

信用评级公告

联合〔2023〕532号

联合资信评估股份有限公司通过对三生制药的信用状况进行综合分析和评估，确定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

二〇二三年三月二十七日

三生制药主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 3 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	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对三生制药（以下简称“公司”）的评级反映了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具备综合竞争优势。2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，利润总额波动增长，经营活动现金流保持净流入状态，经营状况较为稳健；公司现金类资产较为充裕，资产质量相对良好，债务负担较轻，整体偿债能力很强。同时，联合资信也关注到，公司营业总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。

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

优势

1. 公司多款产品在细分领域地位稳固。从销售额来看，2021 年，特比澳在血小板减少症治疗领域的市场份额达到 72.10%；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，2021 年在中国内地市场份额达到 71.20%，销售额同比增长 63.70%。

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 2021 年底，公司拥有在研产品 33 项，其中 26 项在中国内地作为创新药物开发。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，负责公司产品的销售工作。

3. 公司收入规模不断扩大，经营状况稳健，财务状况表现良好。2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 9.55%，利润总额波动增长，年均复合增长 23.61%；公司资产中现金类资产较为充裕、资产受限比例不高，债务

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

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. 公司营业总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。2019—2021 年，公司核心产品特比澳收入占营业总收入的比重分别为 43.68%、49.44%和 48.26%，公司收入对特比澳依赖程度较高。2019—2021 年，公司核心产品益赛普，受到多款竞品先后进入医保影响，公司主动降价、益赛普销售收入波动下降；特比澳也受到医保降价影响，价格有所下降，但下降幅度不大。若未来公司核心产品集采价格进一步下调或竞品增多，公司核心产品竞争力下降可能对公司收入产生较大影响。

2. 公司部分产品产能利用率较低，新增产能存在消化风险。2019—2021 年，特比澳和益比奥（西林瓶）合计产能利用率分别为 65.50%、62.83%和 78.89%，益比奥（预充）产能利用率分别为 35.56%、25.94%和 42.28%，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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产(亿元)	26.42	44.87	48.58	62.92
资产总额(亿元)	148.09	176.78	192.13	205.21
所有者权益(亿元)	103.59	130.93	146.58	144.22
短期债务(亿元)	4.89	3.67	1.61	2.62
长期债务(亿元)	23.22	25.47	24.68	35.81
全部债务(亿元)	28.11	29.14	26.29	38.43
营业总收入(亿元)	53.18	55.88	63.82	30.91
利润总额(亿元)	12.23	9.79	18.69	11.05
EBITDA(亿元)	15.97	13.58	22.10	--
经营性净现金流(亿元)	18.87	13.45	15.78	10.73
毛利率(%)	82.60	80.98	82.67	82.97
净资产收益率(%)	9.46	5.89	11.10	--
资产负债率(%)	30.05	25.94	23.71	29.72
全部债务资本化比率(%)	21.35	18.20	15.21	21.04
流动比率(%)	285.17	460.39	548.64	472.78
经营现金流动负债比(%)	117.10	92.67	111.15	--
现金短期债务比(倍)	5.40	12.22	30.22	24.05
EBITDA 利息倍数(倍)	43.69	77.43	320.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.76	2.15	1.19	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额(亿元)	55.84	53.06	49.72	/
所有者权益(亿元)	46.44	43.84	40.82	/
全部债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	/
营业总收入(亿元)	/	/	/	/
利润总额(亿元)	/	/	/	/
资产负债率(%)	16.84	17.37	17.90	/
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	--
流动比率(%)	--	--	--	--
经营现金流动负债比(%)	--	--	--	--

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. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取；3. 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

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
--	--	--	--	--	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告系联合资信接受三生制药（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 2023 年 3 月 27 日至 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。

三生制药主体长期信用评级报告

一、主体概况

三生制药（以下简称“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10日，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6月底，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6月底，公司间接持有三生国健80.96%股权。截至2022年6月底，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2022年6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2021年底，公司合并资产总额192.13亿元，所有者权益146.58亿元（含少数股东权益24.30亿元）；2021年，公司实现营业总收入63.82亿元，利润总额18.69亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额205.21亿元，所有者权益144.22亿元（含少数股东权益24.19亿元）；2022年1—6月，公司实现营业总收入30.91亿元，利润总额11.05亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气

等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月

防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速¹（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，

2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）

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

算的几何平均增长率，下同。

上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业

难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

三、行业分析

1. 行业概况

2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营

业总收入和利润总额均大幅增长。2022 年 1—10 月，由于全国主要城市突发疫情，医药制造企业营业总收入和利润总额同比有所下降。

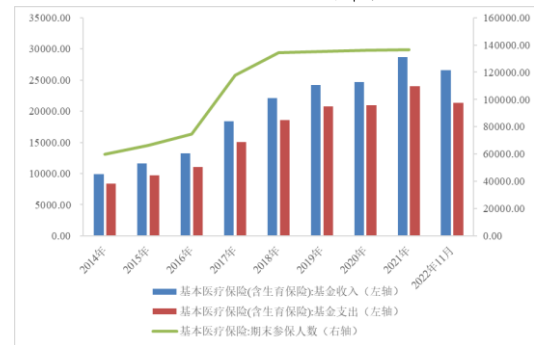
医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至 2022 年底，中国 65 周岁以上人口已达 2.10 亿，占总人口的 14.90%，较 2021 年底增加了 919 万，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度和常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年随着新冠疫情防控常态化，医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。2022 年 1—9 月，主要受西安、吉林、上海、北京等地封控影响，医疗总诊疗人次增长缓慢。2022 年 1—9 月，中国医院累计总诊疗人次 29.84 亿人，同比下降 2.56%。

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

增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。2022 年 1—10 月，主要受北京、上海等主要城市突发疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入为 23247.00 亿元，同比下降 2.10%；利润总额为 3496.30 亿元，同比下降 29.30%。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况

(单位：亿元、万人)



资料来源：Wind，联合资信整理

2. 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻影响。2021 年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2019 年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。2020 年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021 年以来，随着“十四五”规划的发布，中国医药行业的发展方向进一步明确，医保

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

表 2 2020 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2020 年 1 月	《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》	药品集中采购工作继续推进	2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大
2020 年 3 月	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	明确了深化医保改革的目标、原则与方向	标志着新一轮医保改革开始。此后，一系列医保改革方案相继推出
2020 年 3 月	国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》	强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展	国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系
2020 年 10 月	联办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统	医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购
2021 年 1 月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
2021 年 2 月	国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间	国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券
2021 年 9 月	国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》	深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用	医疗保障制度更加成熟定型，持续鼓励推进创新药发展，继续推进器械领域的带量采购
2021 年 11 月	国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》	原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构	继续明确带量采购协议期满后的情况要求
2021 年 11 月	国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发	药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求
2022 年 3 月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了11类共44项重大工程项目	鼓励中药发展
2022 年 4 月	《关于做好支付方式管理子系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通知》	2022年4月开始选择部分省级医保信息平台进行测试，2022年6月底选择部分新开展DRG/DIP支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台DRG/DIP功能模块，力争2022年11月底前实现DRG/DIP功能模块在全国落地应用	优化医保支付方式

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

资料来源：公开资料，联合资信整理

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

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

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行

业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。随着仿制药一致性评价的不断推进，国家医保局已经开展 7 批 8 轮药品集中带量采购，前 5 批涉及品种 234 个，平均降幅 52%~59%；第六批胰岛素专项集采 42 个产品中选，平均降幅 48%；第七批集采 60 个品种中选，平均降幅 48%。医保目录谈判方面，截至 2022 年 11 月底，中国一共进行了 6 轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药产品，平均降幅在 40%~62%。但绝大多数创新药进入医保目录后，实现了以价换量，销售额大幅增长，以近 2 年纳入医保的阿美替尼、达格列净、信迪利单抗、安罗替尼来看，在纳入医保后，产品基本实现了快速放量，销售额提升明显。

表 3 带量采购情况汇总

时间	2018 年 12 月	2019 年 9 月	2020 年 1 月	2020 年 8 月	2021 年 2 月	2021 年 6 月	2021 年 11 月	2022 年 7 月
项目	第一次带量采购	第一次带量采购扩容	第二次带量采购	第三次带量采购	第四次带量采购	第五次带量采购	第六次带量采购（胰岛素专项）	第七次带量采购
中选品种数量（个）	25	--	100	55	45	61	16	60
平均降价幅度	52%	一轮中选价上平均降价 25%	53%	53%	52%	56%	48%	48%
最大降幅	90%以上	--	93%	95%	96%	99%	74%	--

