

信用评级公告

联合〔2021〕3112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 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为“稳定”，深圳市百业源投资有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年五月十二日



深圳市百业源投资有限公司

2021年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：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：2021 年 5 月 12 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；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）作为一家投资控股型企业，实际控制两家医药制造上市公司——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前景较好，公司产品种类丰富，重点产品竞争实力较强，技术研发实力突出，所持股权资产较为优质等优势。近年来，公司收入规模持续增长，子公司现金分红稳定，毛利率水平较高。同时，联合资信也关注到受医保控费等政策以及新冠肺炎疫情冲击的影响，公司部分药品销量下滑，所有者权益稳定性较弱，经营业绩主要依赖下属上市公司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，运用数字化和智能化的新技术提升研发效率，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. 产品结构和业务布局多元化，重点产品竞争实力较强。公司产品覆盖制剂产品、原料药、诊断试剂及设备、保健品等多个医药细分领域。其中抗肿瘤用药、辅助生殖用药、消化道用药、吸入制剂等多个治疗领域的产品竞争实力较强。
2. 研发投入持续增加，新药研发进程稳步推进，技术研发实力突出。近年来，公司加大研发投入力度，2018—2020 年，公司研发费用分别为 8.54 亿元、10.66 亿元和 12.61 亿元，占主营业务收入的比重分别为 7.65%、8.86%和 9.26%。公司在化学制剂、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，技术研发实力突

分析师：蒲雅修

李敬云

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

出。

3. 母公司所持可供出售金融资产较为优质，流动性较好。截至2020年底，母公司所持股类资产包括深圳前海微众银行股份有限公司股权，以及通过上海云锋新呈投资中心（有限合伙）间接持有较多优质资产，母公司股权类资产流动性较好。
4. 子公司分红稳定，为母公司提供较为稳定的现金流。2018—2020年，公司收到健康元现金分红金额分别为1.47亿元、1.57亿元和1.16亿元。

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，在新冠肺炎疫情冲击下，公司部分产品销售规模同比下滑。
2. 经营业绩主要依赖下属上市公司。2020年，公司营业收入为136.21亿元，健康元营业收入为135.22亿元，对公司营业收入贡献很高。未来若健康元在决策执行上存在偏差或面临各种生产经营风险，或将对公司的经营业绩产生实质性的不利影响。
3. 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，可能导致公司对子公司的控制力度相对较弱，且在分配利润时还可能会分散利润，影响公司盈利能力。
4. 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	134.30	139.71	146.01	145.61
资产总额（亿元）	335.48	340.35	359.50	357.27
所有者权益（亿元）	180.47	186.91	213.06	218.29
短期债务（亿元）	70.95	62.49	63.98	57.94
长期债务（亿元）	31.07	34.02	19.18	18.78
全部债务（亿元）	102.02	96.51	83.16	76.72
营业收入（亿元）	113.77	121.47	136.21	41.46
利润总额（亿元）	12.55	20.62	27.38	8.02
EBITDA（亿元）	23.41	31.00	37.14	--

经营性净现金流（亿元）	17.61	25.16	30.31	4.92
营业利润率（%）	59.76	61.99	62.12	63.21
净资产收益率（%）	6.09	9.23	10.84	--
资产负债率（%）	46.21	45.08	40.73	38.90
全部债务资本化比率（%）	36.11	34.05	28.07	26.01
流动比率（%）	171.61	183.96	183.15	192.56
经营现金流动负债比（%）	15.76	23.72	26.67	--
现金短期债务比（倍）	1.89	2.24	2.28	2.51
EBITDA 利息倍数（倍）	5.90	8.82	13.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.36	3.11	2.24	--

公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	70.01	75.35	64.94	58.78
所有者权益（亿元）	9.69	9.93	14.47	14.08
全部债务（亿元）	57.37	62.51	47.57	42.18
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-1.05	0.42	5.38	-0.39
资产负债率（%）	86.16	86.82	77.72	76.05
全部债务资本化比率（%）	85.55	86.29	76.68	74.98
流动比率（%）	124.65	139.05	113.00	112.69
经营现金流动负债比（%）	3.69	19.24	1.19	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分：除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中短期债券计入短期债务计算指标；5. 现金类资产已扣除受限的现金类资产

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/12/21	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
AA ⁺	稳定	2014/11/21	马栋 王慧	主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文

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

声 明

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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）前身为成立于 1999 年 1 月 21 日的深圳市百业源实业有限公司，初始注册资本 500.00 万元，出资人为焦作市九里山化工厂和刘广霞，持股比例分别为 90.00% 和 10.00%。后经历多次转股，1999 年 9 月 13 日，公司控股股东变更为朱保国和刘广霞，持股比例分别为 90.00% 和 10.00%。1999 年 10 月 13 日，公司注册资本增加至 8000.00 万元，增资后股权比例维持不变。2001 年 6 月 12 日，公司名称变更为现名。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8000.00 万元。其中朱保国占 90.00%，刘广霞占 10.00%，朱保国、朱保国为公司控股股东及实际控制人，朱保国和刘广霞为夫妻关系，系一致行动人。

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 2021 年 3 月底，公司本部内设法律部、投资部、项目管理部、行政人事部和财务部 5 个职能部门。公司拥有控股子公司 3 家，主要经营实体为子公司健康元药业集团股份有限公司（以下简称“健康元”，股票代码“600380.SH”）和健康元的子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”“1513.HK”）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 359.50 亿元，所有者权益 213.06 亿元（含少数股东权益 151.36 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 136.21 亿元，利润总额 27.83 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 357.27 亿元，所有者权益 218.29 亿元（含少数股东权益 156.08 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 41.46 亿元，利润总额 8.02 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，于 2020 年 11 月发行“20 百业源 MTN002”5 亿元，本期计划发行 2021 年度第一期中期票据（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、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，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。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；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，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，

成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口

及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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. 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，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年

经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善。其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 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 3.00%、2.60%和 2.10%。其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格

指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落。其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年底（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，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，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年底增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年底增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付

息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年中国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当

头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

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。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020 年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

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。

近年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019 年，我国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为 12.5%、12.4% 和 7.4%，2017—2018 年我国医药制造业整体运行平稳，2019 年起增速有所放缓。2020 年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入 24857.3 亿元，同比增长 4.5%，增速较上年下降 2.9 个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020 年规模以上医药制造企业实现利润总额 3506.7 亿元，同比增长 12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

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	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录 100 首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自 2018 年 5 月 1 日起，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 5 月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立，有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，可仅提供药理学及非临床安全性研究资料，免	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

	药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	报药效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	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 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 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 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	中共中央办公厅、国务院办公厅《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	《意见》包括 8 个部分 28 条内容, 形成“1+4+2”的总体改革框架, 推动医保制度改革。其中“1”是力争到 2030 年, 全面建成以基本医疗保险为主体, 医疗救助为托底, 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。“4”是健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制, 分别在《意见》的第二至第五部分予以明确。“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支撑	此次文件是对此前各项医保制度的肯定、完善和深化, 大致方针路线已经明确, 只待后续不断推进。药品方面, 一方面定价将不断向其实际临床价值靠拢, 另一方面通过招采促使质量技术过硬的产品加速原研替代。未来腾笼换鸟仍是长期趋势, 一致性评价基础上仿制药带量采购将是新常态, 同时基于医保目录动态调整机制, 持续纳入优质创新药和具备临床价值的药物
2020 年 3 月	国家市场监督管理总局《药品注册管理办法》(2020 新版)、《药品生产监督管理办法》	该办法强调以临床价值为导向, 鼓励研究和创制新药, 积极推动仿制药发展。国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革, 优化审评审批程序, 提高审评审批效率, 建立以审评为主导, 检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系	此次规章的发布, 在鼓励创新研发、规范行业监管、保障药品安全等方面均有积极意义
2020 年 4 月	国家医保局《基本医疗保险用药管理暂行办法(征求意见稿)》	文件主要涉及医保目录调整方法、医保支付标准、医保用药的管理与监督等方面的内容。(1) 将符合临床必需、安全有效、价格合理等基本条件的药品纳入《药品目录》, 并对创新药给予鼓励和支持;(2) 明确将起滋补作用的药品、保健药品等 10 类药物归为不纳入目录的范围;(3) 符合列入负面清单、经评估风险大于收益等 6 类情形之一的药品可被直接调整出目录。其中药品负面清单制度的推出有助于医保支付体系与临床实际更紧密地联系, 及时将市场上有负面影响的药品调出目录;(4) 符合价格明显偏高、临床价值不确切等 3 类情形之一的药品经专家评审及相应程序后, 可被调出目录	“保基本”依然是《药品目录》调整的基本原则, 把临床价值明确、性价比高的药物和创新药优先调入目录, 同时把风险收益不对等的药品及时调出目录, 提升医保资金的实际支付能力, 在支付能力范围内尽可能广泛地覆盖大众的用药需求

2020 年 5 月	国家药监局公布《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》	此次文件鼓励药品上市许可持有人按照《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等相关技术指导原则开展注射剂一致性评价研究。	在技术层面对国内企业涉及注射剂的原料药、辅料、包材、灌装等工艺以及改规格、改集团品种提出了更高的要求
2020 年 6 月	国家医保局《基本医疗保险医用耗材管理暂行办法（征求意见稿）》	在品种选择方面，相关部门将综合考虑产品的功能作用、临床价值、费用水平以及医保基金承受能力等多个因素，总体上以产品的临床价值为导向，将高性价比的产品纳入医保目录。对于非疾病诊疗项目使用等 4 类情形医保不予支付；由于耗材自身原因导致使用不成功、超出实际植入数量的植入性耗材费用 2 种情形下医保基金和患者均不予支付。独家产品需通过谈判确定医保支付标准，若谈判不成功将不纳入目录；非独家品种通过集中采购确定和调整支付标准。此外，文件规定地方医保部门一律执行国家《基本医保医用耗材目录》，不得擅自调整	医保医用耗材目录的动态调整提高了目录调整频率，新上市的产品将及时被纳入目录而快速放量，利好创新医疗器械产品的发展。医保谈判和带量采购短期内将对相关医用耗材的价格产生一定影响，但终端价格的下降有望进一步提升产品的市场渗透率，同时加速优质低价的国产耗材对同类进口产品的替代，促进行业集中度的提升
2020 年 12 月	国家医疗保障局、人力资源和社会保障部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年版）》	本次谈判共涉及 162 种药品。其中 119 种谈判成功，包括 96 个独家药品，谈判成功率 73.46%，谈成药品平均价格降幅为 50.64%。本次谈判也包含了已在医保目录内的 14 种经济性欠佳的独家品种，均谈判成功，价格平均降幅 43.46%。通过本次药品谈判和医保目录调整，共 119 种药品被新增进入目录，29 种原目录内药品被调出目录	医保资金腾笼换鸟进一步深化，医保目录调整突出临床刚需品种，尤其是高临床价值的优质创新药未来将持续受益

