信用评级公告

联合〔2020〕5172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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为AA^+，维持“20百业源CP001”和“20百业源CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十二月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

深圳市百业源投资有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳市百业源投资有限公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
20 百业源 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 百业源 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 百业源 CP001	7 亿元	7 亿元	2021/06/24
20 百业源 CP002	7 亿元	7 亿元	2021/10/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且发行时间距评级时点在 6 个月内的短期融资券

评级时间：2020 年 12 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^+		评级结果	AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

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。跟踪期内，公司经营稳健，整体盈利保持良好水平。同时，联合资信也关注到医保控费等政策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。

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 百业源 CP001”和“20 百业源 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司保持产品结构和业务布局多元化，重点产品维持市场优势。**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。跟踪期内，公司部分药品销售规模保持增长趋势，加之新增销售新冠抗体检测试剂产品，公司营业收入保持增长。

分析师：王喜梅　邢霖雪
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 （100022）
网址：www.lhratings.com

2. **跟踪期内，新药研发进程稳步推进，研发竞争力较强。**跟踪期内，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稳步推进，增强公司研发竞争力。
3. **公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强。**截至 2019 年底和 2020 年 9 月底，公司现金类资产分别为一年内到期债券的 4.64 倍和 4.05 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 2020 年 9 月底，公司可供出售金融资产为 40.16 亿元，占资产总额的 11.89%；2020 年 1－9 月，公司投资收益为 2.88 亿元。目前公司可供出售金融资产产生的投资收益规模较小，关注其未来投资回报。
3. **期间费用高企，对利润侵蚀较大。**2019 年和 2020 年 1－9 月，公司期间费用率分别为 48.33%和 42.93%，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，短期内存在集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	115.27	122.52	141.54	123.67
资产总额(亿元)	302.64	335.48	340.35	337.73
所有者权益(亿元)	164.67	180.47	186.91	207.84
短期债务(亿元)	48.73	70.95	62.49	54.61
长期债务(亿元)	30.92	31.07	34.02	14.91
全部债务(亿元)	79.65	102.02	96.51	69.51
营业收入(亿元)	109.58	113.77	121.47	101.86
利润总额(亿元)	59.51	12.55	20.62	23.34
EBITDA(亿元)	69.59	23.41	31.00	--
经营性净现金流(亿元)	17.99	17.61	25.16	19.54
营业利润率(%)	60.19	59.76	61.99	62.28
净资产收益率(%)	28.29	6.09	9.23	--
资产负债率(%)	45.59	46.21	45.08	38.46
全部债务资本化比率(%)	32.60	36.11	34.05	25.06
流动比率(%)	171.54	171.61	183.96	186.85
经营现金流动负债比(%)	18.88	15.76	23.72	--
现金短期债务比(倍)	2.37	1.73	2.26	2.26
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 9 月
资产总额(亿元)	52.93	70.01	75.35	59.59
所有者权益(亿元)	10.17	9.69	9.93	14.34
全部债务(亿元)	41.46	57.37	62.51	42.90
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	5.19
资产负债率(%)	80.78	86.16	86.82	75.93
全部债务资本化比率(%)	80.30	85.55	86.29	74.95
流动比率(%)	144.60	124.65	139.05	113.29
经营现金流动负债比(%)	-18.05	3.69	19.24	--

注：2020 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；现金类资产已剔除受限部分

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 百业源 CP002	A-1	AA+	稳定	2020/09/27	王喜梅 邢霖雪	医药制造企业信用评级方法（V3.0.201907） 医药制造企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 百业源 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/06/12	王喜梅 邢霖雪	医药制造企业信用评级方法（V3.0.201907） 医药制造企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	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

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

深圳市百业源投资有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

百业源投资成立于 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现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 9 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 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 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 12 月 9 日，公司对健康元持股 45.89%，质押比例 9.01%）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 9 月底，健康元持股 23.46%，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 9 月底，公司（合并）资产总额为 337.73 亿元，所有者权益合计 207.84 亿元（含少数股东权益 146.33 亿元）。2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 101.86 亿元，利润总额 23.34 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于 2020 年 6 月发行“20 百业源 CP001”（7 亿元），于 2020 年 10 月发行“20 百业源 CP002”（7 亿元），以上债券募集资金均用于偿还有息债务，截至本报告出具日，上述募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1　本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 百业源 CP001	7.00	7.00	2020/06/24	1 年
20 百业源 CP002	7.00	7.00	2020/10/21	1 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有

所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

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

表 2　2017－2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

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

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

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

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1－8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%

和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

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

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

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

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

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

2. 宏观政策环境

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

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经

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

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

3. 宏观经济前瞻

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

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

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

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

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

五、行业分析

1. 行业概况

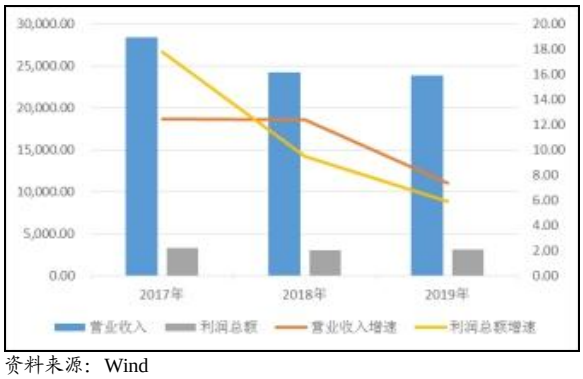
中国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

