

信用评级公告

联合〔2023〕3745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

二〇二三年六月十四日

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：2023 年 6 月 14 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

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

- 产品结构和业务布局多元化，重点产品竞争实力较强。**公司产品覆盖化学制剂、生物制品、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、保健食品等多重领域。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。
- 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。**2022 年，公司研发费用 17.42 亿元，占营业总收入的比重为 10.16%。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。
- 母公司所持其他权益工具投资较为优质，流动性较好。**截至 2022 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等，以及通过一些产业基金间接持有较多优质资产，母公司股权类资产流动性较好。
- 子公司分红稳定，为母公司提供较为稳定的现金流。**2020—2021 年，公司收到健康元现金分红金额分别为 1.16 亿元和 1.21 亿元；2022 年，公司预计将收到健康元分红为 1.61 亿元。

分析师：蒲雅修 丁媛香

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

关注

1. **受医药行业政策影响，公司部分药品销售承压。**近年来，受医保控费、带量采购、限制辅助用药等政策影响，公司部分产品销售价格下降，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。**2022年，公司营业总收入为171.55亿元，其中健康元营业总收入为171.43亿元，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2022年底，公司所有者权益中少数股东权益占比为68.99%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比为64.39%，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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	151.24	148.98	178.88	185.34
资产总额（亿元）	359.50	382.10	428.26	439.58
所有者权益（亿元）	213.06	222.90	242.39	245.26
短期债务（亿元）	63.98	67.26	65.82	77.35
长期债务（亿元）	19.18	24.95	45.75	45.61
全部债务（亿元）	83.16	92.21	111.58	122.97
营业总收入（亿元）	136.21	159.25	171.55	45.62
利润总额（亿元）	27.38	26.62	32.10	9.87
EBITDA（亿元）	37.14	37.23	45.26	--
经营性净现金流（亿元）	30.31	25.30	39.61	2.34
营业利润率（%）	62.12	62.90	61.77	60.67
净资产收益率（%）	10.84	10.54	11.11	--
资产负债率（%）	40.73	41.66	43.40	44.21
全部债务资本化比率（%）	28.07	29.26	31.52	33.39
流动比率（%）	183.15	176.39	199.20	195.47
经营现金流动负债比（%）	26.67	20.99	31.37	--
现金短期债务比（倍）	2.36	2.21	2.72	2.40
EBITDA 利息倍数（倍）	13.88	13.64	15.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.24	2.48	2.47	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	64.94	60.89	61.97	68.90
所有者权益（亿元）	14.47	17.62	19.74	19.41
全部债务（亿元）	47.57	41.77	40.77	47.82
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	5.38	0.13	0.35	-0.33
资产负债率（%）	77.72	71.06	68.15	71.83
全部债务资本化比率（%）	76.68	70.33	67.38	71.13
流动比率（%）	113.00	132.11	123.47	104.45
经营现金流动负债比（%）	1.19	6.52	3.07	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中数据，除特别说明外，均指人民币；3. 2023 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

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	2022/09/29	蒲雅修 王兴龙	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	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 2023 年 6 月 14 日至 2024 年 6 月 13 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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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”或“百业源”）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 2023 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。

公司主营业务为医药产品的研发、生产及销售。产品涉及保健品、化学药品、生化药品、微生态制剂、中成药、化学原料药、诊断试剂等多个领域。

截至 2023 年 3 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 2022 年底，公司合并资产总额 428.26 亿元，所有者权益 242.39 亿元（含少数股东权益 167.22 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 171.55 亿元，利润总额 32.10 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 439.58 亿元，所有者权益 245.26 亿元（含少数股东权益 169.27 亿元）；2023 年 1—3 月，公

司实现营业总收入 45.62 亿元，利润总额 9.87 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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全

年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

三、行业分析

1. 医药行业概况

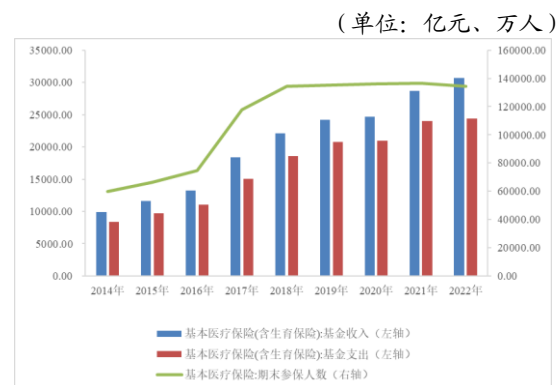
2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。2022 年，由于突发公共卫生事件和外部社会环境变动，医药制造业企业营业总收入和利润总额同比有所下降。

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 2022 年底，中国 65 周岁以上人口已达 2.10 亿，占总人口的 14.90%，较 2021 年底增加了 919 万，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，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。2022 年 1—11 月，医疗总诊疗人次增长缓慢。2022 年 1—11 月，我国医院累计总诊疗人次 36.1 亿人，同比下降 5.2%。

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

总收入为 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，主要系高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入 29288.5 亿元，同比增长 20.10%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.90%。2022 年，规模以上医药制造企业营业总收入为 29111.40 亿元，同比下降 1.60%；利润总额为 4288.70 亿元，同比下降 31.80%。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况



资料来源：Wind，联合资信整理

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影响。2021 年以来，中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。

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，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。2020 年以来，中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，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制

药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展。

表1 2020年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2020年1月	《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》	药品集中采购工作继续推进	2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大
2020年3月	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	明确了深化医保改革的目标、原则与方向	标志着新一轮医保改革开始。此后，一系列医保改革方案相继推出
2020年3月	国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》	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
2020年10月	联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统	医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购
2021年1月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
2021年2月	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》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有效性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	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》	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	医疗保障制度更加成熟定型，持续鼓励推进创新药发展，继续推进器械领域的带量采购
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》	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，并加大对其实行行为的监督。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	继续明确带量采购协议期满后的情况要求
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》	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种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	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
2022年3月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了11类共44项重大工程项目	鼓励中药发展
2022年4月	《关于做好支付方式管理子系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通	2022年4月开始选择部分省级医保信息平台进行测试，2022年6月底选择部分新开展DRG/DIP支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台DRG/DIP功能模块，	优化医保支付方式

	知》	力争2022年11月底前实现DRG/DIP功能模块在全国落地应用	
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	基本药物数量从520种增加到685种；药品集中带量采购改革形成常态化机制；强调以临床需求为导向的合理用药；推进药品使用监测和药品临床综合评价体系建设。鼓励创新，支持仿制，继续深化审评审批改革。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚	明确医药行业发展方向

