



四川科伦药业股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0427 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 13 日

| | | |
|--------------|--------------|---------------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 四川科伦药业股份有限公司 | AA ⁺ /稳定 |
|--------------|--------------|---------------------|

| | | |
|-------------|--------|-----------------|
| 本次跟踪债项及评级结果 | “科伦转债” | AA ⁺ |
|-------------|--------|-----------------|

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）产品结构多元且种类丰富、核心产品竞争力较强，2022 年以来盈利及获现能力提升、资本结构优化、研发实力突出和融资渠道畅通等方面的优势亦对其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司短期债务占比较高，需关注债务期限结构改善情况和债务规模持续压降进度、四川科伦博泰生物医药股份有限公司上市进展，以及输液板块下游需求恢复、主要产品价格波动和行业政策等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，四川科伦药业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

可能触发评级下调因素：原材料价格超预期上行、产品价格超预期下行、超预期停产、建设项目和研发效益不及预期导致净利润出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

正面

- 产品结构多元且种类丰富，核心产品竞争力较强
- 研发项目的国际合作突显公司较好的研发优势
- 2022年以来盈利及获现能力提升，债务规模和财务杠杆水平下降，资本结构优化
- 公司为A股上市公司，下属子公司伊犁川宁生物技术股份有限公司（以下简称“川宁生物”）为创业板上市公司，融资渠道畅通，证券化水平提升

关注

- 下属子公司四川科伦博泰生物医药股份有限公司（以下简称“科伦博泰”）上市进展需持续关注
- 短期债务占比较高，关注债务期限结构改善情况和债务规模持续压降进度
- 输液板块销售恢复、主要产品价格波动和行业政策等对公司盈利能力和未来发展的影响

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

| 科伦药业（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 总资产（亿元） | 320.10 | 315.40 | 341.18 | 361.06 |
| 所有者权益合计（亿元） | 140.03 | 141.29 | 168.88 | 185.95 |
| 总负债（亿元） | 180.06 | 174.10 | 172.30 | 175.10 |
| 总债务（亿元） | 126.56 | 122.78 | 114.99 | 98.30 |
| 营业总收入（亿元） | 164.64 | 172.77 | 189.13 | 56.02 |
| 净利润（亿元） | 7.91 | 8.68 | 17.07 | 9.56 |
| EBIT（亿元） | 15.85 | 18.46 | 26.67 | -- |
| EBITDA（亿元） | 27.46 | 30.72 | 38.49 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 22.19 | 28.47 | 31.27 | 15.12 |
| 营业毛利率(%) | 54.25 | 55.66 | 52.63 | 54.90 |
| 总资产收益率(%) | -- | 5.81 | 8.12 | -- |
| EBIT 利润率(%) | 9.63 | 10.69 | 14.10 | -- |
| 资产负债率(%) | 56.25 | 55.20 | 50.50 | 48.50 |
| 总资本化比率(%) | 47.47 | 46.49 | 40.51 | 34.58 |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.61 | 4.00 | 2.99 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 4.91 | 5.79 | 7.73 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.15 | 0.15 | 0.24 | -- |

注：1、中诚信国际根据经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的带息债务。

评级历史关键信息 1

| 四川科伦药业股份有限公司 | | | | | | |
|--------------|------|------------|---------|--|----------------------|--|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 | |
| AA+/稳定 | -- | 2022/05/27 | 程方誉、袁悦颖 | 中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100_2019_03 | 阅读全文 | |
| AA+/稳定 | -- | 2020/06/22 | 许新强、程方誉 | 中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100_2019_03 | 阅读全文 | |
| AA+/正面 | -- | 2018/07/23 | 史曼、周璇 | 中诚信国际医药制造行业评级方法 030601_2017_02 | 阅读全文 | |
| AA+/稳定 | -- | 2014/06/23 | 刘洋、史曼 | 中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（医药制造） CCXI_030600_2014_01 | 阅读全文 | |
| AA/稳定 | -- | 2011/04/27 | 毛麒麟、齐红 | -- | 阅读全文 | |

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

| 四川科伦药业股份有限公司 | | | | | | |
|----------------|------|------------|-----------|-------------------------|----------------------|--|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 | |
| AA+/正面 | -- | 2019/05/20 | 应治亚、李蕊 | 中诚信证券评估有限公司中国医药制造行业评级方法 | 阅读全文 | |
| AA+/正面 | -- | 2018/06/04 | 周莉莉、肖实丽 | 中诚信证券评估有限公司中国医药制造行业评级方法 | 阅读全文 | |
| AA+/稳定 | -- | 2015/04/27 | 罗彬璐、许家能 | 中诚信证券评估有限公司中国医药制造行业评级方法 | 阅读全文 | |
| AA+/列入信用评级观察名单 | -- | 2014/05/22 | 张一驰、邵津宏 | 中诚信证券评估有限公司中国化学医药行业评级方法 | 阅读全文 | |
| AA+/稳定 | -- | 2012/06/01 | 邵津宏、宋诚、魏芸 | 中诚信证券评估有限公司中国化学医药行业评级方法 | 阅读全文 | |

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2022 年数据）

| 公司名称 | 营业总收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 营业毛利率 (%) | 期间费用率 (%) | 研发投入占医药制 造业务收入比重 (%) | 资产总额 (亿元) | 资产负债率 (%) |
|------|---------------|----------|--------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------|
| 乐普医疗 | 106.09 | 22.45 | 62.46 | 36.06 | 13.78 | 244.84 | 33.14 |
| 科伦药业 | 189.13 | 17.07 | 52.63 | 41.69 | 10.24 | 341.18 | 50.50 |

中诚信国际认为，科伦药业与可比企业在细分领域均为头部企业，并拥有较强规模优势。与同行业相比，科伦药业产品结构多元化程度较高，产品种类丰富且基本覆盖所有治疗领域，收入规模较大，两家公司的研发投入占比均处于较高水平；因基础输液产品和部分非输液药品毛利较低使得科伦药业整体盈利水平低于可比企业，新产品陆续上市的市场开发和推广需求令其期间费用率高于可比企业，原料药前期投入规模大令其整体财务杠杆处于较高水平。