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

图1 近年来中国医药工业总产值变化

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

2. 行业政策

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

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，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 3　2019 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2019 年 1 月	国务院《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格，通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个，其中西药1322个、中成药1321个，中药饮片采用准入发管理，共纳入892个；另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力
2019 年 10 月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整
2019 年 11 月	国家医保局、人力资源社会保障部《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工商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%
2020 年 3 月	中共中央、国务院《关于深化医疗保障制度改革的意见》	全面部署医疗保障制度改革工作，提出“1+4+2”的总体改革框架；到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为拖底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系；健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制；网上医疗服务供给和医疗保障服务两个支持	明确了未来医疗服务体系的发展模式，并首次提出基本医疗保险制度与公共卫生服务系统有效衔接、融合发展。同时，勾勒出了未来整个中国医药行业的医保整体格局，对生产经营企业、零售药店以及商业健康保险的发展都将产生深远的影响
2020 年 7 月	国家医保局《基本医疗保险用药管理暂行办法》	明确调出目录的药品种类；建立动态调整机制；同步确定医保支付标准	动态调整机制为药品目录的调入和调出奠定了重要的机制保证，是重大的制度创新，有利于医保基金的高效使用，且能促进中国医药产业发展，鼓励创新，对增强中国医药行业竞争力具有重要意义，对医院用药管理也有了新的要求
2020 年 8 月	国家医保局《2020年国家医保药品目录调整工作方案》《2020年国家医保药品目录调整申报指南》相关文件	拟新增药品范围；纳入临床急需境外新药名单；与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病药物	医保目录的调整整体上有利于淘汰非常用和性价比低的药品，为临床需求大、临床价值高的药品提供新的机会。同时，由于此次医保目录调整允许符合条件的企业自主申报，并对所有新准入目录的药品一律通过谈判或竞价的方式同步确定支付标准，有利于成本控制能

			力强、药品质量过关的企业拓展新的空间
2020 年 8 月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室在上海阳光医药采购网发布《全国药品集中采购文件》	第三批国家药品集中采购启动，本次集采最终中选55个品种，中标企业125家，平均降价53%，最高降幅95%，涵盖了高血压、糖尿病、抗癌药等常用药物	国家药品集采趋于常态化，相关品种市场竞争愈加激烈，对企业的考验不断加大，积极创新转型是企业未来发展的重要方向

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）带量采购范围逐渐扩大，集采政策趋于常态化，加速企业分化

2018 年末，国家医保局组织开展药品集中采购试点，从通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中筛选试点品种，最终选择了 25 个药品和 11 个地区进行试点，以此试验集中采购能否降低药价，控制医保费用。从之前两轮集采结果来看，带量采购模式对于药品的价格冲击较大，中标产品价格均降至历史最低水平，有效实现了降药价的政策目标。从执行情况看，部分中标企业产品市场份额大幅提升，有效实现了以量补价，优化了药品供应体系。

2020 年 8 月，全国各省份和新疆生产建设兵团组成联盟开展第三批国家组织药品集中采购，于 8 月 20 日在上海产生中选结果。最终中选 55 个品种，中标企业 125 家，平均降价 53%，最高降幅 95%，涵盖了高血压、糖尿病、抗癌药等常用药物。从第三批开始，国家组织药品集中采购常态化运行。

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，再加上中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。

2020 年初新冠疫情爆发对全球宏观经济及各大行业均产生了较大的冲击。对于医药行业，一方面由于疫情期间医院端诊疗服务受到限制，致使医药生产、消费活动受到冲击；另一方面，新冠防控、诊断、治疗等相关的抗疫药品和器械需求爆发增长，有效对冲了新冠疫情对行业的整体影响。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 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

跟踪期内，公司保持产品结构和业务布局多元化，重点产品维持市场优势。

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。截至 2020 年 9 月底，健康元资产总额为 263.49 亿元，所有者权益为 185.96 亿元（含少数股东权益 77.54 亿元）；2020 年 1—9 月，健康元营业收入为 101.03 亿元，同比增长 8.74%，利润总额为 25.34 亿元，同比增长 38.00%。

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。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，非处方用药包含消化道用药“丽珠得乐”“丽珠肠乐”及口腔溃疡用药“意可贴”等。丽珠得乐系列产品在全国消化道药物领域具有较高知名度；公司生殖领域药物销售规模位列行业前三，特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素和绒毛促性激素，其中注射用尿促卵泡素（商品名“丽申宝”）使用独有的 LH 单抗亲和层析技术，公司是国内最早开发该项纯化技术并获得生产批件的企业，产品纯度达到 95%以上；注射用醋酸亮丙瑞林微球是治疗子宫内膜异位和中枢性性早熟等疾病的药物，目前国内仅有丽珠集团和北京博恩特药业有限公司生产。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，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。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 9 月底，健康元（包含下属子公司）共拥有 534 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，198 个品种进入《2019 版医保目录》。2020 年三季度公司获批吸入用布地奈德混悬液、吸入用异丙托溴铵溶液的两个产品也已纳入《2019 版医保目录》。

表 4　截至 2020 年 9 月底公司主要产品概况

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

资料来源：上市公司年报，联合资信整理

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，跟踪期内，公司持续推进研发项目进度，研发投入占比较高，研发竞争力较强。

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 9 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 12 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 2 项已完成一致性评价。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。2020 年 1—9 月，健康元及下属子公司共申请国内专利 62 项，其中发明专利 31 项，获得国内专利授权 33 项，获得国外专利授权 4 项。

