

深圳市百业源投资有限公司

2024 年度第二期中期票据

信用评级报告

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〔2024〕7465号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市百业源投资有限公司及其拟发行的 2024 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,深圳市百业源投资有限公司 2024 年度第二期中期票据信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年八月十二日

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。

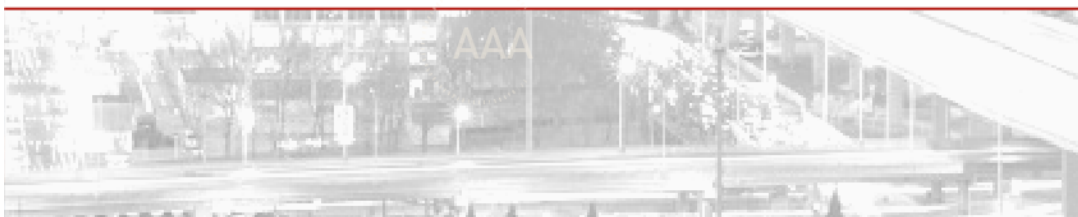
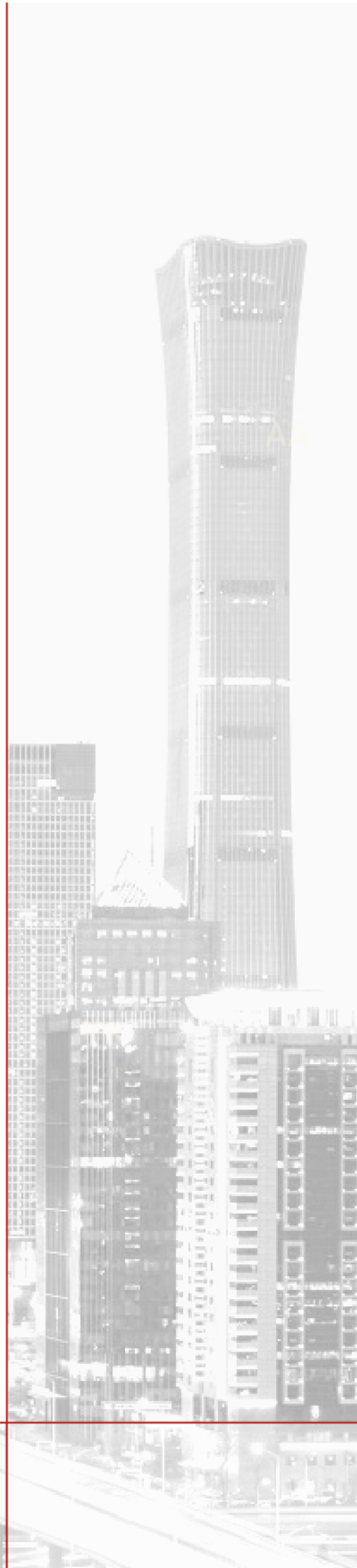
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

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

2024 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AA+/稳定	2024/08/12

债项概况

深圳市百业源投资有限公司 2024 年度第二期中期票据（以下简称“本期债项”）基础发行金额为 3.00 亿元，发行金额上限为 5.00 亿元，发行期限为 2 年；偿还方式为按年付息，到期一次还本；本期债项无担保。本期债项募集资金拟用于偿还有息债务。

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。公司资产流动性好；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，债务负担尚可但以短期债务为主；利润主要来自主营业务，盈利能力较强；偿债能力指标表现强；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稳定。本期债项的发行对公司债务结构影响不大；2021—2023 年，公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债项覆盖程度强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

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。

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。**2023 年，公司研发费用 16.62 亿元，占营业总收入的比重为 9.97%。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。
- **公司本部所持其他权益工具投资较为优质，流动性较好。**截至 2023 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，以及通过一些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。**2021—2023 年，公司本部收到健康元现金分红金额分别为 1.34 亿元、1.61 亿元和 1.61 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。**2023 年公司营业总收入为 166.61 亿元，健康元营业总收入为 166.46 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。
- **所有者权益稳定性较弱。**截至 2023 年底，公司所有者权益中少数股东权益占比为 67.42%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比为 65.61%，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。

- **公司本部无经营性收入，债务负担重。**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，未来存在一定集中偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型

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](#)

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	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 ⁺

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

主要财务数据

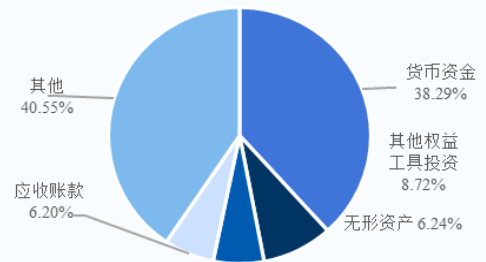
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	148.98	178.88	187.87	177.53
资产总额（亿元）	382.10	428.26	434.18	434.40
所有者权益（亿元）	222.90	242.39	248.99	257.36
短期债务（亿元）	67.26	65.82	75.34	70.08
长期债务（亿元）	24.95	45.75	38.23	37.55
全部债务（亿元）	92.21	111.58	113.57	107.63
营业总收入（亿元）	159.25	171.55	166.61	43.40
利润总额（亿元）	26.62	32.10	31.39	10.20
EBITDA（亿元）	37.23	45.26	46.78	--
经营性净现金流（亿元）	25.30	39.61	39.18	9.47
营业利润率（%）	62.90	61.77	60.20	61.61
净资产收益率（%）	10.54	11.11	10.22	--
资产负债率（%）	41.66	43.40	42.65	40.75
全部债务资本化比率（%）	29.26	31.52	31.32	29.49
流动比率（%）	176.39	199.20	194.68	197.32
经营现金流动负债比（%）	20.99	31.37	29.55	--
现金短期债务比（倍）	2.21	2.72	2.49	2.53
EBITDA 利息倍数（倍）	13.64	15.19	16.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.48	2.47	2.43	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	60.89	61.97	63.46	63.04
所有者权益（亿元）	17.62	19.74	21.87	21.50
全部债务（亿元）	41.77	40.77	39.56	39.36
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.13	0.35	0.20	-0.37
资产负债率（%）	71.06	68.15	65.55	65.89
全部债务资本化比率（%）	70.33	67.38	64.40	64.67
流动比率（%）	132.11	123.47	101.94	105.56
经营现金流动负债比（%）	6.52	3.07	2.34	--