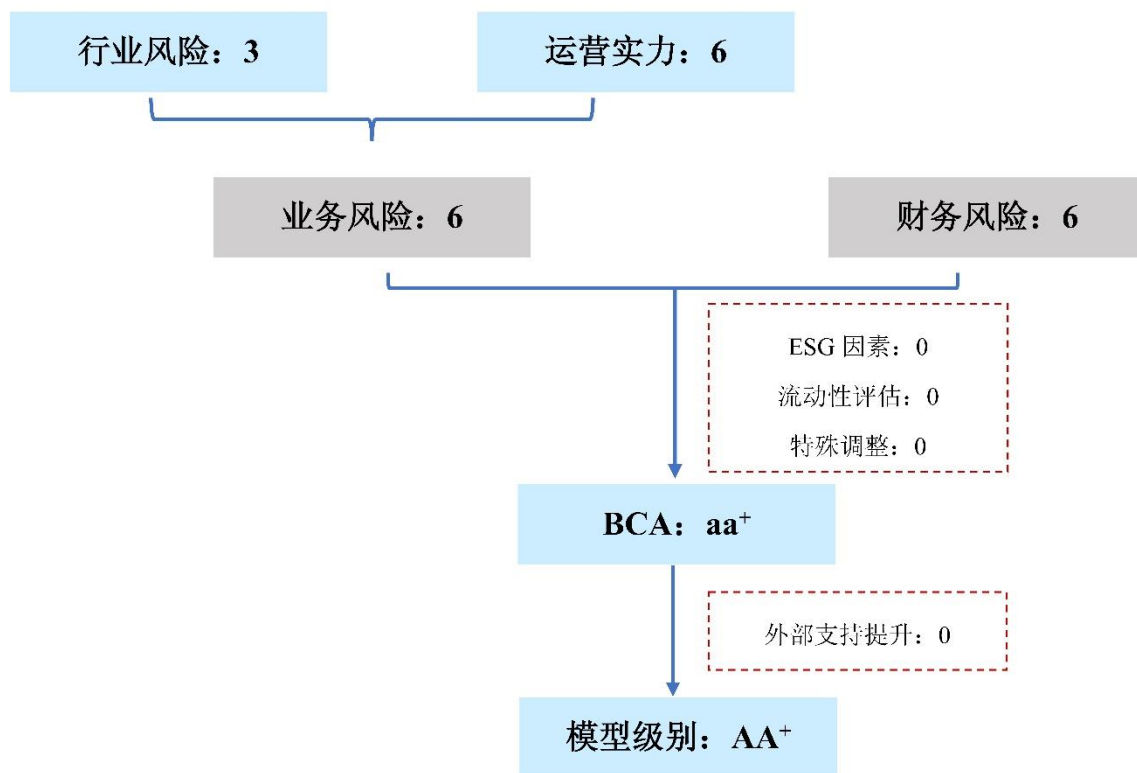
注：“乐普医疗”为“乐普（北京）医疗器械股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

| 债项简称 | 本次债项 评级结果 | 上次债项 评级结果 | 上次评级时间 | 发行金额 (亿元) | 债项余额 (亿元) | 存续期 | 特殊条款 |
|------|-----------------|-----------------|------------|--------------|--------------|-----------------------|-------|
| 科伦转债 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/05/27 | 30.00 | 20.95 | 2022/03/18~2028/03/18 | 回售、赎回 |

评级模型

四川科伦药业股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100_2022_04

■ 业务风险：

科伦药业属于医药制造行业，因近年来药品刚性需求旺盛令医药行业运行态势整体良好，中国医药制造行业风险评估为中等；科伦药业已形成了中间体-原料药-制剂的全产业链布局，产品结构多元且种类丰富，核心产品竞争力较强；持续较大的研发投入和研发平台建设使其形成了较强的研发实力，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

科伦药业盈利及获现能力提升，货币资金增加，债务规模和财务杠杆水平大幅下降，资本结构优化，同时凭借其较好的内部流动性及较为畅通的融资渠道，能够实现到期债务续接，整体偿债压力可控，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对科伦药业个体基础信用等级无影响，科伦药业具有aa+的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持：

科伦药业系实际控制人持有资产中最核心企业，实际控制人对公司支持意愿很强，但实际控制人亦为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司的支持能力有限。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

四川科伦药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称为“科伦转债”）发行总额 30.00 亿元，期限为 6 年，转股期为 2022 年 9 月 26 日至 2028 年 3 月 17 日，募集资金用途为创新制剂生产线及配套建设项目、大输液和小水针产业结构升级建设项目、NDDS 及抗肿瘤制剂产业化建设项目和数字化建设项目的建设以及补充流动资金，截至 2022 年末已按照募集说明书规定的资金用途累计使用 9.96 亿元，使用闲置募集资金 18.00 亿元暂时补充流动资金，年末募集资金账户余额为 1.92 亿元。截至 2023 年 3 月末，尚有 20.95 亿元的“科伦转债”未转股。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；中药配方颗粒行业进入后试点时期，但现有国家标准仍然较少，未来随着国家标准的陆续颁布，该行业或将进一步扩张。

医药制造

2021 年药品从需求端和供给端逐步恢复，叠加医保谈判、集中采购等行业政策持续推进，医药制造行业收入及利润稳步增长，整体保持较强的盈利能力。在医保控费和鼓励创新的政策深化作用下，行业竞争回归药品成本把控以及提升效用与质量，经营重点聚焦在提高经营效率和增强研发能力等方面，医药制造企业较好的经营获现能力能够为产能扩建等投资提供现金流支撑，融资节奏有所放缓，财务杠杆水平稳健，信用水平保持稳定；但新药研发、产能扩建等资金需求与债务期限结构存在一定错配，且尾部企业面临较大流动性压力，需关注行业内企业信用水平分化情况。中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，伴随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障，其长期向好趋势不变。

详见《中国医药制造行业展望,2023 年2月》，报告链接<https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9724?type=1>