表 5　截至 2020 年 9 月底公司重点研发平台项目情况

重点研发平台	项目进展
丽珠单抗技术平台	注射用重组人绒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α -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
吸入制剂平台	异丙托溴铵吸入溶液已获批； 吸入用布地奈德混悬液（1mg）、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茚达特罗粉雾剂已获得临床试验批件
微球缓释技术平台	注射用醋酸奥曲肽微球、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展相关临床试验； 注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月）II 期临床进展顺利

资料来源：公司提供

目前，公司在继续推进吸入制剂平台、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。

公司对技术研发重视程度较高，2020 年 1—9 月研发投入占主营业务收入比重为 8.47%。

表 6 2017－2019 年及 2020 年 1-9 月公司研发投入情况

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
研发投入（亿元）	7.05	8.54	10.66	8.52
主营业务收入（亿元）	107.11	111.55	119.03	100.60
所占比例（%）	6.58	7.65	8.96	8.47

资料来源：公司提供

4. 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 12 月 3 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、人员构成等方面无重大变动。

八、重大事项

1. 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”通过现金方式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，发行股票数量不超过 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投资，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，高领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和 2020 年第二次临时股东大会审议通过，尚需提交中国证监会核准。联合资信将持续关注上述事项进展。

2. 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。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。本次分拆上市尚需提交丽珠集团股东大会批准，并获得证券交易所和中国证监会批准和/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。

3. 公司可交换债完成换股

公司可交换债券“19 百业 EB”完成全部换股，公司对健康元的持股比例有所下降。

2020 年 11 月 25 日，上市公司健康元发布《关于控股股东可交换公司债券换股完成的公告》，百业源投资于 2019 年 12 月 12 日非公开发行可交换公司债券（第一期）（以下简称“19 百业 EB”），发行规模 10 亿元，债券期限 3 年，票面利率 1.5%，“19 百业 EB”于 2020 年 5 月 13 日进入换股期，截至 2020 年 11 月 23 日该债券已全部换股完毕，共累计换股 8480.51 万股，全部换股完成后，百业源投资持有健康元的股份数量由换股前的 98045.88 万股减少至 89565.37 万股，占健康元截至 2020 年 11 月 23 日总股本的 45.90%，百业源投资持股比例被动下降 4.69%。本次权益变动后，百业源投资仍为健康元控股股东，健康元的实际控制人仍为朱保国先生。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入规模保持增长，毛利率保持较高水平。2020 年以来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。2019 年公司实现营业收入 121.47 亿元，同比增长 6.77%。2019 年，制剂药、原料药、诊断试剂及设备分别实现营业收入 74.87 亿元、35.06 亿元和 7.54 亿元，分别同比增长 10.06%、1.71%和 8.18%。受市场竞争加剧及行业政策影响，公司保健品收入呈下滑趋势，2019 年为 1.53 亿元。煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2019 年分别实现营业收入 1.53 亿元和 0.94 亿元。

从毛利率看，2019 年公司综合毛利率为 63.33%，较上年增加 2.05 个百分点。2019 年，公司药品（含试剂）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，2019 年，部分子公司经营亏损导致毛利率为负。

2020 年初，国内新冠病毒肺炎疫情爆发，各级医疗卫生机构门诊及住院量下降，非疫情相关处方下降，公司部分药品销售受到一定影响。2020 年 1－9 月，公司营业收入为 101.86 亿元，同比增长 7.86%；其中药品（含试剂）板块收入同比增长 9.09%至 99.49 亿元，其中制剂药销售收入为 58.53 亿元，同比下降 1.42%；原料药收入为 29.29 亿元，同比增长 11.23%，主要得益于美罗培南混粉销售增长所致；诊断试剂及设备同比增长 112.39%至 11.66 亿元，系 2020 年以来下属子公司新冠抗体检测试剂产品实现新增销售带动；公司保健品业务收入进一步下滑，当期实现收入 1.08 亿元，同比下降 7.37%。2020 年 1－9 月，公司综合毛利率为 63.49%，同比减少 0.93 个百分点。

表 7 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 1－9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－9 月
保健品	21233.06	20474.96	15345.59	10830.76	58.69	60.99	60.81	67.72
药品（含试剂）	1049351.87	1094601.34	1174658.63	994855.86	65.67	62.51	64.64	64.64
其中：制剂药	679057.62	680208.88	748652.71	585341.42	80.67	79.23	78.75	78.21
原料药	306712.17	344652.65	350563.03	292865.38	25.35	29.90	35.24	34.27
诊断试剂及设备	63582.08	69739.81	75442.89	116649.06	58.05	60.58	61.11	72.78
煤炭及相关产品	16945.45	16069.13	15345.65	7308.09	55.70	42.56	45.10	15.45
其他	8225.99	6517.51	9354.10	5571.08	-82.21	-97.64	-66.31	-86.71
总计	**1095756.37**	**1137662.95**	**1214703.97**	**1018565.79**	**61.84**	**61.28**	**63.33**	**63.49**

资料来源：公司提供

2. 药品板块

跟踪期内，公司药品（含试剂）业务整体经营业绩相对稳健。新冠疫情期间，公司部分药品销售出现下滑，受医保控费和辅助用药限制影响，中药制剂参芪扶正注射液销售收入仍呈下降趋势。公司原料药美罗培南（混粉）销售规模持续增长，化药制剂艾普拉挫系列借助新进医保优势实现快速上量，中药制剂抗病毒颗粒市场需求增加，加之新增销售新冠抗体检测试剂产品，公司药品（含试剂）收入保持增长。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，并严格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、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。近年来，中药材价格波动较大，为控制成本，公司与供应商协商在每年药材收购季节支付一部分订金，供应商将公司全年所需药材进行储备，以保证全年药材价格稳定。

