

信用评级公告

联合〔2023〕5039号

联合资信评估股份有限公司通过对南京健友生化制药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“健友转债”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

评级总监：

二〇二三年六月二十五日

南京健友生化制药股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南京健友生化制药股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
健友转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
健友转债	5.03 亿元	5.03 亿元	2026/4/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；截至 2023 年 3 月末，“健友转债”的转股价格为 24.65 元/股

评级时间：2023 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商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	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素				-
个体调整信用等级				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

跟踪期内，南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“公司”）在研发、产品种类等方面仍保持一定竞争优势，盈利能力在同行业中仍属较高水平。2022 年，公司营业总收入较上年略有增长，经营现金保持净流入，现金收入比较上年有所提高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到原材料价格波动可能带来的公司成本端压力和存货跌价风险、汇率波动可能为公司海外收入带来损失、存货及应收账款对营运资金形成占用、债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

截至 2023 年 3 月末，公司对“健友转债”的偿还能力指标表现好。考虑到“健友转债”具有转股的可能性，公司对“健友转债”的保障能力或将进一步提升。

未来，随着募投项目的建成投产、制剂业务规模的进一步扩大以及在申报和在研医药品种的不断上市，公司的综合竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，同时维持“健友转债”的债项信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1.公司在研发实力、产品种类等方面仍保持一定的竞争优势。2022 年，公司研发投入 3.12 亿元，在营业总收入中的占比为 8.39%。截至 2022 年末，公司共有在研项目 58 项，其中已申报及审批中的项目共计 32 项，主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、抗凝血、麻醉药、血糖调节等领域。

2.公司盈利能力保持在行业较高水平。2022 年，公司主营业务毛利率、总资本收益率以及净资产收益率分别为 52.41%、12.53%和 17.62%，处于同行业中较高水平。

3.公司经营性现金流保持净流入，收入实现质量较好。2022 年，公司经营活动现金流量净额为 5.95 亿元，仍保持净流入；公司现金收入比为 101.63%，较上年提高 1.29 个百分点，收入实现质量较好。

分析师：刘 哲 蒲雅修
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1.原材料供应风险及汇率波动风险。公司生产成本中，原辅料成本占比达到90%以上，若原材料价格或供应波动，则会给公司带来成本控制压力。2022年，公司国外销售收入在主营业务收入中的占比为68.73%，需关注人民币汇率波动等因素可能带来的不利影响。

2.公司存货及应收账款对营运资金存在一定占用，需关注存货跌价风险。2022年，公司存货和应收账款在流动资产中的占比分别为67.71%和11.48%，占比较上年底分别下降2.92个百分点和0.60个百分点，仍对营运资金存在一定占用。截至2022年末，公司存货主要由肝素粗品等原材料、制剂等库存商品以及少量在产品 and 发出商品构成，需关注跌价风险。

3.公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。截至2022年末，公司全部债务29.66亿元，较上年末增长43.26%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为38.39%和32.47%，分别较上年末提高4.14个百分点和4.77个百分点。截至2022年末，公司短期债务在全部债务中的占比为66.04%，仍以短期债务为主。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产(亿元)	13.44	9.79	14.12	18.71
资产总额(亿元)	77.20	82.17	100.10	107.43
所有者权益(亿元)	37.45	54.03	61.67	64.99
短期债务(亿元)	22.23	15.96	19.59	23.47
长期债务(亿元)	11.25	4.75	10.07	10.10
全部债务(亿元)	33.49	20.70	29.66	33.57
营业总收入(亿元)	29.15	36.87	37.13	13.07
利润总额(亿元)	9.15	12.04	11.85	3.82
EBITDA(亿元)	10.57	13.89	13.83	--
经营性净现金流(亿元)	-5.66	6.84	5.95	1.22
营业利润率(%)	58.79	56.10	51.55	49.62
净资产收益率(%)	21.27	19.69	17.62	--
资产负债率(%)	51.50	34.25	38.39	39.50
全部债务资本化比率(%)	47.21	27.70	32.47	34.06
流动比率(%)	241.20	305.76	306.66	290.40
经营现金流动负债比(%)	-20.17	30.16	22.02	--
现金短期债务比(倍)	0.60	0.61	0.72	0.80
EBITDA 利息倍数(倍)	18.36	15.07	23.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.17	1.49	2.14	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	73.61	74.56	84.28	/
所有者权益(亿元)	32.08	48.26	58.27	/

全部债务(亿元)	30.27	17.36	17.23	/
营业总收入(亿元)	25.37	31.70	34.32	/
利润总额(亿元)	8.55	11.65	13.41	/
资产负债率(%)	56.42	35.28	30.86	/
全部债务资本化比率(%)	48.55	26.45	22.82	/
流动比率(%)	215.84	301.36	462.90	/
经营现金流动负债比(%)	0.38	8.45	26.08	/

注：1. 公司合并口径 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部 2023 年一季度数据未披露

资料来源：公司财务报告

评级历史：_

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
健友转债	AA	AA	稳定	2022/06/24	杨涵 崔灏骁	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	阅读原文
健友转债	AA	AA	稳定	2019/07/19	唐玉丽 李彤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读原文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告系联合资信接受南京健友生化制药股份有限公司(以下简称“该公司”)委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

南京健友生化制药股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

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”）关于南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

南京健友生化制药股份有限公司由南京健友生物化学制药有限公司于 2011 年改制设立，改制设立时公司注册资本为 12000 万元，历经多次股权划转和增资，2017 年 7 月，经证监许可〔2017〕1026 号核准，公司首次公开发行股票，公司注册资本增至 4.23 亿元，股票代码：603707.SH，股票简称“健友股份”。后经资本公积转增股本、限制性股票激励计划等事项，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本增加至 16.17 亿元，谢菊华、唐咏群和丁莹为一致行动人，合计持有公司 47.36% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。截至 2023 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人唐咏群质押所持公司股份 4284.15 万股，占其所持公司股份的比例为 13.39%。

