

信用评级公告

联合〔2022〕9302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。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年九月二十九日

深圳市百业源投资有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 9 月 29 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	V4.0.202208
医药制造企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	3
			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
		指示评级		
个体调整因素:			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素:			--	
评级结果			AA ⁺	

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

分析师：蒲雅修 王兴龙

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

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，对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”）保持实际控制。公司具有产品种类丰富，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，公司收入保持增长，子公司现金分红稳定，毛利率水平较高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司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。

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。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

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。2021 年，公司研发费用 13.97 亿元，占营业总收入的比重为 8.77%。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，技术研发实力突出。
3. 母公司所持其他权益工具投资较为优质，流动性较好。截至 2021 年底，母公司所持股权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。2019

—2021 年，公司收到健康元现金分红金额分别为 1.57 亿元、1.16 亿元和 1.21 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。
2. **经营业绩主要依赖下属上市公司。**2021 年，公司营业总收入为 159.25 亿元，健康元营业总收入为 159.04 亿元，对公司营业总收入贡献很高。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。**截至 2021 年底，公司所有者权益中少数股东权益占比为 69.61%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比为 62.72%，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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	144.03	151.24	148.98	163.16
资产总额（亿元）	340.35	359.50	382.10	398.71
所有者权益（亿元）	186.91	213.06	222.90	222.64
短期债务（亿元）	62.49	63.98	67.26	65.26
长期债务（亿元）	34.02	19.18	24.95	43.06
全部债务（亿元）	96.51	83.16	92.21	108.32
营业总收入（亿元）	121.47	136.21	159.25	85.68
利润总额（亿元）	20.62	27.38	26.62	17.04
EBITDA（亿元）	31.00	37.14	37.23	--
经营性净现金流（亿元）	25.16	30.31	25.30	18.89
营业利润率（%）	61.99	62.12	62.90	63.23
净资产收益率（%）	9.23	10.84	10.54	--
资产负债率（%）	45.08	40.73	41.66	44.16
全部债务资本化比率（%）	34.05	28.07	29.26	32.73
流动比率（%）	183.96	183.15	176.39	191.80
经营现金流动负债比（%）	23.72	26.67	20.99	--
现金短期债务比（倍）	2.30	2.36	2.21	2.50
EBITDA 利息倍数（倍）	8.82	13.88	13.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.11	2.24	2.48	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额（亿元）	75.35	64.94	60.89	67.13
所有者权益（亿元）	9.93	14.47	17.62	18.31
全部债务（亿元）	62.51	47.57	41.77	33.68
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.42	5.38	0.13	0.57
资产负债率（%）	86.82	77.72	71.06	72.73
全部债务资本化比率（%）	86.29	76.68	70.33	64.79
经营现金流动负债比（%）	139.05	113.00	132.11	139.08
经营现金流动负债比（%）	19.24	1.19	6.52	--

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. 2022 年 1-6 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

资料来源：公司财务报表和提供数据，联合资信整理

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	2022/07/27	蒲雅修 李敬云	医药制造企业信用评级方法 (V3.1.202205) 医药制造企业主体信用评级模型(打分表) (V3.1.202205)	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳市百业源投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、该公司信用等级自 2022 年 9 月 29 日至 2023 年 9 月 28 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

深圳市百业源投资有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

深圳市百业源投资有限公司(以下简称“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2022年6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2022年6月底,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2021年底,公司合并资产总额382.10亿元,所有者权益222.90亿元(含少数股东权益155.16亿元);2021年,公司实现营业总收入159.25亿元,利润总额26.62亿元。

截至2022年6月底,公司合并资产总额398.71亿元,所有者权益222.64亿元(含少数股东权益153.76亿元);2022年1—6月,公司

实现营业总收入85.68亿元,利润总额17.04亿元。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年以来,国际环境更趋复杂严峻,国内疫情多发散发,不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发,中国经济下行压力有所加大,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前。二季度以来,受新一轮疫情等超预期因素冲击,经济下行压力进一步加大,党中央、国务院果断应对,出台了稳经济一揽子政策措施,高效统筹疫情防控和经济社会发展,落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求,继续加大宏观政策调节力度,着力稳住经济大盘,确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算,2022年上半年国内生产总值56.26万亿元,按不变价计算,同比增长2.50%。其中,二季度GDP同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)大幅回落;环比下降2.60%,继2020年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中,第二、第三产业受疫情影响较大。2022年上半年,第一产业增加值同比增长5.00%,农业生产形势较好;第二、第三产业增加值同比分别增长3.20%、1.80%,较上年同期两年平均增速¹(分别为6.07%、4.83%)回落幅度较大,受疫情拖累明显。6月,工业和服务

¹为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计

算的几何平均增长率,下同。

业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 1 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额（万亿元）	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速（%）	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速（%）	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速（%）	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10
房地产投资（%）	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40
基建投资（%）	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10
制造业投资（%）	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速（%）	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70
出口增速（%）	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速（%）	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅（%）	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅（%）	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、

居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月底社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年底高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.20 万亿元，人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增 3913 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年上半年，全国一般公共预算收入 10.52

万亿元，按自然口径计算同比下降 10.20%，主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面，2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长 17.30%，农林水支出增长 11.00%，卫生健康支出增长 7.70%，教育支出增长 4.20%，社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。

2022 年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点，未来稳就业压力较大。2022 年上半年，全国居民人均可支配收入 1.85 万元，实际同比增长 3.00%；全国居民人均消费支出 1.18 万元，实际同比增长 0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。2022 年 7 月 28 日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。2022 年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济

有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱环节的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

三、行业分析

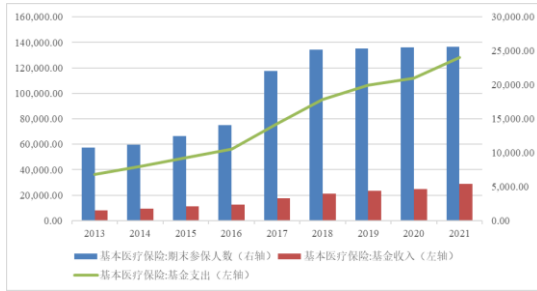
1. 行业运行概况

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，各层级医疗机构日常诊疗活动减少，药品终端销售市场规模近年来首次出现负增长，但随着人均可支配收入增长、人口老龄化趋势逐年加重以及医保收入和参保人数增加，中国医药需求仍保持稳健。2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至第七次全国人口普查（普查标准时点为 2020 年 11 月 1 日 0 时），中国 60 周岁以上人口已达 2.64 亿，占总人口的 18.70%，较 2019 年底增加了 0.10 亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年随着新冠疫情防疫常态化，医药

行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业收入人民币 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。