（2）生产与销售

公司药品板块采取市场需求为导向组织生产的原则，具体方式为：由公司销售部门对市场需求情况进行调查并制订销售计划，综合考虑公司各产品库存数量和各产品生产线的产能情况等因素，决定公司当月各产品的生产数量和产品规格；同时，根据生产计划和原材料的库存量决定原材料的采购。最终生产计划经公司经营管理层审核后下达，并由公司生产技术部门具体负责组织实施。

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

化学原料药

公司化学原料药生产平台包括深圳海滨制药有限公司（以下简称“海滨制药”）、焦作健康元生物制品有限公司（以下简称“焦作健康元”）、子公司丽珠集团之子公司丽珠合成制药有限公司（以下简称“丽珠合成制药”）、丽达药业有限公司（以下简称“丽达药业”）、丽珠集团新北江制药股份有限公司（以下简称“新北江制药”）、丽珠集团福州福兴医药有限公司（以下简称“福兴医药”）以及古田福兴医药有限公司。公司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。

产能利用方面，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 8　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 1-9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
美罗培南混粉	40.00	40.00	50.00	60.00	22.06	33.40	40.60	47.65
7-ACA	2640.00	2880.00	3060.00	2295.00	2565.74	2780.01	2794.31	1795.86
头孢曲松钠	1436.00	1700.00	1700.00	1050.00	1392.14	1138.98	1141.71	770.04
头孢呋辛钠	187.50	200.00	200.00	150.00	137.46	194.50	157.58	104.92
苯丙氨酸	8195.68	8500.00	10200.00	8475.00	7787.00	5290.20	7667.63	7679.50
阿卡波糖	98.40	102.00	120.00	97.50	89.59	97.11	108.05	85.85

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。2020 年 1—9 月，7-ACA 销量同比小幅下降 0.80%，美罗培南混粉受益于市场需求提升，销量同比增长 62.72%，苯丙氨酸销量同比增长 52.06%。

表 9　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—9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
美罗培南混粉	23.16	27.95	41.31	51.42	104.98	83.68	101.74	108.35
7-ACA	2725.40	2719.63	2636.57	1920.50	106.22	97.83	94.35	106.94
头孢曲松钠	1146.70	1060.38	903.14	664.08	82.37	93.10	79.10	86.24
头孢呋辛钠	125.89	188.92	159.68	99.04	91.58	97.13	101.34	94.40
苯丙氨酸	8243.65	6409.70	6936.70	7527.60	105.86	121.16	90.47	98.02
阿卡波糖	89.52	95.88	110.58	76.12	99.92	98.73	102.34	88.67

资料来源：公司提供

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；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，美罗培南

混粉实现销售收入2.78亿元，同比增长45.27%；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1－9月，美罗培南混粉出口增长带动销售收入同比增长72.75%至3.67亿元；7-ACA受销量下降和价格回落因素影响，销售收入同比下降4.94%至7.32亿元。2020年1－9月，公司原料药业务实现收入29.29亿元，同比增长11.23%。

表10　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1－9月
美罗培南混粉	17975.97	19135.09	27797.74	36742.91
7-ACA	64717.07	109176.08	101191.01	73205.87
头孢曲松钠	48455.89	52711.85	42637.70	32177.41
头孢呋辛钠	9316.92	15228.85	13703.35	10014.85
苯丙氨酸	25377.54	20232.57	25061.41	26080.18
阿卡波糖	21012.98	22014.39	25283.77	16052.48

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类，主要产品为倍能，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。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 11　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—9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
化学制剂								
倍能（万支）	2000.00	2000.00	2350.00	1762.50	1314.79	1445.50	2138.80	1128.46
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	937.50	36.45	34.38	47.50	15.98
尿促卵泡素（万支）	2467.80	3290.00	3290.00	2833.50	471.29	571.56	607.32	335.22
康丽能折 0.5g（万支）	2511.00	2511.00	2511.00	3750.00	798.56	910.11	1003.11	227.64
注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支）	50.00	100.00	100.00	96.00	48.79	66.12	91.41	70.04
鼠神经生长因子（万支）	742.50	729.00	729.00	537.75	223.19	274.91	146.41	92.52
艾普拉唑系列（万盒）	1112.15	2824.00	2824.00	4188.00	615.76	926.40	1432.35	1541.74
注射用伏立康唑（万支）	729.00	729.00	729.00	498.00	98.95	196.05	161.50	87.97
丽珠胃三联片（万盒）	4704.00	4704.00	4704.00	3728.25	932.37	1228.25	1763.53	1627.64
中药制剂								
参芪扶正注射液（万瓶）	2116.00	2856.00	2856.00	2199.00	1312.74	1055.48	853.63	441.56
抗病毒颗粒（万盒）	4550.00	3700.00	3700.00	5193.75	2554.65	2688.97	2387.28	2010.60
前列安栓（万盒）	840.00	840.00	840.00	621.00	146.46	172.34	186.18	109.36