资料来源：联合资信整理

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与全球医药市场相比，我国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但我国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美发达国家的医药行业相比，我国医药行业研发投入仍显不足。医药制造行业内技术条件的制约，影响了我国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主；产品技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2020 年 12 月，国家医保局公布 2020 年国家医保目录谈判结果并发布 2020 年版医保目

录。目录共对 162 种药品进行了谈判，119 种谈判成功，谈判成功的药品平均降价 50.64%。此外，随着带量采购政策的落地和后续逐步的推广，政策方向已经明确了将压低原研药和国内高价仿制药的价格，以使得医保覆盖更多的品种，覆盖更多的人群，长期来看，仿制药的“超额利润”将逐步消失。

4. 未来发展

未来，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜三大政策效应将逐步显现。

未来，在国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质、医药行业的需求旺盛的背景下，医药制造行业仍将保持稳定增长的态势。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结构调整的各项政策陆续颁布与落地，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为8000.00万元。其中朱保国占90.00%，刘广霞占10.00%，朱保国和刘广霞为公司控股股东及实际控制人，朱保国和刘广霞为夫妻关系，系一致行动人。公司控股股东及实际控制人所持公司股份未质押。

截至2021年3月底，公司持有健康元股权比例为45.78%。其中已质押股份占公司所持股份的比例为9.01%。健康元董事会中超过半数的非独立董事由公司提名，其董事长和总经理也由公司推荐并经股东大会选举产生。

截至2021年3月底，公司通过控股子公司健康元持有丽珠集团23.57%的股份（A股），通过健康元子公司深圳市海滨制药有限公司（以下简称“海滨制药”）持有丽珠集团1.79%的股份（A股），通过健康元子公司天诚实业有限公司持有丽珠集团17.29%的股份（H股），丽珠集团董事会中超过半数的非独立董事由公司提名，其董事长和总理由公司推荐并经股东大会选举产生。

根据中国证监会《上市公司收购管理办法》第八十四条规定，投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任，或投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响，为拥有上市公司控制权。公司对健康元和丽珠集团具有实际控制力。

2. 企业规模和竞争力

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。

公司是集医药和保健品研发、生产、销售为一体的综合性集团，拥有控股子公司3家。其中健康元及其下属子公司丽珠集团是主要经营实体。

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，辅助生殖用药（促性激素）近年也成为主要的利润来源之一。公司产品种类丰富，覆盖保健品、化学制剂、中药、化学原料药及中间体、诊断试剂及设备等领域。

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、神经类治疗用药和呼吸系统用药等，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。公司还重点布局吸入制剂领域。截至2020年底，公司4款吸入制剂产品获批上市。此外，公司多款在研创新药进入临床阶段，推动公司向创新型制药企业转型升级。

诊断试剂及设备方面，公司建立了七大核心技术平台，包括业内先进的多重液芯、单人份化学发光与分子核酸检测等特色平台技术。2020年在多重液芯、化学发光、分子核酸检测等平台，公司共收获国内新产品注册证28个。其中三类医疗器械7个，二类医疗器械21个；完成一类医疗器械产品备案8个。2020年，公司新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）于国内获批上市，并陆续获得15个国家与地区的注册许可。截至2020年底，公司共有16个产品在欧盟获得CE（European Conformity，欧盟统一认证）认证；通过TUV（Technischer überwachungs Verein 德国技术监督协会）认证现场检查技术平台8个，取得资质证书1个。

公司的化学原料药及中间体产品包含抗生素系列及其中间体7-ACA（7-氨基头孢菌酸）等。近年来，随着万古霉素、达托霉素、替考拉宁等高端抗生素产品陆续在美国及欧洲获批上市，公司相关附属原料药公司先后与全球知名制药企业开展了商业化战略合作；并与全球领先的动物保健公司达成了高端宠物药的战略合作。

公司保健品业务主要产品包括“太太”“静

心”“鹰牌”等品牌，市场影响力较大。截至 2021 年 3 月底，健康元（包含其下属子公司）共拥有 538 个药品批准文号、57 个保健品批准文号。其中 119 个品种进入新版基药目录，196 个品种进入《2020 版医保目录》，包括甲类 97 个，

乙类 99 个。

此外，公司中药产品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。

表 3 健康元和丽珠集团 2020 年财务概况（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	281.57	192.37	135.22	25.78
丽珠集团	205.91	136.40	105.20	21.31

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制创新为研发理念，重点研发项目中吸入制剂、微球缓释等方向的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。

公司坚持研发创新，聚焦创新药及高壁垒复杂制剂，加强呼吸、精神及肿瘤自免等重点领域的产品布局，加快实现产品结构优化调整。2018—2020 年，公司研发费用分别为 8.54 亿元、10.66 亿元和 12.61 亿元，占主营业务收入的比重分别为 7.65%、8.86%和 9.26%。

截至 2021 年 3 月底，公司各领域研发总体情况如下：化学制剂方面在研品种包含复杂制剂、常规制剂以及一致性评价产品，其中复杂制剂在研项目共 41 项，已获批 6 项，开展临床/BE（bio equivalent，生物等效性）研究 13 项；常规制剂在研项目 34 项，已获批 2 项，申报生产 4 项，开展临床/BE 研究 5 项。一致性评价在研项目共 25 项，已获批 4 项，申报生产 6 项。生物药方面，在研项目共 9 项，已申报生产 1 项，III 期临床 1 项，Ib/II 期临床 1 项，I 期临床 2 项，IND（Investigational New Drug，研究性新药）申报阶段 2 项，临床前研发阶段 2 项。原料药及中间体方面，在研项目共计 25 项，其中通过国内外审批原料药 6 项。诊断试剂及设备在研项目 28 项，处于临床阶段项目 4 项。

截至 2021 年 3 月底，公司重点研发项目进展如下：①吸入制剂方面，盐酸左沙丁胺醇雾化

吸入溶液（3ml:0.31mg）、吸入用异丙托溴铵溶液（2ml:0.5mg、2ml:0.25mg）及吸入用布地奈德混悬液（2ml:0.5mg、2ml:1mg）获批上市；乙酰半胱氨酸吸入溶液、硫酸特布他林雾化吸入溶液及布地奈德吸入气雾剂已申报生产；妥布霉素吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液、沙美特罗氟替卡松粉吸入剂、噻托溴铵吸入粉雾剂、格隆溴铵吸入粉雾剂及茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂正在临床中；盐酸左沙丁胺醇异丙托吸入溶液、盐酸氨溴索吸入溶液、马来酸茚达特罗吸入粉雾剂及异丙托溴铵气雾剂已获得临床试验批件。②缓释微球方面，注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）已处于 III 期临床试验数据整理阶段；注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）正在进行 I 期临床试验；注射用醋酸亮丙瑞林微球（三个月缓释）I 期临床按计划开展，III 期临床完成遗传备案；注射用醋酸奥曲肽微球（1 个月缓释）已启动 BE 试验；注射用双羟萘酸曲普瑞林微球（3 个月缓释）获批临床；醋酸戈舍瑞林缓释植入剂（1 个月缓释）处于药学研究工艺优化阶段。③其他产品方面，注射用重组人绒促性素已报产；重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液 III 期临床已完成入组，即将开展报产工作；注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2bFc 融合蛋白、重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液正在进行 Ia 期临床试验；重组人促卵泡激素注射液、重组人源化单克隆抗体偶联毒素药物处于临床前研究阶段。

表 4 公司重要储备产品概况

药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液	治疗用生物制品 1 类	类风湿性关节炎	临床阶段
注射用重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc 融合蛋白	治疗用生物制品 1 类	晚期实体瘤	取得临床批件
重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗	预防用生物制品	预防新型冠状病毒感染所致疾病	取得临床批件
注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体	治疗用生物制品	晚期实体瘤	临床阶段
注射用重组人绒毛膜促性腺激素	治疗用生物制品	用于不孕症	上市许可申请
重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	中至重度斑块型银屑病	临床阶段
妥布霉素吸入溶液	化学药品 2.4 类	用于长期治疗 5 岁以上纤维囊泡症儿童由绿脓杆菌引起的肺部慢性感染	临床阶段
盐酸左沙丁胺醇异丙托吸入溶液	化学药品 2.3 类	用于气道阻塞性相关可逆性支气管痉挛	取得临床批件
富马酸福莫特罗吸入溶液	化学药品 3 类	用于伴有支气管收缩的慢性阻塞性肺疾病（COPD）长期维持治疗	临床阶段
盐酸氨溴索吸入溶液	化学药品 3 类	用于急慢性呼吸道疾病，如慢性支气管炎、肺炎等引起的痰液粘稠、排痰困难。	临床阶段
乙酰半胱氨酸吸入溶液	化学药品 4 类	本品用于治疗浓稠粘液分泌物过多的呼吸道疾病，如：急性支气管炎、慢性支气管炎及其病情恶化者、肺气肿、粘稠物阻塞以及支气管扩张症	上市许可申请
硫酸特布他林吸入溶液	化学药品 4 类	缓解支气管哮喘、慢性支气管炎、肺气肿及其他肺部疾病所合并的支气管痉挛	上市许可申请
沙美特罗氟替卡松粉吸入剂	化学药品 4 类	用于可逆性阻塞性气道疾病的常规治疗，包括成人和儿童哮喘	临床阶段
马来酸茚达特罗吸入粉雾剂	化学药品 4 类	本品为支气管扩张剂，适用于成人慢性阻塞性肺疾病（COPD）患者的维持治疗	取得临床批件
布地奈德气雾剂	化学药品 4 类	支气管哮喘	申报生产
异丙托溴铵气雾剂	化学药品 4 类	本品适用于预防和治疗与慢性阻塞性气道疾病相关的呼吸困难；慢性阻塞性支气管炎伴或不伴有肺气肿；轻到中度支气管哮喘。	申报生产
富马酸福莫特罗吸入气雾剂	化学药品 2.2 类	适应症为治疗和预防可逆性气道阻塞	申报临床
莫米松福莫特罗吸入气雾剂	化学药品 3 类	适用于哮喘规律治疗	申报临床
注射用醋酸奥曲肽微球（10mg、20mg、30mg）	化学药品 4 类	肢端肥大症；胃肠道内分泌肿瘤	取得临床批件
注射用阿立哌唑微球（300mg、400mg）	化学药品 2.2 类	精神分裂症	取得临床批件
注射用双羟萘酸曲普瑞林微球（15mg）	化学药品 2.2 类	局部晚期或转移性前列腺癌	取得临床批件
注射用伏立康唑（0.2）	化学药品 4 类	抗真菌感染	申报生产
注射用醋酸西曲瑞克	化学药品 4 类	辅助生育	申报生产
注射用艾普拉唑钠新适应症	化学药品 2.4 类	预防重症患者应激性溃疡出血	临床试验申请
布南色林片	化学药品 4 类	精神分裂症	申报生产
鹰牌葡萄籽维 E 硒片	保健食品	抗氧化	新备案