2. 行业政策

2021 年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

2021 年 1 月，国家药监局发布《药品上市后变更管理办法(试行)》(以下简称“该办法”)。该办法进一步明确了药品上市后变更的原则和常见情形，规定了持有人义务和监管部门职责，为药品上市后变更管理提供了依据。一方面鼓励持有人运用新生产技术、新方法、新设备、新科技成果，不断改进和优化生产工艺，持续提高药品质量，提升药品安全、有效和质量可控性；

另一方面，规范药品变更行为和变更监管，打击非法变更，落实持有人主体责任，保障用药安全。

2021 年 2 月 9 日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》(以下简称“《政策措施》”)。《政策措施》指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

2021 年 9 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》(以下简称“全民医保”)。全民医保指出到 2025 年，医疗保障制度更加成熟定型；深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用。

2021 年 11 月，国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》(以下简称“接续工作通知”)。接续工作通知指出原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度

采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构。

2021 年 11 月，国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》（以下简称“《临床研发指导原则》”）。《临床研发指导原则》提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发。这意味着药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求。

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中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，但中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。

从行业主体数量来看，截至 2021 年底，医药制造业企业单位为 8337 家，较上年底增加 672 家；亏损企业 1577 家，较上年底增加 233 家。2020 年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，我国医药行业研发投入仍显不足，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，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、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2021 年 2 月，第四次带

量采购竞标结果公示，中标 45 个产品，产生中选企业 118 家，平均降价幅度 52%，最高降幅 96%。2021 年 6 月，第五次带量采购竞标结果公示，中标 61 个产品，产生中选企业 148 家，中选药品品规 251 个，平均降价幅度 56%，最高降幅高达 99%，注射剂成为集采主力剂型。2021 年 11 月，第六次带量采购竞标结果公示，二代和三代胰岛素共 16 个品种、42 个品规中选，产生中选企业 11 家，平均降价幅度 48%，最高降幅高达 74%，降价趋于理性化。这次带量采购充分考虑了企业实际产能，确保了用药稳定性，引导临床使用产品升级、行业发展创新升级，标志着带量采购从化学药拓展到了生物药领域。2021 年 12 月，国家医保药品目录调整结果正式公布，本次共对 117 个药品进行了谈判，谈判成功 94 个（目录外 67 种，目录内 27 种），总体成功率 80.34%；本次谈判成功的目录外 67 个独家品种的平均降价幅度 62%，为历次谈判以来最大的降价幅度；2019 年和 2020 年的降幅分别为 61%和 54%；本次谈判单一品种最大降幅为 94%，2019 年和 2020 年的最高降幅分别为 85%和 90%。

4. 行业展望

预计 2022 年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。2021 年以来，全球新冠肺炎疫情反复、国内疫情出现多地散发，进入后疫情时代，新冠肺炎疫情对于医药行业政策环境产生了深远的影响，从产业层面来看，疫情防控的相关工作促进了部分行

业加速发展，如互联网医疗、新冠疫苗、医疗防护、公共卫生体系建设等；从长远的角度来看，此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显，在全社会的关注度有显著提升，医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进，促使全行业日趋规范化、健康发展。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约 40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2021 年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入为 2.87 万亿元，同比增长 15.55%，全国基本医保基金（含生育保险）总支出为 2.40 万亿元，同比增长 14.16%。

预计 2022 年，医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线。实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”。目前前五轮集采共涉及品种 218 个，不仅品种数量不断扩围，参与厂家的数量也在逐步增多。2021 年 12 月 3 日，国家医保局公布 2021 年版国家医保药品目录，本次调整共计新增 74 种药品进入目录，11 种药品调出目录。从谈判情况看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%，涵盖肿瘤、罕见病、麻醉、丙肝等领域。未来，随着带量采购逐步扩面，医保目录动态调整常态化，有望形成品质优价低，药企持续创新的优良局面。对于仿制药企业来说，稳定的产品质量控制能力、规模化的供应能力、超强的成本控制能力成为竞争关键要素；对于创新药企业来说，快于同类产品的研发速度以及合理的定价策略将成为获胜的关键。

预计 2022 年，创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据，2021 年我国研究与试验发展经费支出已达 27864 亿元，同比增长 14.23%。从新药审批数量来看，近年来 1 类新药的申请数量和获批数量出现大幅增

长。2018 年，国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理国产 1 类新药注册申请 448 件，批准 9 个国产 1 类新药上市；2019 年，受理国产 1 类新药注册申请 528 件，批准 10 个国产 1 类新药上市；2020 年，受理 1 类新药注册申请 1062 件，批准 14 个国产 1 类新药上市。2021 年上半年，CDE 共批准了 23 款国产的 1 类新药，获批数量超 2020 年全年。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国 1 类新药靶点白皮书》统计，2016—2021 年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药 1649 个，其中涉及的靶点有 520 个，前 6%（30 个）的靶点涉及 41%（681）的新药。在治疗领域方面，2016—2021 年，新药受理的治疗领域以肿瘤为主，占比为 62%，其次为感染，占比为 8%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE 推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回笼和进入研发-上市的良好循环。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 6 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 2022 年 6 月底，公司持有健康元股权比例为 46.83%。其中已质押股份占公司所持股份的比例为 10.68%。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。

康元持有丽珠集团23.68%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1.80%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17.47%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。2021年，健康元入选米内网“2021年度中国医药工业百强系列榜单”子榜单“2021年度中国化药企业TOP100排榜”TOP9。

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、吸入制剂和抗微生物用药为主要优势品种，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。2021年，公司妥

布霉素吸入溶液、注射用醋酸曲普瑞林微球（1个月缓释）等已完成III期临床研究并申报生产，重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗（“V-01”）海外III期临床进展顺利，富马酸福莫特罗吸入气雾剂、莫米松福莫特罗吸入气雾剂、注射用阿立哌唑微球、重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体注射液等正在开展临床研究，阿地溴铵吸入粉雾剂、注射用双羟萘酸曲普瑞林微球（3个月缓释）、注射用丙氨瑞林微球（1个月缓释）等获得临床试验批准通知书。

2022年上半年，珠海市丽珠单抗生物技术有限公司（以下简称“丽珠单抗”）重点推进重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗（“V-01”）项目的附条件上市申报工作，完成序贯免疫、基础免疫III期临床主分析报告及申报资料递交CDE，并向国家新冠疫苗专班申请序贯EUA（紧急使用授权）。在海外注册方面，菲律宾、印度尼西亚及马来西亚的EUA资料已完成递交，巴基斯坦原液出口注册资料已完成递交；积极与WHO沟通V-01的EUL（Emergency Use Listing，紧急使用清单）申请事宜。此外，根据全球新冠疫情趋势及新冠变异株流行情况，丽珠单抗开发了多种变异株疫苗及相关二价苗，开展了相关的加强免疫/序贯免疫的动物和临床试验相关研究。