2022 年，公司主营业务未发生重大变化，仍为肝素全系列产品研究、生产及销售，核心产品包括肝素钠原料药和低分子肝素制剂，兼有抗肿瘤制剂及其他无菌注射剂的研发、生产、销售，以及提供制剂端一站式的 CDMO 服务。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围内的子公司 8 家，较 2021 年末未发生变化。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 100.10 亿元，所有者权益 61.67 亿元（含少数股东权益 -0.03 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 37.13 亿元，利润总额 11.85 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 107.43 亿元，所有者权益 64.99 亿元（含少数股

东权益-0.03 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.07 亿元，利润总额 3.82 亿元。

公司注册地址：江苏省南京市高新开发区 MA010-1 号地；法定代表人：唐咏群。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。截至 2023 年 3 月末，“健友转债”的转股价格为 24.65 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
健友转债	5.03	5.03	2020/4/23	6 年

资料来源：联合资信整理

四、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）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

1. 医药行业概况

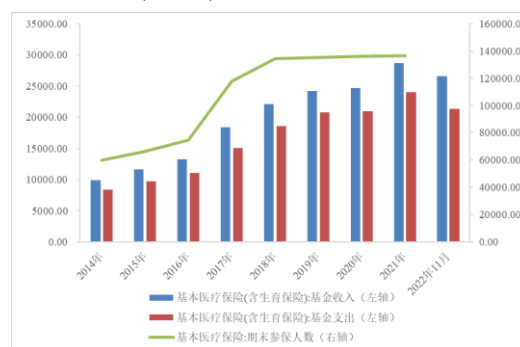
2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。2022 年 1—10 月，由于宏观经济波动，医药制造业企业营业总收入和利润总额同比有所下降。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至 2022 年末，中国 65 周岁以上人口已达 2.10 亿，占总人口的 14.90%，较 2021 年末增加了 919 万，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端

销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。2022 年 1—9 月，医疗总诊疗人次增长缓慢。2022 年 1—9 月，我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，主要系高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入 29288.5 亿元，同比增长 20.10%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.90%。2022 年 1—10 月，规模以上医药制造业营业收入为 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；鼓励研究和创新新药，同时

对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

2020年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展。

表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	联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统	医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购
2021年1月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
2021年2月	国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有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，并加大对其采购行为的监督。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月末选择部分新开展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月末前实现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2022年末，医药制造业企业单位为8814家，较上年末增加477家；亏损企业1771家，较上年末增加194家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

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

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

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

表3 带量采购情况汇总

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

第七批	2022年7月	60	48%
第八批	2023年3月	39	56%

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 行业展望

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

不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到2050年，中国老龄人口比例将超过30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。

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

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

2022年9月6日，国家医保局发布《关于公示2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整通过初步形式审查的药品及相关信息的公告》，共有344个品种通过初审，包括目录外药品199个，以及目录内药品145个，其中，抗肿瘤和免疫调节剂入围初审目录的数量最多（89个）。截至目前，医保目录准入谈判已连续开展4次。医保目录已经建立了以一年为周期的灵活动态调整机制，临床价值显著

的创新药品将更快调整进入目录，辅助用药和药物经济性较差的药品将被逐步调出，加快医保基金的腾笼换鸟。

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

预计未来创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。

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

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国1类新药靶点白皮书》统计，2016—2021年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药1649个，其中涉及的靶点有520个，前6%（30个）的靶点涉及41%（681）的新药。在治疗领域方面，2016—2021年，新药受理的治疗领域以肿瘤为主，占比为62%，其次为感染，占比为8%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE

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

药1.1类、生物制品1类药品。

推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回拢和进入研发-上市的良性循环。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年末，公司注册资本为 16.17 亿元，谢菊华、唐咏群和丁莹为一致行动人，合计持有公司 47.36% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。截至 2023 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人唐咏群质押所持公司股份 4284.15 万股，占其所持公司股份的比例为 13.39%。

2. 企业规模及竞争力

公司在研发、产品种类、客户资源等方面具有一定的竞争力。

(1) 研发及产品优势

公司研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。2022 年，公司研发投入 3.12 亿元，占营业总收入比重为 8.39%。截至 2022 年末，公司共有在研项目 58 项，其中已申报及审批中的项目共计 32 项，主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、抗凝血、麻醉药、血糖调节等领域中市场需求大、需求稳定的产品。

公司主要产品包括低分子肝素制剂、抗肿瘤制剂及其他高附加值无菌注射剂，截至 2022 年末，公司及子公司共拥有境外 79 项药品注册批件，如苯磺酸阿曲库铵注射液、左亚叶酸钙注射液、依诺肝素钠注射液、肝素钠注射液等。截至 2022 年末，公司及境内子公司共拥有 24 项国家药监局颁发的中国药品（再）注册批件，如依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用替加环素、依替巴肽注射液等。

(2) 客户资源优势

全球肝素制剂行业生产企业主要为美欧大型医药公司，行业集中度较高。目前，国际主流肝素制剂企业包括 Pfizer、APP、Sanofi 等传统品牌肝素制剂企业，以及 Sagent、Sandoz、Amphastar 等新兴肝素制剂企业。其中，Pfizer、Sagent、Sandoz 等企业均为公司的肝素原料的主要合作商，其产品涵盖了达肝素钠、依诺肝素钠、那屈肝素钙、标准肝素钠等临床应用广泛的肝素制剂。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91320100726054999R），截至 2023 年 5 月 11 日，公司本部无关注类、不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，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。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022 年以来，公司部分高级管理人员调整，新增了外汇套期保值业务管理制度。

