

深圳市百业源投资有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5986号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市百业源投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，维持“24 百业源 MTN001”“24 百业源 MTN002”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

二〇二五年七月二日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

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

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
深圳市百业源投资有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/07/02
24 百业源 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	
24 百业源 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，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”）和健康元子公司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，丽珠集团在 2024 年中国医药市场药企排行榜（化药）TOP100 中排名居前。从合并层面看，公司资产流动性好，货币资金规模大；债务负担尚可但以短期债务为主；利润主要来自主营业务，盈利能力强；偿债能力指标表现强。但公司作为投资控股型企业，所有者权益中少数股东权益占比高，权益稳定性较弱；本部层面无业务收入，除持有健康元股权外，同时进行部分股权投资，持有包括深圳前海微众银行股份有限公司股权在内的优质股权资产，本部盈利依赖投资收益，其中子公司健康元现金分红稳定；公司本部债务短期债务占比高，短期债务偿还对再融资存在一定依赖，需关注公司本部的集中偿债压力。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“24 百业源 MTN001”和“24 百业源 MTN002”保障能力很强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着集中带量采购和医保谈判等政策的进一步推进，公司部分产品收入面临一定下行压力。考虑到公司在研产品的陆续上市销售以及控费力度的不断加大，公司整体经营情况有望保持稳定。本部口径债务负担偏重，但子公司分红稳定，且本部持有较为优质的其他权益工具资产，对公司本部偿债存在一定支撑。公司整体偿债能力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本市场表现较好通过增资扩股等方式实现资本实力显著提升；新产品上市等令公司盈利大幅增长且具有可持续性；资产质量、偿债能力显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司所持金融资产大幅贬值或无法变现，公司流动性严重恶化；新产品和新技术研发失败，或市场开拓不成功，前期研发投入无法收回，产品价格超预期下行，对公司业绩造成重大不利影响；财务杠杆大幅攀升，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

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。其中吸入制剂、消化道用药、辅助生殖、抗肿瘤等多个治疗领域的产品竞争实力较强。
- **研发投入规模较大，新药研发进程稳步推进，技术研发实力突出。**2024 年，公司研发费用 14.35 亿元，占营业总收入的比重为 9.18%。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，部分产品研发进度较快，技术研发实力突出。
- **公司本部所持其他权益工具投资较为优质。**截至 2024 年底，公司本部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，以及通过产业基金间接持有较多优质资产，公司本部股权类资产流动性较好。
- **子公司分红稳定，为公司本部提供较为稳定的现金流。**2024 年，公司本部收到健康元现金分红金额为 1.79 亿元。

关注

- **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。

- **经营业绩主要依赖下属上市公司，所有者权益稳定性较弱。**2024 年，公司营业总收入为 156.29 亿元，健康元营业总收入为 156.19 亿元，营业总收入贡献很高，未来若健康元面临各种生产经营风险，或公司丧失对健康元的实际控制权，可能对公司的经营业绩产生实质性的不利影响。截至 2024 年底，公司所有者权益中少数股东权益占比为 62.22%；归属于母公司所有者权益中未分配利润占 61.66%，权益结构稳定性较弱。
- **公司本部无经营性收入，偿债对再融资存在一定依赖。**作为投资控股型企业，公司本部盈利能力弱，债务负担重，资产流动性有待提升。截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 0.30 倍，偿债对再融资存在一定依赖，需关注集中偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 医药制造企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 医药制造企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	3
		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				aa ⁺
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 ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

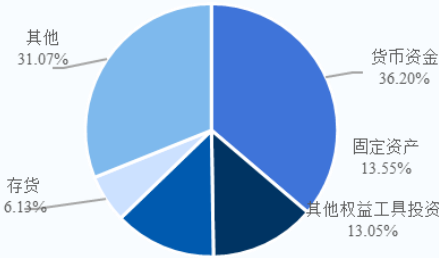
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	187.87	178.19	187.57
资产总额（亿元）	434.18	427.66	437.54
所有者权益（亿元）	248.99	259.98	270.74
短期债务（亿元）	75.34	67.38	76.65
长期债务（亿元）	38.23	37.25	30.93
全部债务（亿元）	113.57	104.64	107.58
营业总收入（亿元）	166.61	156.29	40.90
利润总额（亿元）	31.39	32.28	17.73
EBITDA（亿元）	46.78	44.34	--
经营性净现金流（亿元）	39.18	35.29	8.02
营业利润率（%）	60.20	61.14	60.69
净资产收益率（%）	10.22	10.12	--
资产负债率（%）	42.65	39.21	38.12
全部债务资本化比率（%）	31.32	28.70	28.44
流动比率（%）	194.68	211.13	209.36
经营现金流动负债比（%）	29.55	29.78	--
现金短期债务比（倍）	2.49	2.64	2.45
EBITDA 利息倍数（倍）	16.34	18.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.43	2.36	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	63.46	82.59	92.07
所有者权益（亿元）	21.87	39.08	45.36
全部债务（亿元）	39.56	37.74	40.95
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.20	4.86	6.28
资产负债率（%）	65.55	52.68	50.74
全部债务资本化比率（%）	64.40	49.13	47.45
流动比率（%）	101.94	127.50	115.98
经营现金流动负债比（%）	2.34	-2.19	--

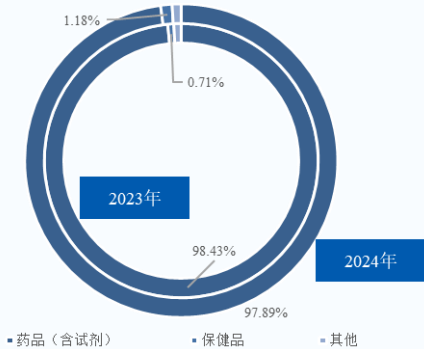
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中数据，除特别说明外，均指人民币；3. 2025 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中短期债券计入短期债务计算指标