资料来源：公开资料，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2022年底，医药制造业企业单位为8814家，较上年底增加477家；亏损企业1771家，较上年底增加194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，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中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。随着仿制药一致性评价的不断推进，国家医保局已经开展8批药品集中带量采购，前5批涉及品种234个，平均降幅52%~59%；第六批胰岛素专项集采42个产品中选，平均降幅48%；第七批集采60个品种中选，平均降幅48%。医保目录谈判方面，截至2022年11月底，我国一共进行了6轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药产品，平均降幅在40%~62%。但绝大多数创新药进入医保目录后，实现了以价换量，销售额大幅增长，以近2年纳入医保的阿美替尼、达格列净、信迪利单抗、安罗替尼来看，在纳入医保后，产品基本实现了快速放量，销售额提升明显。

表2 带量采购情况汇总

带量采购批次	时间	中选品种数量	平均降价幅度
第一批	2018年12月	25	52%
第二批	2020年1月	100	53%
第三批	2020年8月	55	53%
第四批	2021年2月	45	52%
第五批	2021年6月	61	56%
第六批 (胰岛素专项)	2021年11月	16	48%
第七批	2022年7月	60	48%
第八批	2023年3月	39	56%

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 行业展望

预计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。

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，2022 年 1—11 月，我国基本医疗保险（含生育保险）基金收入 2.66 万亿元，基本医疗保险（含生育保险）基金支出 2.13 万亿元。2022 年上海等部分地区常规医疗服务量有一定程度下降，医保基金支出增速放缓。

预计“控费”仍将为医药行业政策的主线，集采降价或将更加温和，未来可能不再唯低价中标。

2022 年 9 月 6 日，国家医保局发布《关于公示 2022 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整通过初步形式审查的药品及相关信息的公告》，共有 344 个品种通过初审，包括目录外药品 199 个，以及目录内药品 145 个，其中，抗肿瘤和免疫调节剂入围初审目录的数量最多（89 个）。截至目前，医保目录准入谈判已连续开展 4 次。医保目录已经建立了以一年为周期的灵活动态调整机制，临床价值显著的创新药品将更快调整进入目录，辅助用药和药物经济性较差的药品将被逐步调出，加快医保基金的腾笼换鸟。

集采方面，2022 年 9 月 3 日，国家医疗保障局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第 4955 号建议的答复》（以下简称“《答复》”）。《答复》指出，集采重点是将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围，采购价格方面或将更加温和，未来可能不

唯低价中标，部分品种中标价格有所上升。此外，“创新医疗器械暂不集采”。

预计未来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 14.2%。从新药审批数量来看，近年来创新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2019 年，受理国产 1 类新药注册申请 528 件，国产 1 类新药上市数量为 11 个；2020 年，受理 1 类新药注册申请 1062 件，国产 1 类新药上市数量为 14 个；2021 年，受理创新药¹注册申请 1886 件，同比增长 79.23%，国产 1 类新药上市数量为 26 个。

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拢和进入研发-上市的良好循环。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 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

¹ 包括按照现行《药品注册管理办法》注册分类中药、化药、生物制品 1 类和原《药品注册管理办法》注册分类中药 1-6 类、化

药 1.1 类、生物制品 1 类药品。

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行动人所持公司股份未质押。

截至2023年4月底，公司持有健康元股权比例为46.43%。其中已质押股份占公司所持股份的比例为8.45%。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2023年3月底，公司通过控股子公司健康元持有丽珠集团23.66%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17.46%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，其董事长和总经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。2022年，子公司健康元为2021年度中国化药企业TOP100排行榜前10名，“2022中国药品研发综合实力排行榜”百强企业。

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。2022年，公司妥布霉素吸入溶液获批上市，重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗（丽康）被成功纳入序贯加强免疫紧急使用，马来酸茛达特罗吸入粉雾剂、注射用艾普拉唑钠新适应症等申报生产，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、注射用阿立哌唑微球（1个月缓释）、重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体注射液、XYP-001等正在开展临床研究。公司注重药械组合研发，开发并获得两个产品获得二类医疗器械注册证及一个产品获得医疗器械备案证。同时，公司通过合作开发及许可引进等多种方式扩展技术和产品。2022年，公司授权引进了呼吸疾病领域、精神领域、消化道领域等多个项目，扩充了公司研发管线；合作项目取得阶段性进展，授权引进的XYP-001、阿塞那平透皮贴剂在国内获批临床。此外，公司在研产品成功出海，研发实力逐步得到海外市场的认可，改良新药妥布霉素吸入溶液正在与欧洲、东南亚等地客户开展对外技术授权的洽谈。

公司加强吸入制剂、辅助生殖、消化道、抗病毒等产品在境外的准入、产品注册及推广工作。公司重点产品注射用艾普拉唑钠及艾普拉唑肠溶片在印度尼西亚成功获批上市。注射用重组人绒毛膜促性腺激素正在积极开展海外注册相关工作，目前印尼、中南美5国、中亚2国、巴基斯坦等国的注册资料递交均已完成，其中塔吉克斯坦已获批上市。布地奈德吸入混悬液、吸入用复方异丙托溴铵溶液等产品正在菲律宾等国家开展注册。布地奈德吸入混悬液已经完成澳门注册，并完成了吸入制剂产品的第一次境外销售。原料药方面，2022年公司取得原料药及中间体品种的国际认证证书4个，分别为：EU

GMP 证书 1 个，认证品种为替考拉宁和盐酸万古霉素；CEP 证书 3 个，分别为莫昔克丁 CEP 证书、阿卡波糖 CEP 证书、妥布霉素 CEP 证书。

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 3 健康元和丽珠集团 2022 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	357.29	220.20	171.43	28.94
丽珠集团	248.65	149.36	126.30	19.56

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。

2020—2022 年，公司研发费用分别为 10.72 亿元、13.97 亿元和 17.42 亿元，占营业总收入的比重分别为 7.87%、8.77%和 10.16%。

截至 2022 年底，健康元及下属子公司有效申请专利总数 1084 项，其中国内发明专利 705 项；有效专利授权总数 804 项，其中国内发明专利 441 项；申请国外专利 74 项，其中授权 42 项。

表 4 截至 2022 年底公司重要储备产品概况

研发项目（含一致性评价项目）	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
马来酸茚达特罗吸入粉雾剂	马来酸茚达特罗吸入粉雾剂	化药 4 类	适用于成人慢性阻塞性肺疾病（COPD）（包括慢性支气管炎和肺气肿）患者维持性支气管扩张治疗以缓解症状	是	否	申报注册
丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液	丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液	化药 4 类	中、重度持续性哮喘患者的治疗	是	否	申报注册
富马酸福莫特罗吸入溶液	富马酸福莫特罗吸入溶液	化药 3 类	适用于慢性阻塞性肺疾病（COPD）患者支气管收缩的维持治疗，包括慢性支气管炎和肺气肿	是	否	申报注册
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	化药 4 类	以联合用药形式（支气管扩张剂和吸入皮质激素），用于可逆性阻塞性气道疾病的规则治疗，包括成人和儿童哮喘	是	否	临床阶段
XYP-001	XYP-001	化药 2.2；2.4 类	用于 IPF 治疗	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	化药 3 类	适用于支气管哮喘和慢性阻塞性肺病	是	否	临床阶段
富马酸福莫特罗吸入气雾剂	富马酸福莫特罗吸入气雾剂	化药 2.2 类	适用于支气管哮喘和慢性阻塞性肺病。	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
注射用醋酸曲普瑞林缓释微球（1 个月缓释）	注射用醋酸曲普瑞林微球	化药 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	申报注册
LZM012（IL-17A/F）	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 1 类	中至重度斑块型银屑病	是	否	临床阶段
布南色林	布南色林片	化药 4 类	精神分裂症	是	否	申报注册