2022 年 4 月 27 日，公司发布公告，原财务负责人黄锡伟博士因工作调整卸任公司财务负责人职务，由钱晓捷女士担任公司财务负责人。黄锡伟博士继续担任公司总裁、董事兼董事会秘书。

钱晓捷女士，中国国籍，1980 年出生。注册会计师，毕业于南京大学。曾就职于江苏省纺织工业进出口有限公司、江苏高通科技有限公司、艾默生过程控制流量技术有限公司。2011 年入职公司，现任公司财务负责人、证券事务代表。

2023 年 4 月 27 日，公司公告了《外汇套期保值业务管理制度》，对公司外汇套期保值业务的操作原则、审批权限、外汇相关业务的管理及

内部操作流程、信息隔离措施、内部风险管理以及信息披露等事项做出规定。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司主营业务未发生重大变化，公司营业总收入略有增长，毛利率有所下降；公司制剂收入在公司主营业务收入中的占比进一步提高。2023年1-3月，公司营业总收入保持增长。

公司主要从事肝素全系列产品研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药和低分子肝素制剂，兼有抗肿瘤制剂及其他高附加值无菌注射剂的研发、生产、销售，以及为全球及国内知名药企提供制剂端一站式的CDMO服务。

2022年，公司销售规模较为稳定，实现营业总收入37.13亿元，同比增长0.71%，变化不大；公司实现利润总额11.85亿元，同比下降1.53%，变化不大。

收入构成来看，2022年，公司主营业务重心自肝素原料药逐步向制剂产品转移，公司标准肝素原料药收入以及标准肝素原料药收入在主营业务收入中的占比均较上年下降。受益于公司继续拓展国外市场，2022年，公司制剂收入同比增长，制剂收入在主营业务收入中的占比已

达到66.29%。2022年，公司CDMO及其他业务收入同比有所增长，但因占比较小，对营业总收入影响不大。

毛利率来看，2022年，由于前期公司战略储备的低价原材料库存陆续消耗，成本端红利已逐步释放，公司成本均价较2021年上涨，同时叠加海外运输成本增加等因素影响，公司标准肝素原料药及制剂业务的毛利率均有所下降。2022年，公司主营业务毛利率有所下降，仍属较高水平。

从销售区域来看，2022年，公司仍以国外销售为主，国外销售收入在主营业务收入中的占比较上年变化不大。由于收入主要来自于国外，公司使用金融市场工具（包括利用出口押汇，远期外汇交易等）来降低汇率波动产生的汇兑损失风险。若未来经济贸易环境进一步恶化，关税和市场的确定性将进一步增加；另外，虽然公司进行了外汇风险控制，但人民币汇率波动仍会使公司面临汇兑风险。同时，公司原材料采购主要源自国内，未来人民币汇率变动或将对公司境外销售成本优势形成一定冲击。

2023年1-3月，公司实现营业总收入13.07亿元，同比增长11.13%；2023年1-3月，公司实现利润总额3.82亿元，同比下降2.08%，变化不大。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			2022年收入同比变化率(%)
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	
标准肝素原料药	14.28	38.78	52.33	11.10	29.92	40.53	-22.28
制剂	21.30	57.87	59.85	24.58	66.29	58.56	15.39
CDMO及其他	1.23	3.35	53.50	1.40	3.78	38.64	13.68
合计	36.81	100.00	56.72	37.08	100.00	52.41	0.72

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司年报

表5 公司主营业务收入来源区域分布情况(单位：亿元、%)

项目	2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
境内	11.43	31.04	11.60	31.27
境外	25.39	68.96	25.48	68.73
合计	36.81	100.00	37.08	100.00

资料来源：公司年报

2. 原材料采购

2022年，公司采购模式未发生重大变化，原辅料成本在公司总成本中占比很高，对公司盈利能力影响大；公司供应商集中度较高。

2022年，公司主要采购原材料为肝素钠粗品，采购模式较上年未发生重大变化。公司根据生产的实际需要、原材料市场的供应情况等综合因素决定采购计划。公司在主要原材料采购过程中，在国内应用集中洗脱模式，与上游企业建立商业伙伴关系；在国外采用了全球 API Sourcing 的采购模式，目前已和全球多家供应商建立了合作关系。针对集中洗脱模式下的肝

素粗品采购，公司通常会在洗脱完成并验收入库后30日内付款；一般模式下的肝素粗品采购，公司通常会即时支付。

2022年，公司主营业务收入同比增长0.72%，而主营业务成本增长10.76%，导致公司利润下降；主营业务成本中，原辅料成本占比达到94.21%，仍保持在很高水平，占比较上年上升0.16个百分点。2022年，原辅料成本较上年增长10.96%，对主营业务成本影响大。近年来，肝素粗品等原材料受市场供需情况影响，价格有所波动，公司的盈利能力、业务发展和财务状况易受到原材料供求波动的影响。

表6 2021-2022年公司主营业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2022年较上年增幅（%）
	金额	占比	金额	占比	
原辅料	14.98	94.05	16.63	94.21	10.96
人工	0.25	1.58	0.28	1.58	11.05
制造费用	0.70	4.37	0.74	4.21	6.49
合计	15.93	100.00	17.65	100.00	10.76