中诚信国际认为，科伦药业产品结构多元且种类丰富，核心产品竞争力较强，在输液领域保持了较高的规模优势和市场地位，在非输液板块已形成了中间体-原料药-制剂的全产业链布局；在研产品储备丰富，研发项目国际合作突显公司研发优势，未来仍需关注输液板块销售恢复及盈利稳定性情况。

公司产品结构多元且种类丰富，治疗领域覆盖较为齐全，在输液领域保持了较高的规模优势和市场地位，在非输液板块已形成了中间体-原料药-制剂的全产业链布局，生产基地及销售网络满足全国性市场需求。

科伦药业是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，具备较高的规模优势和市场地位；2022 年以来积极推进非输液板块抗生素中间体、原料药以及非输液药品等的研发、生产和销售业务，目前已经形成了中间体-原料药-制剂的全产业链布局，其中主要原料药中间体产品市场占有率行业领先。截至 2023 年 3 月末，公司在四川、云南、湖南、湖北等 11 个省份拥有生产基地，销售网络全国布局，较好地满足了全国性市场需求。

表 1：近年来公司营业收入区域分布情况（亿元）

| 地区 | 2020 | | 2021 | | 2022 | |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 西南 | 38.20 | 23.20% | 39.78 | 23.03% | 43.70 | 23.11% |
| 华东 | 34.76 | 21.11% | 36.43 | 21.08% | 43.44 | 22.97% |
| 华中 | 30.15 | 18.31% | 33.12 | 19.17% | 34.36 | 18.17% |
| 华北 | 18.99 | 11.54% | 21.64 | 12.53% | 22.26 | 11.77% |
| 国际业务 | 8.70 | 5.29% | 9.04 | 5.23% | 14.01 | 7.41% |
| 华南 | 13.22 | 8.03% | 14.19 | 8.20% | 13.07 | 6.90% |
| 西北 | 11.28 | 6.85% | 9.72 | 5.63% | 10.29 | 5.44% |
| 东北 | 9.34 | 5.67% | 8.86 | 5.13% | 8.00 | 4.23% |
| 合计 | 164.64 | 100.00% | 172.77 | 100.00% | 189.13 | 100.00% |

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要产品为大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 23 种剂型药品及抗生素中间体、原料药、医药包材等，产品结构多元，治疗领域涉及抗肿瘤、心脑血管、麻醉镇痛等多类疾病，覆盖较为齐全。截至 2022 年末，公司拥有 616 个品种共 979 种规格的医药产品¹，其中有 130 个品种共 294 种规格的输液产品、408 个品种共 605 种规格的其它剂型医药产品、78 个品种共 80 种规格的原料药，以及 2 个品种共 2 种规格的药用辅料，13 个品种的抗生素中间体，6 个品种共 13 种规格的医用器械，产品种类丰富。

公司销售过亿产品数量较多，核心产品具有较强的市场竞争力和品牌优势；川宁生物上市成功令公司证券化水平提升，受益于原料药中间体价格上涨、新获批品种销售持续放量等，跟踪期内公司收入规模持续增长，但仍需关注输液产品销售恢复及其盈利稳定性。

输液产品方面，2022 年公司销售收入过亿的输液产品共有 10 余个，主要用于基础消炎、肠外营养等，无特定治疗领域。跟踪期内，公司持续优化产品结构，继续推进安全密闭式输液替代半密闭式输液进程，2022 年密闭式输液量占比提升 1.91 个百分点；同时促进新获批重点品种加快准入和市场覆盖，当年以左氧氟沙星氯化钠注射液²为主的新获批输液产品销量持续增长。外部环境和集采持续推进等因素使得跟踪期内公司总体输液产品销售有所波动³，未来输液板块产品销售恢复及盈利稳定性需持续关注。

表 2：2022 年公司输液领域重点产品销售情况（万元）

| 产品名称 | 2022 年收入 | 2021 年收入 | 同比变动 |
|---------------|----------|----------|---------|
| 肠外营养注射液 | 118,582 | 139,977 | -15.28% |
| 左氧氟沙星氯化钠注射液 | 45,218 | 15,761 | 186.90% |
| 奥硝唑氯化钠注射液 | 35,881 | 49,750 | -27.88% |
| 盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液 | 18,833 | 16,084 | 17.09% |
| 甘露醇注射液 | 12,397 | 13,187 | -5.99% |
| 复方醋酸钠林格 | 11,223 | 12,511 | -10.30% |
| 唑来膦酸注射液 | 10,113 | 9,184 | 10.12% |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年 12 月，公司原料药中间体运营主体川宁生物⁴（股票代码：301301.SZ）于深交所创业板分拆上市成功，公司证券化水平得以提升。川宁生物是国内抗生素中间体领域规模领先、产品类型齐全、生产工艺先进的企业之一，主要产品包括硫氰酸红霉素、头孢类中间体（7-ACA、7-ADCA、D-7ACA）、青霉素中间体（6-APA、青霉素 G 钾盐）、熊去氧胆酸粗品、辅酶 Q10 菌丝体等，涵盖了大环内酯类抗生素及广谱类抗生素的主要中间体。跟踪期内，受益于主要产品价格上涨⁵，2022 年川宁生物收入实现大幅增长，主要产品销售收入均过亿，其中硫氰酸红霉素和

¹ 其中，进入《国家基本药物目录（2018 年版）》的药品为 129 种，被列入 OTC 品种目录的药品为 73 种，被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2022 年版）的药品为 293 种。

² 左氧氟沙星氯化钠注射液为公司新获批一致性评价品种，并于 2021 年第五轮国家集采中标，得益于中选区域销量大幅增长，市场份额位居集采中选企业第一。

³ 2022 年，销售各类输液产品 39.58 亿瓶/袋，同比减少 2.93%，实现收入 94.52 亿元，同比减少 3.56%；2023 年一季度，销售各类输液产品 10.61 亿瓶/袋，同比增加 15.58%，实现收入 25.48 亿元，同比增加 11.65%。