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 行业展望

预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。

不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有

很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。2021 年以来，全球新冠肺炎疫情反复、

国内疫情出现多地散发,进入后疫情时代,新冠肺炎疫情对于医药行业政策环境产生了深远的影响,从产业层面来看,疫情防控的相关工作促进了部分行业加速发展,如互联网医疗、新冠疫苗、医疗防护、公共卫生体系建设等;从长远的角度来看,此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显,在全社会的关注度有显著提升,医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进,促使全行业日趋规范化、健康发展。

从医药行业下游支付能力来看,医保基金作为最重要的支付方,其支付额约占整体医疗卫生总费用的约 40%,医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示,2022 年 1—11 月,中国基本医疗保险(含生育保险)基金收入 2.66 万亿元,基本医疗保险(含生育保险)基金支出 2.13 万亿元。2022 年受疫情影响,上海等部分地区常规医疗服务量有一定程度下降,医保基金支出增速放缓。

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

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

集采方面,2022 年 9 月 3 日,国家医疗保障局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第 4955 号建议的答复》(以下简

称“《答复》”)。《答复》指出,集采重点是将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围,采购价格方面或将更加温和,未来可能不唯低价中标,部分品种中标价格有所上升。此外,“创新医疗器械暂不集采”。

预计未来创新药物将成为医药企业研发主流,新药研发逐步向差异化发展。

医药产业投资大、周期长、风险高,对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足,研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据,2021 年中国研究与试验发展经费支出已达 27864 亿元,同比增长 14.2%。从新药审批数量来看,近年来创新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2019 年,受理国产 1 类新药注册申请 528 件,国产 1 类新药上市数量为 11 个;2020 年,受理 1 类新药注册申请 1062 件,国产 1 类新药上市数量为 14 个;2021 年,受理创新药²注册申请 1886 件,同比增长 79.23%,国产 1 类新药上市数量为 26 个。

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

² 包括按照现行《药品注册管理办法》注册分类中药、化药、生物制品 1 类和原《药品注册管理办法》注册分类中药 1-6 类、化

药 1.1 类、生物制品 1 类药品。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月 10 日，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% 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 6 月底，公司股份不存在被质押的情况。

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、米诺地尔酞等。

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³方面，2021 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 30.20%；销售额的市场占有率约为 72.10%。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。公司的米诺地尔酞（又称为“蔓迪”），主要用于治疗雄激素性脱发和斑秃。2021 年，蔓迪在中国内地市场销售额同比增长 63.70%，市场占有率约为 71.20%。蔓迪的销售网络已覆盖线下 2000 多家医疗机构，公司与植发连锁机构雍和植发达成了战略合作，同时，蔓迪销售还覆盖了天猫、京东等互联网销售平台以及近 6.5 万家零售药店。

生产方面，截至 2022 年 6 月底，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，负责公司产品的销售工作，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。截至 2022 年 6 月底，公司研发人员 611 人，占公司员工总数的 11.92%。2019—2021 年，公司研发费用分别为 5.27 亿元、5.90 亿元和 7.54 亿元，占营业总收入的比重分别为 9.90%、10.57% 和 11.81%。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 2021 年底，公司拥有在研产品 33 项，其中 26 项在中国内地作为创新药物开发。33 项在研药

³ 本小节市场占有率数据均来自公司年报

品中, 18项为单抗或双特异性抗体、7项为其他生物制品、8项为小分子药物。从治疗领域来看, 10项为肿瘤科在研产品、16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、6项为肾科在研产品、1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4 截至2022年6月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	已于 2021 年 7 月向国家药监局重新提交 NDA 以取得生产批文, 申请已获国家药监局受理
	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
	盐酸纳味拉啡 (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, 计划向国家药监局提交 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 CD20 单抗 (304R)	靶向治疗 B 细胞淋巴瘤	已完成三期试验中的数据内部审核, 并正在撰写临床研究报告
	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并计划于 2022 年下半年开始首例患者入组工作
	NuPIAO (EPO,SSS06)	促红素产品	三期临床试验中预计 2022 年底完成全部患者入组工作
二期研发	Peg-EPO (RD-01)	聚乙二醇重组人促红素	一项二期临床试验的患者入组工作已完成, 处于随访阶段; 计划提交三期临床试验申请
	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 申请
	抗 IL17A 单抗 (608)	中重度斑块状银屑病治疗	608 二期试验已达到主要终点
	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

资料来源: 公司中期报告, 联合资信整理

3. 人员素质

公司高层管理人员专业素质高, 具备多年行业管理经验; 员工学历和年龄结构与公司经营需求相匹配。

截至2022年6月底, 公司共拥有执行董事2名、非执行董事2名以及独立非执行董事4名。

公司执行董事姜竞先生, 1963年生, 公司联合创始人, 获美国Fordham University分子生物学博士学位, 于2006年9月获委任为公司董事并于2014年11月调任为执行董事, 任职至今; 同时兼任集思有限公司董事会主席, 沈阳三生董事长、首席执行官, 赛保尔的董事会主席, 三生国健董事兼董事长等职位。

公司执行董事苏冬梅女士, 1970年生, 沈阳药科大学微生物学和药理学硕士、博士, 于2012年6月获委任为公司董事并于2014年11月调任

为执行董事, 任职至今; 同时兼任沈阳三生高级副总裁及总经理, 赛保尔董事, Strategic International的董事, 以及沈阳嘉生农业科技有限责任公司的执行董事等职位。

截至2022年6月底, 公司人员教育背景以本科和大专为主, 年龄结构以20~40岁的员工为主, 具体情况如下表所示。

表5 截至2022年6月底公司人员构成情况

类别		数量（人）	占比（%）
教育程度	博士研究生	42	0.83
	硕士研究生	367	7.27
	本科	2288	45.34
	大专	1740	34.48
	大专及以下	609	12.07
合计		5046	100.00
年龄结构	20-30 岁	1889	37.44
	31-40 岁	2393	47.42

	41-50 岁	640	12.68
	50 岁以上	124	2.46
合计		5046	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 企业信用记录

公司主要附属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3月14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，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3月14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，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3月14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，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。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为港交所上市公司，股东大会、董事会和高管层设置较为健全，法人治理结构较为完善，能够较好的规范重大经营决策程序。

公司按照香港联合交易所有限公司《上市规则》《企业管制守则》及有关法律法规的要求，设立了股东大会、董事会和公司管理机构。

股东大会是公司的最高决策机构，除公司采纳细则的财政年度外，股东大会每一财政年度举办一次。股东周年大会以外的各届股东大会均称为股东特别大会，在股东特别大会处理的事项及在股东周年大会处理的事项均被视为特别事项，除下列事项：宣布及批准派息，审阅并采纳账目、资产负债表、董事会与会计师报告以及资产负债表须附加的其他文件，以轮席退任或以其他方式选举董事以替代退任的董事，委任会计师及其他高管，决定会计师酬金并就董事酬金或额外酬金投票。

除非公司与股东大会上另行决定，董事的人数不得少于2名（含），董事人数并无最高限额。董事任期由股东决定，或没有明确任期的，直至其继任者被选出、或委任或其职位被撤销为止。

董事会可委任一位或多位成员为董事总经理、联席董事总经理或副董事总经理或出任公司任何其他职位，任期及条款由董事会决定。

2. 管理水平

公司建立了规范的经营管理机制，内部控制制度较为健全，管理风险较低。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在预算管理、资金管理、研发管理、合规管理以及内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。

预算管理方面，预算管理采取分级归口管理。预算委员会作为预算管理的领导机构，领导部署公司的整体预算工作，由执行董事姜竞先生担任预算委员会主任，由首席财务官担任预算委员会副主任。公司财务部作为公司预算的执行机构，负责组织实施公司的预算方案。每年的10月上旬，公司运营委员会根据公司发展战略和对预算期经济形势、市场情况的初步预测，提出下一年度公司经营战略目标，各单位按照公司财务部的时间安排及具体要求，将本单位审核后的下一年度预算上报至公司财务部，由公司财务部负责审核、汇总后提交公司预算委员会。公司财务部在有关预算执行单位修正调