资料来源：健康元年报

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2023年6月2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。

截至报告出具日期，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

5. 人员素质

公司高级管理人员专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置合理，符合生产企业特点。

截至2023年3月底，公司董事、高管及监事共8人。

公司董事长朱保国先生，1962年生，大学本科毕业；曾任河南新乡水性树脂研究所所长、河南省飞龙精细化学制品有限公司副董事长兼总经理；于1992年起历任公司总经理、副董事长、董事长；现任本公司董事长并兼任健康元公司及丽珠集团董事长。

截至2023年3月底，公司人员构成以生产人员为主，具体情况如下表所示。

表5 截至2023年3月底公司人员构成情况

统计项目	人数	占比（%）
专业结构		
生产人员	8308	59.42
销售人员	2585	18.49
技术人员	2096	14.99
财务人员	262	1.87
行政人员	731	5.23
教育程度		
博士	61	0.44
硕士	606	4.33
本科	3692	26.41
大专	3939	28.17
大专以下	5684	40.65
小计	13982	100.00

资料来源：公司提供

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。

公司设经理1名，由董事会聘任或者解聘，任期三年。总经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，以及公司章程和董事会授予的其他职权。

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

公司营业总收入主要来自药品(含制剂)，2020-2022年，公司营业总收入持续增长，综合毛利率水平较高。

公司以化学制剂药、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备，生物制品、保健食品，涉及消化道、促性激素、抗感染、呼吸系统和精神系统等领域。2020-2022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，主要系受非经常性损益影响所致。

表6 2020-2022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	2020年			2021年			2022年			收入年均增长率	2022年同比变化	
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率		金额	毛利率
药品(含制剂)	133.02	97.66	64.48	156.26	98.12	64.36	168.85	98.43	63.81	12.66	8.05	-0.55
保健品	1.47	1.08	69.01	1.15	0.72	70.78	1.21	0.71	61.87	-9.19	5.42	-8.91
煤炭及相关产品	0.86	0.63	17.48	0.02	0.01	55.81	0.00	0.00	--	--	--	-55.81
其他	0.85	0.63	-72.05	1.82	1.15	34.68	1.49	0.87	33.38	32.27	-18.29	-1.30
合计	136.21	100	63.38	159.25	100	64.07	171.55	100.00	62.95	12.22	7.72	-1.12

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，2020—2022年，公司收入主要来自药品（含试剂），主营业务十分突出。2020—2022年，公司药品（含试剂）业务收入持续增长，主要系一方面公司持续有新药上市，另一方面公司重点产品医院覆盖率持续提升所致；保健品收入波动下降，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。2022年，公司煤炭一期开采到期，二期开采许可证尚未办妥，该业务无收入。公司煤炭及相关产品和其他板块收入规模小，对营业总收入影响较小。

从毛利率来看，2020—2022年，公司药品（含试剂）毛利率变化不大；保健品毛利率波动下降。煤炭及相关产品规模小，对公司利润影响很小。综上，2020—2022年，公司综合毛利率变化不大。

2023年1—3月，公司实现营业总收入45.62亿元，利润总额9.87亿元，同比均变化不大。

2. 药品板块

公司药品板块产品主要包括化学制剂药、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、生物制品等，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，溶剂类原料，中药材，大环内酯类原料等。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，2022年，公司向前五大家供应商采购金额为48.48亿元，占药品板块（含试剂）采购总额17.24%，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，2022年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，除注射用醋酸亮丙瑞林微球外其他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（美洛培南注射剂）、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；霉酚酸生产线取得美国、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 2022 年底，公司拥有 700 多人的 OTC 销售队伍和 9700 多人的处方药销售队伍，营销网络遍及全国。公司产品覆盖 12000 家医院，40 多万家药店，公司与 600 多个一级经销商和 2300 多个二级经销商建立长期稳定的合作关系。

表 7 2020 - 2022 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)
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
2022 年	产量	3065.58	1873.59	2502.09	1866.33	151.98
	销量	3018.95	2011.01	2257.23	1956.16	151.94
	产销率 (%)	98.48	107.33	90.21	104.81	99.97

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，2020—2022 年，公司原料药 7-ACA 产销量持续上升，产销率维持在较高水平。制剂方面，2020—2022 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，除注射用醋酸亮丙瑞林微球外其他重点制剂产品产销量整体保持增长趋势。公司各产品产销率维持在较高水平。2022 年，公司重点产品注射用美罗培南纳入集采，产品价格大幅下降，未来对公司营业收入可能造成不利影响。

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。2022 年，公司诊断试剂及设备收入 7.23 亿元，同比变化不大。

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 2022 年底，公司诊断试剂及设备在研项目 86 项，处于临床阶段（含评价）的项目 1 项；技改项目共 15 项，其中注册变更 7 项。2022

年 11 月肺炎支原体 IgM 抗体检测试剂盒（化学发光法）、糖尿病四项相继获得注册证；层析平台血型卡三项于 2022 年 8 月获得注册证。此外，猴痘病毒核酸检测试剂盒（PCR-荧光探针法）、全自动多重免疫分析仪等 6 个项目陆续获得海外 CE 证书。

4. 生物制品

随着新药获批上市，2022 年公司生物制品收入大幅增长。在研药品进展顺利，未来能够为公司收入增加提供新的增长点。

公司生物制品经营主体为丽珠集团下属公司珠海市丽珠生物医药科技有限公司（以下简称“丽珠生物”）。丽珠生物主营业务涉及包括创新型单抗、单抗类似药、双特异性抗体、抗体偶联药物、CAR-T 细胞治疗等，产品覆盖肿瘤、自身免疫性疾病、疫苗等多个领域。2022 年，公司生物制品主要产品包括重组抗病毒融合蛋白疫苗、注射用鼠神经生长因子、双歧杆菌活菌胶囊、注射用重组人绒促性素等。2022 年，公司生物制品收入 4.08 亿元，同比大幅增长 80.94%，主要系新药上市放量销售所致。