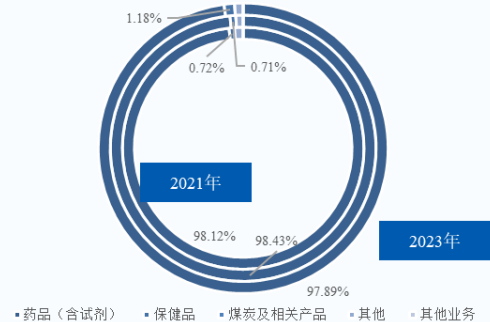
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中数据，除特别说明外，均指人民币；3. 2024 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中短期债券计入短期债务计算指标

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

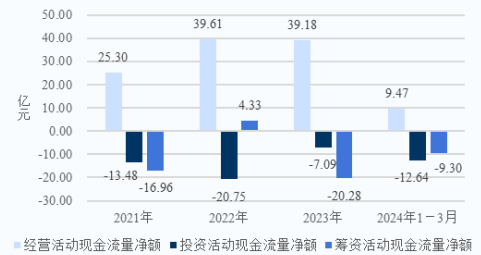
2023 年底公司资产构成



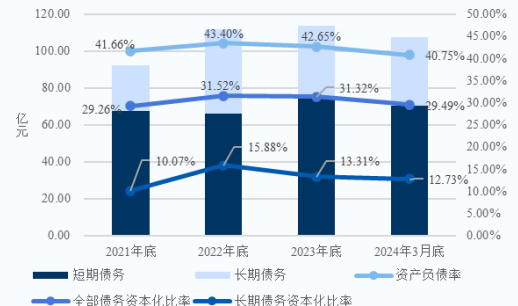
2021—2023 年公司总收入构成



2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



2021—2023 年底及 2024 年 3 月底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率(%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AA ⁺	434.18	248.99	166.61	31.39	60.20	42.65	13.38	2.43	16.34
云南白药	AAA	537.84	399.05	391.11	48.18	25.97	25.80	8.79	0.78	105.66
红日药业	AA	118.35	88.68	61.09	6.07	53.16	25.07	15.13	1.52	16.92

注：云南白药集团股份有限公司简称为云南白药，天津红日药业股份有限公司简称为红日药业
资料来源：联合资信根据公司审计报告、公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@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、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 2024 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 2023 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 2023 年底，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 2023 年底，公司合并资产总额 434.18 亿元，所有者权益 248.99 亿元（含少数股东权益 167.86 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 166.61 亿元，利润总额 31.39 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 434.40 亿元，所有者权益 257.36 亿元（含少数股东权益 174.44 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 43.40 亿元，利润总额 10.20 亿元。

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

二、本期债项概况

公司拟发行“深圳市百业源投资有限公司 2024 年度第二期中期票据”（以下简称“本期债项”）基础发行金额为 3.00 亿元，发行金额上限为 5.00 亿元；发行期限为 2 年；偿还方式为按年付息，到期一次还本。本期债项募集资金拟用于偿还有息债务，本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5%左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年年报）](#)》。

四、行业分析

2023 年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，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，控费仍是行业主旋律，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。2023 年开展的医疗反

腐行动长期有益行业健康发展。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逐渐复苏。完整版医药行业分析详见[《医药制造行业 2024 年度行业分析》](#)。

五、基础素质分析

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，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。2023 年，子公司健康元获得 2022 年度中国化药企业 TOP100 排行榜前 10 名，“2023 中国药品研发综合实力排行榜”百强企业。

图表 1 • 健康元和丽珠集团 2023 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	363.58	226.40	166.46	34.66
丽珠集团	250.45	147.67	124.30	23.83

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。

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。2023 年，创新药方面，公司注射用艾普拉唑钠新适应症、注射用醋酸曲普瑞林微球前列腺癌适应症获批上市，重组新型冠状病毒融合蛋白二价（原型株/Omicron XBB 变异株）疫苗（CHO 细胞）获批 EUA，注射用利普苏拜单抗提交附条件上市审批，注射用阿立哌唑微球、注射用醋酸曲普瑞林微球子宫内膜异位症适应症提交上市申请；重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液启动 III 期临床；高壁垒复杂制剂方面，富马酸福莫特罗吸入溶液、长链脂肪乳注射液（OO）、托珠单抗注射液获批上市，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂完成 III 期临床，国内新规发布后首家提交上市申请，美洛昔康纳米晶注射液等获得临床批件并开展 III 期临床研究。此外，公司还布局药械组合研发，网式雾化器获批二类医疗器械，气道支架提交三类医疗器械注册申请，涂抹式给药器完成一类医疗器械备案。

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。为建设国际化生产基地，公司开展了东南亚的商务考察活动，加快产品出海。国际化注册认证方面，截至 2023 年底，公司美罗培南原料药正在日本进行注册申报工作；高端宠物药氟雷拉纳和阿氟拉纳、抗生素产品盐酸达巴万星、美罗培南粗品已完成工业化验证批生产，正在美国进行注册申报工作；硫酸多黏菌素 B 也已完成工业化验证批生产，正在同步进行中国、美国、欧洲的注册申报工作。截至 2023 年底，公司原料药及中间体共有通过国际认证现场检查品种 18 个，取得有效期内国际认证证书 35 个。

