

信用评级公告

联合〔2023〕6674号

联合资信评估股份有限公司通过对三生制药进行跟踪分析和评估，确定维持三生制药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

二〇二三年七月二十七日

三生制药

2023年主体跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
三生制药	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

评级时间：2023 年 7 月 27 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	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		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

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

评级观点

跟踪期内，三生制药（以下简称“公司”）作为中国知名的生物制药公司，在细分领域市场地位、研产销一体化等方面仍具备综合竞争优势。2022 年，公司收入和除税前溢利均保持增长，经营活动现金净流入规模有所扩大，经营状况稳健；公司现金类资产较为充裕，资产质量良好，债务负担较轻，整体偿债能力很强。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，公司收入对单一药品依赖程度较高，医保降价、竞品先后纳入医保等因素使得公司部分药品价格面临下行压力；部分产品产能利用率较低，新增产能存在消化风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司加强拓展下沉市场、现有核心产品病患覆盖率提升，发挥研产销一体化优势、围绕四大核心治疗领域进行产品线扩充，公司市场竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司多款产品在细分领域地位稳固。从销售额来看，2022 年，特比澳在血小板减少症治疗领域的市场份额达到 64.80%；益比奥于 2018 年纳入《国家基本药物目录》，从销量和销售额来看，一直处于中国内地重组人促红素市场的主导地位；主要用于治疗雄激素性脱发和斑秃的米诺地尔酊，2022 年在中国内地市场份额达到 71.70%，销售额同比增长 48.10%。

2. 公司研产销一体化优势突出。公司的综合研发平台囊括发现及开发各类创新生物制药及小分子产品的广泛专业技术领域，在研发哺乳动物细胞表达、细菌表达及化学合成等各种制药产品方面拥有丰富经验。截至 2022 年底，公司拥有在研产品 31 项，其中 26 项作为创新药物开发（中国内地）。公司拥有五大生产基地，在北京和上海设置销售中心，搭建了辐射全国的销售团队。

3. 公司收入规模扩大，经营状况稳健，财务状况良好。2022 年，公司收入和除税前溢利持续增长，同比分别增长 7.48% 和 21.69%；公司资产中现金类资产较为充裕，债务负担较轻，经营活动现金流持续保持净流入状态，整体财务状况表现良好。

关注

1. 公司收入对单一药品依赖程度较高，部分药品面临价格下行压力。2022 年，公司核心产品特比澳收入占收入的比重为 49.54%，公司收入对特比澳依赖程度较高。2022 年，公司核心产品益赛普受到多款竞品先后进入医保影响，收入下降。若未来公司核心产品医保谈判价格下降，可能对公司的收入水平和盈利能力产生影响；竞品增多甚至进入集采，会增加医保谈判价格下降的可能性。

2. 公司部分产品产能利用率较低，新增产能存在消化风险。2022 年，益比奥（预充）和塞普汀产能利用率分别为 54.39% 和 49.45%，公司现有产能利用率仍有较大提升空间。公司在建项目“北方药谷德生（沈阳）生物科技有限责任公司生物药国际 CDMO 基地一期项目”计划建成“一条包括 6*1000 生物反应器在内的大规模单克隆抗体药物原液生产线”“一条包括 192 个 10L 反应器的 EPO 原液生产线”等，若未来公司益比奥和塞普汀产品销售订单，以及 CDMO 业务订单量增长不及预期，公司新增产能面临一定的消化风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	44.87	48.58	71.04
资产总额（亿元）	176.78	192.13	219.89
所有者权益（亿元）	130.93	146.58	154.00
短期债务（亿元）	3.67	1.61	3.75
长期债务（亿元）	25.47	24.68	40.93
全部债务（亿元）	29.14	26.29	44.69
收入（亿元）	55.88	63.82	68.59
除税前溢利（亿元）	9.79	18.69	22.74
EBITDA（亿元）	13.58	22.10	27.13
经营性净现金流（亿元）	13.45	15.78	21.80
毛利率（%）	80.98	82.67	82.69
净资产收益率（%）	5.89	11.10	12.39
资产负债率（%）	25.94	23.71	29.96
全部债务资本化比率（%）	18.20	15.21	22.49
流动比率（%）	460.39	548.64	544.11
经营现金流动负债比（%）	92.67	111.15	121.54
现金短期债务比（倍）	12.22	30.22	18.92
EBITDA 利息倍数（倍）	77.43	320.10	51.48
全部债务/EBITDA（倍）	2.15	1.19	1.65
公司本部（母公司）			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	53.06	49.72	43.40
所有者权益（亿元）	43.84	40.82	36.25
全部债务（亿元）	0.00	0.00	0.00

资产负债率 (%)	17.37	17.90	16.46
-----------	-------	-------	-------

注：1. 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；2. 现金类资产不包含受限制存款及现金；3. 销售商品、提供劳务收到的现金，系通过当年收入+（上年应收账款与票据-当年应收账款与票据）推算获得

资料来源：公司财务报告、公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2023/03/27	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）	--

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三生制药（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、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2024 年 3 月 26 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。

三生制药

2023 年主体跟踪评级报告

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”）关于三生制药（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司的初始经营实体为沈阳三生药业有限公司（以下简称“沈阳三生药业”），由娄丹先生与其团队于 1993 年 6 月发起成立，属于中外合资企业，初始注册资本 4000 万人民币；2006 年 7 月，沈阳三生药业名称变更为沈阳三生制药有限责任公司（以下简称“沈阳三生”）。2006 年 8 月，为筹备纳斯达克上市，沈阳三生搭建海外股权架构，于开曼群岛注册成立现名的公司，2006 年 9 月，公司通过股权收购的方式成为沈阳三生的间接控股公司，完成红筹架构（海外股权架构之一）的搭建；2007 年 2 月公司在美国纳斯达克挂牌上市，2013 年 6 月公司完成私有化并从纳斯达克退市。

2015 年 6 月，公司在港交所挂牌上市，共募集资金 55.16 亿港元，股票简称为“三生制药”，股票代码为“1530.HK”。后经多次增资扩股及回购注销，截至 2023 年 3 月底，公司法定股本 5000000.00 万股，发行股本 243892.04 万股，股本面值 14.93 万元，其中 TMF (Cayman) Ltd. 持股 23.88%，Decade Sunshine Limited 持股 19.55%，HERO Grand Management Limited 持股 2.06%，Black Rock, Inc. 持股 3.40%。Decade Sunshine Limited 和 HERO Grand Management Limited 的实际控制人为娄竞先生，娄竞先生通过上述 2 家公司合计控制公司 21.61% 股权对应的表决权；TMF (Cayman) Ltd. 为 The Empire Trust 信托的受托人，The Empire Trust 为公司设立的信托，公司董事会授权成立咨询委员会作