整的基础上,汇总编制公司预算方案,报预算委员会审议讨论。对于不符合公司发展战略或者预算目标的事项,公司预算委员会责成有关预算执行单位进一步修订、调整并于12月中旬提交董事会或公司运营委员会审议批准。公司财务部将经董事会或公司运营委员会审议批准的年度总预算,在12月31日前批复给公司及各附属单位。

资金管理方面,各分子公司资金收支应通过银行转账或票据办理,无特殊情况不做现金收支。资金实行“收支两条线”管理,各分子公司的收款账户纳入公司统一管理。各分子公司须按成本中心设置付款指定账户(子账户、虚拟账户),公司依照审定的月度资金预算将资金拨付各成本中心付款至指定账户。公司各分子公司按成本中心的付款指令操作付款,各成本中心间资金不得串用。公司对资金支出实行分级审批制度,针对不同性质的资金支出设定公司和成本中心(分子公司)分级审批权限。公司由财务部、公司总裁依权限审批资金支出,成本中心(分子公司)由成本中心负责人依授权管理资金支出。各分子公司依据月度资金预算向公司申请资金调拨,经公司财务总监核准后,由公司资金专员协同各分子公司出纳办理资金划拨。对于经营性资金预算内支出,由非营销成本中心申请部门发起付款申请的,部门审批后由成本中心财务部审批付款。

研发管理方面,公司研发中心下设抗体发现及临床前药理部、抗体及蛋白工程部、细胞工程部、工艺开发及中试生产部、制剂开发部、蛋白质化学及分析检测部、医学部等七个核心技术部门,以及项目管理及对外合作部、国际注册部、知识产权部、商务拓展部等四个协同管控部门,上述部门按照抗体药物的研发流程特点,分别负责药物的早期研发、成药性评估,临床前的中试工艺开发、质量研究和方法学开发及验证、非临床毒理药代,以及临床研究和产业化。

合规管理方面,公司合规管理遵循全面性、主动性、独立性、强制性和发展性原则;公司运营委员会是合规管理的最高决策机构,负责审

议批准公司合规管理政策、审议批准公司风险合规部门的设置及职能以及审议批准公司定期合规报告等。风险合规部负责构建公司合规风险管理体系,制定公司合规管理制度,制定合规管理工作计划,并依据合规管理工作计划,开展培训、检查、调查、评估、报告等合规管理工作。

内部审计方面,公司设置审计部,由公司董事长直接领导,对其负责并报告工作。审计部的主要职责包括按照有关法律、法规和公司要求,起草内部审计制度、管理办法和工作流程等;制定年度和季度审计计划;负责组织实施内部审计监督,并向董事长报告审计结果;协助外部审计机构对公司的审计工作;负责审计人员的业务学习、岗位培训等。

公司的规章制度适用于全部分子公司范围内的相关部门/条线,通过资金管理、预算管理能够有效的提高全公司范围内的资金使用效率,合规管理和内审制度对于公司规范运行起到重要的制度约束作用。

六、重大事项

2020年7月,公司将三生国健分拆上市,共募集资金净额16.34亿元,公司融资渠道得到拓宽。

2020年6月23日,三生国健首次公开发行股票并在科创板上市的注册申请经中国证券监督管理委员会同意(证监许【2020】1217号)。2020年7月22日,三生国健在上海证券交易所科创板上市,共发行61621142股A股股票,发行数量占发行后公司总股本的10%,发行后三生国健总股本为616211413股。本次发行募集资金总额为17.36亿元,扣除发行费用后,募集资金净额为16.34亿元。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年,公司营业总收入持续增长,利润总额和综合毛利率波动增长;营业总收入主要来自特比澳、益比奥、赛博尔和益赛普,收

入集中度高。受多个竞品进入医保目录的影响，公司益赛普产品收入波动下降；为增强竞争力，公司降低其产品售价，毛利率随之下降。防脱发产品和CDMO业务对公司收入形成有效补充。2022年1—6月，公司营业总收入和利润总额较上年同期变化不大。

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，2019—2021年，上述产品收入占营业总收入的比重分别为79.26%、77.88%和78.16%。

2019—2021年，特比澳产品收入持续增长，年均复合增长15.15%；2021年，特比澳产品销售收入同比增长11.49%，主要系该产品覆盖医院数量持续增加、渗透率有所提升所致。2019—2021年，受益于医保新适应症的拓展以及两款产品市场竞争力的维持，EPO产品（益比奥和赛博尔）收入持续增长，年均复合增长22.26%；2021年，EPO产品收入同比增长14.96%，主要系益比奥纳入《国家基本药物目录》后，基层医疗机构覆盖数目增加所致。2019—2021年，益赛普产品收入波动下降，年均复合下降16.96%；2020年，益赛普产品收入同比下降46.20%，主要系一方面受疫情影响慢性病患者住院治疗减少，另一方面竞品欣普尼、修美乐、类克以及恩利先

后于2019年和2020年进入医保使得竞争加剧所致；2021年，益赛普产品收入同比增长28.18%，主要系公司于2020年10月对益赛普降价50%、市场竞争力有所恢复所致。2019—2021年，防脱发产品米诺地尔酊收入持续增长，年均复合增长53.90%；2021年，防脱发产品收入同比增长60.74%，主要系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，占营业总收入的比重较上年提升2.81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，以及公司代理的百泌达、百达扬、优泌林。2019—2021年，其他产品收入波动下降，年均复合下降4.84%；2021年，其他产品收入同比下降10.05%，主要系公司关于百达扬、优泌林两款产品的独家分销权终止所致，占营业总收入的比重较上年下降2.93个百分点。2019—2021年，CDMO业务收入持续增长，年均复合增长5.22%，但CDMO业务收入占比较小，对营业总收入影响不大。

毛利率方面，2019—2021年，受公司主动降价影响，益赛普产品毛利率持续下降；其他产品毛利率波动，主要受到产品结构影响；CDMO业务毛利率波动增长，主要系订单差异所致。整体看，公司综合毛利率较为稳定。

表 6 2019—2021 年及 2022 年 1—6 月公司营业总收入及毛利率情况

产品	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—6 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
特比澳	23.23	43.68	98.75	27.63	49.44	98.77	30.80	48.26	98.40	15.75	50.96	98.62
EPO 产品	7.49	14.08	83.97	9.74	17.43	82.66	11.20	17.54	83.12	5.33	17.24	84.17
益赛普	11.44	21.50	84.92	6.15	11.01	75.38	7.89	12.36	71.59	2.34	7.57	65.84
防脱发产品	2.62	4.92	78.82	3.85	6.90	80.59	6.19	9.71	81.28	3.74	12.11	82.21
其他产品	7.65	14.38	37.59	7.70	13.78	26.31	6.93	10.85	34.87	3.35	10.85	33.63
CDMO 业务	1.00	1.88	29.16	1.06	1.90	37.40	1.11	1.74	30.62	0.55	1.79	7.65
合计	53.18	100.00	82.60	55.88	100.00	80.98	63.82	100.00	82.67	30.91	100.00	82.97

注：尾差系国际会计准则下的营业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

2022年1—6月，公司实现营业总收入30.91亿元，同比下降0.51%，变化不大；实现利润总

额11.05亿元，同比增长7.70%，主要系其他收入中的汇兑差额净额增加所致。

2. 原材料采购

公司原材料采购以“以产定采”为主，核心原材料的供应商较为固定。2019—2021年，除胎牛血清和培养基之外，公司主要原材料采购量均有所增长，考虑到疫情因素影响，人血白蛋白备货量显著增加；除新生牛血清和肝素钠之外，主要原材料采购均价相对稳定；付款方式以现汇为主，采购集中度较高。

公司原材料采购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。供应商管理方面，采购部会对供应商进行分类，包括战略供应商、长期合作供应商、一般供应商和备选供应商，对于战略供应商和长期合作供应商，公司与其签署战略协议或者长期合作协议，并根据协议要求进行监督与管理。核心原材料的供应商名单需要在药监局备案，供应商相对比较固定。此外，供应商审计是供应商管理中的重要一环，公司对于供应商采取的审计模式包括现场审计以及视频审计。