研发方面，2021—2023 年，公司研发费用分别为 13.97 亿元、17.42 亿元和 16.62 亿元，占营业总收入的比重分别为 8.77%、10.16%和 9.97%。在研项目方面，截至 2023 年底，公司抗流感新药 TG-1000 胶囊开展 III 期临床，目前已完成入组工作；双靶点创新药 DBM-1152A 可同时作用于 M 受体和 β 受体（MABA），起到协同支气管扩张作用，顺利进入 I 期临床；治疗哮喘口服 N91115 是一种 GSNOR 小分子抑制剂，可降低哮喘患者的炎症反应，目前已进入 I 期临床；消化系统创新药钾离子竞争性酸阻滞剂（P-CAB）于 2024 年 2 月获得临床批件；高选择性第二代 Nav1.8 抑制剂 FZ008-145 具有强效、非成瘾性镇痛的优势，已于 2024 年 1 月获得临床批件，即将开展临床；凝血酶抑制剂 HHT120 与抗抑郁症创新药 LS21031 均已开展 I 期临床。截至 2023 年底，健康元及下属子公司有效申请专利总数 1362 项，其中国内发明专利 800 项；有效专利授权总数 1001 项，其中国内发明专利 533 项；申请国外专利 138 项，其中授权 68 项。

2 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 2024 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；现任公司董事长，并兼任健康元及丽珠集团董事长。

截至 2024 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。

图表 2 • 公司人员构成情况

项目	人数	占比
专业构成		
生产人员	8247	57.65%
销售人员	2657	18.57%
技术人员	2270	15.87%
财务人员	260	1.82%
行政人员	871	6.09%
小计	14305	100.00%
教育程度		
博士	74	0.52%
硕士	735	5.14%
本科	4009	28.03%
大专	4177	29.20%
大专以下	5310	37.12%
小计	14305	100.00%

资料来源：公司提供

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用报告（统一社会信用代码：91440300708476311G），截至 2024 年 8 月 5 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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，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。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了完整的治理结构。

公司依据《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。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，建立了以公司本部为基础、运用内部成本分摊方法的全面预算体系，实现了盈利绩效能力计量和有效的财务资源配置，支持下属企业经营目标的实现；公司及下属企业均按照上市公司治理要求依法独立设立账户，建立独立的财务会计核算体系和财务管理制度并独立进行财务决策。

预算管理包括经营预算、资本预算和财务预算。预算管理控制的全流程包括预算的编制、审批、执行、调整、分析、考核及监督等环节，将公司的经济活动全部纳入预算管理，涵盖生产、经营、销售和建设等全部环节，以保障公司生产经营的顺利运行。

对外担保管理方面，公司严格控制对外担保事宜，以下情况对外担保需经股东会审议通过：公司本部及控股子公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产 50%以后提供的担保；公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产 30%以后提供的担保；为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

融资管理方面，公司任何授信和融资都必须通过董事会或股东会进行决议并授权公司法定代表人或其授权人签署相关法律文件；各二级子公司未经公司同意一律不得对外申请授信和融资。

对外投资管理方面，公司从投资审批权限、投资决策程序、投资风险控制及投资资金管理等方面进一步规范公司的对外投资行为，确保对外投资项目符合公司中长期发展规划和经营业务发展需要以及效益优先的原则。

子公司管理方面，公司从建立健全法人治理结构、财务监管、人事控制、绩效考核、定期沟通等方面加强对子公司管控。公司对子公司董事、监事及高管人员进行委派和任免；公司对子公司的财务负责人实行统一委派、统一管理，并不定期对其财务状况进行审计检查；公司对各子公司的经营管理层实行绩效考核，将其年薪收入与公司经营业绩完成情况挂钩，各子公司管理者定期向公司述职，汇报子公司经营状况。

七、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），2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，综合毛利率水平较高。2024 年 1—3 月，公司营业总收入及利润总额均同比变化不大。

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。2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，主要系药品（含试剂）业务收入规模波动所致；利润总额随营业收入的波动而波动。

图表 3 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年			2022年			2023年			2024年1—3月			2023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	占比	毛利率	收入	毛利率（百分点）
药品（含试剂）	156.26	98.12%	64.36%	168.85	98.43%	63.81%	163.09	97.89%	62.46%	42.25	97.36%	63.59%	-3.41%	-1.35
保健品	1.15	0.72%	70.78%	1.21	0.71%	61.87%	1.96	1.18%	63.42%	0.78	1.80%	69.95%	61.87%	1.55
煤炭及相关产品	0.02	0.01%	55.81%	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	1.82	1.15%	34.68%	1.49	0.87%	33.38%	1.56	0.94%	29.99%	0.36	0.84%	24.03%	4.74%	-3.39
合计	159.25	100.00%	64.07%	171.55	100.00%	62.95%	166.61	100.00%	61.43%	43.40	100.00%	62.69%	-2.88%	-1.52

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，2021—2023 年，公司收入主要来自药品（含试剂），主营业务十分突出。2021—2023 年，公司药品（含试剂）业务收入波动增长，2022 年主要系公司新药上市，以及重点产品医院覆盖率提升所致；保健品收入持续增长，主要系公司加大营销力度所致，2023 年变化不大；2023 年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，2021—2023 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，2021—2023 年，公司综合毛利率变化不大。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入、营业利润率及利润总额均同比变化不大。

2 业务经营分析

（1）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，并严格要求下属各生产企业按 GMP（药品生产质量管理规范）标准组织采购。公司与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。公司内部建立有评价体系与价格档案，便于及时掌握市场信息，实行比质比价采购。采购定价方面，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，2023 年，公司向前五大供应商采购金额为 8.02 亿元，占药品板块（含试剂）采购总额 16.98%，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

化学原料药及中间体采用直销为主的销售模式，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。随着 7-ACA 市场竞争加剧，2023 年公司化学原料药及中间体收入规模同比减少。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，公司通过加大产品及品牌推广力度、增加重点产品医院覆盖率，以及持续推动新药上市来应对政策带来的影响。

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。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。截至 2023 年底，公司拥有 857 人的 OTC 销售队伍和 791 人的处方药销售队伍，营销网络遍及全国。公司产品覆盖 6100 多家医院，40 多万家药店，公司与 1600 多个一级经销商和 2200 多个二级经销商建立长期稳定的合作关系。

图 4 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月主要产品产销情况

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）
2021 年	产量	2903.89	1950.88	1436.29	155.70
	销量	2986.98	2055.40	1245.05	137.53
	产销率	102.86%	105.36%	86.69%	88.33%
2022 年	产量	3065.58	2502.09	1866.33	151.98
	销量	3018.95	2257.23	1956.16	151.94
	产销率	98.48%	90.21%	104.81%	99.97%
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%