资料来源：公司提供

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。

截至2021年3月底，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；董事3人（其中1人兼任总经理）；监事3人。

公司董事长兼总经理朱保国先生，1962年

生，大学本科学历；曾任原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。

公司副总经理俞雄先生，1961年生，复旦大学化学系学士学位，享受国务院特殊津贴专家；曾任上海医药工业研究院院长助理、化学部主任、副研究员，2002年起，任上海医药工业研究院副院长、研究员，上海交通大学药学院理事；2016年起，任公司副总经理；兼任上海医药工业研究院副院长、研究员，上海交通大学药学院理事。

截至2021年3月底，公司人员构成以大专以下学历的生产人员为主，符合医药生产企业的特特点，具体情况如下表所示。

表 5 截至 2021 年 3 月底公司员工情况

类别		人数	占比 (%)
专业构成	生产人员	7052	56.43
	销售人员	2474	19.80
	技术人员	2001	16.01
	财务人员	253	2.02
	行政人员	717	5.74
	合计	12497	100.00
教育程度	本科以上	3816	30.54
	大专	3299	26.40
	大专以下	5382	43.07
	合计	12497	100.00

资料来源：公司提供

5. 企业信用记录

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2021年4月23日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

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。

股东会为公司最高权力机构，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。

董事会为公司执行机构，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. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

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。

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。

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. 丽珠集团拟分拆子公司上市

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”）在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事项。2020年10月23日，丽珠集团召开董事会审议并通过《关于分拆所属子公司珠海丽珠试剂股份有限公司至深圳证券交易所创业板上市方案的议案》等相关议案，明确丽珠试剂将于深圳证券交易所创业板分拆上市等相关内容。同时，丽珠集团发出2020年第四次临时股东大会通知，审议本次分拆上市相关议案。根据相关规定，本次分拆上市还需根据监管机构的规定履行相关审议程序，并取得中国证监会、证券交易所的批准或注册并实施。联合资信将持续关注上述事项进展及其对公司的影响。

2. 丽珠集团收购天津同仁堂40%股权

2021年3月22日，丽珠集团第十届董事会第十四次会议，审议通过了《关于受让天津同

仁堂集团股份有限公司 40%股权的议案》，天津天士力健康产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“天津天士力”）与丽珠集团签署了《关于天津同仁堂集团股份有限公司之股份转让协议》（以下简称“《股份转让协议》”），同意丽珠集团以人民币 7.24 亿元受让天津天士力持有的天津同仁堂集团股份有限公司（以下简称“天津同仁堂”）4400.00 万股股份，占天津同仁堂股份总数的 40.00%（以下简称“本次交易”）。2021 年 4 月 21 日，丽珠集团收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司下发的《关于天津同仁堂特定事项协议转让申请的确认函》，确认了本次交易涉及的转让价格、转让数量等相关信息。4 月 27 日，丽珠集团取得中国证券登记结算有限责任公司的《证券过户登记确认书》，本次受让天津同仁堂 40.00% 股权已完成过户登记手续。此外，本次交易股份过户期间，天津同仁堂实施了 2020 年年度权益分派，根据《股份转让协议》过户期间权益分派款归丽珠集团所有，截至 4 月 27 日，丽珠集团已收到权益分派款 4004.00 万元。

天津同仁堂经营业绩稳健，产品独特且有良好的发展潜力。2021 年 3 月 9 日，天津证监局已公示接受其首次公开发行股票（并在深圳证券交易所创业板上市）（以下简称“IPO”）的辅导申请。本交易完成后，公司不仅可在中药

业务发展方面与天津同仁堂进行一定的协同，而且还可以通过其现金分红或首次公开募股上市等方式实现相应的投资收益。但因天津同仁堂经营受医药行业政策、市场环境变化等因素影响，未来可能出现业绩下滑情况。目前天津同仁堂 IPO 为辅导阶段，后续尚需经历辅导验收、申报受理、交易所审核、证监会注册以及发行等阶段，最终能否成功实现 IPO 上市仍存在不确定性，故公司本次交易存在投资收益未达预期的风险。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自制剂药和原料药。

2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，综合毛利率水平较高。

公司以药品、保健品的生产和销售为主要业务，产品覆盖化学原料药、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。2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 9.42%，主要系药品（含试剂）业务收入增加所致；2018—2020 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长 39.13%，主要系投资收益大幅增加所致。

表 6 2018—2020 年公司营业收入、占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品（含试剂）	109.46	96.21	62.51	117.47	96.71	64.64	133.02	97.66	64.48
其中：制剂药	68.02	59.79	79.23	74.87	61.64	78.75	79.78	58.57	78.67
原料药	34.47	30.30	29.90	35.06	28.86	35.24	39.41	28.94	33.81
诊断试剂及设备	6.97	6.13	60.58	7.54	6.21	61.11	13.83	10.15	70.05
保健品	2.05	1.80	60.99	1.53	1.26	60.81	1.47	1.08	69.01
煤炭及相关产品	1.61	1.42	42.56	1.53	1.26	45.10	0.86	0.63	17.48
其他	0.65	0.57	-97.64	0.94	0.77	-66.31	0.85	0.62	-72.05
合计	113.77	100.00	61.28	121.47	100.00	63.33	136.21	100.00	63.38

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

从收入构成来看，2018—2020 年，公司收入主要来自药品，主营业务十分突出。2018—2020

年，公司药品（含试剂）业务收入连续增长，年均复合增长 10.24%，主要系制剂销售快速增长

所致；占营业收入的比重连续上升。其中，制剂药业务收入连续增长，年均复合增长8.30%，主要系创新药艾普拉唑及丙瑞林缓释微球持续高速增长所致；占营业收入的比重波动下降。原料药业务收入连续增长，年均复合增长6.93%，主要系美罗培南原料药收入增加所致；占营业收入的比重波动下降。2018—2020年，公司诊断试剂及设备业务收入连续增长，年均复合增长40.86%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司新冠检测试剂产品需求增加所致；占营业收入的比重连续上升。2018—2020年，公司保健品业务收入连续下降，年均复合减少15.32%，主要系市场竞争加剧、消费习惯改变以及受限于国家相关政策影响所致；占营业收入的比重连续下降。公司煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，对营业收入影响较小。

从毛利率来看，2018—2020年，公司药品（含试剂）毛利率波动上升。其中，制剂药毛利率变化不大；原料药毛利率波动上升，主要系一方面2019年公司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；另一方面，2020年公司美罗培南原料药新增产能，固定成本上升所致。2018—2020年，公司诊断试剂及设备毛利率逐年增长，主要系公司由代理产品逐步转变为自产产品，且自产产品成本持续下降所致。2018—2019年，公司保健品毛利率变化不大，2020年较上年上升7.77个百分点，主要系公司变更销售策略所致。煤炭及相关产品规模较小，对公司利润影响不大。综上，2018—2020年，公司综合毛利率连续上升，且处于较高水平。

2021年1—3月，公司实现营业收入41.46亿元，较上年同期增长29.70%，实现利润总额8.02亿元，较上年同期增长39.33%，主要系上年同期受新冠肺炎影响复工复产较晚所致；营业利润率为63.21%，同比增长0.73个百分点，变化不大。

2. 药品板块

公司药品板块产品主要包括化学制剂、中药制剂、化学原料药及中间体、诊断试剂及设备，由子公司健康元和丽珠集团运营。

（1）原材料采购

公司在采购中注重质量管理；采购以各生产单位为主，公司总部监督管理为辅；采购集中度尚可。

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、辅料及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，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、河南及东北等农业发达省份及地区，并采用期货实时价格核算方式，严格控制实物存量。中药材方面，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。

采购集中度方面，2018—2020年，公司向前五供应商采购金额分别为5.51亿元、6.28

亿元和 7.15 亿元，占药品板块和保健品板块¹采购总额的 18.54%、20.99%和 18.92%，采购集中度尚可。

公司与多数上游供应商建立了长期稳定合作关系，采购结算方式主要取决于供应合同约定，以票据和现金为主，一般上游供应商的账期为 6 个月。

（2）产品生产与销售

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，结算方式以票据和现金为主。

化学原料药

公司主要原料药采用直销为主的销售模式，产品生产采取以市场需求为导向的原则，技术水平较为领先。美罗培南产销量随着海外注册

地区的增加而增加；受政策影响，头孢类原料药及中间体整体产销量均有所下降。公司原料药产品产销率均处于较高水平。

公司化学原料药生产平台包括海滨制药、焦作健康元生物制品有限公司（以下简称“焦作健康元”）等。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率先采用酶法生产 7-ACA。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）认证及欧洲药品监督管理局（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。