公司采购模式主要采用“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，2019—2021年，公司胎牛血清和新生牛血清采购量波动较大，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原材料需求所致；2019—2021年，公司培养基采购量波动下降，主要系公司在价格低位时增加备货所致；2019—2021年，CHO-S-SFMII培养基采购量随着对应产品赛博尔产量增加而持续增长；2019—2021年，肝素钠和米诺地尔原料采购量均持续增长，主要系赛博利以及防脱发产品产销数量增加所致；人血白蛋白在2019年和2021年的采购量较为稳定，2020年的采购量大幅增长，主要系相关产品产量增加以及疫情形势下，公司增加备货量所致。

采购价格方面，2019—2021年，新生牛血清采购均价持续增长，主要受到上游畜牧养殖业供求关系变化以及疫情影响；2019—2021年，肝素钠采购均价波动增长，主要系非洲猪瘟所致；2019—2021年，胎牛血清、培养基、CHO-S-SFMII培养基和人血白蛋白采购均价较为稳定；2019—2021年，米诺地尔原料采购均价在2021年以来有所下降，主要系公司采购量增加以及采购谈判所致。

表 7 公司主要原材料采购情况

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—6 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	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）	152.00	7.63	54.00	7.66	141.00	7.57	74.00	8.22
新生牛血清（单位：瓶、元/瓶）	3411.00	832.51	3884.00	944.49	5276.00	1448.30	2301.00	1454.60
培养基（单位：千克、元/克）	8880.00	1.38	2740.00	1.55	5510.00	1.46	2760.00	1.50
CHO-S-SFMII 培养基（单位：桶、元/桶）	884.00	12214.21	901.00	12083.26	1129.00	12243.40	366.00	12539.45
肝素钠（单位：千克、元/克）	1330.14	80.14	1520.80	125.87	1962.74	116.82	11737.54	109.01
人血白蛋白（单位：千克、元/克）	94.00	33.78	80.00	33.50	80.00	33.50	160.00	33.50
人血白蛋白（单位：瓶、元/瓶）	2040.00	378.00	8880.00	373.62	2040.00	378.00	--	--
米诺地尔原料（单位：千克、元/克）	9500.00	3.90	16800.00	3.90	30000.00	3.63	9280.00	3.00

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，2019—2021年，公司对前五大供应商采购金额分别为2.00亿元、3.40亿元和3.57亿元，占当年采购总金额的比重分别为37.60%、46.60%和45.50%，波动上升，采购集中度较高。

表 8 公司前五大供应商采购情况

年份	供应商名称	采购产品	采购金额（亿元）	占采购总额的比重（%）
2019 年	河北常山生化药业股份有限公司	肝素钙原料药	0.76	14.20
	天津药物研究院药业有限责任公司	米诺地尔	0.32	6.10
	礼来苏州制药有限公司	优泌林	0.31	5.90
	烟台东诚药业集团股份有限公司	肝素钠	0.31	5.80
	阿斯利康	百泌达、百达扬	0.30	5.60
	合计		2.00	37.60
2020 年	河北常山生化药业股份有限公司	肝素钙原料药	1.31	17.90
	礼来苏州制药有限公司	优泌林	0.77	10.60
	天津药物研究院药业有限责任公司	米诺地尔	0.58	8.00
	东营天东制药有限公司	肝素钠	0.43	5.90
	山东威高普瑞医药包装有限公司	注射器	0.31	4.20
	合计		3.40	46.60
2021 年	天津药物研究院药业有限责任公司	米诺地尔	0.96	12.30
	东营天东制药有限公司	肝素钠	0.94	11.90
	河北常山生化药业股份有限公司	肝素钙原料药	0.69	8.80
	山东绅联药业有限公司	肝素钠	0.59	7.60
	山东威高普瑞医药包装有限公司	注射器	0.38	4.80
	合计		3.57	45.50

注：阿斯利康指AstraZeneca PLC的特定附属公司

资料来源：公司提供

3. 产品生产

公司实行“以销定产”的生产模式，2019—2021年，公司整体产能较为稳定，除益赛普产量持续下降之外，其他核心产品产量均有所增长，特比澳、益比奥以及赛普汀等产品产能利用率较低。

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，主要产品在各基地的分布详见下表。

表 9 公司基地的产品分布情况

企业简称	肿瘤	肾病	自身免疫	皮肤科	其他
沈阳基地	特比澳、因特芬、英路因	益比奥	--	--	CDMO
上海基地	赛普汀	健尼哌	益赛普	--	CDMO
深圳基地	--	赛博尔、赛博利	--	--	--
杭州基地	--	--	--	米诺地尔酊（蔓迪）	--
科莫基地	--	--	--	--	CDMO

资料来源：联合资信根据公开资料整理

产能方面，2019—2021年，公司特比澳、益比奥、益赛普、赛普汀、健尼哌以及米诺地尔酊

产能均较为稳定，赛博尔和赛博利产能小幅波动，主要系两种产品共用一条分装生产线、产能在两种产品间分配所致。2022年1—6月，公司特比澳和益比奥新的共用产线获批，米诺地尔酊进行了产线扩建，产能均有所提升。

产量方面，2019—2021年，公司特比澳、益比奥（西林瓶、预充）和赛博尔（西林瓶）产量均波动增长，赛博尔（预充）产量持续增长。2020年公司特比澳和益比奥（西林瓶、预充）产量同比均有所下降，主要系市场需求增速有所下降所致。2019—2021年，益赛普产量持续下降，年均复合下降32.09%，主要系同类产品竞争激烈、

下游需求减少所致。2019—2021年，赛博利和米诺地尔酊产量均持续增长，年均复合增长17.82%和49.18%，与销量情况保持一致。作为新上市产品，2021年，赛普汀产量有所增长，较上年增长25.00%。

产能利用率方面，2019—2021年，赛博尔、赛博利以及米诺地尔酊产能利用率持续提升，2021年已处于较高水平；特比澳、益比奥（西林瓶）共用产线（总产能1800万瓶），产能利用率仍有一定提升空间；益赛普产能利用率持续下降至2021年的19.26%，上市时间较短的赛普汀产能利用率处于较低水平。

表 10 公司主要产品生产情况

产品	类别	产品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
特比澳	西林瓶	产能（万瓶）	1800.00	1800.00	1800.00	1800.00
		产量（万瓶）	328.00	324.00	429.00	268.00
		产能利用率（%）	65.50	62.83	78.89	44.22
EPO-益比奥	西林瓶	产能（万瓶）	1800.00	1800.00	1800.00	1800.00
		产量（万瓶）	851.00	807.00	991.00	528.00
		产能利用率（%）	65.50	62.83	78.89	44.22
	预充	产能（万支）	1800.00	1800.00	1800.00	900.00
		产量（万支）	640.00	467.00	761.00	412.00
		产能利用率（%）	35.56	25.94	42.28	45.78
EPO-赛博尔	西林瓶	产能（万瓶）	904.00	931.00	744.00	413.50
		产量（万瓶）	665.00	829.00	740.00	359.00
		产能利用率（%）	73.56	89.04	99.46	86.82
	预充	产能（万支）	1500.00	1500.00	1500.00	750.00
		产量（万支）	753.00	965.00	1160.00	516.00
		产能利用率（%）	50.20	64.33	77.33	68.80
益赛普	制剂	产能（万支）	1000.00	1000.00	1000.00	500.00
		产量（万支）	417.60	363.50	192.60	152.40
		产能利用率（%）	41.76	36.35	19.26	30.48
赛博利	西林瓶	产能（万瓶）	2996.00	2857.00	3073.00	1313.5
		产量（万瓶）	2203.00	2560.00	3058.00	1575.00
		产能利用率（%）	73.53	89.60	99.51	119.91
赛普汀	制剂	产能（批）	80.00	80.00	80.00	40.00
		产量（批）	--	11.20	14.00	20.90
		产能利用率（%）	--	14.00	17.50	52.25
健尼哌	制剂	产能（批）	60.00	60.00	60.00	30.00
		产量（批）	2.50	1.05	0.50	--

		产能利用率 (%)	4.17	1.75	0.83	--
米诺地尔酊 (蔓迪)	酊剂	产能 (万支)	560.00	560.00	560.00	530.00
		产量 (万支)	269.30	373.60	599.30	312.40
		产能利用率 (%)	48.09	66.71	107.02	58.94

