.09%，主要来自利润积累和少数股东权益增加，其中少数股东权益规模进一步增加至 140.13 亿元，权益构成较上年底变动不大。

## （2）负债

**公司债务波动增长，期限结构以短期为主，整体债务负担尚可。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。**

2017—2019 年，公司负债波动增长，分别为 137.97 亿元、155.01 亿元和 153.44 亿元。截至 2019 年底，公司负债主要由流动负债构成，占 69.14%。

流动负债方面，2017—2019 年，公司流动负债波动增长，分别为 95.31 亿元、111.78 亿元和 106.09 亿元。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司短期借款规模波动增长，分别为 10.11 亿元、29.30 亿元和 24.09 亿元。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司应付票据规模维持稳定，截至 2019 年底为 7.41 亿元，全部为银行承兑汇票；公司应付账款波动增长，分别为 5.53 亿元、6.58 亿元和 6.54 亿元，截至 2019 年底，应付账款账龄在 1 年以内的为 5.95 亿元。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 5.98%。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%。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 12.99 亿元、13.99 亿元和 19.99 亿元。截至 2019 年底，一年内到期的非流动负债主要由“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。

2017—2019 年，公司其他流动负债分别为 18.00 亿元、20.00 亿元和 11.00 亿元，均为应付短期债券。

非流动负债方面，2017—2019 年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长率为 5.36%。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%。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长。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。截至 2019 年底，公司长期借款 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。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，分别为 30.92 亿元、22.46 亿元和 26.42 亿元。发行债券为公司主要融资方式。

2017—2019 年，公司有息债务波动增长，年均复合增长 10.08%。截至 2019 年底，将其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，2017—2019 年，公司资产负债率和长期债务资本化比率波动下

降，全部债务资本化比率波动上升。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 6 月底，公司负债总额为 124.85 亿元，较 2019 年底下降 18.63%，其中流动负债占 76.29%，非流动负债占 23.71%。公司负债仍以流动负债为主。公司到期偿还银行借款导致短期借款较上年底大幅下降 73.81% 至 6.31 亿元；其他流动负债较上年底增至 14.00 亿元，系发行“20 百业源 SCP001”和“20 百业源 CP001”所致；应付债券为 9.19 亿元，较上年底下降 65.12%。其他科目较上年底变化不大。

截至 2020 年 6 月底，公司全部债务为 64.85 亿元，较 2019 年底下降 32.81%。其中短期债务占 74.73%，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 38.41%、24.47% 和 7.57%，均较 2019 年底有不同程度的下降。下表列示了截至本报告出具日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 7.00 亿元，一年内待偿还债券余额为 33.50 亿元，存在一定集中兑付压力。

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 CP002  | 2020-10-19 | 2021-10-21 | 7.00   |
| 20 百业源 CP001  | 2020-06-23 | 2021-06-24 | 7.00   |
| 20 百业源 SCP001 | 2020-03-09 | 2020-12-06 | 7.00   |
| 19 百业 EB      | 2019-12-10 | 2022-12-12 | 0.13   |
| 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   |
| 合计            | --         | --         | 41.63  |

资料来源：Wind，公司提供，联合资信整理

#### 4. 盈利能力

近年来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，金融资产公

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。

2017—2019 年，公司营业收入年均复合增长 5.29%；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，公司营业成本年均复合增长率为 3.21%；2019 年为 44.54 亿元，同比增长 1.12%。2017—2019 年，公司营业利润率保持稳定，分别为 60.19%、59.76% 和 61.99%。

2017—2019 年，公司期间费用快速增长。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，同比变化不大，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 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%。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 50.62%、49.04% 和 48.33%，期间费用对利润侵蚀较大。

2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 1.33 亿元、0.80 亿元和 0.67 亿元。2019 年资产减值损失主要由存货跌价损失和坏账损失构成。同期，公司公允价值变动收益波动较大，分别为 2.68 亿元、-0.90 亿元和 1.07 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。

2017—2019 年，公司投资收益分别为 43.78 亿元、-0.33 亿元和 1.95 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）。2019 年，公司投资收益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 亿元为主。