表 7 2018—2020 年和 2021 年 1—3 月公司化学原料药主要产品生产情况

项目	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
美罗培南	产能	吨/年	40.00	50.00	85.30
	产量	吨	33.40	40.60	76.40
	产能利用率	%	83.50	81.20	89.57
7-ACA	产能	吨/年	2880.00	3060.00	3060.00
	产量	吨	2780.01	2794.31	2002.63
	产能利用率	%	96.53	91.32	65.45
头孢曲松钠	产能	吨/年	1700.00	1700.00	1400.00
	产量	吨	1138.98	1141.71	1087.52
	产能利用率	%	67.00	67.16	77.68
头孢呋辛钠	产能	吨/年	200.00	200.00	200.00
	产量	吨	194.50	157.58	173.81

¹ 公司未单独统计药品板块采购金额前五大供应商情况。

	产能利用率	%	97.25	78.79	86.90	95.77
苯丙氨酸	产能	吨/年	8500.00	10200.00	11300.00	2825.00
	产量	吨	5290.20	7667.63	9668.08	2690.20
	产能利用率	%	62.24	75.17	85.56	95.23
阿卡波糖	产能	吨/年	102.00	120.00	130.00	32.50
	产量	吨	97.11	108.05	108.42	21.72
	产能利用率	%	95.21	90.04	83.40	66.83

资料来源：公司提供

产能方面，公司根据主要产品的市场需求情况主动增加或削减产能，以匹配市场需求。2018—2020 年，公司美罗培南的产能连续增长，年均复合增长 46.03%，主要系焦作健康元培南类中间体 4-AA 新生产线的正式投产所致；7-ACA 的产能有所增长，年均复合增长 3.08%。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；头孢曲松钠产能年均复合减少 9.25%；头孢呋辛钠产能保持稳定；苯丙氨酸和阿卡波糖产能连续增长，年均复合增长分别为 15.30%和 12.89%。

产量方面，公司产品产量主要受下游需求的变动而变化，2018—2020 年，公司美罗培南

产量连续增长，年均复合增长 51.24%；苯丙氨酸产量连续增长，年均复合增长 35.19%；头孢曲松钠、头孢呋辛钠和阿卡波糖产量变化不大。2018—2019 年，公司 7-ACA 产量变化不大，2020 年 7-ACA 产量较上年减少 28.33%。

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、非洲等区域近 40 个国家和地区。

表 8 2018—2020 年和 2021 年 1—3 月公司化学原料药主要产品销售情况

项目	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
美罗培南	销量	吨	27.95	41.31	75.53
	销售金额	万元	19135.09	27797.74	50931.26
	产销率	%	83.68	101.74	98.86
7-ACA	销量	吨	2719.63	2636.57	2064.40
	销售金额	万元	89416.81	101191.01	102202.05
	产销率	%	97.83	94.35	103.08
头孢曲松钠	销量	吨	1060.38	903.14	905.19
	销售金额	万元	52711.85	42637.70	44327.35
	产销率	%	93.10	79.10	83.23
头孢呋辛钠	销量	吨	188.92	159.68	162.91
	销售金额	万元	15228.85	13703.35	16479.02
	产销率	%	97.13	101.34	93.73
苯丙氨酸	销量	吨	6409.70	6936.70	9523.71
	销售金额	万元	20232.57	25061.41	33186.15
	产销率	%	121.16	90.47	98.51
阿卡波糖	销量	吨	95.88	110.58	98.65
	销售金额	万元	22014.39	25283.77	20558.72
	产销率	%	98.73	102.34	90.99

资料来源：公司提供

销量方面，2018—2020 年，公司美罗培南销量连续增长，年均复合增长 64.39%，主要系一方面海外注册不断增加，公司美罗培南海外市场竞争力及占有率均有所提升；另一方面

2020 年受新冠肺炎疫情影响，海外竞争者因停产使得供货不足，公司出口大幅增加所致。2018—2019 年，公司 7-ACA 销量变化不大，2020 年同比减少 21.70%，主要系在新冠疫情严控的情

况下，头孢类终端产品需求减少所致。头孢曲松钠和头孢呋辛钠销量波动减少，2019年销量分别同比减少14.83%和15.48%，主要系下游需求减少所致；2020年头孢曲松钠和头孢呋辛钠销量同比变化不大。苯丙氨酸销量连续增长，年均复合增长21.89%，主要系公司实现战略转型，与下游厂家签订长期战略合作协议所致。阿卡波糖销量波动增长，年均复合增长1.44%，变化不大。销售均价方面，公司化学原料药主要为大宗原料药，销售价格随行就市。

产销率方面，近年来，公司不断进行营销体制改革，实行精细化管理，并根据市场需求及竞争情况，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。

制剂药

公司制剂药板块产品种类丰富，销售渠道覆盖区域广。制剂生产线为多品种生产线，产能统计时按单项产品最大产能统计，产能利用率水平普遍偏低。2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司部分制剂产品销售下滑，但主要得益于抗病毒颗粒、艾普拉唑系列产品收入增长，以及新冠抗体检测试剂产品实现新增销售，公司制剂业务营业收入小幅增长。

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含抗微生物、抗肿瘤、促性激素、消化、神经及呼吸等领域，主要产品有倍能（美洛培南注射剂）、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。

产能方面，公司制剂主要产品产能和产量存在波动，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，产能统计时按单项产品最大产能统计。公司根据市场行情制定生产计划，对生产线生产的品种进行调整。2018—2020年，倍能、注射用醋酸亮丙瑞林微球和尿促卵泡素产能有所增长，康丽能、艾普拉唑系列和抗病毒颗粒2020年产能大幅增长，注射用伏立康唑2020年产能有所下降，其他产品产能变化不大。

产量方面，各产品产量主要根据市场需求和库存情况进行调整，具体情况如下表所示。2020年，倍能产量同比下降25.53%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司预计抗生素类产品需求减少，主动减产所致。2018—2020年，注射用伏立康唑产量逐年下降，主要系下游需求减少所致。

表9 2018—2020年和2021年1—3月公司制剂产品生产情况

项目	单位	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
化学制剂					
倍能（注射用美罗培南）	产能	万支	2000.00	2350.00	2350.00
	产量	万支	1445.50	2138.80	1592.70
	产能利用率	%	72.28	91.01	67.77
尿促卵泡素	产能	万支	3290.00	3290.00	3778.00
	产量	万支	571.56	607.32	507.06
	产能利用率	%	17.37	18.46	13.42
康丽能（注射用头孢地秦钠）	产能	万支	2511.00	2511.00	5000.00
	产量	万支	910.11	1003.11	264.37
	产能利用率	%	36.24	39.95	5.29
注射用醋酸亮丙瑞林微球	产能	万支	100.00	100.00	128.00
	产量	万支	66.12	91.41	105.04
	产能利用率	%	66.12	91.41	82.06
鼠神经生长因子	产能	万支	729.00	729.00	717.00
	产量	万支	274.91	146.41	92.52

	产能利用率	%	37.71	20.08	12.90	4.59
艾普拉唑系列	产能	万盒/支	2824.00	2824.00	5584.00	1396.00
	产量	万盒/支	926.40	1432.35	2274.73	834.37
	产能利用率	%	32.80	50.72	40.74	59.77
注射用伏立康唑	产能	万支	729.00	729.00	664.00	166.00
	产量	万支	196.05	161.50	140.00	17.24
	产能利用率	%	26.89	22.15	21.08	10.39
丽珠胃三联片	产能	万盒	4704.00	4704.00	4971.00	1242.75
	产量	万盒	1228.25	1763.53	1846.99	471.21
	产能利用率	%	26.11	37.49	37.16	37.92
中药制剂						
参芪扶正注射液	产能	万瓶	2856.00	2856.00	2932.00	1242.75
	产量	万瓶	1055.48	853.63	618.48	193.73
	产能利用率	%	36.96	29.89	21.09	26.43
抗病毒颗粒	产能	万盒	3700.00	3700.00	6925.00	1731.25
	产量	万盒	2688.97	2387.28	3480.45	1299.49
	产能利用率	%	72.67	64.52	50.26	75.06
前列安栓	产能	万盒	840.00	840.00	828.00	207.00
	产量	万盒	172.34	186.18	176.70	34.38
	产能利用率	%	20.52	22.16	21.34	16.61

注：各产品产能统计时按单项产品最大产能统计
资料来源：公司提供

针对制剂产品的销售，健康元和丽珠集团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。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 2500 多人的 OTC 销售队伍和 4000 多人的处方药队伍，营销网络遍及全国。产品覆盖超过 12000 家医院、30000 家药店，公司与 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 10 2018—2020 年和 2021 年 1—3 月公司主要制剂产品销售情况

项目	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
倍能（注射用美罗培南）	销量	吨	1430.09	1764.83	1772.23
	销售金额	万元	85622.25	106485.58	104108.10
	产销率	%	98.93	82.52	111.27
尿促卵泡素	销量	吨	569.21	594.79	488.58
	销售金额	万元	59260.91	62647.90	51276.46
	产销率	%	99.59	97.94	96.36
康丽能（注射用头孢地秦钠）	销量	万平方米	849.45	842.65	429.95
	销售金额	万元	12508.69	12207.33	5823.68
	产销率	%	93.34	84.00	162.63
注射用醋酸亮丙瑞林微球	销量	万平方米	66.08	81.59	104.65
	销售金额	万元	76069.74	92617.93	117632.02
	产销率	%	99.94	89.26	99.63
鼠神经生长因子	销量	吨	220.13	186.38	80.51
	销售金额	万元	44442.93	36075.39	14863.05
	产销率	%	80.07	127.30	87.02
艾普拉唑系列	销量	吨	850.74	1325.42	2027.81
	销售金额	万元	58831.71	97454.49	176591.30
	产销率	%	91.83	92.53	89.15
注射用伏立康唑	销量	吨	155.59	166.53	138.00
	销售金额	万元	23172.45	24571.91	20432.42