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

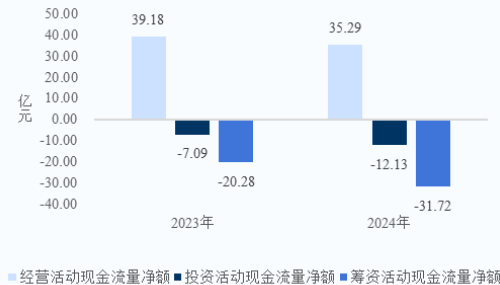
2024 年底公司资产构成



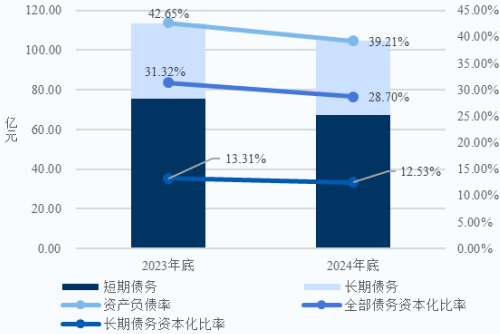
2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 百业源 MTN001	7.50 亿元	7.50 亿元	2026/03/08	--
24 百业源 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/08/23	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 百业源 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/08/12	王佳晨子 王玥	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
24 百业源 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/07/03	蒲雅修 丁媛香	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
24 百业源 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/02/22	蒲雅修 丁媛香	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：冯 磊 fengl@lhratings.com

项目组成员：王 玥 wangyue1@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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 2025 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，按照联合资信行业分类标准划分为医药制造行业。

截至 2024 年底，公司本部设立法律部、项目管理部、财务部和行政人事部。截至 2024 年底，公司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”）；公司本部持有健康元 47.79%的股份（已质押 6.22%），健康元持有丽珠集团 24.29%股份，所持股份未质押。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 427.66 亿元，所有者权益 259.98 亿元（含少数股东权益 161.76 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 156.29 亿元，利润总额 32.28 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 437.54 亿元，所有者权益 270.74 亿元（含少数股东权益 165.14 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 40.90 亿元，利润总额 17.73 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按募集说明书约定用途使用，24 百业源 MTN001 已在付息日付息，24 百业源 MTN002 尚未到达首个付息日。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 百业源 MTN001	7.50	7.50	2024/03/08	2 年
24 百业源 MTN002	5.00	5.00	2024/08/23	2 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入止跌回升，利润水平整体企稳。仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业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，鼓励优质中医药企业发展。与此同时，医药反腐政策进一步规范了行业发展，加速行业内部分化。未来，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。完整版医药行业分析详见《[医药制造行业 2025 年度行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 竞争实力

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，其中健康元及其下属子公司丽珠集团是主要经营实体。丽珠集团获得 2024 年中国医药市场药企排行榜（化药）TOP100¹ 的第 22 名，健康元和丽珠集团分别获得 2024 中国化药研发实力排行榜 TOP100² 的第 25 名和第 27 名。

图表 2 • 健康元和丽珠集团 2024 年（底）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	利润总额
健康元	357.18	234.00	156.19	35.75
丽珠集团	244.56	149.06	118.12	28.06

资料来源：联合资信根据上市公司年报整理

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。截至 2024 年底，公司产品已覆盖数千家医院以及数万家药店，与上千家经销商建立长期稳定的合作关系。

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。公司重点布局吸入制剂领域，呼吸创新药管线已实现吸入、口服、注射全剂型覆盖。呼吸系统用药方面，截至 2024 年末，公司的抗流感新药玛帕西沙韦完成Ⅲ期临床，临床结果证明其能够缩短患者的流感病程。玛帕西沙韦针对乙流缓解更加迅速，对青少年流感患者症状能够更快缓解以及抑制病毒时间长且仅需单次给药，公司已于 2024 年 8 月提交 NDA 申请。

公司进行国际化布局，在研项目丰富，部分项目研发进度全国领先；2024 年，公司将 AI 技术与创新药研发结合，提升了研发效率。

¹ 该榜单由药智网联合大健康产业（重庆）博览会/双品汇组委会于 2025 年 3 月 28 日发布，化药榜仅统计企业的化药在公立医疗机构、实体药店、网上药店的药品销售额，再根据销售额进行企业排名。企业榜单通常情况按照集团公司进行统计排名，但对于销售额大的上市子公司，进行单独排名。本次榜单体现企业在中国大陆市场的销售情况，包含外资企业。

² 同上。

国际化布局方面，公司产品已出口亚洲、欧洲、北美、非洲等超过 80 个国家和地区。2024 年，公司与印尼市值最高的药企 Kalbe 集团合资在雅加达设立原料药工厂，针对欧美高端市场需求；公司在菲律宾设立子公司并获取药品经营许可；公司于荷兰设立子公司，并已向欧盟呈交许可证申请。

研发方面，2024 年，公司研发费用为 14.35 亿元，占营业总收入的比重分别为 9.18%。在研项目方面，截至 2024 年底，在前沿靶点布局方面，公司的 TSLP 单抗与 IL-4R 单抗均已进入 II 期临床研究阶段，其中 TSLP 单抗针对中重度 COPD，公司研发进度位居国内药企前列。公司在全球首创的 COPD 口服药 PREP 抑制剂取得临床批件后，已于 2025 年 1 月启动 I 期临床试验。公司的重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液银屑病适应症完成 III 期临床入组，为国产首个双靶点的 IL-17 药物，也是国内首个与原研司库奇尤做头对头临床研究的银屑病领域生物制剂，强直性脊柱炎适应症（与鑫康合合作开发）完成 III 期临床入组，计划于 2025 年内申报上市。高壁垒复杂制剂方面，公司的注射用阿立哌唑微球 2023 年申报生产后，2024 年递交发补材料，有望于 2025 年获批上市；注射用阿立哌唑已完成 BE 试验，棕榈酸帕利哌酮注射液正在进行 BE 试验，这两项微晶产品均计划在 2025 年内申报上市。