为信托的监督人，信托受益人为公司及附属公司、联营公司的职工以及 The Empire Trust 咨询委员会提名的其他人员；公司实际控制人为娄竞先生。截至 2022 年底，公司股份不存在被质押的情况。

2014 年 12 月公司通过股权收购的方式，先后成为 Sirton Pharmaceuticals S.p.A.（以下简称“Sirton”）和深圳赛保尔生物药业有限公司（以下简称“赛保尔”）的间接控股股东。2015 年 7 月，公司通过股权收购的方式，成为浙江万晟药业有限公司（以下简称“浙江万晟”）的间接控股股东。2016 年 3 月，公司通过多次收购并购的方式，增持上海中信国健药业股份有限公司（现已更名为“三生国健药业（上海）股份有限公司”，股票代码：688336.SH，以下简称“三生国健”）股份至 97.78%，三生国健成为公司的控股子公司，截至 2022 年底，公司间接持有三生国健 80.96% 股权。截至 2022 年底，公司持有北方药谷德生（沈阳）生物科技有限责任公司 90.34% 股份，其中质押 90.34% 的股份，质押比例为 100.00%。

公司以生物药的研发、生产与销售作为主要业务，治疗领域涵盖肾科、肿瘤科、自身免疫性疾病以及皮肤科等多个领域。截至 2023 年 3 月底，公司本部内设财务部、采购部、集团投资部、公共关系部等职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 219.89 亿元，所有者权益 154.00 亿元（含少数股东权益 24.38 亿元）；2022 年，公司实现收入 68.59 亿元，除税前溢利 22.74 亿元。

公司注册地址：Cricket Square Hutchins Drive PO Box 2681 Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands。公司的主要办公地址：辽宁省沈阳市经济技术开发区十号路 1 甲 3 号。

三、宏观经济和政策环境分析

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）](#)》。

四、行业分析

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。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。2022 年，规模以上医药制造企业营业收入为 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%。

行业政策方面，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，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。

未来发展方面，随着仿带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。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。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。完整版医药行业分析详见《[医药制造行业 2023 年度行业分析](#)》。

五、基础素质分析

1. 产权状况

详见报告“二、企业基本情况”。

2. 企业规模和竞争力

公司主营产品特比澳在其细分领域竞争优势明显；研发实力较强，在研产品管线分布合理，为公司可持续发展提供保障。

公司主要从事生物创新药的研发、生产和销售，在肿瘤、肾科、自身免疫以及皮肤科等治疗领域进行布局，主营产品包括特比澳、益比奥、赛博尔、益赛普、米诺地尔酊等。

核心产品方面，特比澳（rhTPO，重组人血小板生成素）属于公司自主研发的专利产品，于 2006 年推向市场，自 2017 年起被纳入《国家医保目录》乙类药，主要用于治疗实体瘤化疗后引起的血小板减少症（CIT）以及原发免疫性血小板

减少症（ITP）。市场占有率¹方面，2022年，特比澳在血小板减少症治疗领域销量的市场占有率约为26.20%；销售额的市场占有率约为64.80%。益比奥和赛博尔（rhEPO，重组人促红素）主要用于治疗慢性肾病引起的贫血症、治疗化疗引起的贫血症以及外科围手术期的红细胞动员，两款产品实行差异化竞争策略，益比奥主要针对中高端市场，赛博尔以基层市场为主。益比奥自2018年起被纳入《国家基本药物目录》，从销量和销售额来看，一直处于中国内地重组人促红素市场的主导地位。公司的米诺地尔酊（又称为“蔓迪”），主要用于治疗雄激素性脱发和斑秃。2022年，蔓迪在中国内地市场销售额同比增长48.10%，市场占有率约为71.70%。蔓迪的销售网络已覆盖线下2000多家医疗机构，同时，蔓迪销售渠道还覆盖近10万家零售药店以及天猫、京东等互联网销售平台。

生产方面，截至2022年底，公司拥有五大生产基地，分别为沈阳三生（沈阳基地）、赛保尔（深圳基地）、三生国健（上海基地）、浙江万晟（杭州基地）以及Sirton（意大利科莫基地）。销售方面，公司在北京和上海设置销售中心，搭建了辐射全国的销售团队，90%左右的销售额由自营团队完成。公司作为集研发、生产和销售于

一体的生物制药公司，在覆盖的领域拥有先发优势，且公司正拓展CDMO业务，有望进一步巩固自身的竞争力。

研发方面，公司在五大生产基地均配备了研发中心，规模较大的为沈阳研发中心和上海研发中心。2022年，公司研发费用为6.93亿元，占收入的比重为10.11%。公司的综合研发平台包括发现及开发各类创新生物制药及小分子产品的广泛专业技术领域，包括抗体发现、分子克隆、抗体/蛋白质工程、基因表达、细胞株构建、生产工艺开发、中试及大规模生产、质量控制及保证、临床前与临床试验的设计及管理以及监管备案和注册。公司在研发哺乳动物细胞表达、细菌表达及化学合成等各种制药产品方面拥有丰富经验。

截至2022年底，公司拥有在研产品31项，其中26项作为创新药物开发（中国内地）。31项在研药品中，16项为单抗或双特异性抗体、6项为其他生物制品、9项为小分子药物。从治疗领域来看，7项为肿瘤科在研产品、13项为自身免疫疾病及其他疾病（包括顽固性痛风及眼科疾病）在研产品、9项为肾科在研产品、2项为皮肤科在研产品。公司在研管线与现有产品覆盖领域关联度较高。