2021年健康元生物研究院与腾讯量子实验室达成战略合作协议，运用AI技术在合成生物学方向开展合成基因簇（BGCs）等研究；丽珠集团完成多项技术引进，与浙江同源康医药股份有限公司授权合作的小分子肿瘤药物（LZ001）已完成IND申报；德国公司LTS Lohmann Therapie-Systeme AG授权引进的阿塞那平透皮产品已递交pre-IND申请。2021年11月，丽珠单抗将具有自主知识产权的注射用重组人源化抗PD-1单克隆抗体有偿非独家许可给Bright Peak Therapeutics, Inc.，用于其开发新型PD-1靶向免疫细胞因子（PD-1ICs）。

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。

表 2 健康元和丽珠集团 2021 年财务概况（单位：亿元）

公司名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
健康元	311.04	201.80	159.04	26.13
丽珠集团	223.72	143.11	120.64	19.52

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。2019—2021 年，公司研发费用分别为 9.09 亿元、10.72 亿元和 13.97 亿元，占营业总收入的比重分别为 7.48%、7.87%和 8.77%。

截至 2021 年底，公司研发总体情况如下：化学制剂中高壁垒复杂制剂在研项目共 40 项，其中申报生产 4 项，开展临床/BE 研究 7 项，常规制剂在研项目共 27 项，其中已获批 2 项，申报生产 4 项，开展临床/BE 研究 5 项。生物药在研项目共 8 项，其中已上市 1 项，已申报生产 1 项，III 期临床 1 项，Ib/II 期临床 2 项，I 期临床 2 项。原料药及中间体在研项目共 35 项，其中达巴万星已完成验证批生产，氟雷拉纳

计划进行验证批生产。诊断试剂及设备在研项目 49 项，处于临床阶段项目 7 项。对于试剂研发平台，新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM 抗体检测试剂盒（酶联免疫法）（三类）、自身免疫性肝病相关自身抗体 7 项检测试剂盒（磁条码免疫荧光发光法）（二类）、肺炎支原体 IgM 抗体检测试剂盒（化学发光法）（三类），干式免疫荧光分析仪等 4 个产品在国内完成注册；糖尿病四项、IgG4、肺炎支原体 IgM（化学发光）、甲型乙型流感抗原胶体金等 7 个项目进入临床试验，其中 IgG4、肺炎支原体 IgM（化学发光）已完临床试验并提交注册中。对于设备研发平台，多通道干式荧光免疫分析仪在国内完成注册，辐照仪二代机型、分子一体机进入试生产阶段。

截至 2021 年底，健康元及下属子公司有效申请专利总数 1027 项，其中国内发明专利 622 项；有效专利授权总数 711 项，其中国内发明专利 374 项；申请国际专利 84 项，其中授权 50 项。

表 3 截至 2022 年 3 月底公司重要储备产品概况

研发项目	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	研发（注册）所处阶段
V-01（COVID-19）	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗	预防用生物制品 1.1 类	预防新型冠状病毒感染所致疾病	是	否	临床阶段
LZM009（PD-1）	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	是	否	临床阶段
注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）	注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）	化学药品 2.2 类	主要用于治疗成人精神分裂症	是	否	临床阶段
注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）	注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）	化学药 2.2 类	转移性前列腺癌、子宫内膜异位症（I 至 IV 期）、女性不孕、手术前子宫肌瘤的预处理、性早熟	是	否	申报生产
LZM008（IL-6R）	重组人源化抗 IL-6R 单克隆抗体注射液	化学药品 3.3 类	本品用于治疗对改善病情的抗风湿药物（DMARDs）治疗应答不足的中到重度活动性类风湿关节炎的成年患者	是	否	申报生产
布南色林片	布南色林片	化学药品 4 类	精神分裂症	是	否	完成试验 BE
妥布霉素吸入溶液	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	是	否	申报生产
富马酸福莫特罗吸入溶液	富马酸福莫特罗吸入液	化学药品 3 类	慢性阻塞性肺疾病	是	否	申报生产

富马酸福莫特罗吸入气雾剂	富马酸福莫特罗吸入气雾剂	化学药品 2.2 类	支气管哮喘和慢性阻塞性肺病	是	否	临床阶段
莫米松福莫特罗吸入气雾剂	莫米松福莫特罗吸入气雾剂	化学药品 3 类	哮喘和慢性阻塞性肺病	是	否	临床阶段
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	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	是	否	申请临床
注射用亚胺培南-西司他丁钠 (一致性评价)	注射用亚胺培南西司他丁钠	化学药品 4 类	适用于成人和儿童由单一或多种对亚胺培南敏感的细菌引起的感染	是	否	一致性评价

资料来源: 公司提供

4. 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2022年9月21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。

截至2022年9月19日, 联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

按照《中华人民共和国公司法》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

公司建立了较为规范的管理制度, 内部控制制度较为健全, 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。

六、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业总收入主要来自药品（含制剂）；公司营业总收入持续增长，综合毛利率水平较高。2022年上半年，公司营业总收入和利润总额保持增长。

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。2019—2021年，公司营业总收入持续增长，主要系药品（含制剂）业务收入增加所致；利润总额波动增长，主要系受投资收益波动影响。

表4 2019—2021年公司营业总收入、占比及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

产品类别	2019年			2020年			2021年			收入年均增长率	同比变化		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率		金额	占比	毛利率
药品（含制剂）	117.47	96.70	64.64	133.02	97.66	64.48	156.26	98.12	64.36	15.34	17.47	0.46	-0.12
保健品	1.53	1.26	60.81	1.47	1.08	69.01	1.15	0.72	70.78	-13.43	-21.88	-0.36	1.77
煤炭及相关产品	1.53	1.27	45.10	0.86	0.63	17.48	0.02	0.01	55.81	-88.58	-98.16	-0.62	38.33
其他	0.94	0.77	-66.31	0.85	0.63	-72.05	1.82	1.15	34.68	39.49	112.97	0.52	106.73
合计	121.47	100.00	63.33	136.21	100.00	63.38	159.25	100.00	64.07	14.50	16.92	--	0.69

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

从收入构成来看，2019—2021年，公司收入主要来自药品（含制剂），主营业务十分突出。2019—2021年，公司药品（含制剂）业务收入持续增长，主要系公司重点专科领域产品销售实现稳定增长所致；保健品收入持续下降，主要系市场竞争加剧、居民消费习惯改变以及受限于国家相关政策影响所致；公司营业总收入构成变化不大。公司煤炭及相关产品和其他板块收