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的增加，以及公司加深与战略客户的合作，2021—2023 年，公司原料药 7-ACA（含 D-7ACA）销量持续增加，产销率维持在较高水平。制剂方面，2021—2023 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。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。2023 年受上述事项影响，公司抗感染产品收入同比下降 65.23%。此外，2023 年 12 月，公司抗感染产品妥布霉素吸入溶液、注射用艾普拉唑钠和注射用醋酸曲普瑞林微新纳入国家医保目录，有利于公司未来业绩的增长。

图 5 2021—2023 年公司化学制剂分板块收入情况（单位：亿元）

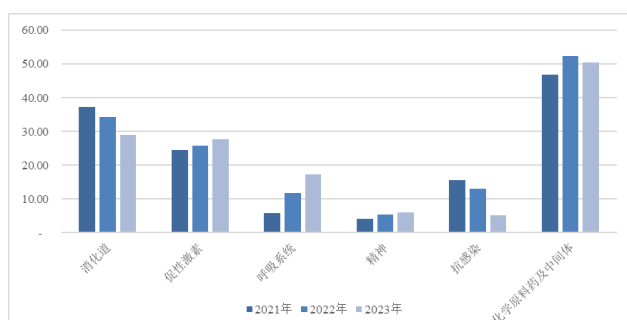
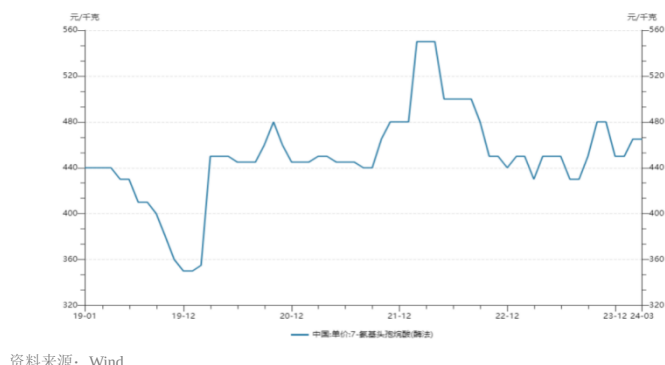


图 6 7-ACA 市场价格变动情况



资料来源：Wind

资料来源：联合资信根据公司提供资料、公开资料整理

分病种来看，2021—2023 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持续下降；呼吸系统领域随着陆续有新药上市，收入规模持续增加；但公司盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液在第九批国采中标，受此影响，呼吸系统领域收入规模或将减少。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，公司化学原料药及中间体营业收入规模同比下降。

（2）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。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。2023 年，公司生物制品实现收入 0.84 亿元，同比下降 79.33%。

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。2023 年 12 月，公司的重组新型冠状病毒融合蛋白二价（原型株/Omicron XBB 变异株）疫苗（CHO 细胞）纳入紧急使用。该产品是公司第二款被纳入紧急使用的新冠疫苗产品。

在研产品方面，截至 2023 年底，重组人促卵泡激素注射液处于 III 期临床阶段，截至报告期末已入组超过 65% 受试者；司美格鲁肽注射液 II 型糖尿病适应症的 III 期临床试验完成入组，处于随访阶段，减重适应症已获批开展临床试验；重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液于 2023 年 8 月正式启动银屑病适应症 III 期临床，为国内首个启动与司库奇尤头对头临床研究的 IL-17 药物。其 II 期临床试验结果显示，该产品具有起效快、疗效好及疗效维持时间长等临床优势特点，相比 IL-17A 单靶点药物显示更优疗效。此外，由合作方北京鑫康合申报的强直性脊柱炎适应症于 2023 年 9 月正式启动 III 期临床。注射用利普苏单抗（PD-1）已递交附条件上市 pre-BLA 申报。

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。2023 年，公司诊断试剂及设备收入 6.59 亿元，同比下降 8.92%。

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，2021—2023 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。2023 年，公司保健品实现收入 1.96 亿元，同比增长 61.56%。

截至 2023 年底，已经在全国设立了 25 个省级分部，下属纯销办事处 37 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 82 家，食线商业商超合计约 30 家，其下属二级商业及所覆盖药线食线终端约达到 40 万余家。除了传统的经销管理模式外，公司还通过线上渠道协同发展，目前已经在天猫、京东、抖音、快手、拼多多等主流电商平台开设了官方旗舰店。

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。

3 经营效率

公司经营效率指标一般。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司经营效率持续下降；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 7 • 公司经营效率（单位：次）

指标	2021年	2022年	2023年
销售债权周转次数	3.69	3.47	3.44
存货周转次数	2.92	2.73	2.46
总资产周转次数	0.43	0.42	0.39

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 8 • 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	2.66	7.18	0.68
人福医药	3.20	4.74	0.57
科伦药业	2.90	4.14	0.61
复星医药	2.97	5.44	0.38
百业源	2.46	5.75	0.39

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

4 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，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。

图表 9 • 公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	建设起止时间	计划投资总额	截至2024年3月底已投金额	2024年资金投入计划
坪山项目一期	2012—2023 年	12.55	11.22	-
坪山项目二期	2022—2025 年	1.81	1.22	0.66
光大新厂项目-光大公司	2019—2023 年	5.37	4.92	-
石角新厂项目-新北江公司	2016—2024 年	3.77	3.17	0.10
司美项目	2022—2025 年	1.69	1.00	0.61
药厂车间项目+P06 建设项目+P09 建设项目+冻干粉车间项目+P04、P05 车间建设	2019—2023 年	9.91	8.32	1.46
丽珠集团丽珠制药厂 P03 建设项目	2023—2024 年	1.06	0.12	1.34
焦作新厂迁建项目	2021—2024 年	1.84	0.83	0.34
合计	--	38.00	30.80	4.51

注：坪山项目一期、光大新厂项目-光大公司均已于 2023 年完工，目前剩余部分尾款尚未支付；药厂车间项目+P06 建设项目+P09 建设项目+冻干粉车间项目+P04、P05 车间建设部分项目完工，仍有部分项目在建
 资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 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 2024 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要求进行编制。