表 1 截至 2022 年底公司重要研发管线进展情况

研发阶段	候选产品名称	治疗领域	具体进度
提交新药申请及三期研发	抗 TNF α 预充式益赛普水针剂（301S）	自身免疫-风湿病领域	于 2021 年 7 月向国家药监局重新提交 NDA 以取得生产批文，于 2023 年 3 月获得国家药监局批准
	米诺地尔泡沫剂型（MN709）	皮肤科	2022 年 1 月，向国家药监局提交的 NDA 申请已获受理
	盐酸纳呋拉啡（TRK820）	血液透析患者瘙痒症治疗	2021 年 12 月，向国家药监局提交的 NDA 申请已获受理
	特比澳（TPO）	rhTPO 注射液在儿童青少年慢性原发性 ITP 上的应用	三期试验中，于 2022 年 11 月向国家药监局提交新适应症补充 NDA
	Pegsiticase（SSS11）	组合疗法 SEL-212 用于慢性难治性痛风	正在中国内地启动用于痛风症状病史且高尿酸水平患者的 SSS11 的 Ib 期临床试验
	抗 VEGF 单抗（601A）	视网膜静脉阻塞治疗	BRVO 三期试验已获国家药监局批准，截至 2023 年 2 月，已有超过 60 位患者入组
	NuPIAO（EPO，SSS06）	促红素产品	已于 2022 年底前完成三七临床试验的全部患者入组工作
	抗 IL-17A 单抗（608）	银屑病	三期临床试验已于 2023 年 4 月完成全部受试者入组
	Peg-EPO（RD-01）	聚乙二醇重组人促红素	计划于 2023 年下半年开展三期临床
二期研发	抗 TNF α 单抗（SSS07）	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎和银屑病等	已完成 SSS07 于健康志愿者及 RA 患者的一期临床试验，已重新提交 RA 患者的一项二期试验的 IND

¹ 本小节市场占有率数据均来自公司年报

			申请
	抗 IL1 β 单抗 (613)	自身炎症性疾病治疗	2022 年 3 月, 用于急性痛风适应症获得国家药监局 IND 批件, 且 II 期试验的首次患者入组工作已完成
	抗 HIF-117 (SSS17)	促红素产品	二期临床试验已启动
	抗 IL5 单抗 (610)	嗜酸性粒细胞增高的重度哮喘	预计 2023 年下半年启动三期临床研究
	抗 IL4R α 单抗 (611)	特应性皮炎、哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉等	预计 2023 年下半年启动三期临床研究以及完成青少年 AD 适应症的 IND 申请

资料来源: 公司年度报告, 联合资信整理

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的沈阳三生中国人民银行企业基本信用信息报告 (机构信用代码: 9121010660460338X6), 截至2023年7月7日, 沈阳三生无未结清关注类和不良/违约类贷款; 已结清贷款中有1笔关注类中长期贷款, 7笔关注类短期贷款记录。根据公司提供的说明, 沈阳三生关注类贷款系2003—2005年银行系统原因所致, 沈阳三生均正常还款。根据公司提供的浙江万晟中国人民银行企业基本信用信息报告 (机构信用代码: 91330185253932420N), 截至2023年7月7日, 浙江万晟无未结清关注类和不良/违约类贷款; 已结清信贷信息中有4笔关注类贴现。关注类贴现金额为174.09元, 根据公司提供的说明, 关注类贴现系承兑汇票开具方延迟兑付所致, 非浙江万晟原因。根据公司提供的三生国健和赛保尔的中国人民银行企业基本信用信息报告 (机构信用代码分别为: 91310000735408592G 和 91440300708486974R), 截至2023年7月7日, 三生国健和赛保尔均无未结清或已结清关注类和不良/违约类贷款。

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, 历史履约情况良好。

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。

六、管理分析

2022年6月至今, 公司董事和高级管理人员变动不大, 主要管理制度连续, 管理运作正常。

2022年12月30日, 唐柯先生卸任公司非执行董事; 张丹先生获委任为公司独立非执行董事。

除上述变动之外, 公司董事和其他管理层未发生变化; 公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

七、重大事项

2023年6月, 公司在银行间市场发行债务融资工具, 首期募集资金12亿元。

公司在银行间市场交易商协会注册债务融资工具额度共40亿元, 并于2023年6月20日首期发行12亿元, 起息日为2023年6月26日, 发行期限为2年。首期募集资金全部用于偿还境外欧元可转债, 以优化公司负债结构。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年, 公司收入和除税前溢利保持增长, 毛利率较为稳定; 核心产品特比澳收入稳定增长, 受多个竞品进入医保目录的影响, 益赛普收入有所下降, 防脱发产品、其他产品和CDMO业务对公司收入形成有效补充。

公司以生物药的研发、生产与销售作为主要业务, 治疗领域涵盖肾科、肿瘤科、自身免疫性疾病以及皮肤科等多个领域。收入构成方面, 公司的核心产品包括特比澳、益比奥、赛博尔和益赛普, 2022年, 上述产品收入占收入的比重分别为73.45%。

2022年, 特比澳产品销售收入同比增长10.29%, 主要系该产品覆盖医院数量持续增加、市场份额稳固所致。2022年, EPO产品 (益比奥和赛博尔) 收入较为稳定。2022年, 益赛普产品

收入同比下降35.11%，主要系欣普尼、修美乐、类克以及恩利等多个竞品先后纳入医保使得竞争加剧所致，占收入的比重较上年下降4.90个百分点。2022年，防脱发产品收入同比增长46.53%，主要系公司产品在医疗机构和零售药店的覆盖范围扩大以及公司线上数字化营销策略成效较为显著所致，占收入的比重较上年提升3.52个百分点。公司其他产品主要包括肿瘤领域的因特芬、英路因、赛普汀，肾病领域的健尼哌、赛博利等。2022年，其他产品收入同比增长13.13%，

主要系公司赛普汀等产品市场销售稳健拓展所致。2022年，CDMO业务收入同比增长49.55%，主要系基于公司在生物药产品研发到生产全流程的综合优势，公司持续拓展相关业务所致，但CDMO业务收入占比较小，对收入影响不大。

毛利率方面，2022年，特比澳毛利率维持很高水平；受公司主动降价影响，益赛普产品毛利率下降；CDMO业务毛利率下降，主要系订单差异所致；其他产品毛利率均小幅提升。整体看，公司综合毛利率较为稳定。

表 2 2021—2022 年公司收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2022 年收入增长 (%)	2022 年毛利率增长 (百分点)
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)		
特比澳	30.80	48.26	98.40	33.97	49.54	98.57	10.29	0.17
EPO 产品	11.20	17.54	83.12	11.29	16.46	83.49	0.80	0.37
益赛普	7.89	12.36	71.59	5.12	7.46	68.75	-35.11	-2.84
防脱发产品	6.19	9.71	81.28	9.07	13.23	82.85	46.53	1.57
其他产品	6.93	10.85	34.87	7.84	11.43	35.42	13.13	0.55
CDMO 业务	1.11	1.74	30.62	1.66	2.42	20.13	49.55	-10.49
合计	63.82	100.00	82.67	68.59	100.00	82.69	7.47	0.02