入规模不大，对营业总收入影响较小。

从毛利率来看，2019—2021年，公司药品（含制剂）毛利率变化不大；保健品毛利率持续上升，主要系公司变更销售策略所致。煤炭及相关产品规模不大，对公司利润影响很小。综上，2019—2021年，公司综合毛利率变化不大。

2022年1—6月，公司实现营业总收入85.68亿元，同比增长9.21%，主要系公司重点专科领

域药品收入均有所增长所致；营业利润率为63.23%，同比增长0.03个百分点，同比变化不大；利润总额17.04亿元，同比增长5.31%。

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、钼碳、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，2021年，公司向前五大供应商采购金额为40.89亿元，占药品板块（含试剂）采购总额20.54%，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

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，随着公司加大市场拓展力度，原料药产品产销量同比均有所增加。公司加大制剂产品推广力度，提高重点产品医院覆盖率，重点产品产销量同比有所增加。

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、社区及县级以上乡镇卫生院，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。

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和丽珠集团利民制药厂。

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（美洛培南注射液）、得乐系列、布地奈得吸入混悬液、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。

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）认证及欧洲药品质量管理局（CEP）认证，洛伐他汀和盐霉素生产线已通过美国食品药品监督管理局（FDA）认证；普伐他汀、硫酸粘菌素生产线通过欧盟适用性

（COS）认证；阿卡波糖生产线取得美国药物主文件（DMF）登记号；霉芬酸生产线取得美国、加拿大药物主文件（DMF）登记号。

销售方面，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。

公司制剂产品销售模式仍以自建队伍为主，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。截至 2021 年底，公司拥有 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 5 2019—2021 年公司主要产品生产情况

年份	项目	7-ACA (吨)	倍能 (万支)	艾普拉唑肠溶片 (万盒)	注射用艾普拉唑钠 (万盒)	注射用醋酸亮丙瑞林微球 (万支)
2019 年	产量	2794.31	2138.80	1387.43	44.92	91.41
	销量	2636.57	1764.83	1275.65	49.76	81.59
	产销率 (%)	94.35	82.51	91.94	110.77	89.26
2020 年	产量	2002.63	1592.70	1537.65	737.07	105.04
	销量	2064.40	1772.23	1398.81	629.01	104.65
	产销率 (%)	103.08	111.27	90.97	85.34	99.63
2021 年	产量	2903.89	1826.21	1950.88	1436.29	155.70
	销量	2986.98	1977.24	2055.40	1245.05	137.53
	产销率 (%)	102.86	108.27	105.36	86.69	88.33

资料来源：公司提供

公司原料药方面，产品产销量主要受下游需求的变动而变化，随着高端抗生素市场需求的增加，以及公司加深与战略客户的合作，2019—2021 年，公司原料药 7-ACA 产销量波动上升。制剂方面，2019—2021 年公司加大产品及品牌推广力度，增加重点产品医院覆盖率，受益于此，重点制剂产品产销量同比均有所增长。公

司各产品产销率维持在较高水平。

3. 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。

公司诊断试剂及设备经营主体为丽珠集团

下属公司海丽珠试剂股份有限公司（以下简称“丽珠试剂”）。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。2021年，公司诊断试剂及设备收入7.23亿元，同比下降47.65%，主要系2021年新冠疫情得到控制，相关产品需求下降所致。

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。

截至2021年底，公司诊断试剂及设备在研项目49项，处于临床阶段项目7项。对于试剂研发平台，新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒（酶联免疫法）（三类）、自身免疫性肝病相关自身抗体7项检测试剂盒（磁条免疫荧光发光法）（二类）、肺炎支原体IgM抗体检测试剂盒（化学发光法）（三类），干式免疫荧光分析仪等4个产品在国内完成注册；糖尿病四项、IgG4、肺炎支原体IgM（化学发光）、甲型乙型流感抗原胶体金等7个项目进入临床试验，其中IgG4、肺炎支原体IgM（化学发光）已完临床试验并提交注册中。对于设备研发平台，多通道干式荧光免疫分析仪在国内完成注册，辐照仪二代机型、分子一体机进入试生产阶

段。

4. 保健品

受保健品行业竞争激烈，及多地医保局关于定点药店禁售保健食品等相关规定影响，2019-2021年，公司保健品销售收入持续减少。

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无变化。截至2021年底，公司已经在全国设立了27个省级分部，下属办事处107个，与各区域覆盖能力较好的经销商保持着长期的合作关系，形成稳定的战略联盟，共同发展。在合作一级经销商合计约103家，其中药线商业达78家，食线商业商超合计约25家，其下属二级商业及所覆盖药线食线终端约达到15万余家。

保健品行业整体技术门槛低、毛利高，目前国内市场竞争激烈，产品同质化问题严重，市场集中度低。2019年以来，由于受到多地医保局关于定点药店禁售保健食品等相关规定影响，公司保健品可售终端减少，导致销售收入进一步减少。

5. 经营效率

公司经营效率尚可。

从经营效率指标看，2019-2021年，公司销售债权周转次数分别为3.68次、3.80次和3.69次，持续增长；存货周转次数分别为3.01次、2.95次和2.92次，持续下降；总资产周转次数分别为0.36次、0.39次和0.43次，持续增长。与同行业其他企业相比，公司经营效率尚可。

表6 2021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	2.37	9.14	0.70
人福医药	3.89	3.19	0.61
威高集团	1.37	3.09	0.37
百业源	2.95	6.11	0.39

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

6. 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 2022 年 6 月底，公司主要在建项目情况见下表，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 7 截至 2022 年 6 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 2022 年 6 月底已投金额	未来资金投入计划	
					2022 年下半年	2023 年
坪山项目一期	2012 年—2023 年	10.37	自有+募集	10.20	0.52	0.55
坪山项目二期	2022 年—2025 年	1.81	自有+募集	0.46	0.50	0.50
光大新厂项目-光大公司	2019 年—2022 年	6.46	自有	2.84	1.13	0.41
石角新厂项目-新北江公司	2016 年—2021 年	3.77	自有+募集	2.90	0.60	0.15
药厂车间项目+P06 建设项目+P09 建设项目+冻干粉车间项目	2019 年—2023 年	9.91	自有+募集	4.75	3.33	1.28
微球车间建设项目	2017 年—2022 年	2.62	自有+募集	2.07	0.10	0.10
福兴公司一期、二期项目	2018 年—2022 年	3.78	自有	3.55	0.43	0.41
合计	--	38.73	--	26.77	6.60	3.39

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019—2021 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，出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2022 年半年报财务数据未经审计。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，2020—2021 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 2021 年底，公司合并资产总额 382.10 亿元，所有者权益 222.90 亿元（含少数股东权益 155.16 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 159.25 亿元，利润总额 26.62 亿元。