合并范围方面，2021—2023 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。

1 资产质量

2021—2023 年底，公司资产总额比较稳定，以流动资产为主。公司现金类资产充裕，资产质量好。

2021—2023 年底，公司资产总额持续增加，资产构成以流动资产为主。2021—2023 年底，公司流动资产持续增加，占比持续上升。公司主要资产主要构成情况详见下表。

图表 10 • 2021—2023 年底及 2024 年 3 月底公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2021年底		2022年底		2023年底		2024年3月底		变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	212.60	55.64%	251.54	58.73%	258.13	59.45%	247.29	56.93%	--
货币资金	125.76	32.91%	156.82	36.62%	166.23	38.29%	153.86	35.42%	2022 年底取得银行借款增加
应收账款	28.56	7.47%	31.05	7.25%	26.93	6.20%	26.42	6.08%	
存货	20.84	5.46%	25.67	5.99%	26.60	6.13%	26.16	6.02%	药品下游需求增加，公司增加生产备货
非流动资产	169.49	44.36%	176.73	41.27%	176.06	40.55%	187.11	43.07%	--
其他权益工具投资	38.54	10.09%	36.74	8.58%	37.86	8.72%	43.56	10.03%	--
固定资产（合计）	51.54	13.49%	55.61	12.99%	59.43	13.69%	58.74	13.52%	在建工程完工转入
无形资产	26.85	7.03%	29.29	6.84%	27.09	6.24%	26.81	6.17%	--
资产总额	382.10	100.00%	428.26	100.00%	434.18	100.00%	434.40	100.00%	--

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 2023 年底，公司货币资金主要为银行存款（164.67 亿元），其中受限货币资金 0.07 亿元，主要为保证金，受限比例很低；应收账款以 1 年以内为主，前五名应收账款余额合计 2.33 亿元（占 8.38%），集中度较低；存货主要为在产品及自制半成品（6.69 亿元）、原材料（6.51 亿元）和包装物（1.14 亿元）。截至 2023 年底，公司其他应收款（合计）6.65 亿元，较上年底减少 11.65%，主要系关联企业往来款减少所致。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；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 2023 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，该事项不会对公司偿债能力产生重大不利影响。

图表 11 • 截至 2023 年底公司其他应款前 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	42.08%
深圳市源兴兴源发展有限公司	关联往来款	2.35	5 年以上	31.42%
朱保国	关联往来款	0.26	1 年以内	3.47%
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	3.46%
华夏证券股份有限公司	国债及保证金	0.17	5 年以上	2.26%
合计	--	6.19	--	82.69%

资料来源：公司财报

非流动资产方面，截至 2023 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；固定资产主要为房屋建筑物（占 47.96%）和机器设备（占 45.28%），累计计提折旧 63.89 亿元；固定资产成新率 48.04%，成新率较低；无形资产主要为专有技术（占 13.03%）、土地使用权（占 12.06%）和采矿权（占 73.86%）。

图表 12 • 公司主要其他权益工具投资（单位：亿元）

项目	2023年底	2022年底
上海云锋新创股权投资中心（有限合伙）	0.58	0.68
上海经颐投资中心（有限合伙）	0.73	0.74
前海股权投资基金（有限合伙）	2.54	2.43
杏树林	1.01	1.21
成都金瑞基业生物科技有限公司	0.20	--
北京硕佰医药科技有限责任公司	0.10	--
珠海华润银行股份有限公司	2.27	1.58
GLOBAL HEALTH SCIENCE	2.05	2.72
Nextech V Oncology S.C.S., SICAV-SIF	0.16	0.24
羿尊生物医药（浙江）有限公司	0.35	0.31
ELICIO THERAPEUTICS, INC.	0.08	0.35
CARISMA THERAPEUTICS, INC.	0.15	0.35
北京绿竹生物技术股份有限公司	0.63	0.54
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	8.97
深圳前海微众银行股份有限公司	12.60	9.93
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.51	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	1.31
博裕海宜（上海）私募基金合伙企业（有限合伙）	1.46	1.83
上海麒鸿投资中心（有限合伙）	0.91	0.96
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	0.70
合计	37.86	36.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司受限资产情况见下表，受限比例很低。

图表 13 • 截至 2023 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	0.07	0.02%	信用证、银行承兑汇票及远期结汇保证金
应收票据	5.20	1.20%	票据池业务，质押应收票据
合计	5.26	1.21%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 434.40 亿元，较上年底增长 0.05%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 56.93%，非流动资产占 43.07%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 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。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 5.69%，主要系未分配利润增加所致。截至 2023 年底，公司所有者权益 248.99 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 32.58%，少数股东权益占比为 67.42%。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 0.99%、27.58%、5.27%和 65.61%。少数股东权益及归属于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 2024 年 3 月底，公司所有者权益 257.36 亿元，较上年底变化不大，所有者权益结构变化不大。

（2）负债

2021—2023 年底，公司负债总额变化不大，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，2025 年公司存在一定集中偿付压力。

2021—2023 年底，公司负债总额波动增加，负债以流动负债为主。公司负债主要构成见下表。

表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2021年底		2022年底		2023年底		2024年3月底		变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	120.53	75.71%	126.27	67.94%	132.59	71.60%	125.33	70.79%	--
短期借款	26.69	16.76%	22.76	12.25%	22.26	12.02%	15.60	8.81%	运营资金需求变化
应付票据	15.82	9.94%	16.36	8.80%	14.69	7.93%	17.10	9.66%	--
其他应付款（合计）	33.62	21.12%	37.26	20.05%	37.37	20.18%	39.38	22.24%	应付市场开发费及推广费增加
一年内到期的非流动负债	11.25	7.07%	14.07	7.57%	18.61	10.05%	21.33	12.05%	一年内到期的非流动负债转入
其他流动负债	13.81	8.68%	13.63	7.33%	20.28	10.95%	16.62	9.39%	短期融资融券增加
非流动负债	38.66	24.29%	59.60	32.06%	52.60	28.40%	51.71	29.21%	--
长期借款	12.48	7.84%	35.30	18.99%	33.02	17.83%	24.83	14.02%	--
应付债券	12.23	7.68%	10.22	5.50%	5.06	2.73%	12.61	7.12%	--
递延所得税负债	8.60	5.40%	9.16	4.93%	9.77	5.27%	9.63	5.44%	--
负债总额	159.20	100.00%	185.87	100.00%	185.19	100.00%	177.04	100.00%	--