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 12　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—9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
化学制剂：								
倍能（万支）	1321.04	1430.09	1764.83	1280.92	100.48	98.93	82.52	113.51
速能（万支）	34.26	36.61	42.02	25.19	93.99	106.50	88.47	157.61
尿促卵泡素（万支）	518.17	569.21	594.79	350.51	109.95	99.59	97.94	104.56
康丽能折 0.5g（万支）	908.29	849.45	842.65	332.69	113.74	93.34	84.00	146.14
注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支）	48.78	66.08	81.59	79.82	99.99	99.94	89.26	113.96
鼠神经生长因子（万支）	244.85	220.13	186.38	59.65	109.71	80.07	127.31	64.47
艾普拉唑系列（万盒）	617.92	850.74	1325.42	1458.25	100.35	91.83	92.53	94.58
注射用伏立康唑（万支）	128.64	155.59	166.53	108.29	130.01	79.36	103.11	123.10
丽珠胃三联片（万盒）	--	1229.69	1619.10	1143.32	--	100.12	91.81	70.24
中药制剂：								
参芪扶正注射液（万瓶）	1515.11	1025.31	851.23	484.52	115.42	97.14	99.72	109.73
抗病毒颗粒（万盒）	2568.62	2656.06	2236.49	2355.09	100.55	98.78	93.68	117.13

前列安栓（万盒）	168.87	172.41	178.39	123.60	115.30	100.04	95.82	113.03

资料来源：公司提供

公司制剂产品销售为主要收入来源，2019年，公司制剂产品销售收入为74.87亿元，同比增长10.06%。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3.61亿元，同比下降8.83%。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，公司制剂产品销售受到不同程度影响。2020年1－9月，公司化学制剂产品实现收入49.90亿元，同比下降0.37%，除艾普拉唑系列、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年以来借助新进医保优势实现销量快速增长，带动艾普拉唑系列产品收入规模同比增长65.10%至12.45亿元；注射用醋酸亮丙瑞林微球收入为8.99亿元，同比增长22.23%。注射用尿促卵泡素收入为3.69亿元，同比下降24.69%，注射用伏立康唑收入为1.60亿元，同比下降30.82%，鼠神经生长因子收入为1.11亿元，同比下降63.71%。

2020年1－9月，公司中药制剂产品实现收入9.53亿元，同比下降6.46%。其中参芪扶正注射液产销规模仍延续下滑态势，2020年1－9月收入为4.63亿元，同比下降30.86%；抗病毒颗粒收入为3.45亿元，同比增长65.42%，主要系在新冠肺炎疫情期间得到四川等地防控指南推荐，销量同比增长所致。

表13　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1－9月
参芪扶正注射液	157340.79	100215.78	81691.72	46292.81
倍能	87281.38	85622.25	106485.58	73400.75
注射用尿促卵泡素	54972.94	59260.91	62647.90	36903.49
注射用醋酸亮丙瑞林微球	54203.70	76069.74	92617.93	89857.09
艾普拉唑系列	42834.84	58831.71	97454.49	124473.95
鼠神经生长因子	51730.44	44442.93	36075.39	11146.16
抗病毒颗粒	30027.51	33264.00	30400.02	34538.51
注射用尿促性素(HMG)	18144.02	17717.30	17745.51	10349.03
丽珠胃三联片	16737.05	20259.89	25268.75	16884.86
注射用伏立康唑	19477.51	23172.45	24571.91	16031.31

得乐系列	16614.61	16383.88	20754.18	16085.92
速能	2854.57	2817.18	3211.77	1963.41

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。

2019 年，公司诊断试剂及设备业务收入为 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 1－9 月，公司诊断试剂及设备实现销售收入 11.66 亿元，同比增长 112.39%。

近年来，丽珠试剂不断推进即时分子诊断平台、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。2019 年，公司保健品收入为 1.53 亿元，同比下降 25.05%。2020 年 1－9 月，公司保健品业务收入为 1.08 亿元，同比下降 7.37%。

表 14 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 1－9 月
静心口服液	11227.74	10411.91	7984.66	6551.51
鹰牌花旗参茶	4628.10	5976.02	3704.82	2023.82
太太美容口服液	1880.52	1828.51	1400.99	566.65

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。

2019 年，公司销售债权周转次数同比有所增长，存货周转次数同比小幅下降，总资产周转次数同比保持稳定，上述指标分别为 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，可由公司经营性净现金流覆盖，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以及在生产、技术、管理等方面具备国际竞争力的制药企业集团。原料药方面，公司将进一步完善产业链条、成为一家拥有先进工艺水平和品种的特色原料药企业；化学制剂方面，公司将扩大现有产品的市场份额，成为拥有良好品牌、有专有技术、特色品种的企业；中药制剂方面，公司将推动全新复方或单体中药产品的研究开发、已上市品种的二次开发；保健品方面，公司将持续加大宣传力度，提高整体销售额。

截至 2020 年 9 月底，公司主要在建项目总投资额 34.39 亿元，已投 12.59 亿元，尚需投资 21.80 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，截至 2020 年 9 月底已投 7.26 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）呼吸剂产业化项目，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 15 截至 2020 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	计划投资额	资金来源	截至 2020 年 9 月底已投金额	未来资金投入计划	
				2020 年 10-12 月	2021 年
深圳海滨坪山新厂	10.37	自有资金及募集资金	7.26	0.25	2.40
光大新厂项目	6.46	自有资金	0.71	0.75	2.00
石角新厂项目	3.77	自有资金	1.53	0.03	2.20
药厂车间建设项目	8.59	自有资金	0.72	1.38	3.64
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	1.45	0.18	0.50
福兴公司二期项目	2.58	自有资金	0.92	0.65	0.73
合计	**34.39**	--	**12.59**	**3.25**	**11.47**