截至 2022 年 6 月底，公司合并资产总额 398.71 亿元，所有者权益 222.64 亿元（含少数股东权益 153.76 亿元）；2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 85.68 亿元，利润总额 17.04 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年底，公司资产规模持续增长，

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。

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，

年均复合增长5.96%。截至2021年底，公司合并
资产总额较上年底有所增长，资产结构相对均
衡，资产结构较上年底变化不大。

表8 2019—2021年底及2022年6月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年		2020年		2021年		2022年6月		年均复合 增长率	2021年同 比增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动资产	195.16	57.34	208.14	57.90	212.60	55.64	228.82	57.39	4.37	2.15
货币资金	124.84	36.68	132.74	36.92	125.76	32.91	141.44	35.47	0.37	-5.26
应收票据	13.58	3.99	13.51	3.76	19.78	5.18	18.88	4.74	20.69	46.45
应收账款	20.04	5.89	24.52	6.82	28.56	7.47	28.97	7.27	19.38	16.46
存货	15.44	4.54	18.37	5.11	20.84	5.46	22.58	5.66	16.17	13.44
非流动资产	145.19	42.66	151.36	42.10	169.49	44.36	169.89	42.61	8.05	11.98
可供出售金融资产	41.05	12.06	41.07	11.42	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	38.54	10.09	36.03	9.04	--	--
长期股权投资	5.11	1.50	6.28	1.75	14.19	3.71	14.23	3.57	66.60	125.91
固定资产（合计）	44.02	12.93	47.12	13.11	51.54	13.49	50.47	12.66	8.20	9.36
无形资产	28.04	8.24	27.97	7.78	26.85	7.03	26.66	6.69	-2.16	-4.02
资产总额	340.35	100.00	359.50	100.00	382.10	100.00	398.71	100.00	5.96	6.29

资料来源：公司财报，联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年底，公司流动资产规模持续
增长，年均复合增长4.37%。截至2021年底，公
司流动资产较上年底变化不大。

2019—2021年底，公司货币资金波动增长，
年均复合增长0.37%。截至2021年底，公司货币
资金有所下降，主要系公司使用自有资金回购
股票所致。公司货币资金主要为银行存款（占
98.59%），货币资金中有0.42亿元受限资金，受
限比例为0.34%，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。

2019—2021年底，公司应收票据波动增长，
年均复合增长20.69%。截至2021年底，公司应
收票据较上年底有所增长，主要系健康元通过
持有票据质押开票支付款项，减少票据贴现业
务，从而持有到期票据增加所致。

2019—2021年底，公司应收账款持续增长，
年均复合增长19.38%，主要系营业总收入增加
所致。截至2021年底，公司应收账款较上年底有
所增长，从账龄来看，应收账款以1年以内（占
99.29%）为主，累计计提坏账0.73亿元，计提比

例为2.49%；应收账款前五大欠款方余额合计为
3.40亿元，占比为11.59%，集中度较低。

2019—2021年底，公司存货持续增长，年均
复合增长16.17%，主要系公司药品下游需求增
加，公司增加生产备货所致。截至2021年底，公
司存货主要由原材料（占25.92%）、在产品及自
制半成品（占25.68%）和产成品及库存商品（占
38.59%）构成，累计计提跌价准备0.56亿元，计
提比例为2.64%。

（2）非流动资产

2019—2021年底，公司非流动资产规模持
续增长，年均复合增长8.05%。截至2021年底，
公司非流动资产较上年底有所增长，主要系长
期股权投资增加所致，非流动资产主要构成见
上表。

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。

截至2021年底，公司新增其他权益工具投
资，主要系根据最新会计准则重分类所致，主要
投向为大健康和金融领域。公司其他权益工具
投资情况见下表。

表 9 截至 2021 年底公司主要其他权益工具投资（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	作出指定的原因
中国银河证券股份有限公司	23743.81	21238.47	非交易性
上海云锋新创股权投资中心	11225.48	9404.02	非交易性
上海经颐投资中心	6766.15	6617.51	非交易性
前海股权投资基金	25398.71	26493.05	非交易性
杏树林	14938.45	13771.18	非交易性
PANTHEON D L.P.	1268.09	371.56	非交易性
珠海华润银行股份有限公司	17077.23	16439.52	非交易性
GLOBAL HEALTH SCIENCE	24683.73	23513.32	非交易性
SCC VENTURE VI 2018-BL.P.	1382.37	661.56	非交易性
SCC VENTURE VII 2018-CL.P.	17675.20	--	非交易性
Nextech V Oncology S.C.S. SICAV-SIF	2958.33	3066.73	非交易性
羿尊生物医药（上海）有限公司	3000.00	6000.00	非交易性
ELICIO THERAPEUTICS INC.	3262.45	3187.85	非交易性
CARIAMA THERAPEUTICS INC.	3262.29	3187.69	非交易性
北京绿竹生物技术股份有限公司	--	4194.40	非交易性
上海科恩泰生物医药科技有限公司	--	1200.00	非交易性
上海云锋新呈投资中心（有限合伙）	105094.65	97506.97	非交易性
深圳前海微众银行股份有限公司	63523.81	69329.61	非交易性
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	14165.81	13845.31	非交易性
深圳市小赢科技有限责任公司	7945.83	11685.03	非交易性
宁波梅山保税港区挚微股权投资合伙企业（有限合伙）	13082.00	13082.00	非交易性
国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	31959.11	25145.98	非交易性
上海麒麟投资中心（有限合伙）	9060.91	8860.29	非交易性
宁波保税区峰上揽月股权投资合伙企业（有限合伙）	4128.40	4884.40	非交易性
其他	10146.88	1691.38	非交易性
合计	415749.68	385377.83	--

注：上表 2020 年数据为 2021 年年初数
资料来源：公司财务报告

2019—2021 年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 66.60%。截至 2021 年底，公司长期股权投资较上年底增长 125.91%，主要系新增对天津同仁堂集团股份有限公司投资（7.52 亿元）所致。

2019—2021 年底，公司固定资产（合计）持续增长，年均复合增长 8.20%。截至 2021 年底，公司固定资产（合计）较上年底有所增长。固定资产主要由房屋及建筑物（占 48.91%）和机器设备（占 43.88%）构成，累计计提折旧 52.91 亿元；固定资产成新率 48.78%，成新率较低。

2019—2021 年底，公司无形资产持续下降，年均复合下降 2.16%。截至 2021 年底，公司无形资产较上年底小幅下降。公司无形资产主要由

土地使用权（占 11.80%）和采矿权（占 81.98%）构成，累计摊销 14.55 亿元，计提减值准备 0.13 亿元。

截至 2021 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 10 截至 2021 年底公司资产受限情况