注：1. 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；2. 2022 年 1-6 月的产能未年化
资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司根据不同的管线设置不同的销售团队负责全国拓展，小部分产品通过招商代理的模式进行销售；2019—2021年，除益赛普因市场竞争环境的变化、销售价格持续下降、销量波动增长之外，核心产品销量均保持了相对稳定的增长，防脱发产品米诺地尔酊和新上市的赛普汀增速较快；公司销售回款以短周期为主，销售集中度较低。

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%。

销量方面，2019—2021年，公司特比澳、益比奥（西林瓶、预充）和赛博尔（西林瓶、预充）销量维持较为稳定的增长。其中，2020年特比澳和益比奥（西林瓶）销量增速有所放缓，主要系受新冠疫情影响，医院诊疗人数下降所致。2019—2021年，公司益赛普（12.5mg和25mg）销量波动增长，年均复合增长16.47%。其中，2020年销量同比下降26.36%，主要系一方面受疫情影响医院诊疗人数下降，另一方面竞品欣普尼、修

美乐、类克以及恩利先后于2019年和2020年进入医保使得该治疗领域药品竞争加剧所致；2021年公司销量恢复，主要系公司下调产品价格所致。2019—2021年，受益于公司持续拓展市场，赛博尔和米诺地尔酊销量均持续增长，年均复合增长率分别为19.79%和46.71%。赛普汀于2020年6月上市，2021年以来处于明显的销量提升阶段。

销售价格方面，2019—2021年，公司特比澳产品销售均价持续下降，年均复合下降11.99%，主要系医保降价所致。2019—2021年，益赛普销售均价持续下降，其12.5mg和25mg规格产品年均复合下降率分别为28.40%和31.37%，主要系公司应对市场竞争主动降价所致。2021年，赛普汀销售均价有所下降，主要系该产品于2020年纳入医保所致。2019—2021年，公司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30~60天，长周期回款占比很低。

从客户集中度来看，2019—2021年，公司对前五大客户销售额分别为 9.10 亿元、9.51 亿元和 10.97 亿元，占年度销售总额的比例分别为 17.10%、17.00%和 17.20%，集中度较低。

表 11 公司主要产品销售情况

产品	类别	产品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
特比澳	西林瓶	销量 (万瓶)	273.00	326.00	467.00	238.00
		产销率 (%)	83.23	100.62	108.86	88.81
		销售均价 (元/瓶)	867.01	859.91	671.64	673.38
EPO-益比奥	西林瓶	销量 (万瓶)	743.00	865.00	1032.00	509.00
		产销率 (%)	87.31	107.19	104.14	96.40
		销售均价 (元/瓶)	48.49	53.89	49.76	48.51
	预充	销量 (万支)	474.00	609.00	775.00	387.00

		产销率 (%)	74.06	130.41	101.84	93.93
		销售均价 (元/支)	47.14	48.22	46.09	47.02
EPO-赛博尔	西林瓶	销量 (万瓶)	639.00	781.00	777.00	296.00
		产销率 (%)	96.09	94.21	105.00	82.45
		销售均价 (元/瓶)	25.06	23.30	22.74	22.30
	预充	销量 (万支)	723.00	956.00	1147.00	526.00
		产销率 (%)	96.02	99.07	98.88	101.94
		销售均价 (元/支)	29.62	28.21	27.77	27.47
益赛普	12.5mg 和 25mg	销量 (万支)	258.00	190.00	350.00	114.00
		产销率 (%)	61.78	52.27	181.72	74.80
		12.5mg 销售均价 (元/支)	322.61	223.76	165.41	149.99
		25mg 销售均价 (元/支)	551.92	393.25	259.96	247.02
赛博利	西林瓶	销量 (万瓶)	2134.00	2662.00	3062.00	1492.00
		产销率 (%)	96.87	103.98	100.13	94.73
		销售均价 (元/瓶)	12.97	12.35	12.06	11.40
米诺地尔酊 (蔓迪)	酊剂	销量 (万支)	269.00	366.00	579.00	323.00
		产销率 (%)	99.89	97.97	96.61	103.39
		销售均价 (元/支)	108.18	113.62	117.96	128.24
赛普汀	制剂	销量 (万支)	--	1.30	13.00	13.00
		产销率 (%)	--	11.61	92.86	62.20
		销售均价 (元/支)	--	1130.67	499.31	515.00

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019—2021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，2019—2021年，公司销售债权周转次数分别为4.25次、5.58次和5.40次，波动上升，主要系营业总收入持续增长以及应收账款波动增长所致；受营业成本和存货增长率差异影响，公司存货周转率分别为2.03次、1.85次和1.69次，持续下降；受营业总收入波动增长、总资产持续增长影响，总资产周转次数分别为0.37次、0.34次和0.35次，波动下降。与同行业上市公司相比，2021年，公司经营效率处于行业中游水平。

表 12 2021 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	中国生物制药	2.79	7.53	0.50
2196.HK	复星医药	3.80	7.16	0.44
2269.HK	药明生物	3.94	3.77	0.28

1513.HK	丽珠医药	2.70	3.90	0.56
1093.HK	石药集团	3.10	5.16	0.86
中位值		3.10	5.16	0.50
600276.SH	恒瑞医药	1.79	5.34	0.70
002294.SZ	信立泰	1.95	7.48	0.38
002773.SZ	康弘药业	1.33	14.04	0.52
600867.SH	通化东宝	1.07	6.11	0.53
300009.SZ	安科生物	2.57	5.17	0.60
中位值		1.79	6.11	0.53
1530.HK	三生制药	1.69	5.40	0.35

资料来源：iFund，联合资信整理

6. 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6月底，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、数字化化工厂项目以及晟国总部园一期项目等，规划总投资39.86亿元。截至2022年6月底，公司已完

成规划总投资额的51.78%，未来仍面临一定的资金支出需求。

从具体项目建设来看，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西林瓶水针和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。

松山湖项目新建产能主要覆盖产品包括深圳工厂的重组人促红素注射液、低分子肝素钙注射液、磺达肝癸钠注射液等，并预留承接单抗克隆抗体的生产产能。数字化工厂项目属于三生国健的工厂配套建设项目，主要建设内容包括：1条自动化高架常温库、1条自动化高架冷库、2条自动化制剂成品包装线、2条原辅料称量中心、1套MES生产执行系统、1套EMS环境监测系统、1套配套BMS楼宇自控系统。晟国总部园一期项目属于三生国健子公司上海晟国医药发展有限公司开展CDMO业务而建设的项目，建设内容包括3条涵盖200升、500升和1000升的原液生产线以及1条进口罐装线。

表 13 截至 2022 年 6 月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 6 月已完成投资额 (亿元)	2022 年下半年 及 2023 年需投 资额 (亿元)	预计完工时间
		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	1.99	12.01	8.60	5.40	2023 年 5 月底
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	0.39	2.80	2024 年 7 月底
松山湖项目	12.50	0.30	12.20	7.71	2.51	2022 年 7 月底
数字化工厂项目	5.12		5.12	2.93	1.66	2023 年 6 月底
晟国总部园一期项目	3.04		3.04	1.00	1.94	2023 年 6 月底
合计	39.86	2.29	37.57	20.64	14.32	--

注：尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供，联合资信整理

7. 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；公司将与Toray合作引入品种盐酸纳拉啡口腔崩片（TRK-820），计划填补国内透析瘙痒患者和肝病瘙痒患者针对性药物治疗的空白。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2019—2021年的财务报告均由安永会计师事务所（以下简称“安永”）进行审计，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2019年12月31日、2020年12月31日和2021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。公司2022年半年度财务报告由安永审阅，根据国际会计准则规定，安永作出“未发现公司任何事项在任何重大方面未根据国际会计准则第34号编制”的结论，无需发表审计意见。

合并范围方面，根据公司年报披露的对年度业绩有影响或构成资产净值重大部分的附属公司资料，2020年，公司合并范围内新增1家附属公司（新设）；2021年，公司合并范围内新增2家附属公司（新设）；2022年1—6月，公司合并范围未发生重大变化。截至2022年6月底，公司纳入合并范围附属公司共计29家。整体看，公司新增附属公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司资产总额192.13亿元，所有者权益146.58亿元（含少数股东权益24.30亿元）；2021年，公司实现营业总收入63.82亿元，利润总额18.69亿元。