在创新药研发领域，公司采用 AI 模型，在靶点识别、分子设计、分子筛选等各方面提升研发效率，缩减研发周期，加快创新药上市流程。公司已完成 DeepSeek-R1671B “满血”版的部署应用，成为国内首批将千亿参数级 AI 模型引入核心业务的医药企业之一。

公司本部持有上市公司股权以及包括深圳前海微众银行股份有限公司在内的优质股权资产。

截至 2024 年底，公司控股两家上市公司健康元和丽珠集团，公司本部直接持有健康元 47.79% 股权（已质押 6.22%），健康元持有丽珠集团 24.29% 股权（公司不直接持有丽珠集团股权），所持股份未质押。截至 2024 年底，公司本部持有健康元市值约 103.09 亿元。除两家上市公司以外，公司本部持有的其他权益工具投资如下表所示，其他权益工具的投资时间较早，其他权益工具科目变化主要系公允价值变动所致，公司暂无新增此类投资的计划。

图表 3• 公司本部其他权益工具投资情况（单位：亿元）

项目	2023年底	2024年底
深圳前海微众银行股份有限公司	12.60	33.19
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.51	1.48
博裕海宜（上海）私募基金合伙企业（有限合伙）	1.46	1.60
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
宁波保税区峰上揽月股权投资合伙企业（有限合伙）	0.25	0.25
合计	17.14	37.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91440300708476311G），截至 2025 年 6 月 3 日，公司无已结清/未结清的不良和关注类信贷信息。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 7 月 1 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

公司营业总收入主要来自药品（含试剂），2024 年，公司营业总收入同比小幅下降，但综合毛利率水平保持在较高水平。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比略有下降，由于投资收益同比大幅增长及费用总额下降，公司利润总额同比增长。

公司主营业务包括化学制剂药、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、生物制品、保健食品，产品涉及消化道、促性激素、抗感染、呼吸系统和精神系统等领域。2024 年，公司营业总收入同比下降，主要系药品（含试剂）业务收入规模下降所致；由于公司持续控费，利润总额同比增长。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2024年			2025年1—3月			2024年变化	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率（百分点）
药品（含试剂）	163.09	97.89%	62.46%	150.81	96.50%	62.83%	39.12	95.65%	61.68%	-7.53%	0.37
保健品	1.96	1.18%	63.42%	3.77	2.41%	73.94%	1.35	3.31%	76.62%	92.32%	10.52
其他	1.56	0.94%	29.99%	1.71	1.09%	26.05%	0.43	1.05%	33.64%	9.48%	-3.94
合计	166.61	100.00%	61.43%	156.29	100.00%	62.37%	40.90	100.00%	61.88%	-6.19%	0.94

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从收入构成来看，2023—2024 年，公司收入主要来自药品（含试剂），公司药品（含试剂）业务收入有所下降，主要系产品进入集采、医保降价等因素叠加影响所致；公司保健品收入持续增长，主要系公司加大营销力度所致。

从毛利率来看，2023—2024 年，公司药品（含试剂）毛利率变化不大，保健品毛利率持续上升。综上，2023—2024 年，公司综合毛利率变化不大。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 5.75%，受益于费用规模下降以及投资收益大幅增长，公司利润总额 17.73 亿元，同比增长 73.90%。

（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，公司本部监督管理为辅；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，2024 年，公司向前五供应商采购金额为 7.84 亿元，占药品板块（含试剂）采购总额 20.84%，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

公司化学原料药及中间体产销量及销售价格受市场供需关系影响，由于原料药市场竞争加剧以及 7-ACA 价格波动，公司化学原料药及中间体收入呈下降趋势。医保降价、医药行业集中整治、药品集采等行业政策对公司制剂产品销售影响较大，公司消化道、抗感染等制剂收入呈下降趋势，促性激素产品收入有所增长。未来，随着医药行业改革的持续推进，公司境内收入面临一定业绩压力。

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。

公司化学原料药及中间体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。

公司化学原料药及中间体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。

公司化学原料药及中间体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。公司的美罗培南产品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，公司化学原料药及中间体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。

图表 5 • 2023—2024 年主要产品产销情况

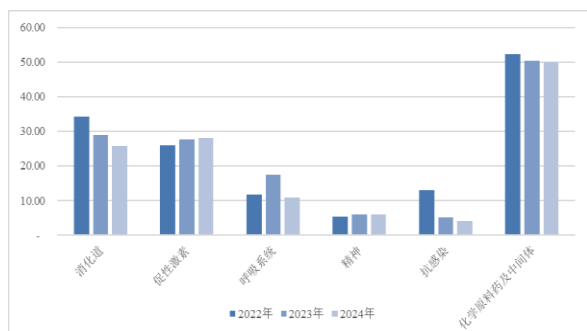
年份	项目	7-ACA（含 D-7ACA） （吨）	艾普拉唑肠溶片 （万盒）	注射用艾普拉唑钠 （万盒）	注射用醋酸亮丙瑞林微球 （万支）
2023 年	产量	3011.97	1879.06	1983.56	186.34
	销量	3108.39	1820.53	1969.44	186.22
	产销率	103.20%	96.89%	99.29%	99.94%
2024 年	产量	3109.57	1431.18	1853.55	222.19
	销量	3084.24	1771.60	1912.53	222.09
	产销率	99.19%	123.79%	103.18%	99.95%