	产销率	%	79.36	103.11	98.57	224.59
丽珠胃三联片	销量	吨	1229.69	1619.10	1644.83	623.04
	销售金额	万元	20259.89	25268.75	24196.14	9149.72
	产销率	%	100.12	91.81	89.05	132.22
参芪扶正注射液	销量	吨	1025.31	851.23	635.14	156.72
	销售金额	万元	100215.78	81691.72	60603.98	14938.98
	产销率	%	97.14	99.72	102.69	80.90
抗病毒颗粒	销量	吨	2656.06	2236.49	3151.58	1493.78
	销售金额	万元	33264.00	30400.02	46215.25	22686.69
	产销率	%	98.78	93.68	90.55	114.95
前列安栓	销量	吨	172.41	178.39	165.32	46.35
	销售金额	万元	4535.11	4572.15	4168.74	1142.52
	产销率	%	100.04	95.82	93.56	134.82

资料来源：公司提供

从销量来看，2018—2020 年，公司倍能（注射用美罗培南）销量连续增长，年均复合增长 11.32%，主要系海外注册不断增加，公司美罗培南制竞争力和市场占有率提升所致。2018—2019 年，尿促卵泡素销量同比变化不大，2020 年同比减少 17.86%，主要系受新冠肺炎疫情影响，医院门诊病人数量减少所致。2018—2019 年，康丽能（注射用头孢地秦钠）销量变化不大，2020 年同比减少 48.98%，主要系受新冠肺炎疫情影响，门诊病人数量减少，以及居民卫生习惯变化，呼吸道感染人数减少所致。注射用醋酸亮丙瑞林微球销量连续增长，年均复合增长 25.84%，主要系瑞林类药物适应症人群基数大，下游市场需求增加，以及公司产品逐步实现国产替代进口所致。鼠神经生长因子销量连续减少，年均复合减少 39.52%，主要系一方面 2019 年鼠神经生长因子退出医保目录，另一方面受辅助用药限制政策影响所致。艾普拉唑系列销量连续增长，年均复合增长 54.39%，主要系一方面艾普拉唑系列产品临床疗效较好，艾普拉唑为公司独家产品，市场需求增加，另一方面 2019 年艾普拉唑进入国家医保目录，市场空间扩大所致。注射用伏立康唑销量波动减少，年均复合减少 5.82%，变化不大。丽珠胃三联片销量连续增长，年均复合增长 15.65%，主要系公司销售团队积极拓展市场，加大营销力度所致。参芪扶正注射液销量连续减少，年均复合减少 21.29%，主要系受辅助用药限制的影响所致。抗病毒颗粒销量波动增长，年均复合增长 8.93%，其中 2020 年同比增长 8.93%，主要系公司抗病

毒颗粒进入新冠肺炎诊疗相关指南所致。前列安栓销量变化不大。公司各类产品产销率均处于较高水平。销售金额随销量的变化而变动。

诊断试剂及设备

公司诊断试剂产品涵盖种类丰富，产品储备较为丰富，未来能够为公司业务增长提供支撑。2020 年新冠病毒抗体检测试剂获得多个批文，收入大幅增长。

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。2018—2020，公司诊断试剂及设备业务收入连续增长，年均复合增长 40.82%。

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。

近年来，丽珠试剂在原有“酶联免疫”“胶体金快速检测”和“微生物检测”的平台基础上，又建立了“分子核酸检测”“全自动数字液相芯片多重检测”“单人份化学发光”“全自动 POCT 分子检测”“肥大细胞脱颗粒检测技术”等多个平台，具有多平台研发能力。丽珠试剂致力于打造聚焦病种的产品体系，产品线涵盖了传染性疾病、呼吸道感染、肿瘤标志物检测、药物浓度

监测、自身免疫、过敏原检测及血液安全等众多领域，在呼吸道感染、传染性疾病、药物浓度监测等领域的市场占有率处于国内领先地位。

近年来，丽珠试剂研发取得了重要进展，一系列产品获批上市：白介素 IL-6 测定试剂盒（化学发光法）、HBV（Hepatitis B，乙型肝炎病毒）核酸检测试剂、HCV（Hepatitis C，丙型肝炎病毒）核酸检测试剂、HBV 核酸检测试剂（一步法）、60 速单人份化学发光分析仪、肌炎 5 项目自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）、血管炎 3 项目自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）、抗核抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）（ANA-17）均已获注册证。目前丽珠试剂在研项目 28 项，处于临床阶段项目 4 项。其中自身免疫性肝病相关自身抗体检测试剂盒（磁条码免疫荧光法）已完成临床实验并递交审评材料，用于呼吸道感染鉴别诊断的流感抗原快检产品已进入临床实验阶段。未来更多产品有望获批上市，诊断试剂与设备板块为公司业绩稳步增长提供重要支撑。

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逐年减少。

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

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。截至 2020 年底，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，导致销售收入整体逐年下降。

表 11 2018—2020 年公司主要保健品收入情况

（单位：万元）

类别	2018 年	2019 年	2020 年
静心口服液	10411.91	7984.66	8877.78
鹰牌花旗参茶	5976.02	3704.82	3848.01
太太美容口服液	1828.51	1400.99	623.65

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

2018—2020 年，公司销售债权周转次数分别为 3.38 次、3.68 次和 3.80 次，持续增长。存货周转次数分别为 3.17 次、3.01 次和 2.95 次，持续下降。总资产周转次数分别为 0.36 次、0.36 次和 0.39 次。与同行业其他企业相比，公司经营效率尚可。

表 12 2020 年同行业公司经营效率对比（%）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
国药现代	2.65	11.12	0.72
人福医药	3.98	3.19	0.62
威高集团	1.13	2.75	0.35
百业源	3.01	6.23	0.36

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

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、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。

研发方面，公司将通过自主开发、外部引进、合作开发等多种方式，在继续推进原有优势技术平台基础上，逐步布局透皮贴剂、纳米制剂等

高壁垒技术平台。同时，整合内部资源，充分利用自有的原料药优势，衔接制剂产品研发，实现产业链一体化。此外，公司将加大创新力度，积极运用数字化、智能化的新技术及新模式提升研发创新效率。2021 年初，子公司河南省健康元生物医药研究院有限公司与腾讯量子实验室签署了战略合作协议，共同推进量子计算+人工智能在微生物合成生物学研究及相关药物研究领域的应用。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 34.73 亿元，已投资金额为 18.24 亿元，尚需投资 16.50 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，分期进行投入，整体资本支出压力尚可。

表 13 截至 2021 年 3 月底公司主要在建及未来计划投资项目（单位：亿元）

项目名称	建设起止时间	计划投资总额	资金来源	截至 2021 年 3 月底已投资金额	未来资金投入计划	
					2021 年 4—12 月	2022 年
深圳海滨坪山新厂	2012-2022 年	103700.00	自有资金和募集资金	82621.56	38459.45	5163.25
光大新厂项目-光大公司	2019.10-2022.10	64600.00	自有资金	12569.28	25147.00	1811.80
石角新厂项目-新北江公司	2016-2021 年	37700.50	自有资金和募集资金	23125.54	12000.00	--
药厂车间项目+P06 建设项目+P09 建设项目+冻干粉车间项目	2019-2022 年	77291.78	自有资金和募集资金	24995.00	36426.00	25000.00
微球车间建设项目	2017-2022 年	26244.50	自有资金和募集资金	15866.51	3500.00	1000.00
福兴公司一期、二期项目	2018.04-2022.12	37809.08	自有资金	23172.64	1500.00	7000.00
合计	--	347345.86		182350.53	117032.45	39975.05

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年合并财务报告，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—2020 年公司合并财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2021 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定要求进行编制。

合并范围方面，2018—2020 年，公司合并

范围子公司无变化，孙公司有所变动，但孙公司规模均较小，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 359.50 亿元，所有者权益 213.06 亿元（含少数股东权益 151.36 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 136.21 亿元，利润总额 27.38 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 357.27 亿元，所有者权益 218.29 亿元（含少数股东权益 156.08 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 41.46 亿元，利润总额 8.02 亿元。

2. 资产质量

2018—2020 年，公司资产规模逐年增长，

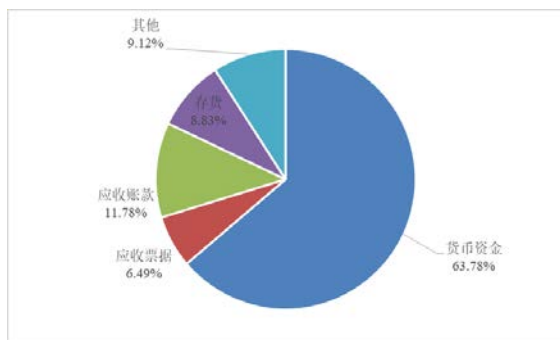
资产结构较为均衡。流动资产中货币资金占比较高，受限资产占比很低，资产流动性较好。

2018—2020年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长3.52%。截至2020年底，公司合并资产总额359.50亿元，较年初增长5.63%。其中，流动资产占57.90%，非流动资产占42.10%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

2018—2020年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长4.16%。截至2020年底，公司流动资产208.14亿元，较年初增长6.65%，主要系货币资金和应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占63.78%）、应收票据（占6.49%）、应收账款（占11.78%）和存货（占8.83%）构成。

图2 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长3.16%。截至2020年底，公司货币资金132.74亿元，较年初增长6.32%，主要系营业收入增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占98.80%），货币资金中有1.96亿元受限资金，受限比例为1.48%，主要为存出投资款、信用证保证金、银行承兑汇票保证金、其他业务保证金，受限比例低。

2018—2020年底，公司应收票据波动增长，年均复合增长0.36%，变化不大。截至2020年底，公司应收票据13.51亿元，较年初下降0.54%，变化不大。其中，账面价值3.66亿元（占27.09%）的票据已用于开立银行承兑汇票质押，受限比例较高。