注：合计数与各项收入相加数差异系国际会计准则下的税金及附加统计在内所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购管理和采购模式未发生变化。2022年，除血清和米诺地尔原料之外，公司主要原材料采购量均有所增长或保持稳定；付款方式仍以现汇为主，采购集中度较高。

公司原材料采购管理未发生变化，仍主要由公司本部的采购部进行集中谈判，同时各生产基地也设置各自的采购部门负责采购具体执行。采购模式仍主要采用“以产定采”，即公司根据当月生产需求编制采购预算，并结合库存储备量、供货周期以及检验周期确定补货点，编制采购预算，进而根据预算进行采购。公司生产采购的原材料主要包括血清、培养基和包耗材，其中血清和培养基的采购额占沈阳基地原材料采购额的比重超过80%；血清的供应商主要来自南美洲和澳洲，培养基也主要是境外采购。未来随着“德生生物CDMO二期项目”建成投产后，公司培养基计划逐步转为自产。

采购量方面，2022年，公司胎牛血清和新生牛血清采购量均有所下降，主要系一方面血清不同批次存在质量差异且每年采购批次有限，从而影响采购量，另一方面公司通过库存调节采购量所致。2022年，公司培养基采购量大幅增长，主要系公司在价格低位时增加备货所致。2022年，CHO-S-SFMII培养基采购量随着对应产品赛博尔产量下降而下降。2022年，肝素钠采购量增长，主要系赛博利产销量增加所致；米诺地尔原料采购量下降，系公司消化原材料库存所致。2022年，人血白蛋白采购量增长，主要系相关产品产量增加、公司增加备货量所致。

采购价格方面，2022年，胎牛血清采购均价有所增长，主要受到上游畜牧养殖业供求关系变化影响。2022年，培养基、肝素钠和米诺地尔原料采购均价下降，其他原材料采购均价相对稳定。

表 3 公司主要原材料采购情况

项目	2021 年		2022 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
胎牛血清（单位：万毫升、元/毫升）	141.00	7.57	84.65	10.22
新生牛血清 （单位：瓶、元/瓶）	5276.00	1448.30	3706.00	1403.57
培养基 （单位：千克、元/克）	5510.00	1.46	14532.05	0.76
CHO-S-SFMII 培养基（单位：桶、元/桶）	1129.00	12243.40	1017.00	12987.88
肝素钠 （单位：千克、元/克）	1962.74	116.82	2442.96	104.26
人血白蛋白 （单位：千克、元/克）	80.00	33.50	161.60	33.51
人血白蛋白 （单位：瓶、元/瓶）	2040.00	378.00	2040.00	378.00
米诺地尔原料 （单位：千克、元/克）	30000.00	3.63	25780.00	2.65

资料来源：公司提供

结算方面，公司根据供应商的类别以及采购金额的不同采用不同的结算账期，账期平均在60天左右，对个别供应商采用预付款形式；付款方式以现汇为主。

采购集中度方面，2022年，公司对前五大供应商采购金额为3.24亿元，占当年采购总金额的比重为39.60%，较上年有所下降，采购集中度仍较高。

3. 生产与销售

2022 年，公司仍实行“以销定产”的生产模式，特比澳和米诺地尔酞产销量保持了良好增长，益赛普和部分 EPO 产品产销量有所下降；公司部分产品销售均价有所下调，销售回款以短周期为主，销售集中度较低。

生产基地方面，公司共有五大生产基地，分别是沈阳生产基地、上海生产基地、深圳生产基地、杭州生产基地和意大利科莫生产基地。其中，杭州基地和意大利科莫基地以生产化药和外用制剂为主，沈阳基地、上海基地和深圳基地以生产生物药为主。各基地均实行以销定产的生产模式。

公司内设营销中心负责公司的销售工作，根据肾科、肿瘤科和自身免疫等不同的管线设置不同的团队，负责各管线药品在全国的营销。销售模式方面，公司主要包括自营和招商代理两种模式，自营销售模式的销售额占比约为90%，招商代理销售模式的销售额占比约为10%。

产能方面，2022年，公司赛博尔、赛博利和米诺地尔酞产能有所增长，主要系产线扩建所致；益赛普产能有所下降，主要是公司基于产品销量情况对产能进行调整所致；其他产品产能较为稳定。

产销量方面，2022年，公司持续推进市场拓展，特比澳、赛博利、米诺地尔酞和赛普汀产销量均有所增长；益比奥（西林瓶、预充）和赛博尔（预充）产销量增长，但赛博尔（西林瓶）产销量有所下降，主要系市场需求增速有所下降所致。2022年，益赛普销量下降，主要系同类产品竞争激烈、下游需求减少所致；产量增长主要系上年产量不及销量所致。产能利用率方面，2022年，益比奥（预充）和塞普汀产能利用率仍有较大提升空间，赛博利和米诺地尔酞产能利用率较高，其他产品产能利用率处于相对合理区间。

表 4 2021 年及 2022 年公司主要产品产能、产量及销量情况

板块	产品	项目	2021 年	2022 年
特比澳	西林瓶	产能（万瓶）	1800.00	1800.00
		产量（万瓶）	429.00	526.00
		产能利用率（%）	78.89	43.19
		销量（万瓶）	467.00	516.00
		产销率（%）	108.86	98.10
		销售均价（元/瓶）	671.64	674.82
益比奥	西林瓶	产能（万瓶）	1800.00	1800.00
		产量（万瓶）	991.00	1029.00
		产能利用率（%）	78.89	43.19
		销量（万瓶）	1032.00	1057.00
		产销率（%）	104.14	102.72
		销售均价（元/瓶）	49.76	48.93
	预充	产能（万支）	1800.00	1800.00
		产量（万支）	761.00	979.00
		产能利用率（%）	42.28	54.39
		销量（万支）	775.00	983.00
		产销率（%）	101.84	100.41
		销售均价（元/支）	46.09	39.85
赛博尔	西林瓶	产能（万瓶）	744.00	807.00
		产量（万瓶）	740.00	573.00
		产能利用率（%）	99.46	71.00
		销量（万瓶）	777.00	636.00
		产销率（%）	105.00	110.99
		销售均价（元/瓶）	22.74	23.20
	预充	产能（万支）	1500.00	1500.00
		产量（万支）	1160.00	1167.00
		产能利用率（%）	77.33	77.80
		销量（万支）	1147.00	1225.00
		产销率（%）	98.88	104.97
		销售均价（元/支）	27.77	27.19
益赛普	12.5mg 和 25mg	产能（万支）	1000.00	600.00
		产量（万支）	192.60	252.03
		产能利用率（%）	19.26	42.00
		销量（万支）	350.00	243.63
		产销率（%）	181.72	96.67
		12.5mg 销售均价（元/支）	165.41	158.65
		25mg 销售均价（元/支）	259.96	250.95
赛博利	西林瓶	产能（万瓶）	3073.00	3627.00
		产量（万瓶）	3058.00	3624.00
		产能利用率（%）	99.51	99.92