资料来源：公司年报

供应商集中度来看，2022年，公司前五大供应商采购金额为8.68亿元，在总采购金额中的占比为35.48%，较上年下降3.75个百分点，采购集中度较高。

3. 生产和销售

2022年，公司肝素原料药产销量均较上年下降，制剂产销量均较上年有所增长；公司产能利用率仍保持在很高水平，制剂产品产销率较上年有所下降。

2022年，公司生产的主要产品包括标准肝素原料药，低分子肝素制剂如依诺肝素钠注射液、那屈肝素钙注射液和达肝素钠注射液，以及其他制剂如苯磺顺阿曲库铵注射液、磺达肝癸钠注射液、白消安注射液和注射用盐酸苯达莫司汀等。2022年，公司制剂产品销量保持增长。截至2023年4月28日，公司共有9种制剂中

标集采。

2022年，公司的生产模式未发生重大变化，仍采用以销定产为主，结合库存和市场总体情况确定产量的生产模式。

产能方面，2022年，公司肝素原料药产能未发生变化，制剂产能较上年有所增加。产能利用率方面，2022年，公司肝素原料药产能利用率同比下降10.68个百分点；由于产能增加，肝素制剂产能利用率同比下降10.98个百分点，但仍保持在很高水平。

库存量方面，截至2022年末，公司肝素原料药库存量增长23.47%，主要系公司为制剂产品生产所需原料药备货所致；公司制剂产品库存量大幅增长113.17%，主要系公司制剂销售品种增加、销售需求增长，部分产品备货周期增长所致。

表 7 2021 - 2022 年公司主要产品的产销情况

(单位: 亿单位、万支)

产品	项目	2021 年	2022 年
肝素原料药	产能	48100.00	48100.00
	产量	62306.20	57165.00
	销量	26896.06	19415.49
	库存量	37775.36	46639.43
	产能利用率 (%)	129.53	118.85
	产销率 (%)	43.17	33.96
制剂	产能*	8000.00	13000.00
	产量	9553.48	14864.23
	其中: 肝素制剂	8690.59	12694.77
	销量	9954.85	12467.98
	库存量	2150.64	4584.43
	产能利用率 (%) *	108.63	97.65
	产销率 (%)	104.20	83.88

注: 1.上表未区分投入自用和外销的数据, 所以肝素原料药产销率较低; 2.标“*”代表该数据单指肝素制剂

资料来源: 公司提供

2022 年, 公司主要产品销售模式未发生重大变化, 公司针对制剂、原料药、CDMO 三类业务不同的客户群体, 选择差异化销售方式。在肝素原料销售模式上, 公司采取以“直接销售为主、经销商销售为辅”的模式; 公司国内低分子肝素制剂业务主要通过第三方咨询服务商的临床代表学术推广模式, 利用临床代表渠道资源直接与医院对接; 美国市场方面, 公司通过收购美国医药公司 Meitheal Pharmaceuticals, Inc, 建成在美国的医药制剂营销本部方式进行销售; 针对非中美市场, 目前公司主要采取与当地代理商或医药企业合作的方式进入市场。公司出口的肝素原料药产品一般采用电汇 T/T 等结算方式, 并视采购金额、合作历史等情况给予一定账期, 以外币结算。

产销率方面, 由于公司的标准肝素原料药部分用于自产制剂, 所以产销率较低。2022 年, 由于肝素制剂产量增加, 公司标准肝素原料药用于自产制剂的量增加, 导致其产销率下降; 公司制剂产品产销率较上年有所下降, 主要系制剂品种增多导致备货增加所致。

客户集中度方面, 2022 年, 公司前五大客户销售额为 17.21 亿元, 占总销售额的 46.36%, 较上年下降 0.44 个百分点, 公司销售集中度仍

属较高。

4. 经营效率

2022 年, 公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所下降。

2022 年, 公司存货周转次数为 0.34 次, 较上年变动不大; 销售债权周转次数为 3.97 次, 较上年减少 0.41 次, 主要系不同客户以及不同产品结算账期存在差异, 由于销售收入结构变化, 2022 年底公司应收账款增加所致; 总资产周转次数为 0.41 次, 较上年减少 0.05 次。

表 8 2022 年同行业公司经营效率对比情况

证券简称	存货周转次数 (次)	应收账款周转次数 (次)	总资产周转次数 (次)
海普瑞	0.83	4.59	0.36
常山药业	0.55	6.74	0.42
东诚药业	2.01	4.17	0.45
以上平均值	1.13	5.17	0.41
健友股份	0.34	4.15	0.41

注: 为了增加可比性, 表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致

资料来源: Wind 数据, 联合资信整理

5. 在建项目

截至 2022 年末, 公司主要在建项目为可转债募投项目, 后续资金需求压力较小。

截至 2022 年末, 公司主要在建项目为可转债募投“龙城二期(高效智能化高端药品制剂生

产线建设项目)”，已累计投入73.08%，所需资金来自于可转债募投资金。

表9 截至2022年末公司主要在建项目情况(单位:亿元、%)

项目名称	计划投资额	工程累计投入占预算比例	资金来源
龙成二期(高效智能化高端药品制剂生产线建设项目)	5.70	73.08	募集资金

资料来源:公司公告

6. 未来发展

公司依据自身经营优势和现有资源制定了符合自身特点的未来经营规划。

公司将通过中美同步研发,扩大研发与创新投入,建立研发推进体系,确保申报一批、研究一批、储备一批的研发节奏,增加研发储备广度,为公司成为多品种、全球化药品生产企业建立支撑。在现有原料药和无菌制剂的产品基础上,公司将加快创新成果转化。公司新成立生物医药事业部,下设蛋白设计平台、药物递送系统平台、分子生物学平台和细胞生物学平台,未来公司将研发具有自主知识产权的生物大分子药物,拓展大分子生物药从原液到制剂全产业链的研发能力。公司计划维持在高品质肝素原料药行业的地位,并提升在肝素制剂市场地位。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告,中天运会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结