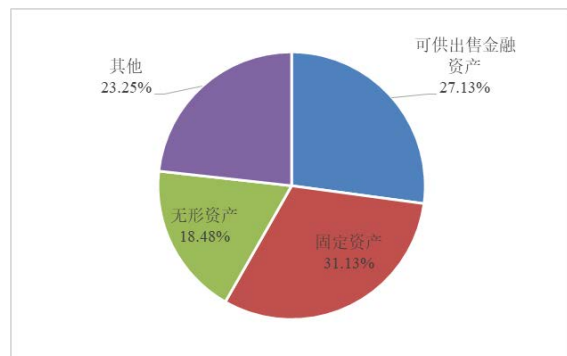
2018—2020年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长13.80%。截至2020年底，公司应收账款账面价值为24.52亿元，较年初增长22.37%，主要系营业收入增加所致。从账龄来看，应收账款以1年以内（占97.34%）为主，累计计提坏账0.78亿元，计提比例为3.09%；应收账款前五大欠款方余额合计为2.85亿元，占比为11.30%，集中度较低。

2018—2020年底，公司存货持续增长，年均复合增长13.93%。截至2020年底，公司存货18.37亿元，较年初增长18.96%，主要系公司产品下游需求增加，公司增加生产备货所致。存货主要由原材料（占23.29%）、在产品及自制半成品（占20.11%）和产成品及库存商品（占49.76%）构成，累计计提跌价准备0.69亿元，计提比例为3.64%。

(2) 非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长2.65%。截至2020年底，公司非流动资产151.36亿元，较年初增长4.25%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占27.13%）、固定资产（占31.13%）和无形资产（占18.48%）构成。

图3 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020年底，公司可供出售金融资产变化不大，年均复合下降0.68%。截至2020年底，公司可供出售金融资产41.07亿元，较年初增长0.06%，变化很小。公司可供出售金融资产主要投向为大健康和金融领域。可供出售金融资产中按公允价值计量的占38.83%，按成本计量的占61.62%。

表 14 截至 2020 年底公司主要可供出售金融资产（单位：万元）

按公允价值计量的可供出售金融资产		
被投资方	期末数	本年现金红利
可供出售债务工具：		
LUNGLIFEAI, INC.	300.15	--
可供出售权益工具：		
前海股权投资基金（有限合伙）	25398.71	942.90
GLOBALHEALTHSCIENCE	24683.73	--
中国银河证券股份有限公司	23743.81	383.68
SCCVENTUREVII2018-C, L.P.	17675.20	--
珠海华润银行股份有限公司	17077.23	--
上海云锋新创股权投资中心（有限合伙）	11225.48	--
上海经颐投资中心（有限合伙）	6766.15	--
ELICOTHERAPEUTICS, INC.	3262.45	--
CARIAMATHERAPEUTICS INC.	3262.29	--
NextechVOncology S.C.S., SICAV-SIF	2958.33	977.08
按成本计量的可供出售金融资产		
被投资单位	期末数	本年现金红利
上海云锋新呈投资中心（有限合伙）	111910.45	1587.94
深圳前海微众银行股份有限公司	63249.93	--
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	16000.00	--
深圳市小赢科技有限责任公司	14500.00	--
宁波梅山保税港区挚微股权投资合伙企业（有限合伙）	13082.00	--
国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	12675.83	16020.20
上海麒麟投资中心（有限合伙）	10000.00	--
成都润利鑫投资有限责任公司	9000.00	--
宁波保税区峰上揽月股权投资合伙企业（有限合伙）	2500.00	--

资料来源：公司财务报告

2018—2020 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 3.96%。截至 2020 年底，公司固定资产 47.12 亿元，较年初增长 7.05%，主要系在建工程完工转入所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 53.03%）和机器设备（占 41.02%）构成，累计计提折旧 48.40 亿元；固定资产成新率 49.70%，成新率较低。

2018—2020 年底，公司无形资产持续下降，年均复合下降 2.33%。截至 2020 年底，公司无形资产 27.97 亿元，较年初下降 0.26%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占 11.87%）和采矿权（占 82.25%）构成，累计摊销 13.12 亿元，计提减值准备 0.13 亿元。

截至 2020 年底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例很低。

表 15 截至 2020 年底公司资产受限情况

项目	期末账面价值（亿元）	受限原因	占资产总额比重（%）
银行结构性存款及定期存款	1.30	预计持有到期	0.36
其他货币资金	0.66	信用证、银行承兑汇票及远期结汇保证金	0.18
应收票据	3.66	票据池业务，质押应收票据	1.02
合计	5.62	--	1.57

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 357.27 亿元，较年初下降 0.62%，变化不大。其中，

流动资产占57.69%，非流动资产占42.31%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020年底，随着未分配利润和少数股东权益的增长，公司所有者权益连续增长。公司所有者权益中少数股东权益占比很高，实收资本占比低，权益稳定性较弱。

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.66%。截至 2020 年底，公司所有者权益 213.06 亿元，较年初增长 13.99%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 28.96%，少数股东权益占比为 71.04%，所有者权益稳定性较弱。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.38%、10.97%、0.24%和 17.16%。

2018—2020 年底，公司资本公积波动增长，年均复合增长 4.04%，主要系一方面，2019 年公司增持健康元股权 3.08888%导致资本公积减少，另一方面健康元和丽珠集团限制性股票解锁或回购注销相应增减股本溢价所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 218.29 亿元，较年初增长 2.45%，变化不大。所有者权益结构较年初变化不大。

(2) 负债

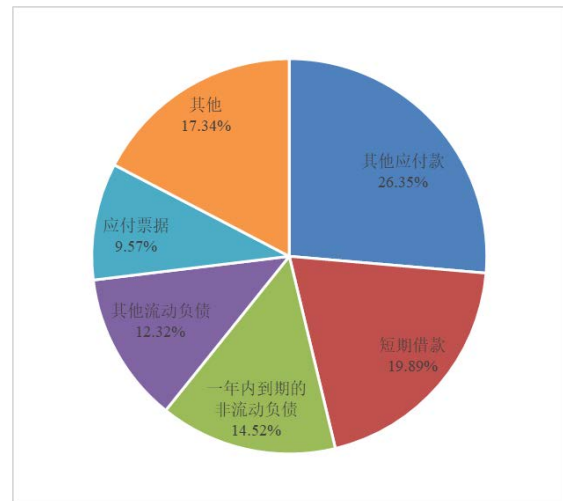
2018—2020 年底，公司负债规模持续下降，以流动负债为主；公司债务持续下降，债务负担较轻，但债务以短期债务为主，面临一定集中偿付压力。

2018—2020 年底，公司负债规模持续下降，年均复合下降 2.80%。截至 2020 年底，公司负债总额 146.44 亿元，较年初下降 4.57%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占 77.60%，非流动负债占 22.40%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 0.83%。截至 2020 年底，公司流动负债 113.64 亿元，较上年底增长 7.12%，主要系

应付票据和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 19.89%）、应付票据（占 9.57%）其他应付款（占 26.35%）、一年内到期的非流动负债（占 14.52%）和其他流动负债（占 12.32%）构成。

图 4 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年底，公司短期借款持续下降，年均复合下降12.16%。截至2020年底，公司短期借款22.61亿元，较年初下降6.16%。其中信用借款占88.46%，担保借款占11.54%。

2018—2020年底，公司应付票据波动增长，年均复合增长19.18%。截至2020年底，公司应付票据10.88亿元，较年初增长46.85%，主要系材料采购及新厂房、车间建设支付工程设备款增加所致。

2018—2020年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长10.01%。截至2020年底，公司其他应付款29.95亿元，较年初增长14.20%，主要系业务推广费及市场开发费增加所致。

2018—2020年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长8.58%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债16.50亿元，较年初下降17.49%，主要系一年内到期的中期票据偿还所致。

2018—2020年底，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降16.33%。截至2020年底，公司其他流动负债14.00亿元，较年初增长27.27%，全

部为短期债券。

2018—2020年底，公司非流动负债波动下降，年均复合下降12.90%。截至2020年底，公司非流动负债32.80亿元，较年初下降30.74%，主要系一年内到期的应付债券转入流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占31.07%）、应付债券（占27.40%）、递延收益（占14.26%）和递延所得税负债（占24.90%）构成。

2018—2020年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长8.81%。截至2020年底，公司长期借款10.19亿元，较年初增长34.11%，主要系丽珠集团新增三年期项目贷款所致；长期借款由信用借款（占35.32%）和质押借款（占64.68%）构成。从期限分布看，2~3年到期金额占比为35.32%，4~5年到期金额占比为39.25%，5年以上到期金额占比为25.43%，长期借款到期期限较为均匀，集中偿付压力尚可。

2018—2020年底，公司应付债券波动下降，年均复合下降36.75%。截至2020年底，公司应付债券8.99亿元，较年初下降65.99%，主要系主要系“19百业源MTN002”转入流动负债所致所致。

2018—2020年底，公司递延收益波动增长，年均复合增长3.03%。截至2020年底，公司递延收益4.68亿元，较年初增长8.92%，主要系政府补助增加所致。

2018—2020年底，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长2.61%。截至2020年底，公司递延所得税负债8.17亿元，较年初下降2.13%，变化不大。

债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续下降，年均复合下降9.71%。截至2020年底，公司全部债务83.16亿元，较年初下降13.84%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务占76.94%，长期债务占23.06%，以短期债务为主，债务结构有待调整。从债务指标看，2018—2020年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续下降；长期债务资本化比率波动下降，公司债务负担较轻。

表 16 2018—2020 年公司债务及其相关指标情况

科目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
----	---------	---------	---------

短期债务（亿元）	70.95	62.49	63.98
长期债务（亿元）	31.07	34.02	19.18
全部债务（亿元）	102.02	96.51	83.16
资产负债率（%）	46.21	45.08	40.73
全部债务资本化比率（%）	36.11	34.05	28.07
长期债务资本化比率（%）	14.69	15.40	8.26

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从债务期限分布看，截至 2020 年底，公司 1 年内偿还债务规模较大，存在一定集中偿付压力，如下表所示。