项目	账面价值 （亿元）	受限原因	占资产总额比重 （%）
银行定期存款	0.30	预计持有到期	0.08
其他货币资金	0.12	信用证、银行承兑汇票及远期结汇保证金	0.03
应收票据	8.70	票据池业务，质押应收票据	2.28
合计	9.11	--	2.69

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 6 月底，公司合并资产总额

398.71亿元，较上年底增长4.35%。其中，流动资产占57.39%，非流动资产占42.61%。公司资产结构相对均衡，较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年底，随着未分配利润的增长，公司所有者权益有所增长。公司所有者权益中少数股东权益占比高，实收资本占比低，权益稳定性较弱。

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 9.21%。截至 2021 年底，公司所有者权益 222.90 亿元，较上年底增长 4.62%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.39%，少数股东权益占比为 69.61%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利

润分别占 1.18%、34.46%、0.98%和 62.72%。公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 6 月底，公司所有者权益 222.64 亿元，较上年底变化不大；所有者权益结构较上年底变化不大。归属母公司所有者权益中未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。

(2) 负债

2019—2021 年底，公司负债规模波动增加，以流动负债为主；公司债务有所增长，债务负担尚可，但债务以短期债务为主，面临一定集中偿付压力。

2019—2021 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 1.86%。截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 8.71%，以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 11 2019—2021 年底公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 6 月		年均复合增长率	2021 年同比增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动负债	106.09	69.14	113.64	77.60	120.53	75.71	119.30	67.76	6.59	6.06
短期借款	24.09	15.70	22.61	15.44	26.69	16.76	21.33	12.11	5.24	18.04
应付票据	7.41	4.83	10.88	7.43	15.82	9.94	16.01	9.09	46.16	45.47
应付账款	6.54	4.26	8.40	5.74	8.79	5.52	9.40	5.34	15.88	4.57
其他应付款（合计）	28.55	18.61	31.18	21.29	33.62	21.12	34.55	19.62	8.53	7.84
一年内到期的非流动负债	19.99	13.03	16.50	11.26	11.25	7.07	14.31	8.13	-24.99	-31.81
其他流动负债	11.00	7.17	14.00	9.56	13.81	8.68	13.95	7.92	12.06	-1.34
非流动负债	47.35	30.86	32.80	22.40	38.66	24.29	56.77	32.24	-9.64	17.89
长期借款	7.60	4.95	10.19	6.96	12.48	7.84	27.63	15.69	28.14	22.44
应付债券	26.42	17.22	8.99	6.14	12.23	7.68	15.20	8.64	-31.98	36.06
递延所得税负债	8.34	5.44	8.17	5.58	8.60	5.40	8.14	4.62	1.50	5.26
负债总额	153.44	100.00	146.44	100.00	159.20	100.00	176.07	100.00	1.86	8.71

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019—2021 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 6.59%。截至 2021 年底，公司流动负债较上年底有所增长，主要系应付票据增长所致。公司流动负债主要构成见上表。

2019—2021 年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长 5.24%。截至 2021 年底，公司短期借款较上年底有所增长，主要系运营资金需求增加所致，主要为信用借款（18.17 亿元）。

2019—2021 年底，公司应付票据持续增长，年均复合增长 46.16%。截至 2021 年底，公司应付票据较上年底大幅增长，主要系公司为减少资金占用，增加票据结算比例所致。

2019—2021 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 15.88%，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。截至 2021 年底，应付账款较上年底变化不大，应付

账款账龄以 1 年以内为主。

2019—2021 年底,公司其他应付款(合计)持续增长,年均复合增长 8.53%,主要系应付市场开发费及推广费增加所致。

2019—2021 年底,公司一年内到期的非流动负债持续下降,年均复合下降 24.99%;截至 2021 年底,公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券。

2019—2021 年底,公司其他流动负债波动增长,年均复合增长 12.06%。截至 2021 年底,公司其他流动负债主要为短期应付债券(13.66 亿元)。

2019—2021 年底,公司非流动负债波动下降,年均复合下降 9.64%。截至 2021 年底,公司非流动负债较上年底有所增长,主要系应付债券增加所致。

2019—2021 年底,公司长期借款持续增长,年均复合增长 28.14%。截至 2021 年底,公司长期借款较上年底有所增加,主要系丽珠集团新增长期借款所致;从期限分布看(含一年内到期的长期借款),2023 年到期的占 29.01%,2024 年到期的占 33.42%,2025 年及以后到期的占 37.58%,长期借款到期期限较为平均,集中偿付压力不大。

2019—2021 年底,公司应付债券波动下降,年均复合下降 31.98%。截至 2021 年底,公司应付债券有所增加,主要系公司为归还部分即将到期债券而提前发行债券所致。

2019—2021 年底,公司递延所得税负债波动增长,年均复合增长 1.50%。截至 2021 年底,公司递延所得税负债 8.60 亿元,较上年底增长 5.26%。

全部债务方面,2019—2021 年,公司全部债务波动下降,年均复合下降 2.25%。截至 2021 年底,公司全部债务较上年底增长 10.89%,主要系长期债务增加所致。债务结构方面,以短期债务为主。从债务指标来看,从债务指标来看,2019—2021 年,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均波动下降。公司债务负担尚可。

表 12 公司债务及相关指标情况(单位:亿元、%)

科目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 6 月底
短期债务	62.49	63.98	67.26	65.26
长期债务	34.02	19.18	24.95	43.06
全部债务	96.51	83.16	92.21	108.32
短期债务占全部债务比重	64.75	76.94	72.94	60.25
资产负债率	45.08	40.73	41.66	44.16
全部债务资本化比率	34.05	28.07	29.26	32.73
长期债务资本化比率	15.40	8.26	10.07	16.21

资料来源:公司财报,联合资信整理

截至 2022 年 6 月底,公司负债总额 176.07 亿元,较上年底增长 10.60%,主要系长期借款和应付债券增加所致。其中,流动负债占 67.76%,非流动负债占 32.24%。公司以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 6 月底,公司全部债务 108.32 亿元,较上年底增长 17.47%,主要系丽珠集团增加长期借款所致。债务结构方面,仍以短期债务为主。从债务指标来看,截至 2022 年 6 月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 2.50 个百分点、3.47 个百分点和 6.14 个百分点

4. 盈利能力

2019—2021 年,公司营业总收入保持增长,盈利能力强,利润主要来自营业利润。与同行业公司相比,公司盈利能力处于平均水平。

2019—2021 年,公司实现营业总收入、营业成本均持续增长;营业利润率变化不大。2021 年,公司利润总额有所波动。具体分析详见本报告“八、经营分析”。

从期间费用看,2019—2021 年,公司费用总额持续增长,主要系销售费用增加所致。2021 年,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 66.24%、14.40%、18.37%和 0.99%,以销售费用为主。2021 年,销售费用同比增长 25.70%,主要系随销售收入的增加而增加;研发费用同比增长 30.32%;财务费用同比下降 38.83%。2019—2021 年,公司