论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

截至2022年末,公司纳入合并范围内的子公司8家,较2021年无变化,财务数据可比性强。

截至2022年末,公司合并资产总额100.10亿元,所有者权益61.67亿元(含少数股东权益-0.03亿元);2022年,公司实现营业总收入37.13亿元,利润总额11.85亿元。

截至2023年3月末,公司合并资产总额107.43亿元,所有者权益64.99亿元(含少数股东权益-0.03亿元);2023年1-3月,公司实现营业总收入13.07亿元,利润总额3.82亿元。

2. 资产质量

截至2022年末,公司资产规模有所增长,以流动资产为主;公司流动资产中存货和应收账款所占比重较高,对营运资金形成占用,存货规模较大,以原材料和库存商品为主。

截至2022年末,公司合并资产总额较上年末增长21.82%;公司资产以流动资产为主,资产结构较上年末变化不大。

表10 公司资产主要构成

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末		2022年同比变化率(%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
流动资产	69.30	84.34	82.94	82.86	90.17	83.93	19.69
货币资金	6.59	9.50	13.89	16.74	18.10	20.07	110.84
应收账款	8.37	12.08	9.52	11.48	12.79	14.19	13.71
存货	48.94	70.63	56.16	67.71	54.78	60.75	14.74
非流动资产	12.87	15.66	17.16	17.14	17.26	16.07	33.33
固定资产(合计)	6.12	47.56	9.31	54.24	9.03	52.31	52.04
在建工程	2.15	16.72	2.51	14.60	2.81	16.30	16.43
无形资产	1.24	9.62	1.19	6.93	1.18	6.85	-3.95
开发支出	0.76	5.91	0.93	5.43	0.97	5.62	22.55
商誉	1.15	8.92	1.25	7.31	1.24	7.17	9.24
递延所得税资产	0.35	2.68	1.01	5.91	1.07	6.21	193.82
资产总额	82.17	100.00	100.10	100.00	107.43	100.00	21.82

注:表中占比数据为各科目占流动资产或者非流动资产的比例,并非占资产总额的比例
数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年末，流动资产较上年末增长19.69%，主要系货币资金及存货增加所致。

截至2022年末，公司货币资金较上年末增长110.84%，主要系公司收到货款以及理财产品到期收回所致。

截至2022年末，公司应收账款账面价值较上年末增长13.71%，主要系公司制剂销售规模增加所致；公司应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账准备0.20亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为6.04亿元，占比为62.11%，集中度高。

截至2022年末，公司存货较上年末增长14.74%，主要系随着销售品种和销售量增加，公司增加备货所致；公司的存货主要由原材料（占43.47%）、库存商品（占42.91%）、在产品（占13.57%）等构成，累计计提跌价准备0.28亿元，计提比例为0.51%。截至2022年末，公司存货中原材料同比下降13.28%，库存商品同比增长40.57%，存货结构较上年末有所变化。整体看，公司存货规模仍属较大，对营运资金存在占用，需要关注存货跌价风险。

(2) 非流动资产

截至2022年末，公司非流动资产较上年末增长33.33%，主要系固定资产增加所致。

截至2022年末，公司固定资产（合计）较上年末增长52.04%，主要系在建工程转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占31.51%）、机器设备（占62.17%）等构成，累计计提折旧4.99亿元；固定资产成新率53.97%，成新率一般。

截至2022年末，公司在建工程较上年末增长16.43%，主要系在建项目持续投入所致。

截至2022年末，公司无形资产较上年末下降3.95%，变化不大；公司无形资产主要由药品注册批件（占77.13%）、土地使用权（占19.49%）等构成，累计摊销0.70亿元，未计提减值准备。

截至2022年末，公司开发支出较上年末增长22.55%，主要系公司对已处于开发阶段的药品技术所投入的可直接归属于该技术的必要资本化支出。上述药品技术尚处于技术开发阶段，具体表现为评审申报阶段等，预期能给企业带

来经济效益。

截至2022年末，公司商誉较上年末增长9.24%，主要系外币报表折算差异所致。

截至2022年末，公司递延所得税资产较上年末增长193.82%，主要系子公司可抵扣亏损及递延收益确认递延所得税所致。

表 11 截至 2022 年末公司资产受限情况

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	10.86	10.85	信用证、转债、借款保证金
应收账款	0.33	0.33	借款质押
固定资产	0.40	0.39	房屋建筑物抵押借款
无形资产	0.10	0.10	土地使用权抵押借款
合计	11.68	11.67	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月末，公司合并资产总额107.43亿元，较上年末增长7.32%；公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年末，由于未分配利润增加，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年末，公司所有者权益61.67亿元，较上年末增长14.15%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为100.06%，少数股东权益占比为-0.06%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占26.22%、9.79%、0.06%和55.75%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2023年3月末，公司所有者权益64.99亿元，较上年末增长5.39%，权益结构稳定性一般。

(2) 负债

2022年，公司新增长、短期借款，负债规模有所增长，仍以流动负债为主；公司债务负担较上年加重，但仍属合理范围之内。

截至2022年末，公司负债总额较上年末增长36.56%，主要系长短期借款增加所致；公司负债以流动负债为主。

表 12 公司负债主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末		2023 年同比变化率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动负债	22.66	80.54	27.05	70.38	31.05	73.17	19.33
短期借款	15.71	69.30	19.57	72.35	23.46	75.55	24.59
应付账款	4.34	19.14	5.04	18.62	4.65	14.96	16.11
非流动负债	5.48	19.46	11.38	29.62	11.39	26.83	107.84
长期借款	0.00	0.00	5.00	43.93	5.00	43.91	--
应付债券	4.75	86.65	4.91	43.15	4.95	43.49	3.50
递延收益	0.66	11.96	0.85	7.47	0.83	7.31	29.74
负债总额	28.14	100.00	38.43	100.00	42.44	100.00	36.56