资料来源：联合资信根据健康元年报整理

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波动，以及公司加深与战略客户的合作，2024 年，公司原料药 7-ACA（含 D-7ACA）销量同比下降，产销率维持在较高水平。制剂方面，2024 年，受终端需求波动影响，公司艾普拉唑肠溶片和注射用艾普拉唑钠销量均呈下降趋势，受国家医保谈判降价影响，相应销售收入有所下降；而受益于公司加大产品及品牌推广力度，增加重点产品医院覆盖率，公司注射用醋酸亮丙瑞林微球销量持续增长。公司主要产品产销率均保持在较高水平。

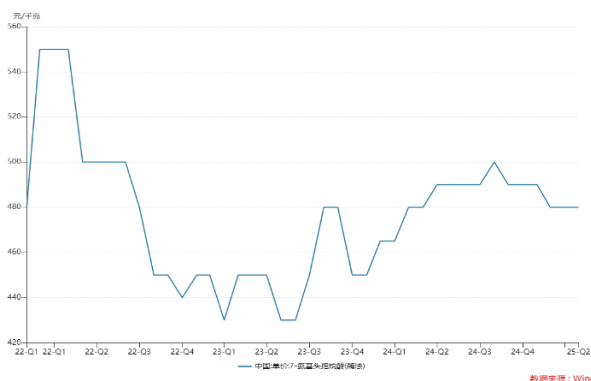
分病种来看，2024 年，受医保降价、医药行业集中整治等多重因素影响，消化道领域及抗感染领域收入规模同比下降。呼吸系统领域，2023 年，对于呼吸系统用药的阶段性需求快速增长，带动公司呼吸系统收入同比增长，2024 年逐步回落。化学原料药及中间体领域，2023 年，随着全球贸易环境多变，以及原料药行业竞争加剧，7-ACA 市场价格回落，带动公司化学原料药及中间体营业收入规模同比下降；2024 年，7-ACA 市场价格有所上涨，原料药行业整体竞争仍较为激烈，化学原料药及中间体营业收入同比变化不大。促性激素领域，注射用醋酸亮丙瑞林微球销量持续增长带动整体收入呈增长趋势。

图表 6 2022—2024 年公司化学制剂分板块收入情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料、公开资料整理

图表 7 7-ACA 市场价格变动情况



资料来源：Wind

(3) 其他业务

①生物制品

公司生物制品领域在研药品进展顺利，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。2024 年，公司生物制品实现收入 1.71 亿元，同比增长 102.42%。

公司的重组人促卵泡激素注射液已于 2025 年 1 月底申报上市并获受理，黄体酮注射液（II）已于 2025 年 3 月获批上市。在研产品方面，请见本报告“竞争实力”部分。

②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。

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。2024 年，公司诊断试剂及设备收入 7.18 亿元，同比增长 9.02%。

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。

③保健品

保健品行业竞争激烈，产品同质化高。受益于公司营销团队持续加大各渠道营销力度，2022—2024 年公司保健品收入持续增长。

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。2024 年，公司保健品实现收入 3.77 亿元，同比增长 92.32%，其中鹰牌系列产品收入同比增长约 157%。

截至 2024 年底，公司保健品产品线上通过抖音、天猫、京东为主的品牌旗舰店销售。线下连锁药店渠道，公司已覆盖一级商业 83 家，合作近 4000 家 KA 连锁，终端网点 40 万家。线下新零售渠道，公司通过经销商分销到商超、便利店等终端渠道，已开发 33 个经销商，3 个直营渠道（沃尔玛、山姆、中石化易捷），已入驻山姆、沃尔玛、天虹、大润发、永辉、华润万家等全国性超市，便利店已入驻罗森、全家、易捷等全国性便利店，终端网点 5000 多家。近年来，公司保健品业务收入呈上升趋势，但需关注保健品行业整体技术门槛低、毛利高，导致国内市场竞争激烈，产品同质化问题严重，市场集中度低，未来可能存在一定的竞争压力。

2 经营效率

公司经营效率指标一般。

从经营效率指标看，2024 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比较为稳定，存货周转次数同比下降；与所选同行业公司对比，公司应收账款周转率处于行业平均水平，存货周转率和总资产周转率处于较低水平。

图表 8 • 公司经营效率（单位：次）

指标	2023年	2024年
销售债权周转次数	3.44	3.47
存货周转次数	2.46	2.23
总资产周转次数	0.39	0.36

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 9 • 同行业公司经营效率对比（单位：次）

公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
华润双鹤	3.04	6.74	0.70
人福医药	3.93	2.94	0.70
科伦药业	2.76	4.60	0.59
复星医药	2.84	5.27	0.36
百业源	2.23	6.10	0.36

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

3 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；且在建项目将视开发进度进行投入，尚余投资金额较小，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。

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，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。

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 2025 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，整体资本支出压力较小。

图表 10 • 公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	计划投资总额	截至2025年3月底已投金额	资金来源
深圳海滨坪山新厂一期	12.55	11.33	自有资金+募集资金
深圳海滨坪山新厂二期	1.81	1.55	自有资金+募集资金
司美项目	1.69	1.28	自有资金
丽珠集团丽珠制药厂 P03 建设项目	1.06	0.52	自有资金
焦作新厂迁建项目	1.84	1.34	自有资金
合计	18.95	16.03	--

资料来源：公司提供

(四) 财务方面

公司提供了 2023—2024 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2025 年 1—3 月财务报表未经审计。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，2023—2024 年，公司合并范围子公司变化不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2024 年底，公司资产以流动资产为主；公司现金类资产充裕，资产质量好。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降，资产构成以流动资产为主；公司流动资产小幅下降，占比变化不大。公司主要资产主要构成情况详见下表。