		销量（万瓶）	3062.00	3651.00
		产销率（%）	100.13	101.00
		销售均价（元/瓶）	12.06	11.16
米诺地尔酊	酊剂	产能（万支）	560.00	1310.00
		产量（万支）	599.30	1036.50
		产能利用率（%）	107.02	79.12
		销量（万支）	579.00	814.80
		产销率（%）	96.61	78.61
		销售均价（元/支）	117.96	124.08
塞普汀	制剂	产能（万支）	80.00	80.00
		产量（万支）	14.00	39.56
		产能利用率（%）	17.50	49.45
		销量（万支）	13.00	30.99
		产销率（%）	92.86	78.34
		销售均价（元/支）	499.31	516.58

注：特比澳和益比奥（西林瓶）共用产线（总产能 1800 万瓶），上述两种产品合计产能利用率=（特比澳产量+益比奥（西林瓶）产量）/总产能，上表中上述两种产品产能利用率按照合计产能利用率列示

资料来源：公司提供

销售价格方面，2022年，公司益比奥（预充）、赛博利和益赛普销售均价有所下降，主要系公司应对市场竞争主动降价，以及医保降价所致。其他产品销售均价相对稳定。

结算方面，公司与客户的结算方式以电汇为主、承兑汇票为辅，约定账期一般为30~90天，长周期回款占比很低。

从客户集中度来看，2022年，公司对前五大客户销售额为 10.73 亿元，占年度销售总额的比例为 15.10%，集中度较低。

4. 经营效率

2022年，公司经营效率相对稳定，目前处于行业中游水平。

从经营效率指标看，2022年，公司销售债权周转次数为5.10次，较上年下降0.30次；存货周转次数为1.69次，较上年无变化；总资产周转次数为0.33次，较上年下降0.02次。整体看，公司经营效率相对稳定。与同行业上市公司相比，2022年，公司经营效率处于行业中游水平。

表 5 2022 年同行业公司经营效率情况对比

证券代码	证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
1177.HK	中国生物	2.72	6.50	0.46

	制药			
2196.HK	复星医药	3.75	6.42	0.44
2269.HK	药明生物	4.31	3.93	0.33
1513.HK	丽珠医药	2.41	3.44	0.53
1093.HK	石药集团	3.45	4.67	0.81
中位值		3.45	4.67	0.46
600276.SH	恒瑞医药	1.44	4.04	0.52
002294.SZ	信立泰	2.06	7.78	0.37
002773.SZ	康弘药业	1.24	20.37	0.46
600867.SH	通化东宝	1.04	5.66	0.42
300009.SZ	安科生物	2.57	5.56	0.59
中位值		1.44	5.66	0.46
1530.HK	三生制药	1.69	5.10	0.33

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 在建项目

公司主要在建项目完工投产后将有效拓展 CDMO 业务且优化特比澳、益比奥产能布局，但在建项目未来仍面临一定资金支出需求。

截至2022年底，公司在建项目主要包括生物药国际CDMO基地项目、松山湖项目、数字化工厂项目等，规划总投资36.82亿元。截至2022年底，公司已完成规划总投资额的65.15%，未来仍面临一定的资金支出需求。同时需关注到，

若未来公司相关产品销售订单增长不及预期，公司新增产能面临一定的消化风险。

从重点项目来看，德生生物CDMO基地项目将构建覆盖药品开发和配套原辅材料、耗材、工艺装备在内的全生态产业链条，为生物制药的创新研制及产业化、商品化提供CDMO服务平台。德生生物CDMO基地一期项目建设内容包括1个包含4*50升生物反应器在内的工艺开发实验室、2条包括2*1000升生物反应器的抗体

药物原液生产线、1条包括6*1000生物反应器的单克隆抗体药物原液生产线、1条包括192*10升反应器的EPO原液生产线、1条年产1000万支10Mml林瓶水针和1000万支2ml西林瓶冻干粉针的多剂型制剂生产线、1条年产2000万支1ml~5ml预充式水针的生产线等。二期项目将建设2条6*10000升的抗体药物CMO生产线和1条3*5000升的CMO生产线。

表 6 截至 2022 年底公司主要在建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	资金来源		截至 2022 年底 已完成投资额 (亿元)	2023 年拟投资 额 (亿元)	2024 年拟投资额 (亿元)
		贷款 (亿元)	自筹 (亿元)			
北方药谷德生（沈阳）生物科技有限责任公司生物药国际 CDMO 基地一期项目	14.00	1.66	12.34	11.56	2.04	0.40
北方药谷德生（沈阳）生物科技有限责任公司生物药国际 CDMO 基地二期项目	5.20	--	5.20	1.04	2.43	1.73
松山湖项目	12.50	4.90	7.60	8.24	1.99	0.55
数字化工厂项目	5.12		5.12	3.15	1.44	0.02
合计	36.82	6.56	30.26	23.99	7.90	2.70

注：尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供，联合资信整理

6. 未来发展

公司未来的经营战略符合行业发展态势和公司自身的产品矩阵与定位。

未来公司将持续围绕肾科、自身免疫等优势领域，进行深度研发，扩充产品矩阵。对于特比澳、益比奥、赛博尔和益赛普等上市药品，公司将继续采取基层下沉策略，增加基层医疗机构覆盖范围，适应国家医保价格的调整并布局建设大规模产能来提供更充足的产品供应。

研发布局上，公司将资源集中投入自身免疫疾病、肿瘤科、肾科及皮肤科四大核心治疗领域，将重点打造内部临床开发能力，加速临床进程推动，提高研发综合实力。

对外合作上，公司围绕全球创新和领域协同展开，与全球领先的生物科技和制药公司合作，满足国内患者未被满足的临床需求。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，安永会计师事务所对上述财务报告进行了审计，审计意见为“该综合财务报表已根据国际会计准则理事会颁布的《国际财务报告准则》真实而公允地反映公司于2022年12月31日的综合财务状况以及其截至该日止年度的综合财务表现及综合现金流量，并已遵照香港公司条例的披露规定妥为编制”。