⁴ 2022 年 12 月 27 日正式登陆深交所创业板，成为新疆伊犁地区首家 A 股上市企业。川宁生物首次公开发行 A 股股票价格为人民币 5.00 元/股，共发行 222,800,000 股，募集资金 11.14 亿元主要用于“上海研究院研发项目”及“偿还银行借款”，其中科伦药业持有川宁生物 1,569,887,643 股股权，通过成都科伦宁辉企业管理合伙企业（有限合伙）持有川宁生物 40,000,000 股，合计占此次发行后川宁生物总股本的 72.43%。2022 年，川宁生物实现营业总收入 38.21 亿元，净利润 4.12 亿元；截至 2023 年 3 月末总资产 101.14 亿元，所有者权益 63.86 亿元。

⁵ 2022 年，硫氰酸红霉素销售均价同比上涨 17.74%、6-APA 销售均价同比上涨 41.87%、青霉素 G 钾盐销售均价同比上涨 56.93%。

青霉素中间体产销售额超过 10 亿元，核心产品竞争力强，市场占有率高。

表 3：2022 年川宁生物重点产品销售情况（吨/年、亿元）

| 产品名称 | 主要用途 | 2023 年 3 月末产能 | 产能市场占有率 | 收入 | |
|--------|--|---------------|---------|-------|-------|
| | | | | 2021 | 2022 |
| 硫氰酸红霉素 | 主要用于进一步合成大环内酯抗生素，如红霉素、罗红霉素、阿奇霉素等 | 3,000 | 行业第二 | 10.66 | 13.21 |
| 青霉素中间体 | 6-APA 是生产半合成抗青霉素类抗生素氨苄西林（钠）和阿莫西林的重要中间体；青霉素 G 钾盐主要用于合成青霉素类抗生素药物 | 6,700 | 行业第二 | 11.95 | 13.73 |
| 头孢类中间体 | 主要用于合成头孢菌类药物 | 3,000 | 行业第一 | 7.85 | 8.37 |

资料来源：公司提供和川宁生物 2022 年年度报告，中诚信国际整理

非输液药品方面，2022 年公司销售收入过亿的非输液药品有 10 余个，覆盖多个治疗领域。跟踪期内，公司持续进行市场拓展、提高市场覆盖率、调整产品结构等，2022 年销售收入实现同比增长。随着新获批品种销售的陆续放量，未来新品收入规模及盈利水平将进一步提升。

持续较大的研发投入和平台建设使公司形成了较强的研发实力，研发项目的国际合作凸显研发优势，未来需持续关注科伦博泰上市进展。

2022 年 5 月，科伦博泰⁶获得国家发改委批复，同意组建全国唯一布局的“生物靶向药物国家工程研究中心”，目前公司已拥有六个国家级创新平台；同时，配置齐全和经验丰富的专业研发团队亦为技术创新和产品开发提供了较强的实力支撑。跟踪期内，公司继续聚焦肿瘤、肝病、自身免疫等重大疾病领域的研发工作，研发投入规模较高且持续增加，截至 2022 年末已启动了 400 余项药物研究，包括 380 项具有集群、难度、特色和成本优势的仿制药⁷和改良创新药、33 项创新药（含创新小分子药物 9 项，生物大分子药物 24 项）。国际合作方面，跟踪期内科伦博泰已完成 3 次，至多 9 个 ADC 项目与 MERCK SHARP & DOHME LLC.（以下简称“MSD”）的授权合作，总交易金额近 118 亿美元，2022 年科伦博泰对 MSD 确认收入 7.3 亿元，归属于母公司净利润 3.00 亿元，对利润形成较大补充。另外，多个项目的国内外授权工作进入到商务条款谈判阶段，公司将持续推进在研项目的海外权益授权工作。总体而言，公司在研产品储备丰富，持续较大的研发投入和平台建设使公司形成了较强的研发实力，创新研发项目的国际合作凸显研发优势。此外，中诚信国际关注到，2023 年 2 月科伦博泰公告称其拟将于香港联交所上市，目前已获中国证监会受理和批准，尚须取得香港联交所及其他有关监管机构的批准，是否成功上市仍存不确定性，未来需持续关注其上市进展。

表 4：近年来公司研发投入情况（亿元、%）

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|-------|-------|-------|
| 研发投入规模 | 15.16 | 18.00 | 18.15 |
| 研发投入/医药制造业务收入 | 9.40 | 10.64 | 10.24 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁶ 科伦博泰成立于 2016 年，专注于生物技术药物及创新小分子药物开发，重点关注肿瘤、自身免疫、炎症和代谢疾病等重大疾病领域。目前，科伦博泰拥有 33 个以上创新药在研产品，10 多个项目进入临床研究阶段，其中抗 PD-L1 单抗（泰特利单抗注射液，KL-A167）已在中国申报上市，靶向 TROP-2 的 ADC 药物（SKB264）已经被中国国家药监局（NMPA）纳入突破性治疗品种。2022 年，科伦博泰实现营业总收入 8.04 亿元，净亏损 5.74 亿元；截至 2022 年末总资产 13.30 亿元，净资产-29.72 亿元，根据科伦博泰招股书披露，科伦药业直接持有科伦博泰 59.75% 的股份，默沙东持有科伦博泰 6.95% 的股份，是科伦博泰的第二大股东。

⁷ 仿制药方面，跟踪期内，公司共实现了获批生产 38 项，获批临床 3 项，申报生产 41 项；同时共有 18 项产品中标第七、八批国家集采，累计中标 43 个品种，数量位居全国前列。