图表 11• 2023—2024 年底及 2025 年 3 月底公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023年底		2024年底		2025年3月底		2024年较上年底变化（%）
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	
流动资产	258.13	59.45	250.22	58.51	259.92	59.41	-3.06
货币资金	166.23	38.29	154.81	36.20	164.51	37.60	-6.87
应收账款	26.93	6.20	24.30	5.68	25.91	5.92	-9.78
其他应收款	6.65	1.53	7.49	1.75	7.63	1.74	12.58
存货	26.60	6.13	26.23	6.13	24.86	5.68	-1.40
非流动资产	176.06	40.55	177.43	41.49	177.62	40.59	0.78
其他权益工具投资	37.86	8.72	55.81	13.05	55.99	12.80	47.42
固定资产（合计）	59.43	13.69	57.95	13.55	57.09	13.05	-2.50
无形资产	27.09	6.24	7.11	1.66	6.83	1.56	-73.75
资产总额	434.18	100.00	427.66	100.00	437.54	100.00	-1.50

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

流动资产方面，截至 2024 年底，公司货币资金主要为银行存款（153.53 亿元），其中受限货币资金 0.09 亿元，主要为保证金，受限比例很低；应收账款账龄以 1 年以内为主，前五名应收账款余额合计 2.74 亿元（占 10.92%），集中度较低，应收账款累计计提坏账准备 0.82 亿元；存货主要为在产品及自制半成品（7.66 亿元）、原材料（5.53 亿元）和产成品及库存商品（10.95 亿元），存货累计计提跌价准备 2.04 亿元。截至 2024 年底，公司其他应收款（合计）7.49 亿元，较上年底增长 12.58%；公司其他应收款前五名金额（余额）合计 6.35 亿元，占其他应收款余额的 75.94%。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；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。截至 2024 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，未收回款项在公司资产总额中占比为 1.29%，占比较小且公司已安排专人负责催收，该事项不会对公司偿债能力产生重大不利影响。

图表 12 • 截至 2024 年底公司其他应收款前 5 名明细（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账面余额	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	37.65
深圳市源兴兴源发展有限公司	关联往来款	2.35	5 年以上	28.11
焦作市嘉华科技有限公司	往来款	0.40	1 年以内	4.78
深圳市健康阿鹿信息科技有限公司	关联往来款	0.26	3-5 年以上	3.1
朱保国	关联往来款	0.19	1 年以内	2.3
合计	--	6.35	--	75.94

资料来源：公司财报

非流动资产方面，截至 2024 年底，公司其他权益工具投资主要投向为大健康和金融领域，构成情况见下表，较上年底大幅增长主要系公司增持深圳前海微众银行股份有限公司股权以及所持深圳前海微众银行股份有限公司股权公允价值大幅增长所致，公

司聘请了北京华亚正信资产评估有限公司对所持的深圳前海微众银行股份有限公司股权进行了股权价值咨询，采用市场法得出公司所持其公允价值增值至 33.19 亿元；固定资产较上年底变化不大，主要为房屋建筑物、机器设备、电子设备等，累计计提折旧 67.94 亿元；由于所持采矿权处置完成，公司无形资产较上年底大幅下降，无形资产主要包括专有技术、土地使用权和专利权等。

图表 13• 公司主要其他权益工具投资（单位：亿元）

项目	2023年底	2024年底
上海云锋新创股权投资中心	0.58	0.55
上海经颐投资中心	0.73	0.68
前海股权投资基金	2.54	2.23
杏树林	1.01	0.84
成都金瑞基业生物科技有限公司	0.20	0.20
北京硕佰医药科技有限责任公司	0.10	0.15
珠海华润银行股份有限公司	2.27	2.28
GLOBAL HEALTH SCIENCE	2.05	1.43
Nextech V Oncology S.C.S., SICAV-SIF	0.16	0.23
羿尊生物医药（上海）有限公司	0.35	0.25
ELICIO THERAPEUTICS, INC.	0.08	0.05
CARISMA THERAPEUTICS, INC.	0.15	0.02
北京绿竹生物技术股份有限公司	0.63	0.50
广州科恩泰生物医药科技有限公司（曾用名：上海科恩泰生物医药科技有限公司）	0.12	0.12
上海云锋新呈投资中心（有限合伙）	8.26	6.78
深圳前海微众银行股份有限公司	12.60	33.19
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.51	1.48
宁波梅山保税港区擎微股权投资合伙企业（有限合伙）	1.31	1.31
博裕海宜（上海）私募基金合伙企业（有限合伙）	1.46	1.60
上海麒麟投资中心（有限合伙）	0.91	0.93
宁波保税区峰上揽月股权投资合伙企业（有限合伙）	0.25	0.25
其他	0.58	0.75
合计	37.86	55.81

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产情况见下表，受限比例很低。

图表 14 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

项目	金额（亿元）	占比	受限原因
货币资金	0.09	0.02%	保函等业务保证金及其他保证金
应收票据	8.06	1.88%	开立银行承兑汇票质押
合计	8.15	1.90%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额和资产结构较上年底变化不大。

（2）所有者权益

截至 2024 年末，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。

截至 2024 年底，公司所有者权益 259.98 亿元，较上年底增长 4.41%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 37.78%，少数股东权益占比为 62.22%。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 0.81%、22.19%、14.85%和 61.66%。少数股东权益及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 2025 年 3 月底，公司所有者权益 270.74 亿元，较上年底有所增长，所有者权益结构变化不大。

(3) 负债

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降，构成上以流动负债为主；公司整体债务负担尚可，但短期债务占比很高，公司存在一定集中偿付压力。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降，以流动负债为主。公司负债主要构成见下表。