合并范围方面，2022年，公司合并范围内新增5家附属公司（新设及投资并购）；公司新增附属公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额219.89亿元，所有者权益154.00亿元（含少数股东权益24.38亿元）；2022年，公司实现收入68.59亿元，除税前溢利22.74亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充裕，非流动资产中商誉规模较大；公司资产受限比例不高，整体资产质量相对良好。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底增长14.45%，主要系按公允价值计入损益的金融资产增加所致。公司资产仍以非流动资产为主，但流动资产占比有所增长。

表 7 2021—2022 年底公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2022 年底较上年底增长 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动资产	77.91	40.55	97.61	44.39	25.29
现金及现金等价物	28.68	36.81	21.50	22.03	-25.03
按公允价值计入损益的金融资产	19.00	24.39	48.61	49.80	155.84
应收账款	12.89	16.54	12.18	12.47	-5.53
预付款项、其他应收款项及其他资产	7.69	9.87	5.19	5.32	-32.49
存货	6.91	8.86	7.12	7.30	3.13
非流动资产	114.22	59.45	122.28	55.61	7.06
物业、厂房及设备	34.40	30.12	40.86	33.42	18.77
商誉	38.44	33.65	41.40	33.86	7.71
无形资产	18.49	16.19	15.78	12.91	-14.65
资产总额	192.13	100.00	219.89	100.00	14.45

注：流动资产科目占比=金额/流动资产总额；非流动资产科目占比=金额/非流动资产总额

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产较上年底增长25.29%，主要系按公允价值计入损益的金融资产增加所致。

截至2022年底，公司现金及现金等价物和按公允价值计入损益的金融资产合计金额为70.11亿元，较上年底增长47.05%，主要系销售规模扩大带动现金收入增加以及公司银团贷款获批后购买银行理财产品使得按公允价值计入损益的金融资产增加所致。按公允价值计入损益的金融资产主要为公司购买的低风险银行理财产品。

截至2022年底，公司应收账款较上年底下降5.53%，变化不大。公司应收账款账龄以3个月内为主，3个月内应收账款占比为94.55%。

截至2022年底，公司预付款项、其他应收款项及其他资产较上年底下降32.49%，主要系公司股份购回预付款项减少所致。

截至2022年底，公司存货较上年底增长3.13%，变化不大。公司存货主要由原材料(35.20%)、在产品(43.70%)、产成品(12.76%)

和耗材及包装材料(8.34%)构成，计提减值准备3076.60万元。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长7.06%，主要系公司持有的物业、厂房及设备 and 商誉增加所致。

截至2022年底，公司物业、厂房及设备较上年底增长18.77%，主要系公司德生生物CDMO基地一期在建项目规模扩大所致。公司物业、厂房及设备科目主要由土地及楼宇(16.07%)、厂房及机器(21.08%)和在建工程(60.61%)构成，累计计提折旧14.02亿元。

截至2022年底，公司商誉较上年底增长7.71%，主要系汇兑调整所致。商誉主要为公司2015年收购浙江万晟(3.30亿元)和2016年收购三生国健(33.27亿元)形成，三生国健经营情况见下表，未来若被收购单位经营业绩不达预期，公司或将面临一定商誉减值风险。

表 8 三生国健经营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	6.55	9.29	8.25
利润总额（亿元）	-2.82	-0.53	0.29
资产负债率（%）	8.75	7.15	9.79
毛利率（%）	84.38	77.39	75.63

资料来源：三生国健财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司无形资产较上年底下降14.65%，主要系公司百泌达和百达扬的独家经销权计提摊销和减值所致。公司无形资产主要由知识产权（67.05%）和专利及专有技术（22.67%）构成，累计摊销及减值13.72亿元。

截至2022年底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例不高。

表 9 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	2.08	0.95	信用证、银行承兑汇票以及待决诉讼仲裁保证金
土地	0.48	0.22	银行抵押贷款
楼宇	0.92	0.42	银行抵押贷款
在建工程	10.71	4.87	银行抵押贷款
合计	14.19	6.46	--

注：尾差系四舍五入形成

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 10 2021—2022 年底公司负债主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2022 年同比增长（%）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	
流动负债	14.20	31.18	17.94	27.23	26.33
计息银行及其他借款（短期借款）	1.50	10.58	3.63	20.25	141.87
贸易应付款项及应付票据	2.30	16.23	2.49	13.91	8.28
其他应付款项及应付费用	9.21	64.87	10.29	57.33	11.65
非流动负债	31.35	68.82	47.94	72.77	52.94
计息银行及其他借款（长期借款）	1.64	5.24	19.02	39.67	1058.56
可换股债券	22.72	72.46	21.64	45.13	-4.75
负债总额	45.55	100.00	65.88	100.00	44.64

注：流动负债科目占比=金额/流动负债总额；非流动负债科目占比=金额/非流动负债总额

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长26.33%，主要系短期借款增加所致。

截至2022年底，公司短期借款较上年底增长141.87%，主要系公司基于在建项目投入需求，无抵押银行贷款增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益有所增长，所有者权益中保留盈利和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2022 年底，公司所有者权益 154.00 亿元，较上年底增长 5.07%，主要系储备中的保留盈利（未分配利润）积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 84.17%，少数股东权益占比为 15.83%。在归属于母公司所有者权益中，股份溢价和保留盈利分别占 28.49%和 60.87%。所有者权益结构稳定性一般。

（2）负债

截至 2022 年底，公司负债和债务规模均有所增长，公司银团贷款获批带动债务规模有所增长且长期债务占比提升；整体看，公司债务负担较轻。

截至2022年底，公司负债较上年底增长44.64%，主要系非流动负债增加所致，公司负债仍以非流动负债为主。

截至2022年底，公司贸易应付款项及应付票据较上年底增长8.28%，主要系公司采购规模扩大所致。贸易应付款项及应付票据账龄以3个月内为主，3个月内贸易应付款项及应付票据占比为87.36%。

截至2022年底，公司其他应付款及应计费用较上年底增长11.65%，主要系应计销售及营销开支增加所致。其他应付款及应计费用主要包括应计销售及营销开支（占47.87%）、应计薪金、花红及福利开支（占19.96%）和应付物业、厂房及设备以及其他无形资产卖方款项（11.01%）。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底增长52.94%，主要系长期借款增加所致。

截至2022年底，公司长期借款由上年底1.64亿元增长至19.02亿元，主要系银团贷款增加所致。银行贷款的到期时间集中在2024年至2025年。

截至2022年底，公司可换股债券较上年底下降4.75%，主要系公司购回部分债券所致。公司可换股债券为其全资附属子公司 Strategic International 发行的以欧元计值的可换股债券，到期时间为2025年6月29日，公司在2023年拥有赎回权。