截至2022年6月底，公司资产总额205.21亿元，所有者权益144.22亿元（含少数股东权益24.19亿元）；2022年1—6月，公司实现营业总收入30.91亿元，利润总额11.05亿元。

2. 资产质量

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中现金类资产较为充裕，非流动资产中物业、厂房及设备显著增长；公司资产受限比例不高，整体资产质量相对良好。

2019—2021年底，随着现金类资产和物业、厂房及设备的增加，公司资产规模持续增长，年均复合增长13.90%。截至2021年底，公司资产总额较上年底增长8.68%，主要系公司收入规模扩大致使现金类资产、应收账款规模增加以及公司推进在建项目使得不动产、厂房和设备增加所致。公司资产以非流动资产为主，但流动资产占比逐年增长。

表 14 2019—2021 年及 2022 年 6 月底公司资产主要构成

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 6 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	45.96	31.04	66.80	37.79	77.91	40.55	88.55	43.15
现金及现金等价物	20.83	45.32	30.91	46.27	28.68	36.81	29.29	33.08
交易性金融资产	4.72	10.27	12.73	19.06	19.00	24.39	33.43	37.76
应收账款	9.31	20.25	8.60	12.87	12.89	16.54	11.47	12.96
预付款项、其他应收款项及其他资产	4.72	10.28	5.88	8.80	7.69	9.87	5.06	5.72
存货	5.28	11.50	6.20	9.27	6.91	8.86	7.67	8.66
非流动资产	102.13	68.96	109.98	62.21	114.22	59.45	116.67	56.85
物业、厂房和设备	19.89	19.47	26.21	23.83	34.40	30.12	36.18	31.01
商誉	41.46	40.59	39.19	35.63	38.44	33.65	40.13	34.40
无形资产	21.65	21.20	18.98	17.26	18.49	16.19	18.27	15.66
资产总额	148.09	100.00	176.78	100.00	192.13	100.00	205.21	100.00

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2.流动资产与非流动资产占比系占资产总额的比重，其他科目占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长30.19%。截至2021年底，公司

流动资产为77.91亿元，较上年底增长16.63%，主要系交易性金融资产和应收账款增加所致。

2019—2021年底，公司现金及现金等价物与

交易性金融资产合计规模持续增长,年均复合增长36.61%。截至2021年底,公司现金及现金等价物和交易性金融资产合计金额为47.68亿元,较上年底增长9.27%,主要系销售规模扩大带动现金收入增加所致。交易性金融资产主要为公司购买的低风险银行理财产品。

2019—2021年底,公司应收账款波动增长,年均复合增长17.67%。截至2021年底,公司应收账款为12.89亿元,较上年底增长49.86%,主要系销售规模扩大带动应收账款增加所致。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92.92%。

2019—2021年底,公司预付款项、其他应收款项及其他资产规模持续增长,年均复合增长27.57%。截至2021年底,公司预付款项、其他应收款项及其他资产合计金额为7.69亿元,较上年底增长30.75%,主要系公司通过股份激励计划项下信托的控股公司Mighty Decade Limited(以下简称“MDL”)回购CS Sunshine Investment Limited持有公司40357688股股份而预付的款项增加所致。2022年1月13日,MDL完成该笔收购,支付金额2.74亿港元,相当于每股股份6.78港元。

2019—2021年底,公司存货规模持续增长,年均复合增长14.31%。截至2021年底,公司存货为6.91亿元,较上年底增长11.46%,主要系原材料和在产品规模有所增加所致。公司存货主要由原材料(34.63%)、在产品(43.48%)、产成品(15.34%)和耗材及包装材料(6.55%)构成,计提减值准备207.50万元,规模不大。

(2) 非流动资产

2019—2021年底,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长5.75%。截至2021年底,公司非流动资产为114.22亿元,较上年底增长3.85%,主要系公司持有的物业、厂房和设备增加所致。

2019—2021年底,公司物业、厂房和设备规模持续增长,年均复合增长31.52%。截至2021年底,公司不动产、厂房和设备为34.40亿元,较上年底增长31.24%,主要系公司德生生物一期在建工程规模扩大所致。公司物业、厂房及设备科

目主要由土地及楼宇(19.77%)、厂房及机器(19.53%)和在建工程(58.16%)构成,累计计提折旧12.35亿元。

2019—2021年底,公司商誉规模持续下降,年均复合下降3.71%。截至2021年底,公司商誉为38.44亿元,较上年底下降1.91%,变化不大。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 15 三生国健经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业总收入(亿元)	11.77	6.55	9.29	5.27
利润总额(亿元)	2.29	-2.82	-0.53	-0.20
资产负债率(%)	12.54	8.75	7.15	9.67
毛利率(%)	87.60	84.38	77.39	--

资料来源:三生国健财务报告,联合资信整理

2019—2021年底,公司无形资产规模持续下降,年均复合下降7.58%。截至2021年底,公司无形资产为18.49亿元,较上年底下降2.60%,变化不大。公司无形资产主要由独家经销权(12.79%)、知识产权(60.69%)和专利及专有技术(18.76%)构成,累计摊销及减值10.07亿元。其中,2020年,无形资产计提减值0.16亿元,主要系使用年限不确定的进展中研发计提减值所致,2019年和2021年不存在无形资产减值。

截至2021年底,公司资产受限情况如表所示,总体看,公司资产受限比例不高。

表 16 截至 2021 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	1.85	0.96	信用证、银行承兑汇票以及待决诉讼仲裁保证金
土地	0.34	0.18	银行抵押贷款
楼宇	0.78	0.41	银行抵押贷款
在建工程	5.79	3.01	银行抵押贷款
合计	8.76	4.56	--

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

截至2022年6月底,公司资产总额205.21亿元,较上年底增长6.81%,主要系公司银团贷款

获批使得交易性金融资产增加所致。其中，公司流动资产占43.15%，非流动资产占56.85%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年底，随着保留盈利积累和附属公司完成上市，公司所有者权益持续增长；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。

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 18.95%。截至 2020 年底，公司所有者权益 130.93 亿元，较上年底增长 26.39%，主要系公司附属公司三生国健完成上市以及公司保留盈利增加所致。截至 2021 年底，公司所有者权益 146.58 亿元，较上年底增长 11.95%，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 83.42%，少数股东权益占比为 16.58%。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 33.96%和 54.33%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 6 月底，公司所有者权益 144.22 亿元，较上年底下降 1.61%，所有者权益规模和结构较上年底均变化不大。

(2) 负债

2019—2021 年底，公司负债规模相对稳定，负债结构以非流动负债为主，非流动负债主要为公司发行的可换股债券；2022 年 6 月底，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。

2019—2021年底，公司负债规模小幅增长，年均复合增长1.17%。截至2021年底，公司负债总额为45.55亿元，较上年底下降0.66%，变化不大。公司负债以非流动负债为主，负债结构相对稳定。

表 17 公司负债主要构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 6 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	16.12	36.22	14.51	31.65	14.20	31.18	18.73	30.71
短期借款	4.84	30.03	3.60	24.82	1.50	10.58	2.50	13.36
应付账款及票据	1.50	9.29	2.03	14.01	2.30	16.23	2.64	14.09
其他应付款及应计费用	9.14	56.71	7.87	54.22	9.21	64.87	12.22	65.23
非流动负债	28.38	63.78	31.34	68.35	31.35	68.82	42.26	69.29
长期借款	23.18	81.67	25.15	80.24	24.36	77.70	35.51	84.02
递延收入	2.42	8.54	3.08	9.84	3.97	12.65	3.80	8.99
负债总额	44.50	100.00	45.85	100.00	45.55	100.00	60.99	100.00

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2.流动负债与非流动负债占比系占负债总额的比重，其他科目占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019—2021年底，公司流动负债持续下降，年均复合下降6.14%。截至2021年底，公司流动负债为14.20亿元，较上年底下降2.13%，主要系短期借款减少所致。

2019—2021年底，公司短期借款持续下降，年均复合下降44.29%。截至2021年底，公司短期借款较上年底下降58.30%，主要系公司营运资金通过短期借款筹集的需求下降所致。