2017—2019年，公司营业外收入和其他收益合计分别为1.94亿元、2.89亿元和1.93亿元，主要为政府补助。

2017—2019年，公司利润总额波动下降，分别为59.51亿元、12.55亿元和20.62亿元。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。2019年，公司利润总额同比增长64.32%，主要得益于收入规模扩大，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，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；2019年分别为7.32%和9.23%，同比均有不同程度的上升，公司整体盈利能力较强。

2020年1—6月，公司实现营业收入65.21亿元，同比持平；营业成本同比变化不大；营业利润率为62.48%。同期，公司期间费用合计26.20亿元，同比下降13.187%，主要来自销售费用的下降，期间费用率为40.17%。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-0.55亿元和6.07亿元，其他收益和营业外收入合计1.25亿元。公司实现利润总额20.89亿元，同比增长60.20%。

## 5. 现金流分析

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

经营活动方面，2017—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持续增长，年均复合增长率为2.73%，2019年为136.29亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长5.04%，2019年为126.61亿元。2019年，公司收到其他与经营活动有关的现金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保持稳定，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。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额波动增长，年均增幅18.25%，2019年为25.16亿元。2017—2019年，公司现金收入比有所波动，分别为104.73%、108.76%和104.23%，收入实现质量维持良好水平。

2017—2019年，公司投资活动现金流表现波动较大。2017年，公司投资活动现金流量净额为43.51亿元，主要系当期处置珠海维星实业有限公司收到股权转让款42.80亿元所致；2017年，公司购建固定资产、无形资产等长期资产支付的现金为4.90亿元，投资支付现金11.31亿元，收回投资收到的现金14.09亿元。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-26.88亿元，呈大额净流出，主要系当期健康元投资银行结构性存款及定期存款支付的现金规模较大所致；公司购建固定资产、无形资产等长期资产支付的现金为6.57亿元，投资支付的现金为3.63亿元，收回投资收到的现金3.18亿元。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，除理财产品投资活动外，近三年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。

近年来，公司通过银行借款和发行债券进行的融资规模较大。2017—2019年，公司筹资活动现金流入量分别为65.68亿元、79.93亿元和67.29亿元，维持高位。2019年，公司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。2017—2019年，公司筹资活动现金流出规模波动增长，2019年为84.44亿元，

用于偿还债务支付的现金 72.30 亿元。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.36 亿元、20.61 亿元和-17.15 亿元。

2020 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 12.30 亿元，现金收入比为 97.76%；投资活动产生的现金流量净额为-0.45 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-35.80 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，2017—2019 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 177.77%和 163.83%，2019 年底分别为 183.96%和 169.40%。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 18.88%、15.76%和 23.72%；现金类资产（剔除受限）为短期债务的 2.37 倍、1.73 倍和 2.26 倍。截至 2020 年 6 月底，公司流动比率较 2019 年底小幅上升至 188.56%，速动比率小幅下降至 169.03%；现金类资产（剔除受限）为短期债务的 2.43 倍。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 69.59 亿元、23.41 亿元和 31.00 亿元；其中 2017 年 EBITDA 较高系处置维星实业股权所致。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 1.14 倍、4.36 倍和 3.11 倍；EBITDA 利息倍数分别为 20.01 倍、5.90 倍和 8.82 倍。

截至 2020 年 6 月底，公司对外担保余额为 3.31 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 0.31 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 3.00 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 6 月底，金冠电力资产总额为 10.77 亿元，所有者权益为 6.10 亿元；2020 年 1—6 月实现营业收入 3.55 亿元，净利润 0.15 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司合并口径获得的银行授信额度为人民币 264.34 亿元，未使用额度为 242.74 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 2020 年 6 月底，母公司资产总额为 68.50 亿元，流动资产为 43.00 亿元，仍以货币资金（10.68 亿元）和其他应收款（26.72 亿元）为主；非流动资产为 25.50 亿元，主要为可供出售金融资产 13.33 亿元，长期股权投资 11.50 亿元，其中长期股权投资较 2019 年底下降 30.67%，系母公司发行的可交换债券“19 百业 EB”换股导致减持健康元 5.08 亿元所致。

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 86.82%，母公司债务负担重。截至 2020 年 6 月底，母公司负债总额为 54.70 亿元，较 2019 年底下降 16.37%，其中流动负债为 38.31 亿元，较 2019 年底增长 22.09%，系一年内到期的非流动负债较 2019 年底增长 29.99% 至 19.49 亿元，其他流动负债较 2019 年底增长 27.27% 至 14.00 亿元；非流动负债为 16.39 亿元，较 2019 年底下降 51.84%，主要系应付债券较 2019 年底下降 65.21% 至 9.19 亿元。截至 2020 年 6 月底，母公司资产负债率为 79.86%，母公司全部债务为 52.38 亿元。