表 17 截至 2020 年底公司债务期限结构

（单位：亿元、%）

科目	1 年以内	1-2	2-3	3 年以上	总计
短期借款	22.61	--	--	--	22.61
一年内到期的非流动负债	16.50	--	--	--	16.50
应付票据	10.88	--	--	--	10.88
其他流动负债	14.00	--	--	--	14.00
长期借款	--	--	3.60	6.59	10.19
应付债券	0.00	8.99	0.00	0.00	8.99
合计	63.99	8.99	3.60	6.59	83.16
占比	76.94	10.81	4.33	7.92	100.00

注：合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 138.99 亿元，较年初下降 5.09%，主要系“18 百业源 MTN001”和“19 百业源 MTN001”到期偿还所致。其中，流动负债占 77.01%，非流动负债占 22.99%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

债务方面，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 76.72 亿元，较年初下降 7.75%，主要系中期票据到期偿还所致。债务结构方面，短期债务占 75.52%，长期债务占 24.48%，以短期债务为主，其中，短期债务 57.94 亿元，较年初下降 9.45%；长期债务 18.78 亿元，较年初下降 2.08%，较年初变化不大。从债务指标来看，截至 2021 年 3 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 38.90%、26.01% 和 7.92%，较年初分别下降 1.83 个百分点、2.07 个百分点和 0.34 个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入保持增长，盈利能力强，非经常性损益对利润有一定贡献。与

同行业相比，公司盈利能力处于平均水平。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长9.42%；营业成本持续增长，年均复合增长6.42%。2020年，公司实现营业收入136.21亿元，同比增长12.13%，主要系药品（含试剂）业务收入增加所致；营业成本49.88亿元，同比增长11.99%。2018—2020年，公司利润总额持续增长，年均复合增长47.69%；2020年，公司利润总额27.38亿元，同比增长32.75%，主要系投资收益大幅增加所致。

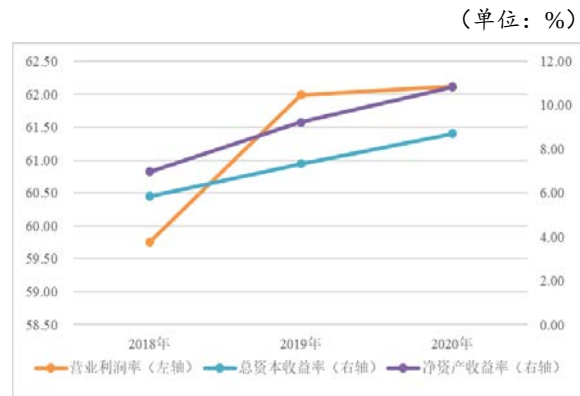
从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长5.46%。2020年，公司费用总额为62.05亿元，同比增长5.70%，主要系研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为64.59%、16.16%、17.28%和1.98%，以销售费用为主。2018—2020年，销售费用变化不大，年均复合增长0.21%；管理费用连续增长，年均复合增长14.56%，主要系员工薪酬增长和下属公司健康元及丽珠集团计提中长期事业合伙人持股激励基金所致；研发费用连续增长，年均复合增长22.14%，主要系研发项目增加，研发规模扩大，投入相应增长所致；财务费用波动增长，年均复合增长8.14%，主要系受债务规模变化及汇兑损益波动影响所致。2018—2020年，期间费用率²分别为49.04%、48.33%和45.56%，公司费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2018—2020年，公司投资收益逐年增长，占营业利润比重分别为-2.96%、9.39%和14.93%。其他收益持续增长，年均复合增长50.67%，占营业利润的比重分别为9.74%、8.68%和9.02%；投资收益主要为可供出售金融资产产生的收益和处置长期股权投资产生的收益，若外部经济环境出现波动，公司投资收益存在波动较大的风险。非经常性损益对营业利润有一定贡献。

盈利指标方面，2018—2020年，公司营业利润率持续增长，营业利润率处于较高水平。2018—2020年，公司总资产收益率和净资产收益率均

持续增长。

图5 2018—2020年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与所选公司比较，公司整体盈利能力处于平均水平。

表18 2020年同行业公司盈利情况对比 (单位：%)

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
国药现代	49.68	7.10	9.12
人福医药	39.52	7.31	8.03
威高集团	53.19	5.90	6.55
百业源	63.33	6.27	6.13

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源：Wind

2021年1—3月，公司实现营业收入41.46亿元，较上年同期增长29.70%，实现利润总额8.02亿元，较上年同期增长39.33%，主要系上年同期受新冠肺炎影响复工复产较晚所致；营业利润率为63.21%，同比增长0.73个百分点，同比变化不大。

5. 现金流

2018—2020年，受公司经营活动现金净流入规模维持高位且连续增长，除理财产品投资外，现阶段无较大规模对外投资，现有筹资活动所获资金用于偿还债务为主。

表19 2018—2020年及2021年1—3月公司现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动现金流入小计	131.57	136.29	144.93	40.72

² 期间费用率 = (管理费用 + 销售费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%

经营活动现金流出小计	113.95	111.12	114.62	35.81
经营现金流量净额	17.61	25.16	30.31	4.92
投资活动现金流入小计	4.22	27.57	11.33	4.07
投资活动现金流出小计	31.10	16.91	13.56	5.75
投资活动现金流量净额	-26.88	10.66	-2.23	-1.69
筹资活动前现金流量净额	-9.27	35.83	28.08	3.23
筹资活动现金流入小计	79.93	67.29	68.60	17.62
筹资活动现金流出小计	59.32	84.44	87.22	29.26
筹资活动现金流量净额	20.61	-17.15	-18.62	-11.65
现金收入比	108.76	104.23	100.31	93.68

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长4.96%；同期，公司经营活动现金流出量较为稳定，年均复合增长0.29%。综上，2018—2020年，公司经营活动现金净额持续增长，年均复合增长31.18%。2018—2020年，公司现金收入比分别为108.76%、104.23%和100.31%，收入实现质量尚可，但持续下降。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长63.87%，主要系公司收回理财产品的规模波动所致；同期，公司投资活动现金流出量持续下降，年均复合下降33.98%，主要系2018年子公司健康元投资银行结构性存款和定期存款支付的现金规模较大所致。综上，2018—2020年，公司投资活动现金净额有所波动。2018—2020年，公司

筹资活动前现金流量净额由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降7.36%；同期，公司筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长21.26%。综上，2018—2020年，公司筹资活动现金净额由净流入转为净流出。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为4.92亿元、-1.69亿元和-11.65亿元。

6. 偿债能力

整体看，公司综合偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年底，公司流动比率和速动比率波动上升。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2018—2020年，公司经营现金流动负债比率连续上升。2018—2020年底，公司现金短期债务比连续上升，现金类资产对短期债务的保障程度较高。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA连续增长。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数持续上升，EBITDA对利息的覆盖程度很高；全部债务/EBITDA持续下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度很高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表 20 公司偿债能力指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	171.61	183.96	183.15
	速动比率（%）	158.94	169.40	166.98
	经营现金流动负债比（%）	15.76	23.72	26.67
	现金类资产/短期债务（倍）	1.89	2.24	2.28
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	23.41	31.00	37.14
	全部债务/EBITDA（倍）	4.36	3.11	2.24
	EBITDA利息倍数（倍）	5.90	8.82	13.88

注：现金类资产扣除受限的现金类资产

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司对外担保2.72亿元。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49.00%）提供担保2.43亿元，为确

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4.50亿元（含4.50亿元）的互保。

未决诉讼方面,截至2020年底,公司无重大未决诉讼。

截至2020年底,公司合并口径获得的银行授信额度为人民币265.74亿元,未使用额度为223.96亿元,间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司为投资控股型企业,本部无业务收入;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,盈利依赖投资收益,子公司健康元现金分红较为稳定。母公司及实际控制人所持金融资产较为优质,能够为母公司资产流动性提供一定支持。目前债务直融工具滚动发行,存量债务规模大,债务负担重,联合资信将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2020年底,母公司资产总额64.94亿元,较上年底下降13.81%,主要系货币资金减少所致。其中,流动资产39.43亿元(占比60.72%),非流动资产25.51亿元(占比39.28%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占24.74%)、交易性金融资产(占5.24%)、其他应收款(占62.86%)、其他流动资产(占7.13%)构成;非流动资产主要由可供出售金融资产(占51.42%)和长期股权投资(占45.56%)构成。截至2020年底,母公司货币资金为9.75亿元。

截至2020年底,母公司负债总额50.47亿元,较上年底下降22.84%。其中,流动负债34.89亿元(占比69.14%),非流动负债15.58亿元(占比30.86%)。从构成看,流动负债主要由其他应付款(占7.00%)、一年内到期的非流动负债(占47.27%)和其他流动负债(占40.12%)构成,非流动负债主要由长期借款(占42.31%)和应付债券(占57.69%)构成。母公司2020年资产负债率为77.72%,较2019年下降9.10个百分点。

截至2020年底,母公司全部债务47.57亿元。其中,短期债务占67.26%、长期债务占32.74%。截至2020年底,母公司短期债务为32.00亿元,存在一定集中偿付压力。截至2020年底,母公司全部债务资本化比率76.68%,母

公司债务负担重。未来,随着母公司可供出售金融资产中股权投资解锁期相继到期,母公司将逐步退出获得投资收益,偿还债务本金,降低债务规模。

截至2020年底,母公司所有者权益为14.47亿元,较上年底增长45.66%,主要系未分配利润增加所致,所有者权益稳定性较弱。在所有者权益中,实收资本为0.80亿元(占5.53%)、资本公积合计2.30亿元(占15.89%)、未分配利润合计10.96亿元(占75.71%)、盈余公积合计0.41亿元(占2.86%)。

盈利能力方面,2020年,母公司无营业收入,利润总额为5.38亿元。同期,母公司投资收益为7.41亿元,同比增长228.20%,主要系母公司部分投资标的分红和公允价值波动带来的正向投资收益,但由于外部经济未来存在一定的不确定性,投资收益可能大幅波动对母公司利润产生一定影响。

现金流方面,截至2020年底,公司母公司经营活动现金流净额为0.42亿元,投资活动现金流净额3.87亿元,筹资活动现金流净额-7.67亿元。

子公司分红方面,子公司健康元自2001年上市以来,已实施多次现金分红。2018—2020年,公司收到健康元现金分红金额分别为1.47亿元、1.57亿元和1.16亿元。