表 5：科伦博泰创新药物国际合作进展情况

| 合同签订日期 | 合同订立对方名称 | 合同标的 | 主要内容 |
|-------------|--------------------|--------------------------------------|---|
| 2022 年 5 月 | MSD | SKB264/MK2870 (TROP-2ADC) (简称“项目 A”) | 许可项目 A 在中国以外 (中国包括中国大陆, 香港、澳门和台湾) 区域范围内研发、生产与商业化。 |
| 2022 年 7 月 | MSD | SKB315 (CLDN18.2ADC) (简称“项目 B”) | 许可项目 B 在全球范围内进行研发、生产与商业化。 |
| 2022 年 12 月 | MSD | 至多 7 种不同在研临床前 ADC 候选药物 | 拟将管线中至多 7 种不同在研临床前 ADC 候选药物项目以全球独占许可或独占许可选择权形式授予 MSD 在全球范围内或在中国大陆、香港和澳门以外地区进行研究、开发、生产制造与商业化。科伦博泰保留部分授予独占许可的项目和有权保留授予独占许可选择权的项目在中国大陆、香港和澳门研究、开发、生产制造和商业化的权利。 |
| 2021 年 3 月 | 英国 Ellipses Pharma | A400/EP0031(RET 小分子激酶抑制剂, KL590586) | 获得美国 FDA、西班牙监管机构用于 RET 基因改变的恶性肿瘤的新药临床研究申请 (IND)。本项研究的获批是 A400/EP0031 启动全球 I/II 期临床研究的关键一步。 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目以创新成果转化平台建设为主，面临一定资本支出压力。

随着研发新产品的续贯获批，公司加大创新成果转化平台建设，目前主要在建项目以新都基地创新制剂生产大楼、博泰免疫治疗工程大楼和川宁生物绿色循环产业园项目为主，截至 2023 年 3 月末在建项目计划投资 23.16 亿元，已完成投资 8.59 亿元；此外，公司在新都基地仍有约 5 亿元拟建项目，主要是智能化生产大楼和集约化智能输液管线，未来面临一定资本支出压力。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况 (亿元)

| 项目名称 | 项目总投资 | 资金来源 | 项目建设期末 | 项目投入情况 | |
|-----------------------|--------------|-----------|-------------|------------------|------------------|
| | | | | 截至 2023 年 3 月已投入 | 2023 年 4-12 月拟投入 |
| 川宁生物绿色循环产业园项目 | 10.04 | 自有资金及募集资金 | 2024 年 12 月 | 0.02 | 5.10 |
| 新都基地创新制剂生产大楼 | 3.37 | 自有资金及募集资金 | 2023 年 12 月 | 3.31 | 0.06 |
| 博泰免疫治疗工程大楼 | 2.70 | 自有资金及银行借款 | 2023 年 12 月 | 1.33 | 0.31 |
| 血液净化制品智慧工厂 (眉山) 项目 | 2.53 | 自有资金 | 2024 年 4 月 | 0.52 | 1.38 |
| 博泰抗体偶联药物 (ADC) 国际车间项目 | 1.90 | 自有资金及银行借款 | 2023 年 12 月 | 1.45 | 0.46 |
| 新都基地新建粉雾剂车间 | 0.93 | 自有资金及募集资金 | 2023 年 12 月 | 0.73 | 0.20 |
| 湖南科伦制药有限公司二期扩建项目 | 0.89 | 自有资金及募集资金 | 2023 年 12 月 | 0.65 | 0.08 |
| 川宁发酵法生产泛酸钙项目 | 0.35 | 自有资金 | 2023 年 6 月 | 0.17 | 0.18 |
| 川宁三期危化品罐区建设项目 | 0.26 | 自有资金 | 2023 年 6 月 | 0.18 | 0.08 |
| 邛崃多肽车间扩建项目 | 0.19 | 自有资金 | 2023 年 12 月 | 0.23 | 0.01 |
| 合计 | 23.16 | -- | -- | 8.59 | 7.86 |

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，科伦药业货币资金和所有者权益规模大幅增加，债务规模和财务杠杆水平下降，资本结构得以优化；盈利和获现能力的提升令偿债能力增强，短期偿债压力可控，但仍需关注债务期限结构改善情况和债务压降进度以及产品价格变动和行业政策等对公司盈利能力和未来发展的影响。

跟踪期内，收入规模扩张及费控能力提升令公司经营业务利润大幅增长，盈利能力增强，但也需关注产品价格波动和行业政策等对公司盈利能力和未来发展的影响。

受益于非输液新获批产品持续放量、原料药中间体主要产品价格恢复以及在研产品的有偿独家许可，2022 年公司营业总收入同比增长，但受外部环境变化、国家集采与省级价格联动政策持续推进以及会计政策调整⁸等因素影响，营业毛利率同比下滑。2023 年一季度，公司经营情况较好，收入规模同比增长，受益于输液产品需求阶段性上涨以及 MSD 持续支付里程碑款令研发项目毛利水平提升等，公司营业毛利率有所回升。跟踪期内，由于执行国家集采政策以及公共卫生风险等使得市场推广活动减少，公司销售费用下降；收入规模扩张以及费控能力的提升令 2022 年经营性业务利润同比大幅增长，盈利能力增强，中诚信国际将对公司产品价格变动等对其盈利能力和行业政策对公司未来发展的影响保持关注。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

| | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|--------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 输液产品 | 91.82 | 66.05 | 98.00 | 66.05 | 94.52 | 63.76 | 25.48 | 64.44 |
| 非输液产品 | 69.23 | 40.18 | 71.20 | 43.01 | 82.74 | 39.81 | 22.26 | 37.73 |
| 研发项目 | 0.22 | 100.00 | 0.16 | 100.00 | 7.52 | 66.50 | 6.74 | 82.08 |
| 其他 | 3.37 | -- | 3.41 | -- | 4.35 | -- | 1.54 | -- |
| 营业总收入/营业毛利率 | 164.64 | 54.25 | 172.77 | 55.66 | 189.13 | 52.63 | 56.02 | 54.90 |

注：研发项目主要为 MSD 的海外授权收入，其他收入主要为包材贸易及运输和服务收入。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 销售费用 | 48.83 | 50.22 | 46.86 | 11.60 |
| 研发费用 | 15.27 | 17.37 | 17.95 | 4.92 |
| 期间费用合计 | 80.14 | 84.07 | 78.84 | 20.32 |
| 期间费用率(%) | 48.67 | 48.66 | 41.69 | 36.28 |
| 经营性业务利润 | 10.44 | 12.03 | 20.56 | 10.58 |
| 投资收益 | 0.95 | 2.15 | 2.34 | 0.88 |
| 利润总额 | 9.55 | 11.78 | 20.71 | 11.11 |
| 净利润 | 7.91 | 8.68 | 17.07 | 9.56 |
| EBIT 利润率(%) | 9.63 | 10.69 | 14.10 | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 5.81 | 8.12 | -- |