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

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，致同会计师事务所（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的审计结论；公司提供的 2020 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围新增包括健康元（广东）特医食品有限公司在内的 1 家三级子公司和 6 家四级子公司；减少 1 家三级子公司，为健康元（江苏）生物科技有限公司。截至 2020 年 9 月底，公司合并范围较 2019 年底无变化。公司财务数据可比性较强。

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

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 337.73 亿元，所有者权益合计 207.84 亿元（含少数股东权益 146.33 亿元）。2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 101.86 亿元，利润总额 23.34 亿元。

2. 资产质量

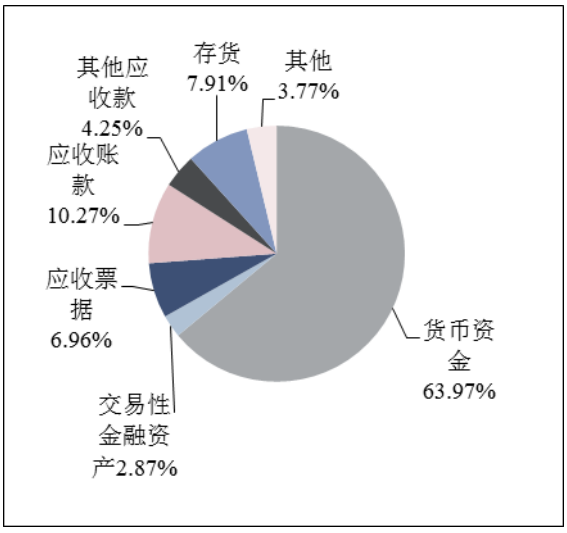
2019 年，公司资产规模保持增长，流动资产占比较高。流动资产中应收类科目及存货占比较高，其他应收款中关联往来款账龄长，对营运资金形成一定占用；公司合并层面货币资金充裕，非流动资产中权益工具投资规模大，关注未来投资回报，公司整体资产质量良好。

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

（1）流动资产

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

图 2 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2019 年审计报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司货币资金较上年底变动不大，为 124.84 亿元。公司货币资金中主要包含银行存款（占 99.04%）、其他货币资金（占 0.95%）和少量库存现金。其中使用受限的货币资金 2.49 亿元，受限比例低，主要为银行存款中的结构性存款及定期存款（1.33 亿元），其他货币资金中的信用证保证金、银行承兑汇票保证金和其他业务保证金。

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

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

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

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

表16 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
深圳市源兴兴源发展有限公司	2.35	2—3 年	关联往来款
朱保国	1.12	2—3 年	关联往来款
深圳市健康阿鹿信息科技有限公司	0.24	4 年以内	关联往来款
中国人民财产保险股份有限公司珠海分公司	0.20	1 年以内	保险赔款
合计	**7.06**	--	--

资料来源：公司2019年审计报告

截至 2019 年底，公司存货净值为 15.44 亿元，较上年底增长 9.11%，以原材料（占 23.70%）、在产品及自制半成品（占 24.70%）、产成品及库存商品（占 45.70%）为主；计提跌价准备 0.58 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 145.19 亿元，主要由可供出售金融资产（占 28.27%）、

固定资产（占 30.32%）和无形资产（占 19.32%）构成。

公司股权投资的主要投向为大健康和金融领域。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 41.05 亿元，较上年底下降 1.41%，构成主要为可供出售权益工具 41.02 亿元；其中，按公允价值计量的可供出售权益工具为 15.05 亿元，包括中国银河证券股份有限公司 3.02 亿元，前海股权投资基金 2.30 亿元，上海云锋新创股权投资中心 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17 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	--
上海云锋新创股权投资中心（众付基金）	1.60	--
深圳市小赢科技有限责任公司	1.45	11.34
合计	**22.46**	--

资料来源：公司 2019 年审计报告，联合资信整理

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

截至2019年底，公司无形资产原值为39.93亿元，累计摊销和减值准备合计 11.88 亿元，账面价值为 28.04 亿元，较上年底下降 4.36%。其中，采矿权占 85.61%，土地使用权占 12.18%。

截至 2020 年 9 月底，公司资产规模基本维持上年底水平，构成仍以流动资产为主。其中，货币资金较上年底下降 15.01%至 106.11 亿元，应收账款较上年底增长 36.32%至 27.32 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产为货币资金 1.66 亿元，系银行定期存款和信用证保证金等。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 186.91 亿元，较上年底增长 3.57%，主要源于少数股东权益和未分配利润的增加；归属于母公司的权益中，资本公积占 36.70%，未分配利润占 60.09%。截至 2019 年底，公司少数股东权益为 132.04 亿元，较上年底增长 3.21%。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 207.84 亿元，较 2019 年底增长 11.20%，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 146.33 亿元，权益构成较上年底变动不大。