疫苗领域，2022 年，丽珠生物完成了重组抗病毒融合蛋白疫苗（丽康）的附条件上市申报工作，6 月获批国内序贯加强免疫紧急使用，9 月正式被国家纳入免疫规划，现已在全国 20 余个省市用于加强针接种。自身免疫疾病领域，公司托珠单抗注射液（重组人源化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液）药品上市许可申请已获批准，适应症为类风湿关节炎。

在研产品方面，截至 2022 年底，公司注射用重组人绒促性素作为国内首仿品种于 2021 年获批上市并已进行销售，同时正在积极开展海外注册相关工作，印尼、中南美 5 国、中亚 2 国、巴基斯坦等国的注册资料递交均已完成，其中塔吉克斯坦已获批上市；重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液完成 II 期临床试验阶段，准备进入 III 期临床试验；司美格鲁肽注射液已获得临床试验批准，2022 年 12 月已启动首家 III 期临床中心。除推进临床期的项目之外，

丽珠生物还在双特异性抗体、NKT 细胞治疗等领域进行研发探索。

未来随着在研产品陆续获批上市，公司生物制品收入有望持续增加。

5. 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，2020—2022年，公司保健品销售波动持续下降。

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。2022 年，公司保健品收入 1.21 亿元，同比增长 5.42%。

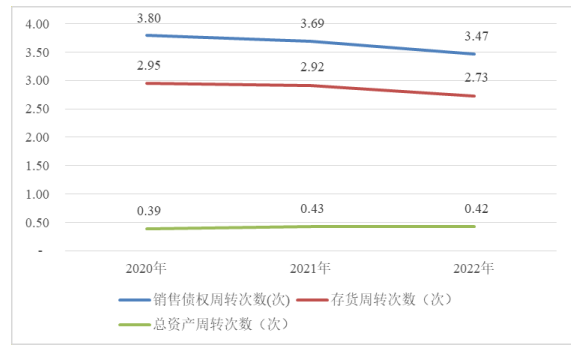
公司保健品的销售模式无变化。截至 2022 年底，公司已经在全国设立了 25 个省级分部，下属办事处 92 个，与各区域覆盖能力较好的经销商保持着长期的合作关系，形成稳定的战略联盟，共同发展。在合作一级经销商合计约 103 家，其中药线商业达 78 家，食线商业商超合计约 25 家，其下属二级商业及所覆盖药线食线终端约达到 15 万余家。容营销方面，公司重点布局社交媒体驱动如抖音、小红书和微信，与多位专业 KOL 进行合作，通过图文、短视频和直播等方式进行品牌和产品推广大提升品牌曝光，同时向外输出健康科普知识。在品牌营销方面，公司与行业协会、专业医生共同发布黄褐斑防治白皮书，进行科普教育，传递具有科学性的保健养生理念，建立专业的品牌形象和口碑。在渠道销售方面，公司在线下渠道保持原有的销售模式之外，重点布局了线上渠道天猫、京东和抖音来提升渠道的渗透率，进而提升品牌销售。

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。

6. 经营效率

公司经营效率尚可。

图 2 公司经营效率指标



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营效率指标看，2020—2022 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数持续下降；总资产周转次数波动增长。与同行业其他企业相比，公司经营效率尚可。

表 8 2022 年同行业公司经营效率对比（单位：次）

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	2.91	6.19	0.67
人福医药	3.85	3.13	0.63
威高集团	1.65	2.88	0.39
百业源	2.73	5.76	0.42

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

7. 未来发展

公司结合自身情况制定的发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。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，公司整体资金压力较小。

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。

在处方药营销方面，一方面公司将强化队伍建设及综合素质，扩充等级医院销售队伍以及 OTC 渠道销售队伍，同时以品牌建设为目标，全国提升营销团队实战能力和综合素质；另一方面强化终端资源聚焦力度，重点树立全国标杆地区、标杆医院、标杆销售团队，将二级以上重点医院纳入考核体系，加大覆盖率和达标率考核力度；三是在商务、生产、终端等各个环节

发力,提升市场占有率和品牌知名度;四是推进数字化营销平台建设和终端市场活动支持,线上线下有效结合,做好医生端和患者端的品牌深入认知工作;五是跟进国家医改相关政策,加强产品的上市后临床、药物经济学研究等工作,应对医保调整及集采落地。

在原料药与中间体市场营销与推广方面,公司将加强销售团队的建设,用好 OKR,强化目标管理;加深与全球战略客户合作,开发客户资源和维护合作伙伴关系,发挥公司品牌的优势,与战略合作伙伴建立长期、稳定、共赢的合作模式。公司将通过与国际一流的企业合作,在全球市场树立良好的品牌口碑。同时公司将密切关注汇率及市场行情变化,及时调整销售策略。公司宠物制剂吡虫啉莫昔克丁滴剂产品已于 2022 年上市。考虑到动物保健产品相关业务的特点及良好发展前景,健康元与丽珠集团共同投资设立合资公司,旨在整合双方在该领域的研发、生产、品牌推广、线上线下全渠道营销等领域的优势资源,加快动物保健领域业务布局与推广力度,有利于巩固及提升公司原有动物保健类原料药领域优势及业务综合竞争力,进入动物保健类制剂高速发展的消费市场。

保健食品营销方面,公司将会落实数字营销体系来提升线上渠道的销售,同时加强“线上+线下”协同联动来带动线下渠道的营销模式升级;线下渠道推进组织架构改革、渠道深度分销、

重点连锁的整合;线上渠道继续推进数字营销体系;在内容营销方面,扩大 KOL 合作的数量,扩大品牌的曝光度。在品牌营销和建设方面,深化与行业协会、专业论坛的合作,加强品牌的专业度建设。

研发创新的战略布局方面,公司将在现有的研发管线下,重点布局以下研发领域:①继续丰富吸入制剂的产品管线及布局。②复杂注射剂主要为微晶、脂质体类注射剂,临床应用前景广泛,技术壁垒较高。③新型给药装置,呼吸道治疗药物通常以药械组合来实现药物递送,呼吸道给药装置的结构复杂,对结构设计、性能和质量控制等方面均有较高要求。公司将结合多个呼吸道疾病治疗药物的研发进度,开发配套的给药装置,完善吸入制剂的产业链配套,提高未来上市产品的附加值和核心竞争力。除了自主研发外,公司将持续关注前沿技术,不断加强外部合作,在全球市场积极开展创新业务合作模式,通过授权引进、合作开发等多种方式,积极寻求前沿技术和产品国际化布局机会,并聚焦公司优势领域,实现产品迭代及技术平台的建设,完善核心、优势领域的产品梯队建设,进而实现可持续发展。