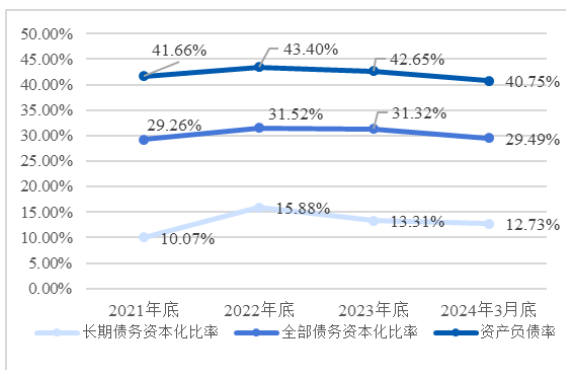
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

流动负债方面，截至 2023 年底，公司短期借款主要为信用借款（22.16 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（32.30 亿元）；其他流动负债主要为短期融资融券（19.77 亿元）。

非流动负债方面，截至 2023 年底，公司长期借款中，还款期限来看 2024 年到期的占 15.72%，2025 年到期的占 59.92%，2026 年到期的占 20.97%，2027 年到期的占 3.39%；应付债券全部为 2025 年到期；公司 2025 年存在一定集中偿付压力。

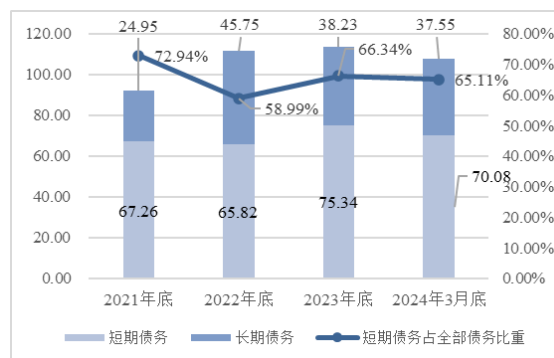
从全部债务来看，2021—2023 年底，公司全部债务规模持续增加，债务以短期债务为主。债务指标方面，2021—2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动上升，债务负担尚可。

图表 15 • 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 16 • 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 2024 年 3 月底，公司负债总额 177.04 亿元，较上年底下降 4.40%。其中，流动负债占 70.79%，非流动负债占 29.21%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入及利润总额波动增长，期间费用对利润总额有一定影响，利润总额主要来自主营业务；公司盈利能力处于中上水平。

2021—2023 年，公司营业总收入及利润总额波动增长，但变化不大。分析详见本报告“六、经营分析”。公司利润总额主要来自主营业务。

从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额持续下降，年均复合下降 5.62%。2021—2023 年，公司期间费用率¹分别为 47.76%、43.87%和 40.67%，期间费用对利润总额有一定影响。2023 年，随着集采的推进及医药行业集中整治，公司销售费用同比下降 10.39%。

盈利能力指标方面，2021—2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降，营业利润率波动下降。与所选同行业公司相比，公司盈利能力尚可，期间费用率处于较高水平。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	159.25	171.55	166.61	43.40
营业成本	57.22	63.56	64.26	16.19
费用总额	76.05	75.25	67.75	16.96
其中：销售费用	50.38	49.59	44.44	10.99
管理费用	10.95	10.43	9.65	2.66
研发费用	13.97	17.42	16.62	3.77
财务费用	0.75	-2.18	-2.95	-0.45
投资收益	0.76	0.74	0.85	0.21
利润总额	26.62	32.10	31.39	10.20
营业利润率	62.90%	61.77%	60.20%	61.61%
总资产收益率	8.32%	8.45%	7.81%	--
净资产收益率	10.54%	11.11%	10.22%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

图表 18 • 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	10.24%	11.25%	39.10%	26.26%
人福医药	10.32%	14.01%	32.35%	17.93%
科伦药业	10.81%	11.50%	36.21%	20.74%
复星医药	4.04%	5.11%	46.90%	23.46%
百业源	7.89%	10.22%	40.67%	26.67%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ 期间费用率=费用总额/营业总收入*100%

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 43.40 亿元，同比下降 4.87%；营业利润率为 61.61%，同比变化不大；利润总额 10.20 亿元，同比增长 3.35%。

4 现金流

2021—2023 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，筹资活动现金流净额有所波动。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 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	170.65	195.89	195.54	46.49
经营活动现金流出小计	145.35	156.28	156.35	37.02
经营活动现金流量净额	25.30	39.61	39.18	9.47
投资活动现金流入小计	12.64	6.57	12.20	2.06
投资活动现金流出小计	26.12	27.32	19.29	14.69
投资活动现金流量净额	-13.48	-20.75	-7.09	-12.64
筹资活动前现金流量净额	11.82	18.86	32.10	-3.17
筹资活动现金流入小计	77.82	89.26	76.41	20.38
筹资活动现金流出小计	94.78	84.94	96.69	29.68
筹资活动现金流量净额	-16.96	4.33	-20.28	-9.30
现金收入比	102.56%	108.59%	110.46%	103.15%

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，2021—2023 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有所波动，经营活动现金流量金额波动增加，从收入质量来看，公司经营获现能力较强。

投资活动现金流方面，2021 年主要为公司支付受让天津同仁堂集团股份有限公司股权，2022 年主要为厂房固定资产投资和购买大额存单。2021—2023 年，公司投资活动现金流量净额持续净流出。

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。2021—2023 年，公司筹资活动现金流量净额有所波动。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额 9.47 亿元，投资活动现金流量净额-12.64 亿元，筹资活动现金流量净额-9.30 亿元。