（2）负债

公司债务期限结构以短期为主，2020 年以来，公司清偿债务促进债务规模收缩，整体债务负担尚可。公司本部作为投资控股型平台，债务负担重，存在一定集中偿付压力。

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

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

截至 2019 年底，公司短期借款为 24.09 亿元，较上年底下降 17.77%，公司短期借款主要由信用借款构成（19.51 亿元），剩余为担保借款。

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

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

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

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

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

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

截至 2019 年底，将其他流动负债中的短期应付债券调整计入全部债务后，公司全部债务为 96.51 亿元，较上年底下降 5.40%。其中短期债务和长期债务分别占 64.75%和 35.25%，短期债务占比较上年底减少 4.80 个百分点。债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底下降至 45.08%和 34.05%；长期债务资本化比率为 15.40%，较上年底略有上升。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额为 129.89 亿元，较 2019 年底下降 15.35%，主要系债券到期兑付所致。负债仍以流动负债为主，占 78.46%。公司流动负债中，短期借款较上年底下降 28.16%至 17.31 亿元，一年内到期的非流动负债较上年底下降 37.50%至 12.50 亿元，应付票据较上年底增长 45.81%至 10.80 亿元，应付债券较上年底下降 69.27%至 8.12 亿元，其他科目无重大变动。有息债务方面，截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 69.51 亿元，较上年底下降 27.97%，构成仍以短期债务为主且比重进一步上升。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 38.46%、25.06%和 6.69%，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，其中公司一年内待偿还债券余额为 30.50 亿元，存在一定集中兑付压力。

表18　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 MTN002	2020-11-19	2022-11-23	5.00
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 MTN001	2020-04-09	2022-04-13	4.00
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	--	--	**39.50**

资料来源：Wind，公司提供，联合资信整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入和利润规模保持增长，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。

2019 年，公司实现营业收入 121.47 亿元，同比增长 6.77%，得益于制剂药收入的持续增长。同期，公司营业成本为 44.54 亿元，同比增长 1.12%。2019 年，公司营业利润率为 61.99%，同比增加 2.23 个百分点。

2019 年，公司产生期间费用 58.70 亿元，

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

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

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

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

2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 101.86 亿元，同比增长 7.87%；营业利润率为 62.28%，同比持平。同期，公司期间费用合计 43.73 亿元，同比变化不大，公司期间费用率为 42.93%。非经常性损益方面，公司投资收益为 2.88 亿元，主要为丽珠集团转让联营企业江苏尼科医疗器械有限公司股权产生的收益和持有的可供出售金融资产产生的投资收益；其他收益为 2.03 亿元，营业外收入规模小。2020 年 1－9 月，公司实现利润总额 23.34 亿元，同比增长 28.74%。

5. 现金流分析

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

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

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

2020 年 1－9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 19.54 亿元，同比持平。经营活

动现金流入量为103.75亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金（97.38亿元）构成，经营活动现金流出量为84.22亿元，主要由支付其他与经营活动有关的现金（36.27亿元）和购买商品、接受劳务支付的现金（25.96亿元）构成，现金收入比为95.60%；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.53亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-32.55亿元，偿还债务导致持续大规模净流出。

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，且具备直接融资渠道，或有负债风险低，公司偿债能力很强。

短期偿债能力方面，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为183.96%和169.40%，较上年底分别增加12.35个百分点和10.46个百分点。2019年，公司经营现金流动负债比为23.72%；现金类资产为短期债务的2.26倍。截至2020年9月底，公司流动比率较2019年底小幅上升至186.85%，速动比率小幅下降至169.34%；现金类资产为短期债务的2.26倍。

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

截至2020年9月底，公司对外担保余额为3.13亿元。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0.30亿元，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2.83亿元，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9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230.87亿元，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，持续关注下属公司分红及权益工具投资回报的可持续性。

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9月底，母公司资产总额为59.59亿元，较上年底下降20.92%，主要系货币资金和长期股权投资下降；构成仍以流动资产为主，货币资金较上年底大幅下降88.08%至1.53亿元，主要系偿还债务和经营所需资金规模较大所致；长期股权投资因母公司发行的可交换债券“19百业EB”换股减持健康元5.08亿元导致较上年底下降31.66%至11.33亿元。资产构成以其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资为主。

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9月底，母公司负债总额为

45.25 亿元，较 2019 年底下降 30.82%，构成仍以流动负债为主。有息债务方面，截至 2020 年 9 月底，母公司有息债务为 42.90 亿元，其中短期债务 28.00 亿元；从债务指标来看，母公司资产负债率为 75.93%，现金类资产是短期债务的 0.13 倍，保障不足。

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 9 底，母公司所有者权益为 14.34 亿元，较 2019 年底有所增长，主要来自利润积累。

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 1－9 月，母公司财务费用为 1.62 亿元，实现投资收益 7.24 亿元，同比显著增长，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 5.19 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。根据健康元披露公告，截至 2020 年 12 月 9 日，公司对健康元持股 45.89%，质押比例 9.01%，持有健康元未质押股份市值合计约 118.00 亿元，该部分资产一定程度缓释母公司偿债风险。

截至 2020 年 9 月底，公司本部获得银行授信额度 52.39 亿元，未使用额度 44.10 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量具备对待偿债券本金峰值的保障能力，公司经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券保障能力较弱。

截至本报告出具日，公司存续债券余额共39.50亿元。其中一年内到期的应付债券规模为30.50亿元。截至2019年底和2020年9月底，公司现金类资产分别为141.54亿元和123.67亿元，分别为一年内到期债券的4.64倍和4.05倍，保障能力强。2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为136.29亿元、25.16亿元和31.00亿元，为公司存续债券的3.45倍、0.64倍和0.78倍，公司对存续债券保障情况如下表：