截至 2023 年 3 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,整体资本支出压力较小。

表 9 截至 2023 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 2023 年 3 月底已投金额	未来资金投入计划	
					2023 年	2024 年
坪山项目一期	2012—2023 年	10.37	自有资金+募集资金	11.00	1.06	--
坪山项目二期	2022—2024 年	1.81	自有资金+募集资金	0.93	0.50	0.69
光大新厂项目-光大公司	2019—2023 年	6.46	自有资金	4.30	1.31	0.36
石角新厂项目-新北江公司	2019—2023 年	3.77	自有资金+募集资金	3.03	0.35	0.10
药厂车间项目+P06 建设项目+P09 建设项目+冻干粉车间项目	2019—2023 年	9.91	自有资金+募集资金	7.29	1.13	0.15
微球车间建设项目	2017—2022 年	2.62	自有资金+募集资金	2.14	0.14	0.10
福兴公司一期、二期项目	2018—2022 年	3.78	自有资金	3.57	0.20	--
合计	--	38.73	--	32.25	4.70	1.40

注: 1. 微球车间建设项目,福兴公司一期、二期项目原定于 2022 年完成建设,因突发公共事件等原因有所拖延; 2. 按照项目进度与建设情况,项目实际投入和计划投资总额存在差异
资料来源:公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020—2022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2023年一季报未经审计。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的要求进行编制。

合并范围方面,2021—2022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2022年底,公司合并资产总额428.26亿元,所有者权益242.39亿元(含少数股东权益167.22亿元);2022年,公司实现营业总收入171.55亿元,利润总额32.10亿元。

截至2023年3月底,公司合并资产总额439.58亿元,所有者权益245.26亿元(含少数股东权益169.27亿元);2023年1—3月,公司实现营业总收入45.62亿元,利润总额9.87亿元。

2. 资产质量

2020—2022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,资产流动性很好。

2020—2022年底,公司资产规模持续增长。截至2022年底,公司合并资产总额较上年底增长12.08%,主要系流动资产增加所致。公司资产结构相对均衡,资产结构较上年底变化不大。公司资产主要构成见下表。

表10 2020—2022年底及2023年3月底公司主要资产构成情况(单位:亿元)

科目	2020年		2021年		2022年		2023年3月		年均复合增长率(%)	2022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	208.14	57.90	212.60	55.64	251.54	58.73	262.49	59.71	9.93	18.31
货币资金	132.74	36.92	125.76	32.91	156.82	36.62	161.08	36.64	8.69	24.70
应收票据	13.51	3.76	19.78	5.18	19.60	4.58	22.03	5.01	20.46	-0.93
应收账款	24.52	6.82	28.56	7.47	31.05	7.25	32.60	7.42	12.52	8.71
存货	18.37	5.11	20.84	5.46	25.67	5.99	27.96	6.36	18.20	23.16
非流动资产	151.36	42.10	169.49	44.36	176.73	41.27	177.09	40.29	8.05	4.27
其他权益工具投资	0.00	0.00	38.54	10.09	36.74	8.58	36.01	8.19	--	-4.66
固定资产(合计)	47.12	13.11	51.54	13.49	55.61	12.99	55.23	12.56	8.63	7.91
无形资产	27.97	7.78	26.85	7.03	29.29	6.84	29.34	6.67	2.33	9.09
资产总额	359.50	100.00	382.10	100.00	428.26	100.00	439.58	100.00	9.15	12.08

资料来源:公司财报,联合资信整理

(1) 流动资产

2020—2022年底,流动资产规模持续增长。截至2022年底,流动资产较上年底增长18.31%,主要系货币资金增加所致。

2020—2022年底,公司货币资金波动增长。截至2022年底,公司货币资金较上年底增长24.70%,主要系银行借款增加所致。货币资金中有0.14亿元受限资金,受限比例为0.01%,主要为保证金。

2020—2022年底,公司应收票据波动增长。截至2022年底,公司应收票据较上年底变化不

大。公司应收票据全部为银行承兑汇票。

2020—2022年底,公司应收账款持续增长。截至2022年底,公司应收账款账面价值较上年底增长8.71%,主要系营业总收入增加所致。应收账款账龄以1年以内为主,累计计提坏账0.74亿元;应收账款前五大欠款方合计金额为3.81亿元,占比为11.97%,集中度低。

2020—2022年底,公司存货持续增长,年均复合增长18.20%。截至2022年底,公司存货较上年底增长23.16%,主要系公司药品下游需求增加,公司增加生产备货所致。存货主要由原材

料(占23.70%)、在产品及自制半成品(占22.74%)和产成品及库存商品(占43.49%)构成,累计计提跌价准备1.38亿元,计提比例为5.07%。

2020—2022年末,公司其他应收款(合计)波动下降,年均复合下降3.12%。截至2022年底,公司其他应收款(合计)7.53亿元,较上年底增长6.18%,主要系关联企业往来款增加所致。公司其他应收款前五名金额(余额)合计6.72亿元,占其他应收款余额的83.49%。其中深圳市鑫荣源发展有限公司款项系公司出售深圳市世纪星源运输实业有限公司(以下简称“世纪星源”)时产生的应收股权债权转让款,公司将持续积极沟通催收;深圳市源兴兴源投资有限公司(以下简称“源兴兴源”)欠款主要为关联方拆借款,目前待回收款项2.35亿元。截至2022年底鑫荣源与源兴兴源的其他应收款合计待回收金额5.50亿元,占公司总资产的1.28%,未回收款项占比较小且公司已安排专人负责催收,该事项不会对发行人偿债能力产生重大不利影响。实际控制人朱保国先生的款项为深圳市小赢科技有限

责任公司股权回购产生,截至2023年3月底,该款项已收回。

表 11 截至 2022 年底公司其他应收款前 5 名明细

单位名称	款项性质	账面余额(亿元)	账龄	占比(%)
深圳市鑫荣源发展有限公司	关联往来款	3.15	5 年以上	39.11
深圳市源兴兴源发展有限公司	关联往来款	2.35	5 年以上	29.20
朱保国	关联往来款	0.78	1 年以内	9.73
深圳市健康阿鹿信息科技有限公司	关联往来款	0.26	2-5 年以上	3.22
华夏证券股份有限公司	国债及保证金	0.18	5 年以上	2.23
合计	--	6.72	--	83.49

资料来源:公司财报

(2) 非流动资产

2020—2022 年底,公司非流动资产规模持续增长。截至 2022 年底,公司非流动资产较上年底变化不大。

截至 2022 年底,公司其他权益工具投资较上年底下降 4.66%,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 12 截至 2022 年底公司主要其他权益工具投资(单位:亿元)