注：各科目占比为其在流动负债或非流动负债中的比例，并非在负债总额中的占比

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年末，公司流动负债较上年末增长19.33%，主要系公司为补充流动资金增加短期借款所致。

截至2022年末，为补充流动资金，公司短期借款较上年末增长24.59%，主要为质押借款13.79亿元和信用借款5.78亿元。

截至2022年末，公司应付账款较上年末增长16.11%，主要系应付工程款增加所致。

截至2022年末，公司非流动负债较上年末增长107.84%，主要系公司新增5.00亿元长期借款所致。

截至2022年末，公司长期借款5.00亿元，为2022年8月新增与中国进出口银行的质押借款，期限为两年；截至2021年末，公司无长期借款。

截至2022年末，公司应付债券较上年末变化不大。截至2022年末，公司递延收益较上年末增长29.74%，主要系政府补助确认的递延收益增加所致。

截至2023年3月末，公司负债总额较上年末增长10.43%，主要系为补充流动资金增加短期借款所致；公司负债以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至2022年末，公司全部债务29.66亿元，较上年末增长43.26%，主要系长短期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占66.04%，长期债务占33.96%，以短期债务为主，其中，短期债务19.59亿元，较上年末增长22.75%，主要系公司为补流增加短期借款所致；长期债务10.07

元，较上年末增长112.22%，主要系公司新增5.00亿元长期质押借款所致。从债务指标来看，截至2022年末，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分别为38.39%、32.47%和14.04%，较上年末分别提高4.14个百分点、4.77个百分点和5.96个百分点，公司债务负担加重，但尚在合理范围之内。

截至2023年3月末，公司全部债务33.57亿元，较上年末增长13.20%，主要系公司增加短期借款所致。债务结构方面，短期债务占69.91%，长期债务占30.09%，以短期债务为主，其中，短期债务23.47亿元，较上年末增长19.83%，主要系公司为补流增加短期借款所致；长期债务10.10亿元，较上年末增长0.31%，变化不大。从债务指标来看，截至2023年3月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为39.50%和34.06%，较上年末分别提高1.11个百分点和1.59个百分点；公司长期债务资本化比率为13.45%，较上年末下降0.59个百分点。

截至2023年3月末，公司存续债券为“健友转债”，具体情况参见本报告“三、债券概况及募集资金使用情况”。

4. 盈利能力

2022年，公司总体销售较为稳定，营业总收入及利润总额均变化不大，与同行业公司比较，公司盈利指标仍表现较好。2023年一季度，公司营业总收入同比增长。

2022年,公司实现营业总收入37.13亿元,同比增长0.71%,同比变化不大;营业成本17.68亿元,同比增长10.77%,主要系制剂销售上涨带来的销售运输成本增加所致;营业利润率为51.55%,同比下降4.56个百分点。2022年,公司利润总额11.85亿元,同比下降1.53%,变化不大。

从期间费用看,2022年,公司费用总额为7.53亿元,同比下降16.33%,主要系财务费用减少所致。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60.01%、22.04%、35.03%和-17.07%,以销售费用和研发费用为主。其中,销售费用为4.52亿元,同比下降6.63%,主要系销售推广费减少所致;管理费用为1.66亿元,同比增长35.72%,主要系管理人员薪酬增长以及折旧与摊销费增加所致;研发费用为2.64亿元,同比增长19.33%,主要系公司持续增加研发投入所致;财务费用为-1.28亿元,由正转负,主要系汇率变动导致汇兑收益增加所致。2022年,公司期间费用率为20.28%,同比下降4.13个百分点,公司期间费用率较高,费用仍对整体利润存在一定侵蚀。

2022年,公司投资收益、其他收益、资产处置收益、营业外收入、营业外支出均对利润影响不大。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2021年	2022年
营业收入(亿元)	36.87	37.13
利润总额(亿元)	12.04	11.85
营业利润率(%)	56.10	51.55
总资本收益率(%)	15.47	12.53
净资产收益率(%)	19.69	17.62

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面,2022年,公司总资本收益率为12.53%,同比有所下降,净资产收益率为17.62%,同比有所下降。

与同行业所选公司比较,公司各盈利指标表现较好。

表 14 2022年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率(%)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
海普瑞	32.61	5.06	6.13
常山药业	44.42	1.94	0.57
东诚药业	42.94	6.20	6.72
健友股份	52.38	13.28	18.89

注:为了增加可比性,表中公司指标计算公式与Wind保持一致

资料来源:Wind

2023年1-3月,公司实现营业总收入13.07亿元,同比增长11.13%;营业成本6.45亿元,同比增长10.73%;营业利润率为49.62%,同比下降0.10个百分点,变化不大;公司实现利润总额3.82亿元,同比下降2.08%,变化不大。

5. 现金流

2022年,公司经营活动现金保持净流入,净流入规模有所下降;由于收回投资资金减少,公司投资活动由净流入转为净流出;受公司增加银行借款影响,公司筹资活动现金净流出规模同比下降。

表 15 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2021年	2022年	2023年1-3月
经营活动现金流入小计	40.15	40.79	10.45
经营活动现金流出小计	33.32	34.84	9.22
经营现金流量净额	6.84	5.95	1.22
投资活动现金流入小计	37.74	20.70	0.71
投资活动现金流出小计	36.04	24.70	1.61
投资活动现金流量净额	1.70	-4.00	-0.90
筹资活动前现金流量净额	8.54	1.95	0.32
筹资活动现金流入小计	21.68	33.58	5.60
筹资活动现金流出小计	30.80	36.69	2.43
筹资活动现金流量净额	-9.12	-3.11	3.18
现金收入比(%)	100.33	101.63	74.56