2019—2021年底，公司应付账款及票据持续增长，年均复合增长24.04%。截至2021年底，公

司应付账款及票据较上年底增长13.34%，主要系公司采购规模扩大所致。应付账款及票据账龄以3个月内为主，3个月内应付账款及票据占比为86.07%。

2019—2021年底，公司其他应付款及应计费用波动下降，年均复合增长0.39%。截至2021年底，公司其他应付款及应计费用较上年底增长17.09%，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43.66%）、应计薪金、花红及福利开

支（占17.20%）和应付物业、厂房及设备以及其他无形资产卖方款项（13.04%）。

2019—2021年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长5.09%。截至2021年底，公司非流动负债为31.35亿元，较上年底变化不大。公司非流动负债主要包括长期借款和递延收入。

2019—2021年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长2.51%。截至2021年底，公司长期借款为24.36亿元，较上年底下降3.14%。公司长期借款包括公司全资附属子公司 Strategic International 发行的以欧元记值的可换股债券（96.26%）和银行贷款（占3.74%）。从期限分布看，公司可换股债券的到期时间为2025年6月29日，公司在2023年拥有赎回权；银行贷款的到期时间集中在2029年至2031年。

2019—2021年底，公司递延收入持续增长，年均复合增长27.94%。截至2021年底，公司递延

收入较上年底增长28.58%，主要系政府补助增加所致。公司递延收入主要包括与开支项目有关的补助以及与资产有关的补助。

截至2022年6月底，公司负债总额60.99亿元，较上年底增长33.91%，主要系长期借款和其他应付款中的应付股息增加所致。其中，长期借款较上年底增长45.80%至35.51亿元，主要系公司无抵押的银团贷款获批发放所致。其中，流动负债占30.71%，非流动负债占69.29%。公司负债仍以非流动负债为主，且非流动负债占比有所上升。

有息债务方面，2019—2021年，公司全部债务波动下降。截至2021年底，公司全部债务较上年底有所下降，主要系短期债务减少所致。公司债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，2019—2021年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降，公司债务负担较轻。

表 18 2019—2021 年底及 2022 年 6 月底公司债务及其相关指标情况

科目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 6 月底	年均复合增长率	2021 年底同比增长率
短期债务（亿元）	4.89	3.67	1.61	2.62	-42.69	-56.22
长期债务（亿元）	23.22	25.47	24.68	35.81	3.10	-3.10
全部债务（亿元）	28.11	29.14	26.29	38.43	-3.30	-9.79
短期债务占全部债务比（%）	17.41	12.60	6.11	6.81	--	-51.47
资产负债率（%）	30.05	25.94	23.71	29.72	--	-8.59
全部债务资本化比率（%）	21.35	18.20	15.21	21.04	--	-16.46
长期债务资本化比率（%）	18.31	16.28	14.41	19.89	--	-11.50

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年6月底，公司全部债务较上年底有所增长，主要系长期借款增加所致。债务结构仍以长期债务为主，但长期债务占比略有下降。从债务指标来看，截至2022年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升6.01个百分点、5.83个百分点和5.48个百分点。

4. 盈利能力

2019—2021年，公司营业总收入持续增长、利润总额波动增长；公司期间费用控制能力有

待进一步提高，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。

公司营业总收入及利润总额分析参考“七、经营分析”。

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额波动增长，年均复合增长3.81%；期间费用率⁴分别为61.35%、56.27%和55.09%，持续下降。2021年，公司费用总额为35.16亿元，同比增长11.83%，主要系销售费用和研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用

⁴ 期间费用率=（销售费用+财务费用+管理费用+研发费用）/营业总收入

和财务费用占比分别为66.10%、10.57%、21.44%和1.89%，以销售费用和研发费用为主。其中，销售费用为23.24亿元，同比增长15.07%，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；研发费用为7.54亿元，同比增长27.70%，主要系公司研发活动和项目投入增加所致，研发投入与在研产品的进展相关。2021年，公司期间费用率为55.09%，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。

2019—2021年，公司其他费用分别为1.14亿元、5.49亿元和1.84亿元，波动增长，占营业总收入的比重分别为2.14%、9.83%和2.88%。其他费用主要包括捐赠支出、金融资产减值准备、其他杂项费用以及汇兑亏损。其中2020年其他费用同比显著增长，主要系汇兑亏损以及百达扬、优泌林在其他无形资产中的独家分销权终止产生的撤销开支增加所致。2019—2021年，公司其他收入分别为2.18亿元、1.78亿元和3.30亿元，波动增长，占营业利润的比重分别为17.83%、18.20%和17.66%。2021年，公司其他收入主要为政府补助（0.58亿元）、利息收入（0.99亿元）以及汇兑差额净额（1.35亿元），其中政府补助和利息收入具有一定可持续性。

表 19 公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
营业总收入（亿元）	53.18	55.88	63.82	30.91
利润总额（亿元）	12.23	9.79	18.69	11.05
毛利率（%）	82.60	80.98	82.67	82.97
总资产收益率（%）	7.72	4.89	9.43	--
净资产收益率（%）	9.46	5.89	11.10	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动增长。与国内同行业公司主要上市公司相比，2021年公司盈利能力指标处于行业中上游水平。

表 20 2021 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 （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	268.61	80.15	35.05	62.11

2196.HK	复星医药	388.58	47.94	7.51	12.45
2269.HK	药明生物	102.90	46.93	11.05	12.82
1513.HK	丽珠医药	119.26	64.34	10.13	14.14
1093.HK	石药集团	278.67	75.84	21.15	23.20
中位值		--	64.34	11.05	14.14
600276.S H	恒瑞医药	259.06	85.56	11.08	13.83
002294.S Z	信立泰	30.58	74.06	6.96	7.88
002773.S Z	康弘药业	36.05	90.16	5.13	7.11
600867.S H	通化东宝	32.68	82.38	24.77	22.23
300009.S Z	安科生物	21.69	80.06	8.12	7.35
中位值		--	82.38	8.12	7.88
1530.HK	三生制药	63.82	82.67	10.49	14.41

资料来源：iFund，联合资信整理

2022年1—6月，公司实现营业总收入30.91亿元，较上年同期31.07亿元变化不大；实现利润总额11.05亿元，同比增长7.70%。

5. 现金流

2019—2021 年，受销售规模波动及汇兑差额变动等因素影响，公司经营现金净流入额有所波动；公司推进在建项目，购买物业、厂房及设备支出增加使得投资活动现金净流出额波动增加，附属公司 IPO 募资使得筹资活动现金流量净额在 2020 年由净流出转为净流入。

表 21 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
经营活动现金流量净额	18.87	13.45	15.78	10.73
投资活动现金流量净额	-11.34	-18.69	-12.87	-18.10
筹资活动前现金流量净额	7.54	-5.25	2.92	-7.37
筹资活动现金流量净额	-4.54	15.51	-4.81	7.74

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，2019—2021 年，公司经营现金流量净额波动下降，但持续为净流入。其中，2020 年经营活动现金流量净额同比显著下降，主要系汇兑差额变动、应收账款及票据差额变动所致；2021 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，2019—2021 年，公司投资

活动现金流量净额持续净流出。其中，2020 年投资活动现金流量净流出额同比有所增长，主要系公司购买物业、厂房及设备以及公司添置无形资产增加所致；2021 年投资活动现金净流出额有所下降，主要系公司出售以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的上市公司股权投资增加以及买卖理财产品现金净流出额有所减少所致。

筹资活动方面，2019—2021 年，公司筹资活动现金流量净额有所波动。其中 2019 年和 21 年筹资活动现金均为净流出状态，主要系偿还银行借款、回购库存股份所致；2020 年筹资活动现金由净流出转为大额净流入，主要系三生国健 IPO 募集资金以及北方药谷德生（沈阳）生物科技有限责任公司收到股东增资增加（1.00 亿元）所致。

2022 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.73 亿元、-18.10 亿元和 7.74 亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债能力指标均处于较高水平，融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

表 22 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	285.17	460.39	548.64
	速动比率（%）	252.38	417.69	500.02
	经营现金/流动负债（%）	117.10	92.67	111.15
	经营现金/短期债务（%）	385.63	366.21	981.84
	现金类资产/短期债务（倍）	5.40	12.22	30.22
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	15.97	13.58	22.10
	全部债务/EBITDA（倍）	1.76	2.15	1.19
	经营现金/全部债务（倍）	0.67	0.46	0.60
	EBITDA/利息支出（倍）	43.69	77.43	320.10
	经营现金/利息支出（倍）	51.63	76.65	228.57