图表 15 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2023年底		2024年底		2025年3月底		2024年较上年底变化（%）
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	
流动负债	132.59	71.60	118.52	70.68	124.15	74.43	-10.61
短期借款	22.26	12.02	26.05	15.54	28.75	17.24	17.02
应付票据	14.69	7.93	13.85	8.26	13.40	8.03	-5.73
其他应付款（合计）	37.37	20.18	33.98	20.26	34.09	20.44	-9.08
一年内到期的非流动负债	18.61	10.05	10.26	6.12	17.27	10.35	-44.87
其他流动负债	20.28	10.95	17.25	10.29	17.27	10.36	-14.97
非流动负债	52.60	28.40	49.16	29.32	42.65	25.57	-6.54
长期借款	33.02	17.83	24.57	14.65	25.70	15.41	-25.60
应付债券	5.06	2.73	12.48	7.44	4.99	2.99	146.94
递延所得税负债	9.77	5.27	8.56	5.10	8.57	5.14	-12.37
负债总额	185.19	100.00	167.68	100.00	166.80	100.00	-9.46

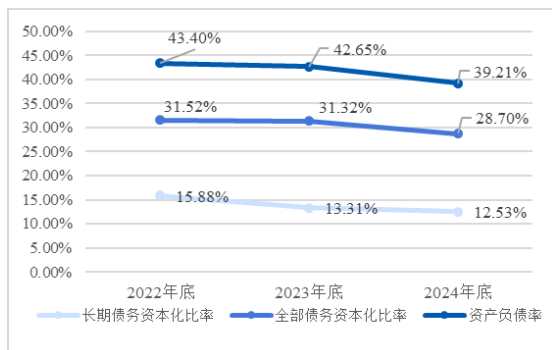
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

流动负债方面，截至 2024 年底，公司短期借款主要为信用借款（24.45 亿元）；应付票据全部为银行承兑汇票；其他应付款主要为应付推广费（29.29 亿元）；其他流动负债主要为短期融资融券（17.13 亿元）。

非流动负债方面，截至 2024 年底，随着公司偿还借款，公司长期借款较上年底有所下降，以信用借款和担保借款为主；应付债券为公司发行的两笔中期票据，均将于 2026 年到期兑付。

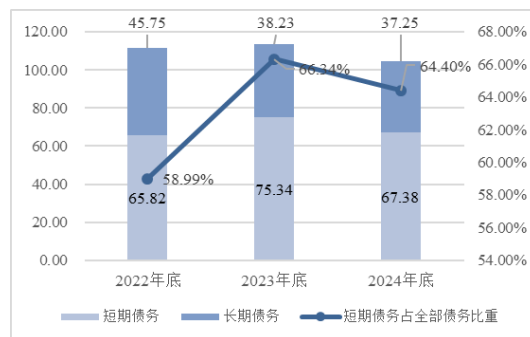
从全部债务来看，截至 2024 年底，公司全部债务规模较上年底下降，债务以短期债务为主，存在一定集中偿付压力。债务指标方面，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底下降，债务负担尚可。

图表 16 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

图表 17 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降，负债结构较上年底变化不大。

(4) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比下降，受益于期间费用下降，公司利润总额同比增长；公司盈利能力处于中上水平。

2024 年，公司营业总收入同比下降，利润总额同比增长。分析详见本报告“业务经营分析”。公司利润总额主要来自于主营业务。

从期间费用看,2024 年,随着医药行业改革的持续推进,公司销售费用下降带动费用总额同比下降,公司期间费用率³为 39.12%,同比下降,期间费用对利润总额有一定影响。

盈利能力指标方面,2024 年,公司总资本收益率和营业利润率同比上升,净资产收益率同比下降。与所选同行业公司相比,公司盈利能力处于中上水平,期间费用率处于较高水平。

图表 18• 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	166.61	156.29	40.90
营业成本	64.26	58.80	15.59
费用总额	67.75	61.14	14.09
其中: 销售费用	44.44	39.31	9.52
管理费用	9.65	9.50	2.26
研发费用	16.62	14.35	3.00
财务费用	-2.95	-2.02	-0.68
投资收益	0.85	-0.66	6.39
利润总额	31.39	32.28	17.73
营业利润率 (%)	60.20	61.14	60.69
总资本收益率 (%)	7.81	7.88	--
净资产收益率 (%)	10.22	10.12	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

图表 19• 同行业公司盈利指标对比 (%)

证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	期间费用率	销售费用率
华润双鹤	11.28	14.86	41.61	28.41
人福医药	7.60	8.59	32.96	18.21
科伦药业	11.89	12.57	32.27	16.01
复星医药	4.77	5.86	43.14	21.14
百业源	8.11	10.12	39.12	25.16

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2025 年 1—3 月, 公司营业总收入同比下降 5.75%, 受益于费用规模下降以及收到深圳前海微众银行股份有限公司分红导致的投资收益大幅增长, 公司利润总额 17.73 亿元, 同比增长 73.90%。

(5) 现金流

2024 年, 公司经营活动产生的现金净流量持续流入, 经营获现能力较强, 投资活动现金流净额持续净流出, 筹资活动现金流净流出规模同比扩大。考虑到公司在建工程尚需投资规模不大, 公司融资压力不大。

图表 20• 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	195.54	180.14	44.73
经营活动现金流出小计	156.35	144.85	36.71
经营活动现金流量净额	39.18	35.29	8.02
投资活动现金流入小计	12.20	19.05	7.95
投资活动现金流出小计	19.29	31.18	3.91
投资活动现金流量净额	-7.09	-12.13	4.04
筹资活动前现金流量净额	32.10	23.16	12.05
筹资活动现金流入小计	76.41	104.77	13.85
筹资活动现金流出小计	96.69	136.50	16.02
筹资活动现金流量净额	-20.28	-31.72	-2.17
现金收入比 (%)	110.46	109.96	103.46

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

经营活动现金流方面, 2024 年, 随着公司业务规模的变化, 以及票据结算规模的变化, 经营活动现金流入及流出规模均同比下降, 经营活动现金保持净流入, 从收入质量来看, 公司经营获现能力较强。