期间费用率²有所波动，公司费用控制能力尚可。

2019—2021 年，公司投资收益波动下降；2020 年，公司投资收益规模较大，主要系公司可供出售金融资产以及长期股权投资转让产生收益所致；2021 年，公司投资收益同比下降 81.45%，主要系将可供出售金融资产调整至其他权益工具投资核算后，相关公允价值变动计入其他综合收益，不再计入投资收益所致。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率波动增长。

表 13 2019—2021 年及 2022 年上半年公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
营业总收入	121.47	136.21	159.25	85.68
营业成本	44.54	49.88	57.22	30.56
费用总额	58.70	62.05	76.05	37.69
投资收益	1.95	4.12	0.76	0.52
利润总额	20.62	27.38	26.62	17.04
营业利润率	61.99	62.12	62.90	63.23
总资产收益率	7.32	8.70	8.32	--
净资产收益率	9.23	10.84	10.54	--

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 14 2021 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	47.08	6.38	9.17
人福医药	42.41	9.16	13.33
威高集团	48.77	6.11	8.49
百业源	63.38	8.36	10.84

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

2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 85.68 亿元，同比增长 9.21%；营业利润率为 63.23%，同比增长 0.03 个百分点，同比变化不大；利润总额 17.04 亿元，同比增长 5.31%。

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金净流入维持较大规模，受支付天津同仁堂股权对价款影响投资活动现金净流出规模有所扩大，筹资活动前现金流保持净流入，筹资活动所获资金主要用于偿还债务。

表 15 2019—2021 年及 2022 年上半年公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	136.29	144.93	170.65	97.75
经营活动现金流出小计	111.12	114.62	145.35	78.86
经营活动现金流量净额	25.16	30.31	25.30	18.89
投资活动现金流入小计	27.57	11.33	12.64	3.95
投资活动现金流出小计	16.91	13.56	26.12	7.86
投资活动现金流量净额	10.66	-2.23	-13.48	-3.91
筹资活动前现金流量净额	35.83	28.08	11.82	14.98
筹资活动现金流入小计	67.29	68.60	77.82	47.35
筹资活动现金流出小计	84.44	87.22	94.78	47.77
筹资活动现金流量净额	-17.15	-18.62	-16.96	-0.42
现金收入比	104.23	100.31	102.56	108.21

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2019—2021 年，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出均持续增加。综上，2021 年，公司经营活动现金净额波动增长。2019—2021 年，公司现金收入有所波动，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动下降；投资活动现金流出波动增长，主要系 2021 年公司支付受让天津同仁堂集团股份有限公司（以下简称“天津同仁堂”）股权对价款以及子公司新厂及车间建设投入增加所致。综上，2019—2021 年，公司投资活动现金由净流入转为净流出。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额持续净流入，经营活动现金流可以覆盖投资需求，融资压力不大。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入和筹资活动现金流出均持续增

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

长。综上，2019—2021 年，公司筹资活动现金持续净流出。

2022 年 1—6 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 18.89 亿元、-3.91 亿元和-0.42 亿元。

6. 偿债指标

2019—2021 年，公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标表现较强，间接融资渠道畅通，子公司健康元作为上市公司具备直接融资渠道，公司偿债能力指标仍属强。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	183.96	183.15	176.39
	速动比率 (%)	169.40	166.98	159.09
	经营现金/流动负债 (%)	23.72	26.67	20.99
	经营现金/短期债务 (倍)	0.40	0.47	0.38
	现金短期债务比 (倍)	2.30	2.36	2.21
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	31.00	37.14	37.23
	全部债务/EBITDA (倍)	3.11	2.24	2.48
	经营现金/全部债务 (倍)	0.26	0.36	0.27
	EBITDA/利息支出 (倍)	8.82	13.88	13.64
	经营现金/利息支出 (倍)	7.16	11.33	9.27

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年底，公司流动比率与速动比率均持续下降，公司流动资产对流动负债的保障程度较高，现金短期债务比波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度较高。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率和经营现金短期债务比均波动下降，经营现金对流动负债和短期债务保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 持续增加。从构成看，2021 年公司 EBITDA 主要由折旧 (占 15.74%)、摊销 (占 5.44%)、计入财务费用的利息支出 (占 7.33%)、利润总额 (占 71.50%) 构成。2019—2021 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 有所波动，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；经

营现金全部债务比和经营现金利息倍数均波动上升，经营现金对全部债务的覆盖程度一般，对利息支出的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2022 年 6 月底，公司对外担保 3.90 亿元。全部是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 3.90 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 3.50 亿元 (含 3.50 亿元) 的互保。

未决诉讼方面，截至 2022 年 6 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2022 年 6 月底，公司合并口径获得的银行授信额度为人民币 414.14 亿元，未使用额度为 316.75 亿元，间接融资渠道畅通。子公司健康元为 A 股上市公司，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，本部无业务收入；资产构成以其他应收款、其他权益工具投资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 2021 年底，母公司资产总额 60.89 亿元，较上年底下降 6.23%。其中，流动资产 34.67 亿元 (占 56.93%)，非流动资产 26.23 亿元 (占 43.07%)。从构成看，流动资产主要由货币资金 (占 24.27%)、其他应收款 (合计) (占 67.64%) 和其他流动资产 (占 7.39%) 构成；非流动资产主要由其他权益工具投资 (占 52.66%) 和长期股权投资 (占 44.31%) 构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 8.41 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 43.27 亿元，较上年底下降 14.26%。其中，流动负债 26.24

亿元（占 60.64%），非流动负债 17.03 亿元（占 39.36%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 5.72%）、一年内到期的非流动负债（占 39.38%）和其他流动负债（占 52.04%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 24.71%）、应付债券（占 71.78%）和递延所得税负债（占 3.51%）构成。母公司 2021 年底资产负债率为 71.06%，较 2020 年底下降 6.66 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 41.77 亿元。其中，短期债务占 60.66%、长期债务占 39.34%。截至 2021 年底，母公司短期债务为 25.34 亿元，存在一定短期偿付的债券偿付压力。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 70.33%，母公司债务负担重。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 17.62 亿元，较上年底增长 21.79%，主要系其他综合收益增加所致。在归属母公司所有者权益中，实收资本为 0.80 亿元（占 4.54%）、资本公积合计 2.30 亿元（占 13.05%）、未分配利润合计 12.69 亿元（占 72.02%）、盈余公积合计 0.41 亿元（占 2.35%）。