注：2022 年投资收益主要为以石四药集团为主的联营企业盈利提升获得的长期股权投资收益 2.28 亿元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司可转债发行、川宁生物上市、利润积累以及收到研发产品销售首付款令货币资金和所有者权益大幅增加，债务规模和财务杠杆水平下降，资本结构得以优化，未来需持续关注债务期限结构改善情况和债务压降进度。

跟踪期内，公司总资产规模稳步扩张，结构较为均衡，截至 2023 年 3 月末以固定资产和长期股权投资为主的非流动资产占比为 49.08%。2022 年，公司对参股公司伊犁宁新生物科技有限公司增资 0.07 亿元以及联营企业盈利提升确认投资收益 2.28 亿元，年末长期股权投资同比增长；固定资产折旧令跟踪期内账面价值略有下降。流动资产方面，公司应收账款一直处于较高水平，随着收入规模扩大，应收账款亦呈增长态势，2023 年 3 月末一年内应收账款占比为 86.62%，应收账款周转率持续提升。跟踪期内，公司加快库存商品和原材料周转，存货规模有所减少，周转效率持续提升。受益于销售回款情况良好、川宁生物公开发行股票募集资金 11.14 亿元以及公

⁸ 因执行财会〔2022〕32 号规定，将原计入管理费用的修理费重分类计入销售成本，影响毛利减少 2.80 亿元，影响毛利率下降 1.48%。

司发行可转债募集资金 30 亿元等，2022 年末货币资金大幅增加；2023 年一季度，公司收到 MSD 支付的关于对科伦博泰七种不同在研临床前 ADC 候选药物项目以全球独占许可或独占许可选择权的首付款 1.75 亿美元，3 月末货币资金进一步增加，其中有 0.65 亿元使用受限，受限规模很小，中诚信国际将持续关注未来公司资金使用效率、应收账款和存货对资金占用的情况。

表 9：近年来公司资产情况（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 27.72 | 29.20 | 47.25 | 59.40 |
| 应收账款 | 56.79 | 53.01 | 56.82 | 57.55 |
| 存货 | 34.68 | 33.63 | 31.91 | 31.47 |
| 应收账款周转率(X) | -- | 3.15 | 3.44 | 3.92* |
| 存货周转率(X) | -- | 2.24 | 2.73 | 3.19* |
| 流动资产合计 | 146.99 | 140.09 | 166.01 | 183.85 |
| 固定资产 | 111.46 | 106.62 | 101.31 | 99.15 |
| 长期股权投资 | 27.51 | 34.09 | 37.92 | 38.38 |
| 非流动资产合计 | 173.10 | 175.31 | 175.17 | 177.20 |
| 资产总计 | 320.10 | 315.40 | 341.18 | 361.06 |

注：货币等价物=货币资金+交易性金融资产-使用受限的货币资金；带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债主要由总债务、应付账款和其他应付款构成，结构上以流动负债为主，截至 2023 年 3 月末流动负债占比为 74.32%。其中，受益于盈利水平提升以及资金储备充足，跟踪期内公司加大债务偿付力度，总债务规模持续减少，债务结构仍以短期为主，期限结构有待进一步改善；但业务规模扩张带动应付账款和以应付市场开发及维护费为主的其他应付款有所增长，受上述因素综合影响，2022 年以来总负债呈波动增长态势。所有者权益方面，2022 年以来，利润积累带动未分配利润增加；同时，川宁生物上市以及权益性交易使得少数股东权益大幅上升。以上因素共同带动所有者权益规模同比增长，财务杠杆水平下降，资本结构得以优化。由于公司原料药业务前期投入规模较大，公司财务杠杆水平仍处于较高水平，随着业务稳健发展，未来公司债务压降进度需持续关注。

表 10：近年来公司负债及权益情况（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|-------------|---------------|--------------------|---------------------|---------------|
| 应付账款 | 16.06 | 17.94 | 19.78 | 19.13 |
| 其他应付款 | 25.80 | 22.03 | 23.71 | 38.55 |
| 总债务 | 126.56 | 122.78 | 114.99 | 98.30 |
| 短期债务 | 75.38 | 87.56 | 67.66 | 58.02 |
| 长期债务 | 51.18 | 35.22 | 47.33 | 40.28 |
| 短期债务/总债务(%) | 59.56 | 71.31 | 58.84 | 59.02 |
| 总负债 | 180.06 | 174.10 | 172.30 | 175.10 |
| 股本 | 14.39 | 14.25 ⁹ | 14.22 ¹⁰ | 14.71 |
| 资本公积 | 38.89 | 35.81 | 36.68 | 37.13 |
| 未分配利润 | 77.54 | 82.61 | 92.08 | 100.19 |

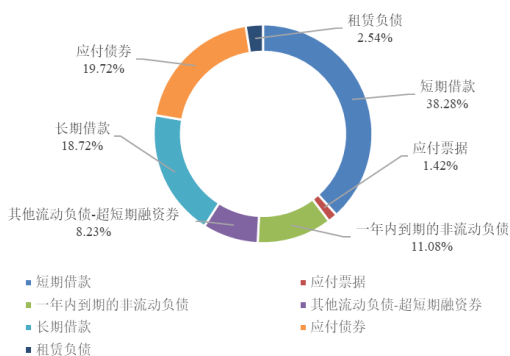
⁹2021 年公司召开董事会和股东大会，审议通过了《关于调整部分回购股份用途并注销的议案》和《关于减少注册资本并修改公司章程的议案》，同意对公司以前年度股东大会审议通过且已实施完成的回购股份的用途调整为“注销以减少注册资本”，合计注销股份数为 13,267,615 股。公司已于 2021 年 5 月 25 日在中国证券登记结算有限责任公司办理完毕上述 13,267,615 股回购股份的注销事宜，其中 13,267,615 元冲减股本，286,650,839 元冲减资本公积-股本溢价。