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。截至 2020 年 6 月底，母公司所有者权益为 13.80 亿元，较 2019 年有所增长，主要来自未分配利润增长所致。

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。2020 年 1—6 月，母公司财务费用为 1.15 亿元，实现投资收益 6.07 亿元，同比增长 272.26%，主要系母公司可交换债券换股减持健康元确认投资收益所致，母公司实现利润总额 4.65 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 6 月底，公司持有健康元股份数量为 905967293 股，持股比例为 46.52%；累计质押股份数量为 140606359 股，质押比例为 15.52%，截至 2020 年 6 月底，公司持有健康元未质押股份市值合计约 45.61 亿元，该部分资产一定程度缓释母公司偿债风险。

截至 2020 年 6 月底，公司本部获得银行授信额度 52.39 亿元，未使用额度 42.70 亿元。

## 十、本期中期票据偿债能力分析

### 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。

#### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行额度为 4 亿元，发行金额上限为 7 亿元，以发行金额上限考虑，本期中期票据占 2020 年 6 月底长期债务和全部债务的 42.70% 和 10.79%，本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2020 年 6 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 38.41%、24.47% 和 7.57%；考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，本期中期票据发行后，公司整体债务负担变动不大。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

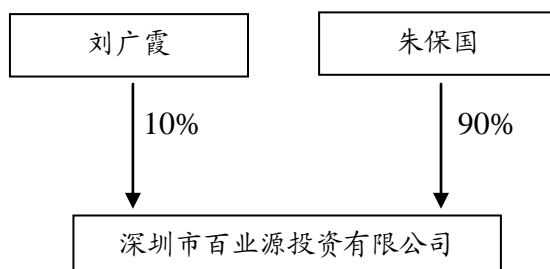
2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行金额上限的 2.57 倍、2.52 倍和 3.59 倍；EBITDA 分别为本期中期票据发行金额上限的 9.94 倍、3.34 倍和 4.43 倍。

## 十一、结论

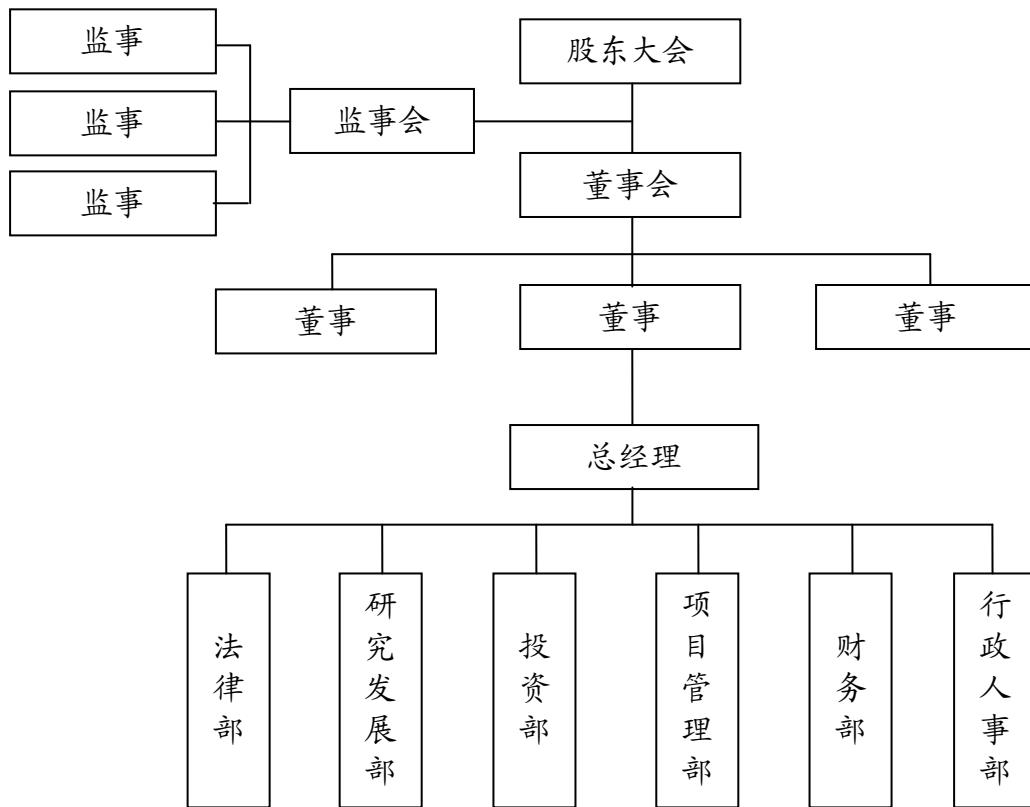
随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，公司总体经营平稳，收入规模持续增长，负债水平适宜，整体盈利能力良好，但应关注母公司作为控股平台，融资规模大，债务负担重，存在一定集中偿付压力。