³ 期间费用率=费用总额/营业总收入*100%

投资活动现金流方面，2024 年，公司投资活动现金流量净额持续净流出。2024 年，公司投资活动现金流入和流出主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金，公司投资活动现金流入和流出规模均同比增长，投资活动现金净流出规模同比增长。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款及发行债券收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2024 年，公司筹资活动现金流量净流出规模同比扩大。

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现强。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年
短期偿债指标	流动比率（%）	194.68	211.13
	速动比率（%）	174.62	189.00
	经营现金/流动负债（%）	29.55	29.78
	经营现金/短期债务（倍）	0.52	0.52
	现金类资产/短期债务（倍）	2.49	2.64
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	46.78	44.34
	全部债务/EBITDA（倍）	2.43	2.36
	经营现金/全部债务（倍）	0.35	0.34
	EBITDA/利息支出（倍）	16.34	18.35
	经营现金/利息支出（倍）	13.68	14.61

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标来看，流动资产对流动负债的保障程度以及现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力指标表现强。

从长期偿债能力指标看，2024 年，公司 EBITDA 为 44.34 亿元，主要由折旧（占 16.17%）、摊销（占 5.57%）、计入财务费用的利息支出（占 5.45%）、利润总额（占 72.81%）构成。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度高，EBITDA 对全部债务的覆盖程度强。整体看，公司长期偿债能力指标表现强。

根据公司债券年报披露，截至 2024 年底，公司对外担保 3.85 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 3.51 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 0.34 亿元。公司的对外担保存在一定代偿风险，考虑到被担保方以其自有资产提供了反担保，或有风险相对较低。

截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 448.77 亿元，其中未使用额度为 396.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司健康元为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2024 年底，公司不存在重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

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。目前公司债务直融工具滚动发行，存量债务规模大，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 2024 年底，公司本部资产总额 82.59 亿元，较上年底增长 30.13%。其中，流动资产 32.18 亿元（占比 38.97%），非流动资产 50.41 亿元(占比 61.03%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 17.86%）、交易性金融资产（占 5.13%）、其他应收款（合计）（占 69.93%）、其他流动资产（占 7.07%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 75.05%）、长期股权投资（占 23.05%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 5.75 亿元。公司本部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的股份。上述股权资产均未质押，流动性较强。此外，截至 2024 年底，公司本部持有健康元 47.79%的股份，已质押股权占其所持股份的比例为 6.22%，公司本部持有健康元市值约 103.09 亿元。公司本部所持其他权益工具情况请见“图表 3”。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 43.51 亿元，较上年底增长 4.59%。其中，流动负债 25.24 亿元（占比 58.01%），非流动负债 18.27 亿元（占比 41.99%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 5.95%）、一年内到期的非流动负债（占 24.97%）、其他流动负债（占 67.87%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 68.33%）、递延所得税负债（占 29.91%）构成。公司本部 2024 年资产负债率为 52.68%，较 2023 年下降 12.86 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 37.74 亿元。其中，短期债务占 66.07%、长期债务占 33.93%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 49.13%，公司本部债务负担偏重，存量债务规模大。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 39.08 亿元，由于其他综合收益和未分配利润大幅增长，公司本部所有者权益较上年底增长 78.72%。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为 0.80 亿元（占 2.05%）、资本公积合计 2.30 亿元（占 5.89%）、未分配利润合计 19.18 亿元（占 49.09%）、盈余公积合计 0.41 亿元（占 1.06%），公司所有者权益结构稳定性一般。

2024 年，公司本部无营业收入，利润总额为 4.86 亿元。同期，公司本部投资收益为 6.19 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，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-0.55 亿元，投资活动现金流净额 0.02 亿元，筹资活动现金流净额-2.97 亿元。

截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 19.31%；公司本部负债占合并口径的 25.95%；公司本部所有者权益占合并口径的 15.03%；公司本部利润总额占合并口径的 15.07%；公司本部全部债务占合并口径的 36.07%。

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。2022—2024 年，公司本部收到健康元现金分红金额分别为 1.61 亿元、1.61 亿元和 1.79 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，子公司健康元及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位。健康元制定并实施“三同时”政策，要求各生产子公司确保建设项目的污染防治设施与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用。此外，健康元定期维护与保养污染治理设备，并持续加大对设备设施提标升级和生产工艺技术改造的投入，确保污染治理设备得以正常、稳定、高效运转。2024 年，公司及子公司未发生重大环境污染事故，无环境行政处罚事件，无重大安全生产事故，未发生过药品被停产或召回事件。

社会方面，公司及子公司持续在普惠慢病防治、产业帮扶、社区健康及抗震救灾等领域做出贡献。2024 年，健康元向社会捐赠价值人民币 1404.28 万元。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控能力强，建立了完善的法人治理结构。

七、债券偿还能力分析

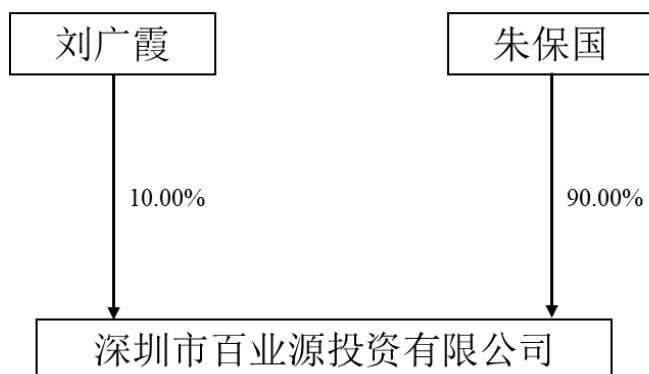
公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“24 百业源 MTN001”和“24 百业源 MTN002”保障能力很强。