¹⁰2021 年度股东大会审议通过了《关于调整部分回购股份用途并注销的议案》、《关于减少注册资本的议案》，同意对公司以前年度股东大会审议通过且已实施完成的回购股份的用途调整为“注销以减少注册资本”，合计注销股份 8,511,480 股。公司已于 2022 年 7 月 26 日在中国证券登记结算有限责任公司办理完毕上述 8,511,480 股合计人民币 199,961,720 元回购股份的注销事宜，其中人民币 8,511,480 元冲减股本，人民币 191,450,240 元冲减资本公积-股本溢价。此外，公司发行的可转债于 2022 年 9 月 26 日起可转股，截至 2022 年，累计转股数为 5,335,774 股，增加股本人民币 5,335,774 元；2023 年一季度，“科伦转债”转股数量为 49,022,624 股，增加股本人民币 49,022,624 元。

| | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 少数股东权益 | 5.04 | 2.73 | 11.37 | 20.72 |
| 所有者权益合计 | 140.03 | 141.29 | 168.88 | 185.95 |
| 资产负债率 | 56.25 | 55.20 | 50.50 | 48.50 |
| 总资本化比率 | 47.47 | 46.49 | 40.51 | 34.58 |

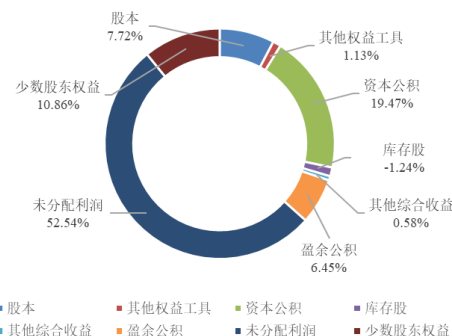
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力增强，整体偿债能力提升，短期偿债压力可控。

受益于收入规模扩张及应收账款周转效率提升，跟踪期内公司经营获现能力增强，基本能覆盖在建项目等投资活动支出，并为债务偿付提供良好保障，偿债指标优化，整体偿债能力提升。此外，2023 年 3 月末货币等价物能够完全覆盖短期债务，短期偿债压力可控。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元，X）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
|---------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 经营活动净现金流 | 22.19 | 28.47 | 31.27 | 15.12 |
| 投资活动净现金流 | -9.05 | -15.30 | -8.57 | -4.75 |
| 筹资活动净现金流 | -7.22 | -12.71 | -4.07 | 1.67 |
| 总债务 | 126.56 | 122.78 | 114.99 | 98.30 |
| 经营活动净现金流/利息支出 | 3.97 | 5.36 | 6.28 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.91 | 5.79 | 7.73 | -- |
| FFO/总债务 | 0.15 | 0.15 | 0.24 | -- |
| 总债务/EBITDA | 4.61 | 4.00 | 2.99 | -- |
| 货币等价物/短期债务 | 0.40 | 0.36 | 0.76 | 1.12 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 15.89 亿元，占当期末总资产的 4.40%，其中因远期结汇质押及出口信保融资业务质押的银行承兑汇票 0.04 亿元，因川宁生物项目贷抵押而使用受限的固定资产 14.31 亿元、无形资产 0.89 亿元。同期末，公司不存在涉诉金额 1 亿元及以上的重大未决诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。此外，公司不存在大额关联采购及销售情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 2 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹¹

假设

——2023 年，科伦药业各业态稳步发展，研发项目收入持续增加，营业总收入和营业毛利率同比增长。

——2023 年，科伦药业现金分红、研发费用支出和固定资产在建项目投资保持在一定规模，暂无重大股权支出计划。

——2023 年，科伦药业获现能力保持在较好水平，可转债陆续转股以及少数股东增资令总债务规模大幅下降，债务期限结构变化不大。

——2023 年，科伦药业收现比及付现比保持近年来平均水平。

预测

表 12：预测情况表

| 重要指标 | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测 |
|---------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率(%) | 46.49 | 40.51 | 29.80~30.50 |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.00 | 2.99 | 1.60~2.20 |

资料来源：中诚信国际

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，科伦药业获现能力较好，货币资金充足，融资渠道畅通，银行授信亦为公司提供一定财务弹性，未来一年流动性来源能够对流动性支出形成覆盖。

公司资金流出主要用于在建项目建设、债务本息偿付和股利分配等，随着经营业绩逐年提升，现金分红金额有所增长，2023 年度派发上年度现金股利 9.00 亿元，股利支付率为 54.22%。公司经营获现能力不断提升，2022 年经营活动产生的现金流量净额为 31.27 亿元，非受限货币资金存量水平较高；截至 2023 年 3 月末，公司尚未使用的银行授信额度为 73.44 亿元，备用流动性均较充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。综上所述，考虑到公司较强的获现能力、较为充足的货币资金和较为畅通的外部融资渠道，整体资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

表 13：截至 2022 年末公司债务构成及期限分布（亿元）

| 项目 | 类型 | 金额 | 1 年以内到期 | 1 年以上到期 |
|-----------|----------------------|---------------|--------------|--------------|
| 银行贷款等 | 保证借款/信用借款/质押借款/承兑票据等 | 71.59 | 51.24 | 20.36 |
| 公募债券 | 公司债券 | 42.94 | 16.25 | 26.69 |
| 其他 | 租赁负债 | 0.46 | 0.17 | 0.28 |
| 合计 | — | 114.99 | 67.66 | 47.33 |

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

¹¹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析¹²

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为头部企业的社会责任；公司治理结构较优，稳定性较好，内控制度完善，目前公司 ESG 表现在行业内处于中上等水平，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，公司严格遵守环境保护法律法规要求，建立了完整的环保合规管理制度体系，制定了防治大气污染、水污染、土壤污染、固体废物（包括危险废物）污染、噪声污染等的相关制度，并在日常生产、经营中持续进行环保合规管理，2022 年未发生因环保问题而受到的行政处罚事件。社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高。