项目	2021 年	2022 年	作出指定的原因
中国银河证券股份有限公司	2.12	--	非交易性
上海云锋新创股权投资中心	0.94	0.68	非交易性
上海经颐投资中心	0.66	0.74	非交易性
前海股权投资基金	2.65	2.43	非交易性
杏树林	1.38	1.21	非交易性
PANTHEON D, L.P.	0.04	0.06	非交易性
珠海华润银行股份有限公司	1.64	1.58	非交易性
GLOBAL HEALTH SCIENCE	2.35	2.72	非交易性
Nextech V Oncology S.C.S., SICAV-SIF	0.31	0.24	非交易性
羿尊生物医药(上海)有限公司	0.60	0.31	非交易性
ELICIO THERAPEUTICS, INC.	0.32	0.35	非交易性
CARIAMA THERAPEUTICS INC.	0.32	0.35	非交易性
北京绿竹生物技术股份有限公司	0.42	0.54	非交易性
上海科恩泰生物医药科技有限公司	0.12	0.12	非交易性
上海云锋新呈投资中心(有限合伙)	9.75	8.97	非交易性
深圳前海微众银行股份有限公司	6.93	9.93	非交易性
上海众付股权投资管理中心(有限合伙)	1.38	1.55	非交易性
深圳市小赢科技有限责任公司	1.17	--	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)	1.31	1.31	非交易性
国开博裕二期(上海)股权投资合伙企业(有限合伙)	2.51	1.83	非交易性

上海麒鸿投资中心（有限合伙）	0.89	0.96	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）	0.49	0.25	非交易性
其他	0.24	0.64	非交易性
合 计	38.54	36.74	--

资料来源：公司财报

2020—2022 年底，公司固定资产（合计）持续增长。截至 2022 年底，公司固定资产（合计）较上年底增长 7.91%，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 47.99%）和机器设备（占 45.28%）构成，累计计提折旧 58.09 亿元；固定资产成新率 64.38%，成新率一般。

2020—2022 年底，公司无形资产波动增长。截至 2022 年底，公司无形资产较上年底增长 9.09%，主要系专有技术增加所致。公司无形资产主要由专有技术（占 15.61%）、地使用权（占 11.44%）和采矿权（占 71.73%）构成，累计摊销 17.46 亿元，计提减值准备 0.15 亿元。

截至2022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 13 截至 2022 年底公司资产受限情况

项目	账面价值 (亿元)	占比 (%)	受限原因
货币资金	0.01	0.003	信用证、银行承兑汇票及远期结汇保证金
应收票据	4.70	1.10	票据池业务，质押应收票据
合计	4.71	1.10	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底变化不大。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020—2022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。

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 6.66%。截至 2022 年底，公司所有者权益 242.39 亿元，较上年底增长 8.74%，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 31.01%，少数股东权益占比为 68.99%。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 1.06%、30.34%、3.61%和 64.39%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 245.26 亿元，较上年底增长 1.18%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.98%，少数股东权益占比为 69.02%。所有者权益结构变化不大，权益结构稳定性较弱。

(2) 负债

2020—2022 年底，公司负债规模持续增加，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。

2020—2022 年底，公司负债规模持续增长。截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 16.76%，主要系非流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。公司负债结构详见下表。

表 14 2020—2022 年底公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 3 月		年均复合增长率 (%)	2022 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	113.64	77.60	120.53	75.71	126.27	67.94	134.29	69.11	5.41	4.76
短期借款	22.61	15.44	26.69	16.76	22.76	12.25	22.49	11.57	0.34	-14.71
应付票据	10.88	7.43	15.82	9.94	16.36	8.80	16.59	8.54	22.63	3.38

应付账款	8.40	5.74	8.79	5.52	9.51	5.11	10.51	5.41	6.37	8.19
其他应付款（合计）	31.18	21.29	33.62	21.12	37.26	20.05	36.82	18.95	9.31	10.81
一年内到期的非流动负债	16.50	11.26	11.25	7.07	14.07	7.57	18.22	9.38	-7.63	25.10
其他流动负债	14.00	9.56	13.81	8.68	13.63	7.33	21.10	10.86	-1.32	-1.30
非流动负债	32.80	22.40	38.66	24.29	59.60	32.06	60.03	30.89	34.80	54.14
长期借款	10.19	6.96	12.48	7.84	35.30	18.99	39.26	20.20	86.14	182.97
应付债券	8.99	6.14	12.23	7.68	10.22	5.50	6.15	3.17	6.62	-16.44
负债总额	146.44	100.00	159.20	100.00	185.87	100.00	194.32	100.00	12.66	16.76

资料来源：公司财报，联合资信整理

2020—2022 年底，公司流动负债持续增长。截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 4.76%，主要系其他应付款（合计）增加所致。

2020—2022 年底，公司短期借款波动增长。截至 2022 年底，公司短期借款较上年底下降 14.71%，主要系运营资金需求减少所致，主要为信用借款（22.40 亿元）。

2020—2022 年底，公司应付票据持续增长。截至 2022 年底，公司应付票据较上年底增长 3.38%，主要系公司为减少资金占用，增加票据结算比例所致。

2020—2022 年底，公司应付账款持续增长。截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 8.19%，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。应付账款账龄以 1 年以内为主。

2020—2022 年底，公司其他应付款（合计）持续增长。截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）较上年底增长 10.81%，主要系应付市场开发费及推广费增加所致。

2020—2022 年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 25.10%，主要为一年内到期的应付债券。

2020—2022 年底，公司其他流动负债持续下降。截至 2022 年底，公司其他流动负债较上年底变化不大，主要为短期应付债券（12.62 亿元）。

2020—2022 年底，公司非流动负债持续增长。截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 54.14%，主要系长期借款增加所致。

2020—2022 年底，公司长期借款持续增长。

截至 2022 年底，公司长期借款较上年底增长 182.97%，主要系丽珠集团项目贷款增加所致；从期限分布看，1~2 年到期的占 15.48%，2~3 年到期的占 79.66%，3 年及以上到期的占 4.86%，存在一定集中偿付压力。

2020—2022 年底，公司应付债券波动增长。截至 2022 年底，公司应付债券较上年底下降 16.44%。

全部债务方面，2020—2022 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 15.83%。截至 2022 年底，公司全部债务较上年底增长 21.00%。债务结构方面，短期债务占 58.99%，长期债务占 41.01%，结构相对均衡。从债务指标来看，2020—2022 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持续增长。公司债务负担尚可。

表 15 公司债务及相关指标情况（单位：亿元）

科目	2020 年底	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期债务	63.98	67.26	65.82	77.35
长期债务	19.18	24.95	45.75	45.61
全部债务	83.16	92.21	111.58	122.97
短期债务占全部债务比重（%）	76.94	72.94	58.99	62.91
资产负债率（%）	40.73	41.66	43.40	44.21
全部债务资本化比率（%）	28.07	29.26	31.52	33.39
长期债务资本化比率（%）	8.26	10.07	15.88	15.68

资料来源：公司财报，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 194.32 亿元，较上年底增长 4.55%。其中，流动负债占 69.11%，非流动负债占 30.89%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 122.97 亿元，较上年底增长 10.21%，债务结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020—2022 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，公司盈利能力处于中上水平。