5 偿债指标

公司偿债指标表现强。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2021年	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率（%）	176.39	199.20	194.68
	速动比率（%）	159.09	178.87	174.62
	经营现金/流动负债（%）	20.99	31.37	29.55
	经营现金/短期债务（倍）	0.38	0.60	0.52
	现金类资产/短期债务（倍）	2.21	2.72	2.49
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	37.23	45.26	46.78
	全部债务/EBITDA（倍）	2.48	2.47	2.43
	经营现金/全部债务（倍）	0.27	0.36	0.35
	EBITDA/利息支出（倍）	13.64	15.19	16.34
	经营现金/利息支出（倍）	9.27	13.30	13.68

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较高；公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债能力指标看，2023 年，公司 EBITDA 为 46.78 亿元，同比增长 3.34%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 15.51%）、摊销（占 11.26%）、计入财务费用的利息支出（占 6.12%）、利润总额（占 67.10%）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较强。整体看，公司长期偿债能力指标表现较强。

根据公司债券年报披露，截至 2023 年底，公司对外担保 4.45 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 4.08 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 0.37 亿元。

截至 2023 年底，公司获得银行授信额度合计 456.84 亿元，其中未使用额度为 399.18 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 2023 年底，联合资信未发现公司存在重大诉讼。

6 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，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 2023 年底，公司本部资产总额 63.46 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 33.66 亿元（占 53.04%），非流动资产 29.80 亿元（占比 46.96%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 27.49%）、其他应收款（合计）（占 64.80%）、其他流动资产（占 7.13%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 57.50%）、长期股权投资（占 39.00%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 9.25 亿元。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的股份。上述股权资产均未质押，流动性较强。此外，截至 2023 年底，公司持有健康元 48.01% 的股份，已质押股权占其所持股份的比例为 8.45%。

图表 21 • 公司本部其他权益投资情况（单位：亿元）

项目	2023年底	2022年底	作出指定的原因
深圳前海微众银行股份有限公司	12.60	9.93	非交易性
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.51	1.55	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
博裕海宜（上海）私募基金合伙企业（有限合伙）	1.46	1.83	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）	0.25	0.25	非交易性
其他	--	0.02	非交易性
合计	17.14	14.88	

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司本部负债总额 41.60 亿元，变化不大。其中，流动负债 33.02 亿元（占比 79.39%），非流动负债 8.57 亿元（占比 20.61%）。从构成看，流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占 34.60%）、其他流动负债（占 59.88%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 20.96%）、应付债券（占 58.96%）、递延所得税负债（占 20.08%）构成。公司本部 2023 年资产负债率为 65.55%，较 2022 年下降 2.60 个百分点。截至 2023 年底，公司本部全部债务 39.56 亿元。其中，短期债务占 82.68%、长期债务占 17.32%。截至 2023 年底，公司本部短期债务为 32.70 亿元，存在一定债券偿付压力。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 64.40%，公司本部债务负担重。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 21.87 亿元，较上年底增长 10.79%。在所有者权益中，实收资本为 0.80 亿元（占 3.66%）、资本公积合计 2.30 亿元（占 10.52%）、未分配利润合计 13.24 亿元（占 60.55%）、盈余公积合计 0.41 亿元（占 1.89%）。

2023 年，公司本部无营业收入，利润总额为 0.20 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.64 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，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 0.77 亿元，投资活动现金流净额 2.42 亿元，筹资活动现金流净额-2.62 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 14.62%；公司本部负债占合并口径的 22.46%；公司本部所有者权益占合并口径的 8.78%；公司本部利润总额占合并口径的 0.65%；公司本部全部债务占合并口径的 34.83%。

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。2021—2023 年，公司本部收到健康元现金分红金额分别为 1.34 亿元、1.61 亿元和 1.61 亿元。

九、ESG 分析

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。2023 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。2023 年，健康元在公益事业领域投入约 2598.5 万元，其中资金捐赠约为 1976.2 万元、物品捐赠价值约为 622.3 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。

十、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大；考虑到本期债项募集资金用于偿还到期债务，公司债务指标或将低于预测值。

公司本期债项发行上限为 5.00 亿元，分别占公司 2024 年 3 月底长期债务和全部债务的 13.31%和 4.65%，对公司现有债务结构影响不大。以 2024 年 3 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.75%、29.49%和 12.73%上升至 41.43%、30.44%和 14.19%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项用于偿还到期债券，公司债务指标或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债项覆盖程度强。

2021—2023 年，公司 EBITDA 分别为 37.23 亿元、45.26 亿元和 46.78 亿元，分别为本期债项发行上限额（5.00 亿元）的 7.45 倍、9.05 倍和 9.36 倍。2021—2023 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 170.65 亿元、195.89 亿元和 195.54 亿元，分别为本期债项发行上限额（5.00 亿元）的 34.13 倍、39.18 倍和 39.11 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 25.30 亿元、39.61 亿元和 39.18 亿元，分别为本期债项发行上限额（5.00 亿元）的 5.06 倍、7.92 倍和 7.84 倍。公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期债项覆盖程度强。公司 2023 年的经营现金流入、经营现金流量净额和 EBITDA 能够对发行后长期债务形成一定保障。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

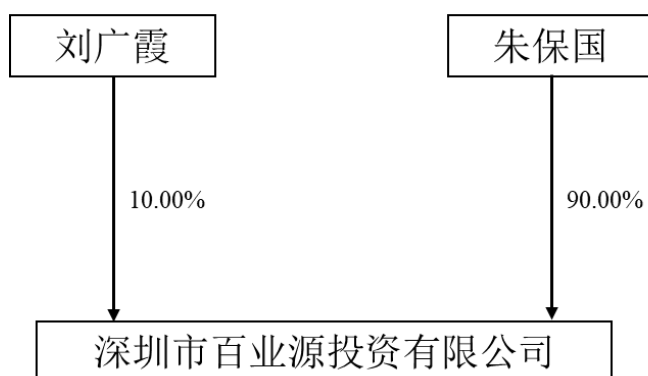
项目	2023 年（发行上限额）
发行后长期债务*（亿元）	43.23
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	4.52
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.91
发行后长期债务/EBITDA（倍）	0.92

注：发行后长期债务为将本期债项计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供的资料及公司财务报告整理