截至2022年底，公司全部债务较上年底有所增长，主要系长期债务增加所致。公司债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，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较上年底分别增长6.25个百分点、7.28个百分点和6.59个百分点，但公司债务负担仍较轻。

表 11 2021—2022 年底公司债务及其相关指标情况

科目	2021 年底	2022 年底	2022 年底同比增长 (%、百分点)
短期债务（亿元）	1.61	3.75	133.58
长期债务（亿元）	24.68	40.93	65.84
全部债务（亿元）	26.29	44.69	69.98
短期债务占全部债务比（%）	6.11	8.40	2.29
资产负债率（%）	23.71	29.96	6.25
全部债务资本化比率（%）	15.21	22.49	7.28
长期债务资本化比率（%）	14.41	21.00	6.59

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2022年，公司收入和除税前溢利同比均有所增长，以政府补助和利息收入为主的其他收入对公司利润形成有效补充；公司整体盈利能力处于行业中上游水平。

公司收入及除税前溢利分析参考“经营分析”部分。

从期间费用看，2022年，公司费用总额为37.59亿元，同比增长6.91%，主要系销售费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为68.63%、10.24%、18.44%和2.69%，以销售费用和研发费用为主。其中，销售费用同比增长11.01%，主要系公司销售规模扩大，营销推广开支及员工成本等支出增加所致；财务费用同比增长51.90%，主要系公司债务规模增加所致。2022年，公司期间费用占到收入的54.80%，同比略有

下降，期间费用对利润存在侵蚀，公司费用控制能力有待进一步提高。

2022年，公司其他收入及收益为7.50亿元，同比增长127.35%，占除税前溢利的比重为33.00%；公司其他收入主要为政府补助（0.73亿元）、利息收入（1.51亿元）以及汇兑差额净额（2.75亿元），其中政府补助和利息收入具有一定可持续性。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
收入（亿元）	63.82	68.59
除税前溢利（亿元）	18.69	22.74
毛利率（%）	82.67	82.69
总资本收益率（%）	9.43	9.83
净资产收益率（%）	11.10	12.39

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2022年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所增长。与国内同行业主要上市公司相比，2022年公司盈利能力指标处于行业中上游水平。

表 13 2022 年同行业公司盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业总收入/收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
1177.HK	中国生物制药	288.94	79.86	9.66	8.47
2196.HK	复星医药	438.53	47.11	5.25	8.93
2269.HK	药明生物	152.87	44.04	11.36	13.13
1513.HK	丽珠医药	126.30	64.68	8.95	14.21
1093.HK	石药集团	310.32	71.94	19.25	21.68
中位值		--	64.68	11.36	13.13
600276.S	恒瑞医药	212.75	83.61	8.80	10.73
002294.S	信立泰	34.82	71.46	6.46	7.97
002773.S	康弘药业	33.89	88.55	13.43	13.80
600867.S	通化东宝	27.78	77.78	27.36	24.80
300009.S	安科生物	23.31	78.41	20.96	23.46
中位值		--	78.41	13.43	13.80
1530.HK	三生制药	68.69	82.69	10.80	15.20

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

2022 年，公司经营活动现金净流入规模有所扩大，随着公司银行借款规模增加，公司筹资活动现金由净流出转为净流入，投资活动现金净流出规模显著扩大。

表 14 公司现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2021 年	2022 年
经营活动现金流量净额	15.78	21.80
投资活动现金流量净额	-12.87	-37.22
筹资活动前现金流量净额	2.92	-15.42
筹资活动现金流量净额	-4.81	7.15

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，2022 年经营活动现金流量净额同比有所增长，主要系销售规模扩大带动经营活动现金流入增加所致。投资活动方面，2022 年投资活动现金净流出额有所增长，主要系公司购买理财产品现金净流出额有所增加所致。筹资活动方面，2022 年筹资活动现金由净流出转为净流入，主要系银行借款增加所致。

6. 偿债指标

公司长短期偿债能力指标仍处于很高水平，融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	548.64	544.11
	速动比率 (%)	500.02	504.41
	经营现金/流动负债 (%)	111.15	121.54
	经营现金/短期债务 (%)	981.84	580.64
长期偿债能力	现金类资产/短期债务 (倍)	30.22	18.92
	EBITDA (亿元)	22.10	27.13
	全部债务/EBITDA (倍)	1.19	1.65
	经营现金/全部债务 (倍)	0.60	0.49
	EBITDA/利息支出 (倍)	320.10	51.48
	经营现金/利息支出 (倍)	228.57	41.38

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，公司流动比率与速动比率较上年底变化不大，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度很高。截至 2022 年底，公司经营现金/短期债务和现金短期债务比较上年底有所下降，但现金类资产和经营活动现金净额对短期债务覆盖程度仍很高。整体看，公司短期偿债能力指标处于很高水平。

从长期偿债能力指标看，2022 年，公司 EBITDA 利息倍数同比有所下降，全部债务/EBITDA 同比有所升高，但 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度仍很高。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现处于很高水平。

对外担保方面，截至2022年底，公司不存在对合并范围以外的担保。

未决诉讼方面，截至2022年底，公司存在1项重大未决诉讼。2021年7月，奥海生物技术(上海)有限公司(以下简称“奥海生物”)就其与三生国健的合作纠纷向上海国际经济贸易仲裁委员会提出仲裁申请，要求终止其与三生国健于2015年12月签订的合作协议并要求三生国健赔偿1.31亿元；2022年12月，奥海生物变更争议申请，要求赔偿4.01亿元。截至2022年底，仲裁仍在进行中。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度58.69亿元，其中未使用额度

32.90亿元，间接融资渠道畅通。公司作为港股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部作为管理控股平台，不实际经营业务，资产结构以非流动资产为主，债务负担很轻。

公司本部作为控股平台，不实际经营业务。截至2022年底，公司本部资产总额43.40亿元，较上年底下降12.72%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产10.48亿元（占24.15%），非流动资产32.92亿元（占75.85%）。从构成看，流动资产主要由现金及现金等价物（占1.32%）和应收附属公司款项（占98.68%）构成；非流动资产主要由附属公司的投资（占96.11%）和指定以公允价值计量且其收益计入其他综合收益的股权投资（占3.89%）构成。