资料来源:公司财务报告

从经营活动来看,2022年,公司经营活动现金流入同比增长1.60%,变化不大;经营活动现金流出同比增长4.57%,主要系公司支付的税费及职工薪酬增加所致。2022年,公司经营活动现金净流入同比下降12.90%。2022年,公司现金收入比为101.63%,同比提高1.29个百分点,收入实现质量较好。

从投资活动来看,2022年,公司投资活动现金流入同比下降45.16%;投资活动现金流出同比下降31.46%。2022年,公司投资活动现金同

比净流入转为净流出，主要系投资资金收回减少所致。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为1.95亿元。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比增长54.93%，主要系公司银行借款增加所致；筹资活动现金流出同比增长19.13%。2022年，公司筹资活动现金净流出同比下降65.93%。

2023年1—3月，公司实现经营活动现金净流入1.22亿元，实现投资活动现金净流出0.90亿元，实现筹资活动现金净流入3.18亿元。

6. 偿债指标

2022年，公司偿债能力指标表现良好，剩余银行授信空间较大。公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率（%）	305.76	306.66
	速动比率（%）	89.81	99.03
	经营现金/流动负债（%）	30.16	22.02
	经营现金/短期债务（倍）	0.43	0.30
	现金类资产/短期债务（倍）	0.61	0.72
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	13.89	13.83
	全部债务/EBITDA（倍）	1.49	2.14
	经营现金/全部债务（倍）	0.33	0.20
	EBITDA/利息支出（倍）	15.07	23.91
	经营现金/利息（倍）	7.41	10.29

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

截至2022年末，公司流动比率与速动比率均较上年末提高，流动资产对流动负债的保障程度高。截至2022年末，公司经营现金流动负债比率同比下降8.15个百分点；公司经营现金/短期债务同比下降0.13倍；公司现金短期债务比由上年末的0.61倍提高至0.72倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标表现较好。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA同比下降0.46%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占7.01%）和利润总额（占85.71%）构

成。2022年，公司EBITDA利息倍数由上年的15.07倍提高至23.91倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的1.49倍提高至2.14倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金/全部债务由上年的0.33倍下降至0.20倍，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出由上年的7.41倍提高至10.29倍，经营现金对利息支出的保障程度很高。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现良好。

对外担保方面，截至2023年3月末，公司不存在对合并范围之外企业担保。

未决诉讼方面，截至2023年3月末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月末，公司共计获得人民币银行授信额度61.60亿元，尚未使用的人民币授信额度为48.61亿元；公司共计获得外币授信0.83亿美元，已使用授信额度为0.30亿美元及0.41亿欧元。公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

2022年，公司本部资产较上年末有所增长，资产以流动资产为主；公司本部负债规模变化不大，债务负担尚可。

截至2022年末，公司本部资产总额84.28亿元，较上年末增长13.02%。其中，流动资产71.12亿元（占84.39%），非流动资产13.16亿元（占15.61%）。从构成看，流动资产主要由应收票据（占5.88%）、应收账款（占16.87%）、存货（占70.13%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占27.94%）、固定资产（合计）（占43.43%）、在建工程（合计）（占18.62%）构成。截至2022年末，公司本部货币资金为1.04亿元。

截至2022年末，公司本部负债总额26.01亿元，较上年末下降1.14%。其中，流动负债15.36亿元（占比59.08%），非流动负债10.64亿元（占比40.92%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占47.08%）、应付账款（占43.21%）、其他应付款（合计）（占6.19%）构成；非流动负债主要由长期借款（占46.98%）、应付债券（占46.16%）构成。公司本部2022年资产负债

率为 30.86%，较 2021 年下降 4.42 个百分点。截至 2022 年末，公司本部全部债务 17.23 亿元。其中，短期债务占 42.48%、长期债务占 57.52%。截至 2022 年末，公司本部全部债务资本化比率 22.82%，公司本部债务负担尚可。

截至 2022 年末，公司本部所有者权益为 58.27 亿元，较上年末增长 20.75%。在所有者权益中，实收资本为 16.17 亿元（占 27.75%）、资本公积合计 6.11 亿元（占 10.49%）、未分配利润合计 30.90 亿元（占 53.04%）、盈余公积合计 4.77 亿元（占 8.18%），公司本部所有者权益结构稳定性一般。

2022 年，公司本部营业总收入为 34.32 亿元，利润总额为 13.41 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.05 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 4.01 亿元，投资活动现金流净额 -1.39 亿元，筹资活动现金流净额 -4.86 亿元。

截至 2022 年末，公司本部资产占合并口径的 84.19%；公司本部负债占合并口径的 67.67%；公司本部所有者权益占合并口径的 94.49%；公司本部营业总收入占合并口径的 92.44%；公司本部利润总额占合并口径的 113.15%；公司本部全部债务占合并口径的 58.10%。

十、债券偿还能力分析

公司对“健友转债”的偿还能力指标表现较好。

截至 2023 年 3 月末，公司存续期可转换公司债券“健友转债”余额 5.03 亿元，公司可转换公司债券偿还能力指标表现好。

考虑到“健友转债”具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，“健友转债”将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担，公司对“健友转债”的保障能力或将进一步提升。

表 17 公司可转换公司债券偿还能力指标

项目	2022 年
存续债券余额（亿元）	5.03
经营现金流入/存续债券余额（倍）	8.12
经营现金/存续债券余额（倍）	1.18
存续债券余额/EBITDA（倍）	0.36