2020—2022 年，公司营业总收入、营业成本持续增长；营业利润率变化不大；公司利润总额波动上升。具体分析详见本报告“六、经营分析”。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额波动增长。2022 年，公司费用总额为 75.25 亿元，变化不大。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 65.89%、13.86%、23.15%和-2.90%，以销售费用和研发费用为主。2022 年，研发费用同比增长 24.69%，主要系公司加大研发投入所致。2020—2022 年，公司期间费用率分别为 45.56%、47.76%和 43.87%。

2020—2022 年，公司投资收益持续下降；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 年和 2022 年，公司投资收益均较 2020 年大幅下降，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，2020—2022 年，公司总资产收益率和净资产收益率波动增长。

表 16 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	136.21	159.25	171.55	45.62
营业成本	49.88	57.22	63.56	17.39
费用总额	62.05	76.05	75.25	18.36
其中：销售费用	40.08	50.38	49.59	12.22
管理费用	10.03	10.95	10.43	2.18
研发费用	10.72	13.97	17.42	3.81

财务费用	1.23	0.75	-2.18	0.15
投资收益	4.12	0.76	0.74	0.42
利润总额	27.38	26.62	32.10	9.87
营业利润率（%）	62.12	62.90	61.77	60.67
总资产收益率（%）	8.70	8.32	8.45	--
净资产收益率（%）	10.84	10.54	11.11	--

资料来源：公司财报，联合资信整理

与所选公司比较，公司整体盈利能力处于中上水平。

表 17 2022 年同行业公司盈利情况对比

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	38.08	5.56	7.14
人福医药	43.53	10.83	17.12
威高集团	42.02	4.74	6.55
百业源	62.95	8.19	11.11

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

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 45.62 亿元，同比下降 2.06%，同比变化不大；营业利润率为 60.67%，同比下降 3.60 个百分点；利润总额 9.87 亿元，同比下降 1.08%，同比变化不大。

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金净流入维持较大规模，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 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	144.93	170.65	195.89	46.19
经营活动现金流出小计	114.62	145.35	156.28	43.84
经营活动现金流量净额	30.31	25.30	39.61	2.34
投资活动现金流入小计	11.33	12.64	6.57	4.94
投资活动现金流出小计	13.56	26.12	27.32	4.66
投资活动现金流量净额	-2.23	-13.48	-20.75	0.28
筹资活动前现金流量净额	28.08	11.82	18.86	2.62
筹资活动现金流入小计	68.60	77.82	89.26	21.00
筹资活动现金流出小计	87.22	94.78	84.94	15.28
筹资活动现金流量净额	-18.62	-16.96	4.33	5.71
现金收入比（%）	100.31	102.56	108.59	95.77

资料来源：公司财报，联合资信整理

从经营活动来看，2020—2022 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，2020—2022 年，公司经营活动现金净额波动增长。2020—2022 年，公司现金收入比持续上升，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动下降；投资活动现金流出持续增长，其中 2021 年主要为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，2022 年主要为厂房固定资产投资和购买大额存单。综上，2020—2022 年，公司投资活动现金净流出规模持续扩大。

2020—2022 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，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入持续增长，筹资活动现金流出波动下降。综上，2020—2022 年，公司筹资活动现金由净流出转为净流入。

2023 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 2.34 亿元、0.28 亿元和 4.33 亿元。

6. 偿债指标

2020—2022 年，公司短期偿债能力指标表现强，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，公司偿债能力指标表现强。

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	183.15	176.39	199.20
	速动比率（%）	166.98	159.09	178.87
	经营现金/流动负债（%）	26.67	20.99	31.37
	经营现金/短期债务（倍）	0.47	0.38	0.60
	现金短期债务比（倍）	2.36	2.21	2.72
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	37.14	37.23	45.26
	全部债务/EBITDA（倍）	2.24	2.48	2.47
	经营现金/全部债务（倍）	0.36	0.27	0.36

债能力	EBITDA/利息支出（倍）	13.88	13.64	15.19
	经营现金/利息支出（倍）	11.33	9.27	13.30

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，2020—2022 年底，公司流动比率与速动比率均波动增长，公司流动资产对流动负债的保障程度较高；经营现金流动负债比率波动增长，经营现金短期债务比波动增长，经营现金对流动负债和短期债务保障程度强；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。

从长期偿债能力指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 持续增长。从构成看，2022 年公司 EBITDA 主要由折旧（占 14.73%）、摊销（占 7.78%）、计入财务费用的利息支出（占 6.58%）、利润总额（占 70.91%）构成。2019—2021 年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 波动上升，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增长，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 2023 年 3 月底，公司对外担保 4.03 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 3.78 亿元，为确保担保贷款安全，健康元对金冠电力的担保均由金冠电力以其自有资产提供反担保，并承诺在健康元认为必要时，无条件为健康元或其指定的控股子公司提供总额度不高于人民币 4.50 亿元（含 4.50 亿元）的互保。公司本部对世纪星源贷款担保 0.25 亿元。

未决诉讼方面，截至 2023 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2023 年 3 月底，公司合并口径获得的银行授信额度为人民币 453.64 亿元，未使用额度为 386.59 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. 公司本部财务分析

公司本部为投资控股型企业，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。公司本部及实际控制人所持金融资产较为优质，能够为公司本部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 2022 年底，公司本部资产总额 61.97 亿元，较上年底增长 1.76%，较上年底变化不大。其中，流动资产 34.43 亿元（占 55.56%），非流动资产 27.54 亿元（占 44.44%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 25.22%）、其他应收款（合计）（占 66.70%）和其他流动资产（占 7.44%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 54.04%）和长期股权投资（占 42.20%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 8.68 亿元。此外，公司本部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 9.93 亿元）的股权。上述股权资产均未质押，流动性较强。

表 20 截至 2022 年底公司本部其他权益投资情况

项目	金额 (亿元)
深圳前海微众银行股份有限公司	9.93
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.55
宁波梅山保税港区挚微股权投资合伙企业（有限合伙）	1.31
国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	1.83
宁波保税区峰上揽月股权投资合伙企业（有限合伙）	0.25
其他	0.02
合计	14.88

资料来源：公司财报

截至 2022 年底，公司本部负债总额 42.23 亿元，较上年底下降 2.41%。其中，流动负债 27.89 亿元（占 66.03%），非流动负债 14.34 亿元（占 33.97%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 5.38%）、一年内到期的非流动负债（占 48.21%）、其他流动负债（占 45.25%）和其他流动负债（占 45.25%）构成；非流动负

债主要由长期借款（占 20.88%）、应付债券（占 71.21%）、递延所得税负债（占 7.90%）构成。公司本部 2022 年底资产负债率为 68.15%，较 2021 年底下降 2.91 个百分点。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 40.77 亿元。其中，短期债务占 67.60%、长期债务占 32.40%。截至 2022 年底，公司本部短期债务为 27.56 亿元，存在短期偿付压力。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 67.38%，公司本部债务负担重。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 19.74 亿元，较上年底增长 12.00%。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为 0.80 亿元（占 4.05%）、资本公积合计 2.30 亿元（占 11.65%）、未分配利润合计 12.86 亿元（占 65.16%）、盈余公积合计 0.41 亿元（占 2.10%）。