截至 2024 年底，公司现金类资产为 178.19 亿元，为“24 百业源 MTN001”和“24 百业源 MTN002”合计债券余额（12.50 亿元）的 14.26 倍；2024 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 180.14 亿元、35.29 亿元、44.34 亿元，为本期债券发行额度（12.50 亿元）的 14.41 倍、2.82 倍和 3.55 倍。

八、跟踪评级结论

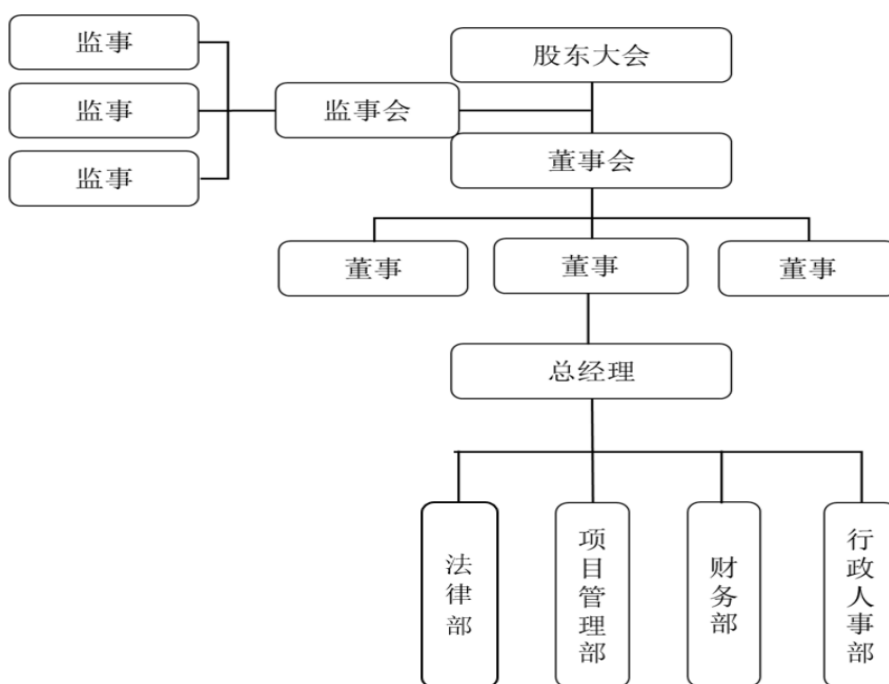
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“24 百业源 MTN001”“24 百业源 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

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	18.66	47.79%

资料来源：联合资信根据审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	187.87	178.19	187.57
应收账款（亿元）	26.93	24.30	25.91
其他应收款（亿元）	6.65	7.49	0.00
存货（亿元）	26.60	26.23	24.86
长期股权投资（亿元）	14.11	14.46	14.57
固定资产（亿元）	59.05	57.95	0.00
在建工程（亿元）	5.62	5.31	0.00
资产总额（亿元）	434.18	427.66	437.54
实收资本（亿元）	0.80	0.80	0.80
少数股东权益（亿元）	167.86	161.76	165.14
所有者权益（亿元）	248.99	259.98	270.74
短期债务（亿元）	75.34	67.38	76.65
长期债务（亿元）	38.23	37.25	30.93
全部债务（亿元）	113.57	104.64	107.58
营业总收入（亿元）	166.61	156.29	40.90
营业成本（亿元）	64.26	58.80	15.59
其他收益（亿元）	2.59	1.91	0.53
利润总额（亿元）	31.39	32.28	17.73
EBITDA（亿元）	46.78	44.34	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	184.03	171.85	42.32
经营活动现金流入小计（亿元）	195.54	180.14	44.73
经营活动现金流量净额（亿元）	39.18	35.29	8.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.09	-12.13	4.04
筹资活动现金流量净额（亿元）	-20.28	-31.72	-2.17
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.44	3.47	--
存货周转次数（次）	2.46	2.23	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.36	--
现金收入比（%）	110.46	109.96	103.46
营业利润率（%）	60.20	61.14	60.69
总资本收益率（%）	7.81	7.88	--
净资产收益率（%）	10.22	10.12	--
长期债务资本化比率（%）	13.31	12.53	10.25
全部债务资本化比率（%）	31.32	28.70	28.44
资产负债率（%）	42.65	39.21	38.12
流动比率（%）	194.68	211.13	209.36
速动比率（%）	174.62	189.00	189.33
经营现金流动负债比（%）	29.55	29.78	--
现金短期债务比（倍）	2.49	2.64	2.45
EBITDA 利息倍数（倍）	16.34	18.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.43	2.36	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.45	7.40	16.78
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	21.81	22.50	22.62
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	11.62	11.62	11.62
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	63.46	82.59	92.07
实收资本（亿元）	0.80	0.80	0.80
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	21.87	39.08	45.36
短期债务（亿元）	32.70	24.93	35.64
长期债务（亿元）	6.85	12.81	5.32
全部债务（亿元）	39.56	37.74	40.95
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	--	--	--
EBITDA（亿元）	1.19	5.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.59	0.58	0.43
经营活动现金流量净额（亿元）	0.77	-0.55	-0.11
投资活动现金流量净额（亿元）	2.42	0.02	6.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	9.45	7.40	16.78
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（%）	1.99	7.69	--
净资产收益率（%）	1.28	13.07	--
长期债务资本化比率（%）	23.86	24.68	10.49
全部债务资本化比率（%）	64.40	49.13	47.45
资产负债率（%）	65.55	52.68	50.74
流动比率（%）	101.94	127.50	115.98
速动比率（%）	101.94	127.50	115.98
经营现金流动负债比（%）	2.34	-2.19	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.30	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

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 中长期债券信用等级设置及含义

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