注：经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

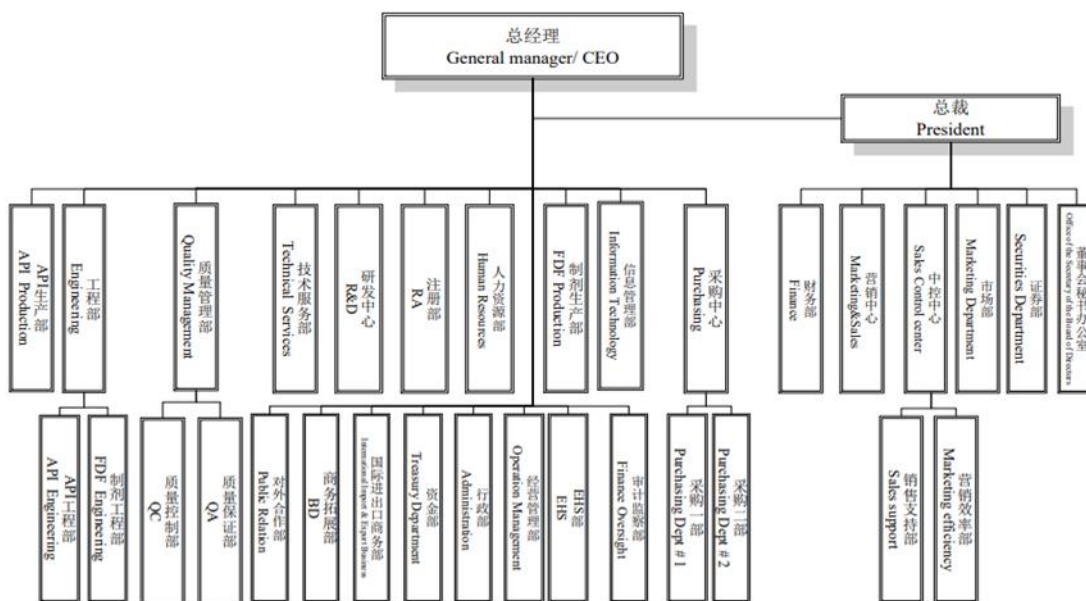
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“健友转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年末南京健友生化制药股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末南京健友生化制药股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年末南京健友生化制药股份有限公司
主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	南京健友药业有限公司	生产销售	100.00	设立
2	南京健友宾馆有限公司	住宿	100.00	设立
3	香港健友实业有限公司	进出口	100.00	设立
4	港南有限公司	进出口	100.00	非同一控制下 企业合并
5	健进制药有限公司	生产销售	100.00	非同一控制下 企业合并
6	Meitheal Pharmaceuticals,inc	研发销售	99.97	非同一控制下 企业合并
7	南京健智自明医药贸易有限公司	销售	100.00	设立
8	南京健智聚合信息科技有限公司	技术研发	100.00	非同一控制下 企业合并

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	13.44	9.79	14.12	18.71
资产总额 (亿元)	77.20	82.17	100.10	107.43
所有者权益 (亿元)	37.45	54.03	61.67	64.99
短期债务 (亿元)	22.23	15.96	19.59	23.47
长期债务 (亿元)	11.25	4.75	10.07	10.10
全部债务 (亿元)	33.49	20.70	29.66	33.57
营业总收入 (亿元)	29.15	36.87	37.13	13.07
利润总额 (亿元)	9.15	12.04	11.85	3.82
EBITDA (亿元)	10.57	13.89	13.83	--
经营性净现金流 (亿元)	-5.66	6.84	5.95	1.22
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.87	4.37	3.97	--
存货周转次数 (次)	0.31	0.34	0.34	--
总资产周转次数 (次)	0.46	0.46	0.41	--
现金收入比 (%)	92.59	100.33	101.63	74.56
营业利润率 (%)	58.79	56.10	51.55	49.62
总资本收益率 (%)	12.04	15.47	12.53	--
净资产收益率 (%)	21.27	19.69	17.62	--
长期债务资本化比率 (%)	23.11	8.07	14.04	13.45
全部债务资本化比率 (%)	47.21	27.70	32.47	34.06
资产负债率 (%)	51.50	34.25	38.39	39.50
流动比率 (%)	241.20	305.76	306.66	290.40
速动比率 (%)	82.35	89.81	99.03	113.98
经营现金流动负债比 (%)	-20.17	30.16	22.02	--
现金短期债务比 (倍)	0.60	0.61	0.72	0.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.36	15.07	23.91	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.17	1.49	2.14	--

注: 1. 公司合并口径 2023 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司财务报告

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)	11.81	5.84	5.22
资产总额 (亿元)	73.61	74.56	84.28
所有者权益 (亿元)	32.08	48.26	58.27
短期债务 (亿元)	19.02	12.61	7.32
长期债务 (亿元)	11.25	4.75	9.91
全部债务 (亿元)	30.27	17.36	17.23
营业总收入 (亿元)	25.37	31.70	34.32
利润总额 (亿元)	8.55	11.65	13.41
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	0.12	1.80	4.01
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	3.40	3.25	2.63
存货周转次数 (次)	0.29	0.31	0.33
总资产周转次数 (次)	0.42	0.43	0.43
现金收入比 (%)	87.75	114.70	100.19
营业利润率 (%)	58.41	56.31	52.36
总资本收益率 (%)	12.04	15.53	15.77
净资产收益率 (%)	23.40	21.11	20.44
长期债务资本化比率 (%)	25.97	8.95	14.54
全部债务资本化比率 (%)	48.55	26.45	22.82
资产负债率 (%)	56.42	35.28	30.86
流动比率 (%)	215.84	301.36	462.90
速动比率 (%)	75.39	83.94	138.28
经营现金流动负债比 (%)	0.38	8.45	26.08
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.46	0.71
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注：公司本部 2023 年一季度数据未披露

资料来源：公司财务报告

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 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