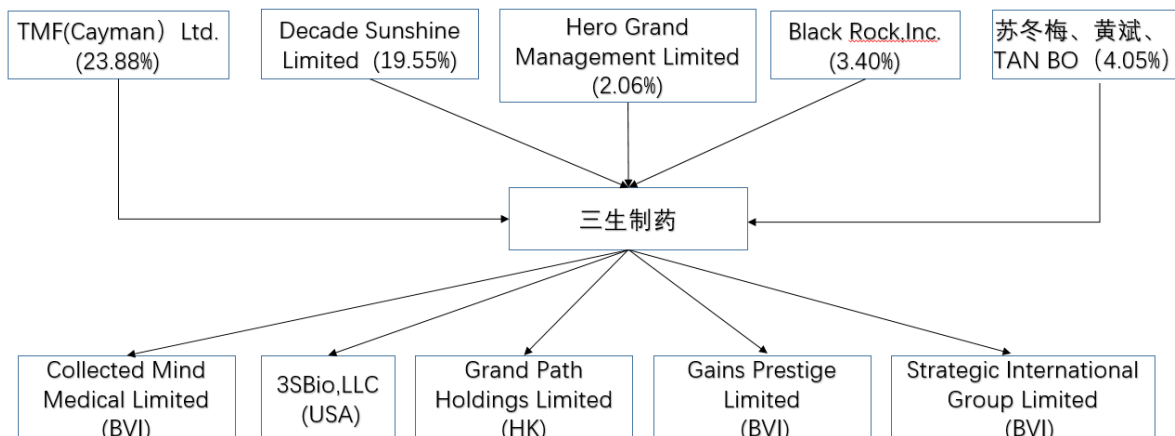
截至2022年底，公司本部负债总额7.14亿元，较上年底下降19.70%。负债全部为流动负债。从构成看，流动负债主要为其他应付款项及应计费用票据构成。截至2022年底，公司本部资产负债率为16.46%，较上年底下降1.44个百分点。截至2022年底，公司本部无债务。

截至2022年底，公司本部所有者权益为36.25亿元，较上年底下降11.20%。在所有者权益中，股本为14.90万元、股份溢价36.02亿元（占99.37%）、其他储备0.23亿元。

十、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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

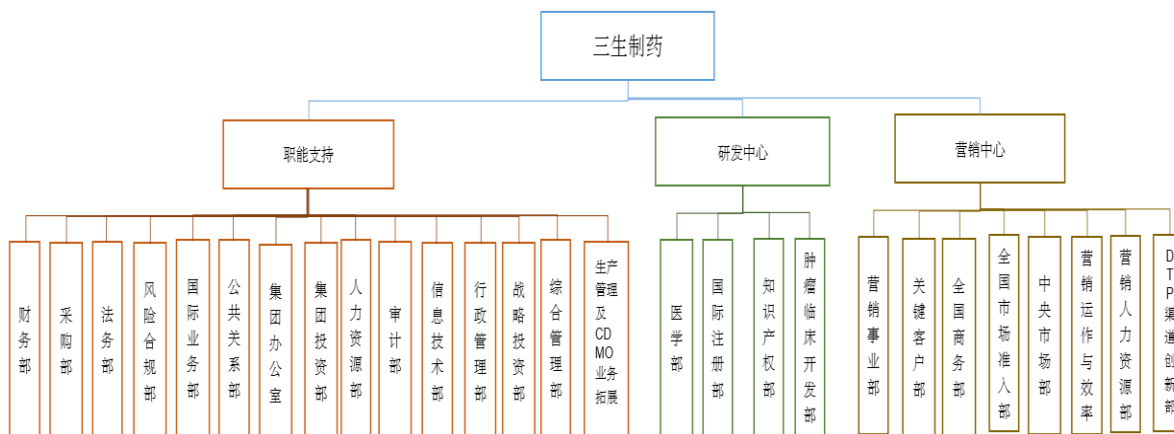
附件 1-1 截至 2023 年 3 月底三生制药股权结构图



注：公司主要通过英属维京群岛注册的离岸公司 Collected Mind Medical Limited 和 Gains Prestige Limited 达成对境内经营实体的间接持股控制

资料来源：公司提供、公开资料，联合资信整理

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底三生制药组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底三生制药主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
沈阳三生制药有限责任公司	270000.00	药品生产、销售和研发	--	100.00	收购
三生国健药业(上海)股份有限公司	61621.14	药品生产、销售和研发	--	80.96	收购
浙江万晟药业有限公司	5650.00	药品生产、销售和研发	--	100.00	收购
深圳赛保尔生物药业有限公司	16000.00	药品生产、销售和研发	--	100.00	收购
北方药谷德生(沈阳)生物科技有限责任公司	383000.00	药品生产、销售和研发	--	90.34	设立

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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
财务数据			
现金类资产（亿元）	44.87	48.58	71.04
资产总额（亿元）	176.78	192.13	219.89
所有者权益（亿元）	130.93	146.58	154.00
短期债务（亿元）	3.67	1.61	3.75
长期债务（亿元）	25.47	24.68	40.93
全部债务（亿元）	29.14	26.29	44.69
收入（亿元）	55.88	63.82	68.59
除税前溢利（亿元）	9.79	18.69	22.74
EBITDA（亿元）	13.58	22.10	27.13
经营性净现金流（亿元）	13.45	15.78	21.80
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.58	5.40	5.10
存货周转次数（次）	1.85	1.69	1.69
总资产周转次数（次）	0.34	0.35	0.33
现金收入比（%）	100.63	93.80	101.00
毛利率（%）	80.98	82.67	82.69
总资本收益率（%）	4.89	9.43	9.83
净资产收益率（%）	5.89	11.10	12.39
长期债务资本化比率（%）	16.28	14.41	21.00
全部债务资本化比率（%）	18.20	15.21	22.49
资产负债率（%）	25.94	23.71	29.96
流动比率（%）	460.39	548.64	544.11
速动比率（%）	417.69	500.02	504.41
经营现金流动负债比（%）	92.67	111.15	121.54
现金短期债务比（倍）	12.22	30.22	18.92
EBITDA 利息倍数（倍）	77.43	320.10	51.48
全部债务/EBITDA（倍）	2.15	1.19	1.65

注：1. 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；2. 现金类资产不包含受限制存款及现金

资料来源：公司财务报告、公司提供，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
财务数据			
现金类资产 (亿元)	0.52	0.31	0.14
资产总额 (亿元)	53.06	49.72	43.40
所有者权益 (亿元)	43.84	40.82	36.25
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
财务指标			
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00
资产负债率 (%)	16.84	17.37	16.46

注：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

资料来源：公司财务报告、公司提供，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	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

上述公式中涉及营业总收入相关指标均使用公司收入进行计算

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