十一、评级结论

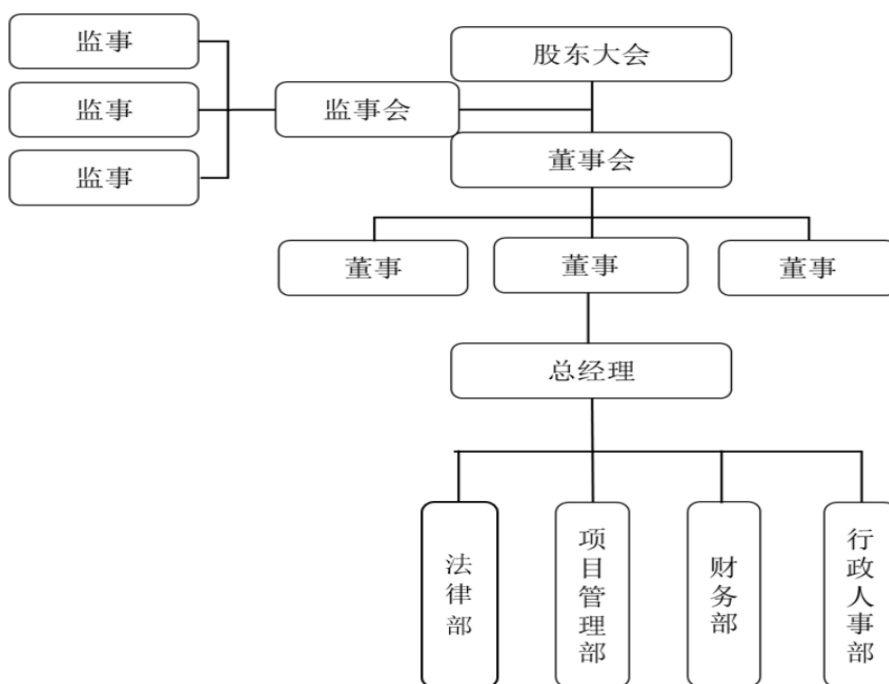
基于对公司经营风险、财务风险以及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债项信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 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 2023 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	48.01%
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：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	2021年	2022年	2023年	2024年3月
财务数据				
现金类资产（亿元）	148.98	178.88	187.87	177.53
应收账款（亿元）	28.56	31.05	26.93	26.42
其他应收款（合计）（亿元）	7.09	7.53	6.65	6.84
存货（亿元）	20.84	25.67	26.60	26.16
长期股权投资（亿元）	14.19	14.20	14.11	14.41
固定资产（合计）（亿元）	51.54	55.61	59.05	58.74
在建工程（合计）（亿元）	7.72	8.41	5.62	6.37
资产总额（亿元）	382.10	428.26	434.18	434.40
实收资本（亿元）	0.80	0.80	0.80	0.80
少数股东权益（亿元）	155.16	167.22	167.86	174.44
所有者权益（亿元）	222.90	242.39	248.99	257.36
短期债务（亿元）	67.26	65.82	75.34	70.08
长期债务（亿元）	24.95	45.75	38.23	37.55
全部债务（亿元）	92.21	111.58	113.57	107.63
营业总收入（亿元）	159.25	171.55	166.61	43.40
营业成本（亿元）	57.22	63.56	64.26	16.19
其他收益（亿元）	2.48	2.90	2.59	0.36
利润总额（亿元）	26.62	32.10	31.39	10.20
EBITDA（亿元）	37.23	45.26	46.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	163.32	186.29	184.03	44.76
经营活动现金流入小计（亿元）	170.65	195.89	195.54	46.49
经营活动现金流量净额（亿元）	25.30	39.61	39.18	9.47
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.48	-20.75	-7.09	-12.64
筹资活动现金流量净额（亿元）	-16.96	4.33	-20.28	-9.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.69	3.47	3.44	--
存货周转次数（次）	2.92	2.73	2.46	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.42	0.39	--
现金收入比（%）	102.56	108.59	110.46	103.15
营业利润率（%）	62.90	61.77	60.20	61.61
总资本收益率（%）	8.32	8.45	7.81	--
净资产收益率（%）	10.54	11.11	10.22	--
长期债务资本化比率（%）	10.07	15.88	13.31	12.73
全部债务资本化比率（%）	29.26	31.52	31.32	29.49
资产负债率（%）	41.66	43.40	42.65	40.75
流动比率（%）	176.39	199.20	194.68	197.32
速动比率（%）	159.09	178.87	174.62	176.44
经营现金流动负债比（%）	20.99	31.37	29.55	--
现金短期债务比（倍）	2.21	2.72	2.49	2.53
EBITDA 利息倍数（倍）	13.64	15.19	16.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.48	2.47	2.43	--

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	2021年	2022年	2023年	2024年3月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.64	8.89	9.45	2.81
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	23.45	22.96	21.81	22.03
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	11.62	11.62	11.62	11.62
固定资产（合计）（亿元）	0.61	0.57	0.53	0.52
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	60.89	61.97	63.46	63.04
实收资本（亿元）	0.80	0.80	0.80	0.80
所有者权益（亿元）	17.62	19.74	21.87	21.50
短期债务（亿元）	25.34	27.56	32.70	25.35
长期债务（亿元）	16.43	13.21	6.85	14.01
全部债务（亿元）	41.77	40.77	39.56	39.36
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.13	0.35	0.20	-0.37
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	2.36	1.17	1.59	0.04
经营活动现金流量净额（亿元）	1.71	0.86	0.77	-0.28
投资活动现金流量净额（亿元）	5.49	1.61	2.42	-6.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.54	-2.20	-2.62	-0.35
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（%）	2.78	3.01	1.99	--
净资产收益率（%）	2.45	4.00	1.28	--
长期债务资本化比率（%）	48.26	40.10	23.86	39.45
全部债务资本化比率（%）	70.33	67.38	64.40	64.67
资产负债率（%）	71.06	68.15	65.55	65.89
流动比率（%）	132.11	123.47	101.94	105.56
速动比率（%）	132.11	123.47	101.94	105.56
经营现金流动负债比（%）	6.52	3.07	2.34	--
现金短期债务比（倍）	0.34	0.32	0.29	0.11
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

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，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“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本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项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。