2022 年，公司本部无营业总收入，利润总额为 0.35 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.35 亿元，主要为公司本部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公司本部利润产生一定影响。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 0.86 亿元，投资活动现金流净额 1.61 亿元，筹资活动现金流净额-2.20 亿元。

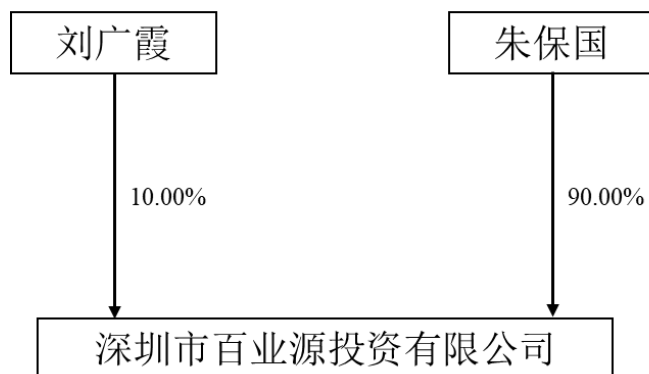
截至 2022 年底，公司本部资产占合并口径的 14.47%；公司本部负债占合并口径的 22.72%，公司本部全部债务占合并口径的 36.54%；公司本部所有者权益占合并口径的 8.14%。2022 年，公司本部利润总额占合并口径的 1.09%。

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。2020—2021 年，公司收到健康元现金分红金额分别为 1.16 亿元和 1.21 亿元，2022 年公司将收到分红 1.61 亿元。

八、结论

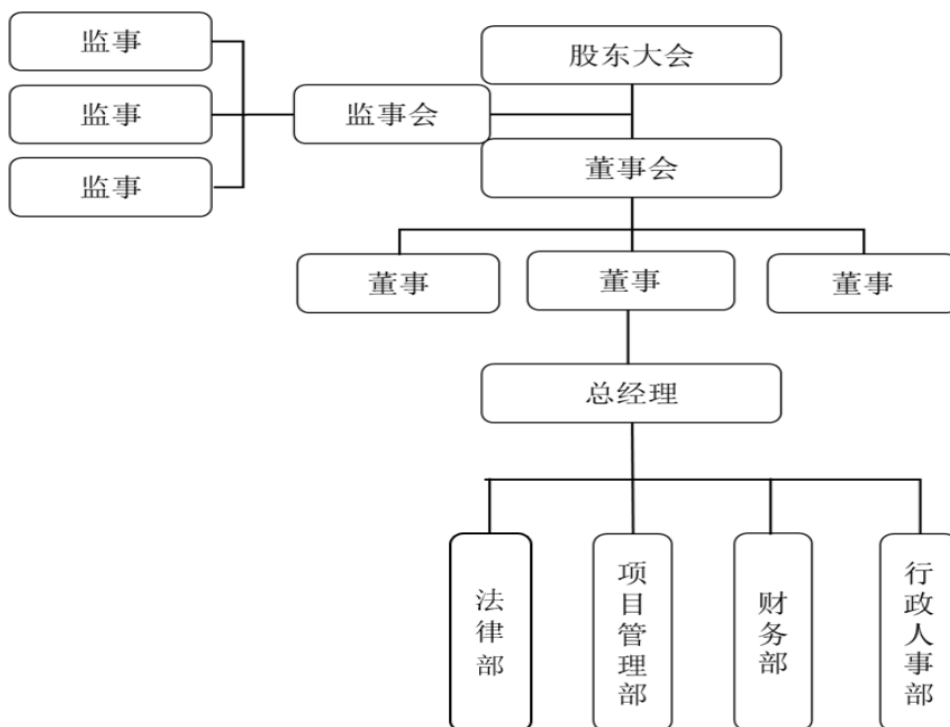
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2023 年 3 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	19.29	46.43
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：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	151.24	148.98	178.88	185.34
资产总额（亿元）	359.50	382.10	428.26	439.58
所有者权益（亿元）	213.06	222.90	242.39	245.26
短期债务（亿元）	63.98	67.26	65.82	77.35
长期债务（亿元）	19.18	24.95	45.75	45.61
全部债务（亿元）	83.16	92.21	111.58	122.97
营业总收入（亿元）	136.21	159.25	171.55	45.62
利润总额（亿元）	27.38	26.62	32.10	9.87
EBITDA（亿元）	37.14	37.23	45.26	--
经营性净现金流（亿元）	30.31	25.30	39.61	2.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.80	3.69	3.47	--
存货周转次数（次）	2.95	2.92	2.73	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.43	0.42	--
现金收入比（%）	100.31	102.56	108.59	95.77
营业利润率（%）	62.12	62.90	61.77	60.67
总资本收益率（%）	8.70	8.32	8.45	--
净资产收益率（%）	10.84	10.54	11.11	--
长期债务资本化比率（%）	8.26	10.07	15.88	15.68
全部债务资本化比率（%）	28.07	29.26	31.52	33.39
资产负债率（%）	40.73	41.66	43.40	44.21
流动比率（%）	183.15	176.39	199.20	195.47
速动比率（%）	166.98	159.09	178.87	174.65
经营现金流动负债比（%）	26.67	20.99	31.37	--
现金短期债务比（倍）	2.36	2.21	2.72	2.40
EBITDA 利息倍数（倍）	13.88	13.64	15.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.24	2.48	2.47	--

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. 2023 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
 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.82	8.64	8.89	16.59
资产总额（亿元）	64.94	60.89	61.97	68.90
所有者权益（亿元）	14.47	17.62	19.74	19.41
短期债务（亿元）	32.00	25.34	27.56	39.07
长期债务（亿元）	15.58	16.43	13.21	8.75
全部债务（亿元）	47.57	41.77	40.77	47.82
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	5.38	0.13	0.35	-0.33
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.42	1.71	0.86	0.23
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（%）	7.31	0.73	1.30	--
净资产收益率（%）	31.34	2.45	4.00	--
长期债务资本化比率（%）	51.84	48.26	40.10	31.06
全部债务资本化比率（%）	76.68	70.33	67.38	71.13
资产负债率（%）	77.72	71.06	68.15	71.83
流动比率（%）	113.00	132.11	123.47	104.45
速动比率（%）	113.00	132.11	123.47	104.45
经营现金流动负债比（%）	1.19	6.52	3.07	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.34	0.32	0.42
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. 2023 年 1-3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中有息负债以计入短期债务及其相关计算指标

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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。