2021 年，公司本部无营业总收入，利润总额为 0.13 亿元。同期，母公司投资收益为 1.13 亿元，主要为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，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 1.71 亿元，投资活动现金流净额 5.49 亿元，筹资活动现金流净额-8.54 亿元。

截至 2021 年底，母公司资产占合并口径的 15.94%；母公司负债占合并口径的 27.18%；母公司所有者权益占合并口径的 7.91%；母公司全部债务占合并口径的 45.30%。2021 年，母公司利润总额占合并口径的 0.48%。

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。2019—2020 年，公司收到健康元现金分红金额分别为 1.57 亿元和 1.16 亿元，2021 年收到分红 1.21 亿元。

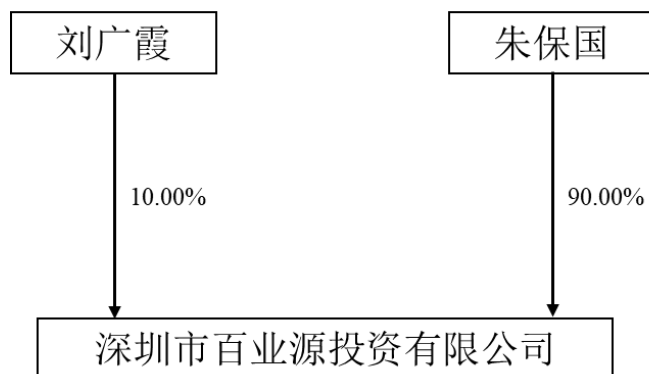
此外，母公司还持有部分较为优质的股权资产，包括深圳前海微众银行股份有限公司（账

面价值 6.93 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 0.94 亿元）持有较多优质股权资产。上述股权资产均未质押，流动性较强。

八、结论

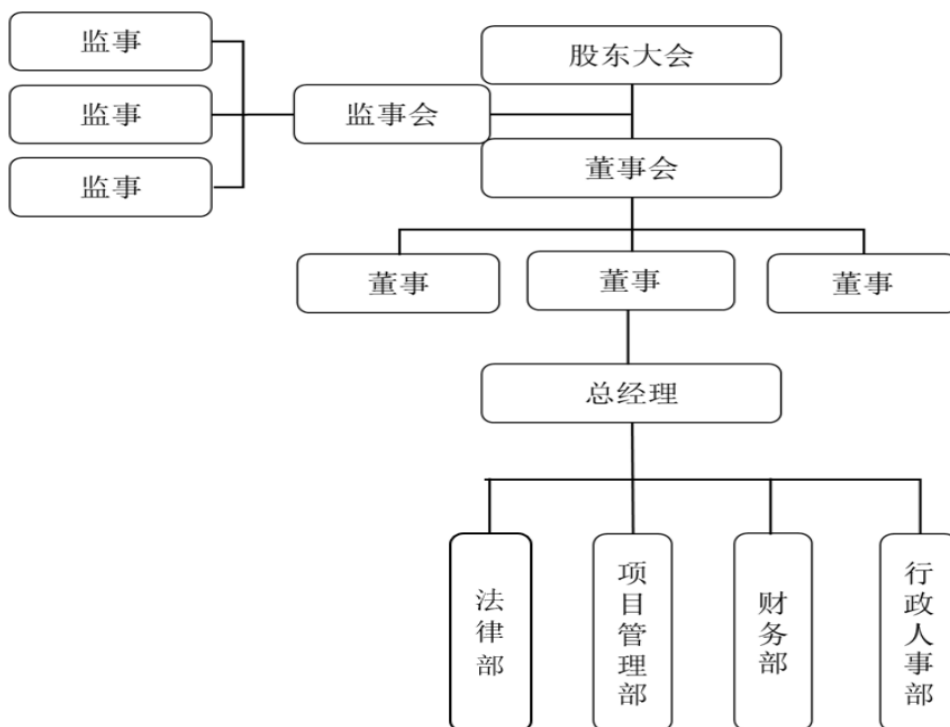
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 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 2022 年 6 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 2022 年 6 月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	46.95
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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	144.03	151.24	148.98	163.16
资产总额（亿元）	340.35	359.50	382.10	398.71
所有者权益（亿元）	186.91	213.06	222.90	222.64
短期债务（亿元）	62.49	63.98	67.26	65.26
长期债务（亿元）	34.02	19.18	24.95	43.06
全部债务（亿元）	96.51	83.16	92.21	108.32
营业总收入（亿元）	121.47	136.21	159.25	85.68
利润总额（亿元）	20.62	27.38	26.62	17.04
EBITDA（亿元）	31.00	37.14	37.23	--
经营性净现金流（亿元）	25.16	30.31	25.30	18.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.68	3.80	3.69	--
存货周转次数（次）	3.01	2.95	2.92	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.39	0.43	--
现金收入比（%）	104.23	100.31	102.56	108.21
营业利润率（%）	61.99	62.12	62.90	63.23
总资本收益率（%）	7.32	8.70	8.32	--
净资产收益率（%）	9.23	10.84	10.54	--
长期债务资本化比率（%）	15.40	8.26	10.07	16.21
全部债务资本化比率（%）	34.05	28.07	29.26	32.73
资产负债率（%）	45.08	40.73	41.66	44.16
流动比率（%）	183.96	183.15	176.39	191.80
速动比率（%）	169.40	166.98	159.09	172.87
经营现金流动负债比（%）	23.72	26.67	20.99	--
现金短期债务比（倍）	2.30	2.36	2.21	2.50
EBITDA 利息倍数（倍）	8.82	13.88	13.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.11	2.24	2.48	--

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. 2022 年 1-6 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
 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	15.13	11.82	8.64	15.03
资产总额（亿元）	75.35	64.94	60.89	67.13
所有者权益（亿元）	9.93	14.47	17.62	18.31
短期债务（亿元）	28.50	32.00	25.34	14.88
长期债务（亿元）	34.02	15.58	16.43	18.80
全部债务（亿元）	62.51	47.57	41.77	33.68
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.42	5.38	0.13	0.57
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	6.04	0.42	1.71	0.10
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（%）	0.34	7.31	0.73	--
净资产收益率（%）	2.46	31.34	2.45	--
长期债务资本化比率（%）	77.40	51.84	48.26	50.66
全部债务资本化比率（%）	86.29	76.68	70.33	64.79
资产负债率（%）	86.82	77.72	71.06	72.73
流动比率（%）	139.05	113.00	132.11	139.08
速动比率（%）	139.05	113.00	132.11	139.08
经营现金流动负债比（%）	19.24	1.19	6.52	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.37	0.34	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中数据不加特别说明均为合并口径；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. 2022 年 1-6 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及(附加)) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。