此外,母公司还持有部分较为优质的股权资产,包括深圳前海微众银行股份有限公司(账面价值6.32亿元)的股权,以及通过上海云锋新呈投资中心(有限合伙)(账面价值11.19亿元)持有较多优质股权资产;此外,公司实际控制人持有字节跳动、抖音、今日头条等股权资产。上述股权资产均为质押,流动性较强。

十、本期中期票据偿还能力分析

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年底长期债务和全部债务的36.50%和8.42%，本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响。

以2020年底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由40.73%、28.07%和8.26%上升至41.87%、29.73%和10.94%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。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

2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入分别为131.57亿元、136.29亿元和144.93亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（7.00亿元）的18.80倍、19.47倍和20.70倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为17.61亿元、25.16亿元和30.31亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（7.00亿元）的2.52倍、3.59倍和4.33倍。公司EBITDA分别为23.41亿元、31.00亿元和37.14亿元，分别为本期债券发行额度（7.00亿元）的3.34倍、4.43倍和5.31倍。

十一、结论

公司作为一家投资控股型企业，实际控制两家医药制造上市公司——健康元和丽珠集团。联合资信对公司的评级反映了其所属医药行业发展前景较好，公司产品种类丰富，重点产品竞争实力较强，技术研发实力突出，所持股权资产较为优质等优势。近年来，公司收入规模持续增长，子公司现金分红稳定，毛利率水平较高。同时，联合资信也关注到受医保控费等政策以及新冠肺炎疫情冲击的影响，公司部分药品销量下滑，所有者权益稳定性较弱，经营业绩主要依赖下属上市公司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。

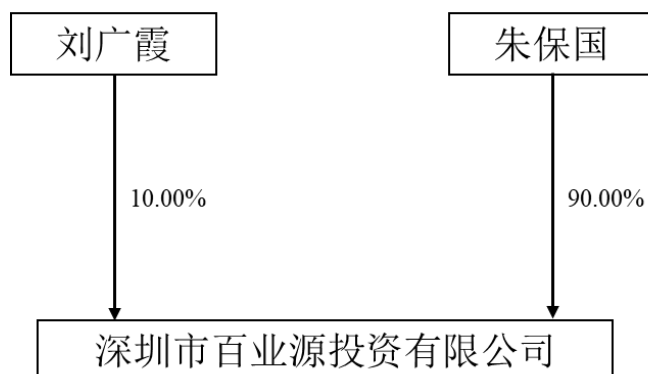
公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

未来，公司将进一步完善产业链，积极引进

和开发新产品，运用数字化和智能化的新技术提升研发效率，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。

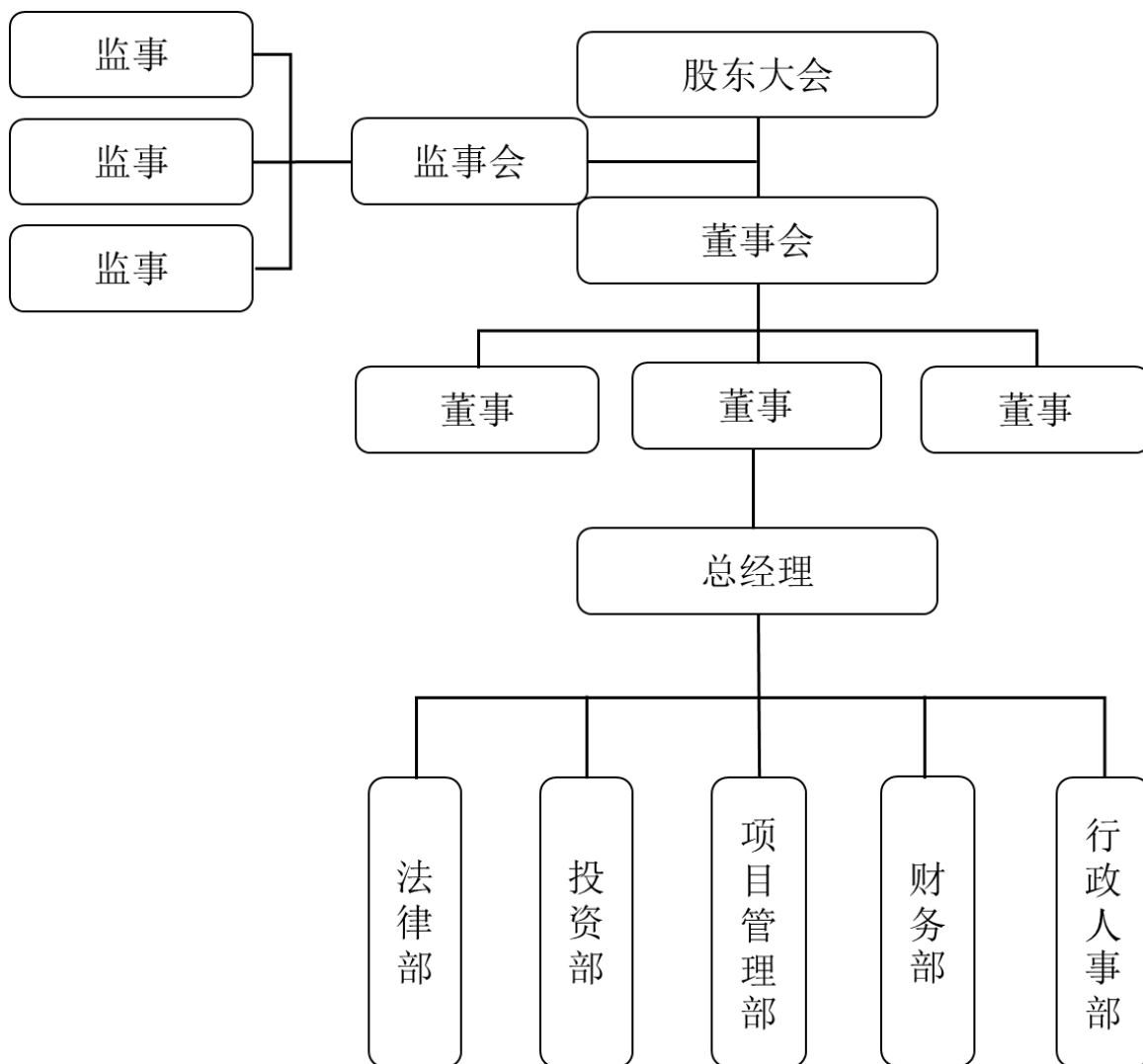
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底深圳市百业源投资有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底深圳市百业源投资有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底深圳市百业源投资有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	子公司类型	业务性质	实收资本（亿元）	持股比例（%）
1	健康元药业集团股份有限公司	控股子公司	工业	19.53	45.87%
2	涿州京南永乐高尔夫俱乐部有限公司	控股子公司	服务业	0.08（美元）	75.00%
3	涿州京南花园房地产开发有限公司	控股子公司	服务业	0.60	100.00%

资料来源：公司财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	134.30	139.71	146.01	145.61
资产总额（亿元）	335.48	340.35	359.50	357.27
所有者权益（亿元）	180.47	186.91	213.06	218.29
短期债务（亿元）	70.95	62.49	63.98	57.94
长期债务（亿元）	31.07	34.02	19.18	18.78
全部债务（亿元）	102.02	96.51	83.16	76.72
营业收入（亿元）	113.77	121.47	136.21	41.46
利润总额（亿元）	12.55	20.62	27.38	8.02
EBITDA（亿元）	23.41	31.00	37.14	--
经营性净现金流（亿元）	17.61	25.16	30.31	4.92
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.38	3.68	3.80	--
存货周转次数（次）	3.17	3.01	2.95	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.36	0.39	--
现金收入比（%）	108.76	104.23	100.31	93.68
营业利润率（%）	59.76	61.99	62.12	63.21
总资本收益率（%）	5.29	7.32	8.70	--
净资产收益率（%）	6.09	9.23	10.84	--
长期债务资本化比率（%）	14.69	15.40	8.26	7.92
全部债务资本化比率（%）	36.11	34.05	28.07	26.01
资产负债率（%）	46.21	45.08	40.73	38.90
流动比率（%）	171.61	183.96	183.15	192.56
速动比率（%）	158.94	169.40	166.98	175.88
经营现金流动负债比（%）	15.76	23.72	26.67	--
现金短期债务比（倍）	1.89	2.24	2.28	2.51
EBITDA 利息倍数（倍）	5.90	8.82	13.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.36	3.11	2.24	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中短期债券计入短期债务计算指标；5. 现金类资产已扣除受限的现金类资产

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.46	15.13	11.82	3.66
资产总额（亿元）	70.01	75.35	64.94	58.78
所有者权益（亿元）	9.69	9.93	14.47	14.08
短期债务（亿元）	31.30	28.50	32.00	27.00
长期债务（亿元）	26.07	34.02	15.58	15.18
全部债务（亿元）	57.37	62.51	47.57	42.18
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-1.05	0.42	5.38	-0.39
EBITDA（亿元）	-1.01	0.47	5.42	--
经营性净现金流（亿元）	1.26	6.04	0.42	-0.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	
存货周转次数（次）	--	--	--	
总资产周转次数（次）	--	--	--	
现金收入比（%）	--	--	--	
营业利润率（%）	--	--	--	
总资本收益率（%）	-0.71	0.34	7.31	
净资产收益率（%）	-4.91	2.46	31.34	
长期债务资本化比率（%）	72.90	77.40	51.84	
全部债务资本化比率（%）	85.55	86.29	76.68	
资产负债率（%）	86.16	86.82	77.72	
流动比率（%）	124.65	139.05	113.00	
速动比率（%）	124.65	139.05	113.00	
经营现金流动负债比（%）	3.69	19.24	1.19	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.53	0.37	
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 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 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

深圳市百业源投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

深圳市百业源投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对深圳市百业源投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，深圳市百业源投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳市百业源投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现深圳市百业源投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳市百业源投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，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。