表 19　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

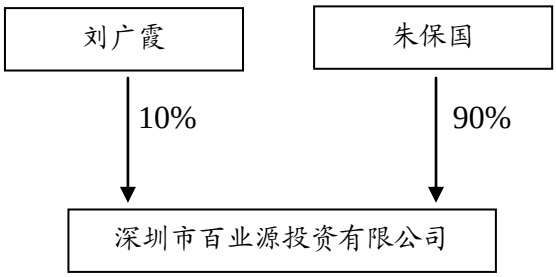
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	30.50
应付债券余额	39.50
现金类资产/一年内到期债券余额	4.64
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.45
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.64
EBITDA/应付债券余额	0.78

资料来源：联合资信整理

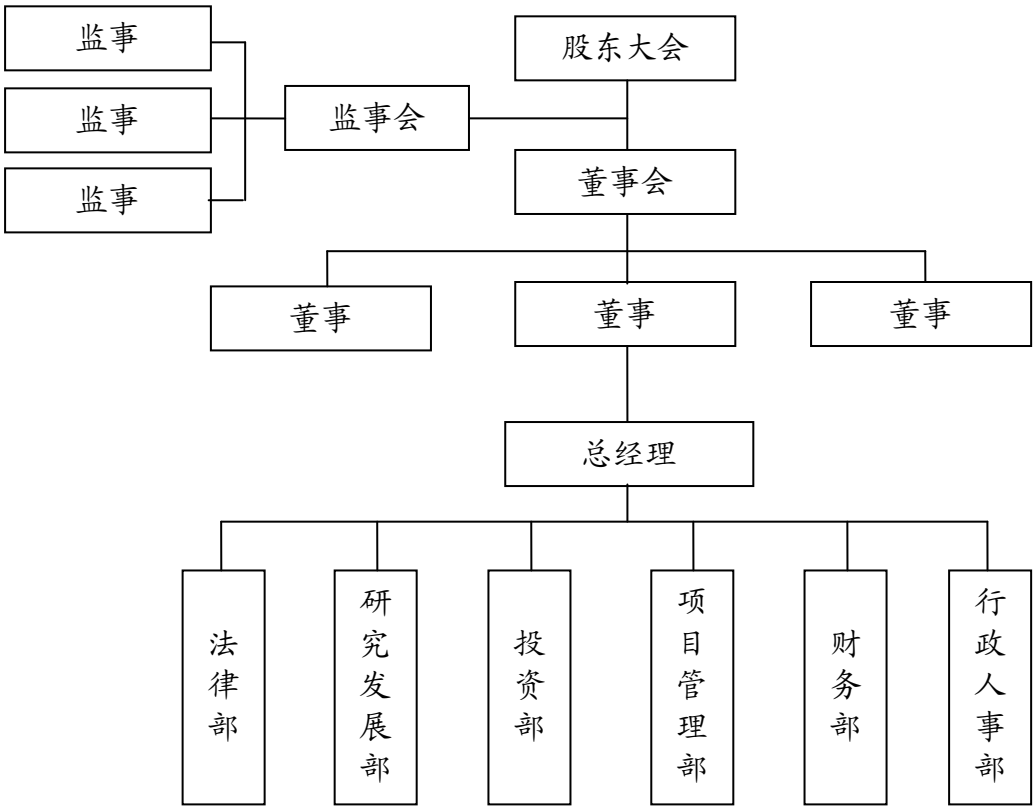
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 百业源 CP001”和“20 百业源 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	115.27	122.52	141.54	123.67
资产总额(亿元)	302.64	335.48	340.35	337.73
所有者权益(亿元)	164.67	180.47	186.91	207.84
短期债务(亿元)	48.73	70.95	62.49	54.61
长期债务(亿元)	30.92	31.07	34.02	14.91
全部债务(亿元)	79.65	102.02	96.51	69.51
营业收入(亿元)	109.58	113.77	121.47	101.86
利润总额(亿元)	59.51	12.55	20.62	23.34
EBITDA(亿元)	69.59	23.41	31.00	--
经营性净现金流(亿元)	17.99	17.61	25.16	19.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.42	3.38	3.68	--
存货周转次数(次)	3.00	3.17	3.01	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.36	0.36	--
现金收入比(%)	104.73	108.76	104.23	95.60
营业利润率(%)	60.19	59.76	61.99	62.28
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	6.69
全部债务资本化比率(%)	32.60	36.11	34.05	25.06
资产负债率(%)	45.59	46.21	45.08	38.46
流动比率(%)	171.54	171.61	183.96	186.85
速动比率(%)	157.24	158.94	169.40	169.34
经营现金流动负债比(%)	18.88	15.76	23.72	--
现金短期债务比(倍)	2.37	1.73	2.26	2.26
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 1－9 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；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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.61	11.46	15.13	3.61
资产总额(亿元)	52.93	70.01	75.35	59.59
所有者权益(亿元)	10.17	9.69	9.93	14.34
短期债务(亿元)	22.50	31.30	28.50	28.00
长期债务(亿元)	18.96	26.07	34.02	14.91
全部债务(亿元)	41.46	57.37	62.51	42.90
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	5.19
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-4.28	1.26	6.04	0.05
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(%)	--	--	--	--
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	50.97
全部债务资本化比率(%)	80.30	85.55	86.29	74.95
资产负债率(%)	80.78	86.16	86.82	75.93
流动比率(%)	144.60	124.65	139.05	113.29
速动比率(%)	144.60	124.65	139.05	113.29
经营现金流动负债比(%)	-18.05	3.69	19.24	--
现金短期债务比(倍)	0.16	0.37	0.53	0.13
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 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　同行业企业对比数据

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

资料来源：联合资信整理

附件 5　主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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