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 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 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 6 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 115.27 | 122.52 | 141.54 | 117.92     |
| 资产总额(亿元)       | 302.64 | 335.48 | 340.35 | 325.02     |
| 所有者权益(亿元)      | 164.67 | 180.47 | 186.91 | 200.16     |
| 短期债务(亿元)       | 48.73  | 70.95  | 62.49  | 48.46      |
| 长期债务(亿元)       | 30.92  | 31.07  | 34.02  | 16.39      |
| 全部债务(亿元)       | 79.65  | 102.02 | 96.51  | 64.85      |
| 营业收入(亿元)       | 109.58 | 113.77 | 121.47 | 65.21      |
| 利润总额(亿元)       | 59.51  | 12.55  | 20.62  | 20.89      |
| EBITDA(亿元)     | 69.59  | 23.41  | 31.00  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 17.99  | 17.61  | 25.16  | 12.30      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 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 | 97.76      |
| 营业利润率(%)       | 60.19  | 59.76  | 61.99  | 62.48      |
| 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  | 7.57       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 32.60  | 36.11  | 34.05  | 24.47      |
| 资产负债率(%)       | 45.59  | 46.21  | 45.08  | 38.41      |
| 流动比率(%)        | 171.54 | 171.61 | 183.96 | 188.56     |
| 速动比率(%)        | 157.24 | 158.94 | 169.40 | 169.03     |
| 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 1-6 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；现金类资产已剔除受限部分

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 6 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 3.61   | 11.46  | 15.13  | 12.85      |
| 资产总额(亿元)       | 52.93  | 70.01  | 75.35  | 68.50      |
| 所有者权益(亿元)      | 10.17  | 9.69   | 9.93   | 13.80      |
| 短期债务(亿元)       | 22.50  | 31.30  | 28.50  | 35.99      |
| 长期债务(亿元)       | 18.96  | 26.07  | 34.02  | 16.39      |
| 全部债务(亿元)       | 41.46  | 57.37  | 62.51  | 52.38      |
| 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   | 4.65       |
| EBITDA(亿元)     | --     | --     | --     | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | -4.28  | 1.26   | 6.04   | 0.17       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 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  | 54.29      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 80.30  | 85.55  | 86.29  | 79.15      |
| 资产负债率(%)       | 80.78  | 86.16  | 86.82  | 79.86      |
| 流动比率(%)        | 144.60 | 124.65 | 139.05 | 112.23     |
| 速动比率(%)        | 144.60 | 124.65 | 139.05 | 112.23     |
| 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 1-6 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<br>限公司 | 人福医药集团股份有<br>限公司 | 深圳市百业源投资有限公司    |
|--------------------------|-------------------|------------------|-----------------|
| 主体信用等级                   | AA <sup>+</sup>   | AA <sup>+</sup>  | AA <sup>+</sup> |
| 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)<br>(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  |
|-----------------|---|
| <b>增长指标</b>     |   |
| 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%<br>(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-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      |   |
| <b>经营效率指标</b>   |   |
| 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%  |
| <b>盈利指标</b>     |   |
| 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%   |
| <b>债务结构指标</b>   |   |
| 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%   |
| <b>长期偿债能力指标</b> |   |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出   |
| 全部债务/EBITDA     | 全部债务/EBITDA   |
| <b>短期偿债能力指标</b> |   |
| 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 |

## 联合资信评估股份有限公司关于 深圳市百业源投资有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如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。