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

从短期偿债指标看，2019—2021 年底，公司流动比率和速动比率均持续增长，流动资产对流动负债的保障程度很高；现金短期债务比持续增长，经营现金短期债务比率波动增长，现金类资

产和经营活动现金净额对短期债务覆盖程度高；公司经营现金流动负债比率波动下降。整体看，公司短期偿债能力指标处于较高水平。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 利息倍数持续提高，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 波动下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度略有提升。2019—2021 年，经营现金/全部债务波动下降，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出持续增长，经营现金对利息的保障程度很高。整体看，公司长期偿债能力指标表现很强。

对外担保方面，截至 2022 年 6 月底，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 6 月底，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赔偿人民币 1.31 亿元。截至 2022 年 6 月底，仲裁仍在进行中。

银行授信方面，截至 2022 年 6 月底，公司共计获得银行授信额度 56.69 亿元，其中已使用额度 15.51 亿元，未使用额度 41.18 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。2019—2021 年底，公司本部资产总额持续下降，年均复合下降 5.64%。截至 2021 年底，公司本部资产总额 49.72 亿元，较上年底下降 6.28%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产 18.30 亿元（占 36.81%），非流动资产 31.42 亿元（占 63.19%）。从构成看，流动资产主要由现金及现金等价物（占 1.68%）和应收附属公司款项（占 98.32%）构成；非流动资产主要由附属公司的投资（占

92.34%)、联营公司的投资(占2.01%)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5.65%)构成。

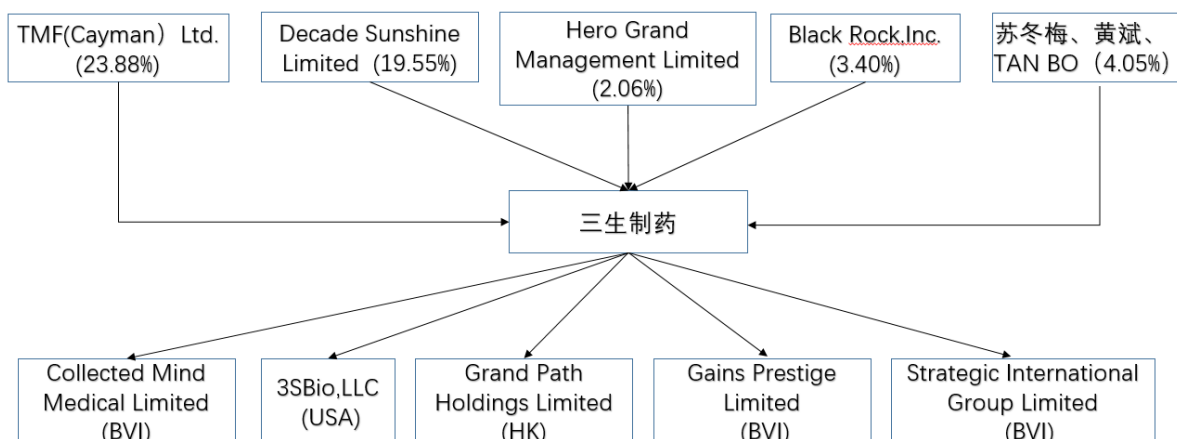
2019—2021 年底,公司本部负债持续下降,年均复合下降 2.74%。截至 2021 年底,公司本部负债总额 8.90 亿元,较上年底下降 3.47%。负债全部为流动负债。从构成看,流动负债主要为其他应付款项及应计费用票据构成。截至 2021 年底,公司本部资产负债率为 17.90%,较上年底上升 0.52 个百分点。截至 2021 年底,公司本部无债务。

2019—2021 年底,公司本部所有者权益持续下降,年均复合下降 6.24%。截至 2021 年底,公司本部所有者权益为 40.82 亿元,较上年底下降 6.88%,变化不大。在所有者权益中,股本为 15.50 万元、股份溢价 40.78 亿元(占 99.88%)、其他储备 471.90 万元。

九、结论

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

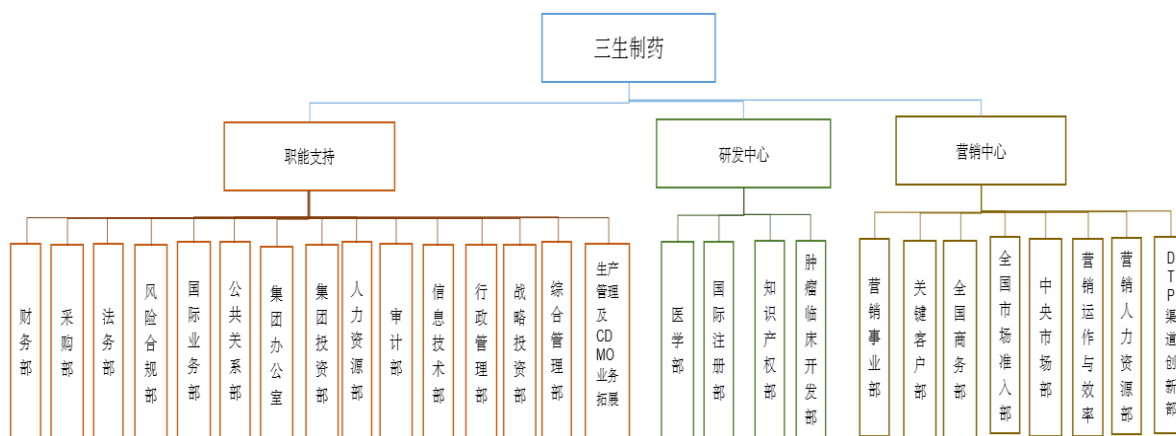
附件 1-1 截至 2023 年 3 月 10 日三生制药股权结构图



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 2022 年 6 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 6 月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：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	26.42	44.87	48.58	62.92
资产总额（亿元）	148.09	176.78	192.13	205.21
所有者权益（亿元）	103.59	130.93	146.58	144.22
短期债务（亿元）	4.89	3.67	1.61	2.62
长期债务（亿元）	23.22	25.47	24.68	35.81
全部债务（亿元）	28.11	29.14	26.29	38.43
营业总收入（亿元）	53.18	55.88	63.82	30.91
利润总额（亿元）	12.23	9.79	18.69	11.05
EBITDA（亿元）	15.97	13.58	22.10	--
经营性净现金流（亿元）	18.87	13.45	15.78	10.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.25	5.58	5.40	--
存货周转次数（次）	2.03	1.85	1.69	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.34	0.35	--
现金收入比（%）	108.76	100.63	93.80	--
毛利率（%）	82.60	80.98	82.67	82.97
总资本收益率（%）	7.72	4.89	9.43	5.18
净资产收益率（%）	9.46	5.89	11.10	--
长期债务资本化比率（%）	18.31	16.28	14.41	19.89
全部债务资本化比率（%）	21.35	18.20	15.21	21.04
资产负债率（%）	30.05	25.94	23.71	29.72
流动比率（%）	285.17	460.39	548.64	472.78
速动比率（%）	252.38	417.69	500.02	431.84
经营现金流动负债比（%）	117.10	92.67	111.15	--
现金短期债务比（倍）	5.40	12.22	30.22	24.05
EBITDA 利息倍数（倍）	43.69	77.43	320.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.76	2.15	1.19	--

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. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取 3. 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	4.24	0.52	0.31	/
资产总额 (亿元)	55.84	53.06	49.72	/
所有者权益 (亿元)	46.44	43.84	40.82	/
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	/
营业总收入 (亿元)	/	/	/	/
利润总额 (亿元)	/	/	/	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	/	/	/	/
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 (%)	/	/	/	/
毛利率 (%)	--	--	--	/
总资本收益率 (%)	/	/	/	/
净资产收益率 (%)	/	/	/	/
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	17.90	/
流动比率 (%)	/	/	/	/
速动比率 (%)	/	/	/	/
经营现金流动负债比 (%)	/	/	/	/
现金短期债务比 (倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

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. “--”表示指标不适用, “/”表示数据未获取

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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

联合资信评估股份有限公司关于 三生制药的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在三生制药（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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