治理方面，公司根据相关法律法规设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了经营层，并设置了相关职能部门，具有健全的法人治理结构，并在生产管理、财务管理、质量管理、安全管理、对外担保和信息披露等方面建立了比较健全的内控制度。资金管理方面，公司通过统一的财务管理体系对下属子（分）公司的资金进行集中管理以及对资金往来、现金头寸、账户信息等进行实时监控。公司各直属部门及子（分）公司按月向财务部上报资金计划，经审批后由总部统一调拨。人事变动方面，2022 年 3 月，公司时任董事王晶翼辞去包括科伦药业董事职务在内的以及公司其他子公司或企业的相关职务，但仍继续担任科伦药业子公司博泰生物董事职务，截至 2023 年 3 月末，公司董事会成员 9 人，其中独立董事 3 人，目前到任 8 人，仍空缺一名董事，但不影响董事会决议的有效性。战略方面，公司将继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，通过持续的产业升级和产品结构调整，保持在输液领域的绝对领先地位；通过对优质资源的创新性开发利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；通过研发体系的建设和多元化的技术创新，积累稳定发展的驱动力量。

外部支持

公司控股股东为自然人，对公司支持意愿很强；协调当地政府和金融机构等资源的能力有限。

科伦药业实际控制人系自然人刘革新，除科伦药业外，还系四川科伦实业集团有限公司（以下简称“科伦实业”）的实际控制人。科伦实业主要从事医疗器械、医药流通等业务，2022 年末本部总资产 62.32 亿元，所有者权益-0.61 亿元，实现营业总收入 93.47 亿元，净利润-3.27 亿元。科伦药业系实际控制人控制的核心企业，因此实际控制人对公司支持意愿很强；但由于实际控制人为自然人，与国有企业相比对当地政府和金融机构等资源协调较为有限，截至 2023 年 5 月末刘革新所持公司股份的 41.12%被质押，支持能力有限。

同行业比较

中诚信国际选取了乐普医疗作为科伦药业的可比公司，其中乐普医疗主营心血管领域的医疗器械和药品，虽与科伦药业所处细分行业有所不同，但均具备较强规模优势及行业地位，具备一定可比性。

中诚信国际认为，科伦药业与可比企业在细分领域均为头部企业，并拥有较强规模优势。与同行业相比，科

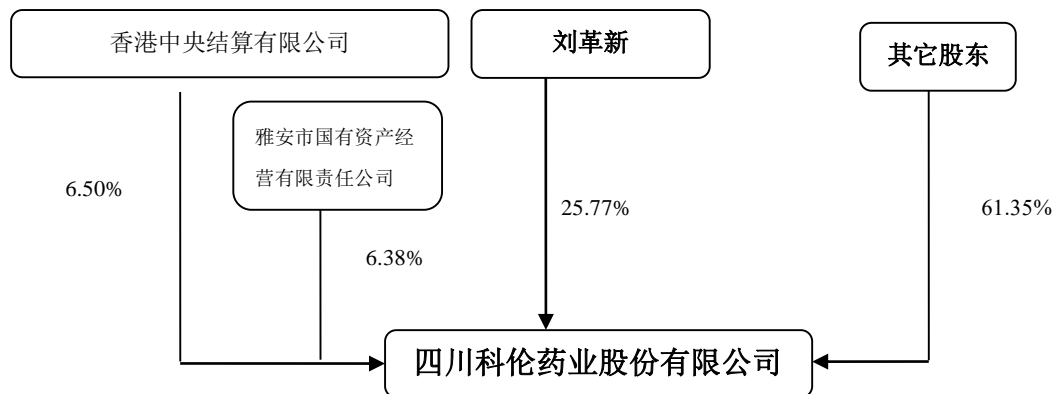
¹² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

伦药业产品结构多元化程度较高，产品种类丰富且基本覆盖所有治疗领域，业务收入规模较大，两家公司的研发投入占比均处于较高水平；因科伦药业基础输液产品和部分非输液药品毛利较低使得其整体盈利水平低于可比企业，新产品陆续上市的市场开发和推广需求令科伦药业的期间费用率高于可比企业，原料药前期投入规模大令其整体财务杠杆处于较高水平。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川科伦药业股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“科伦转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：四川科伦药业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）

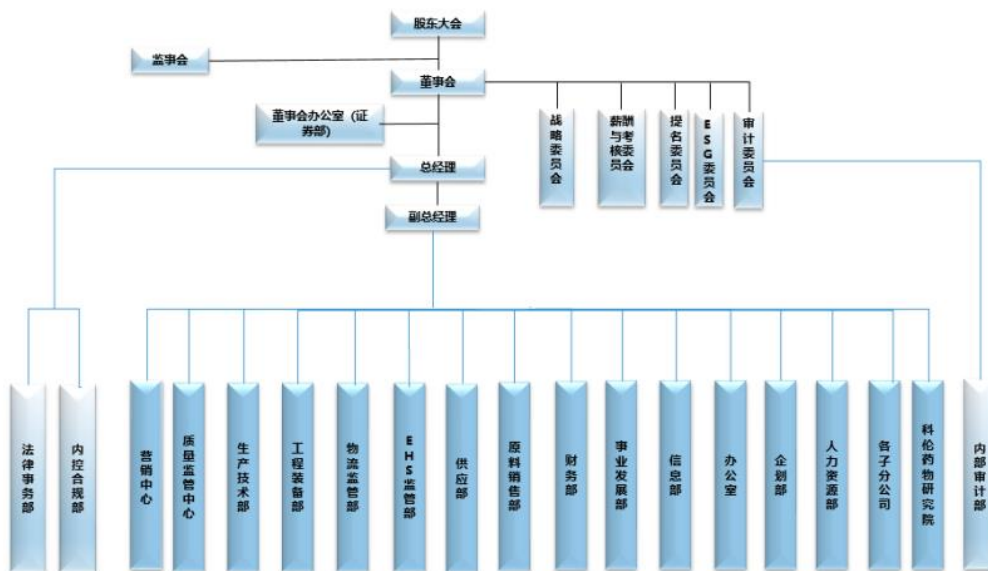


截至 2022 年末公司主要控股子公司情况（亿元、%）

| 全称 | 主要业务 | 注册资本 | 持股比例 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
|------------------------------|---------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 川宁生物及其子（分）公司 | 原料药中间体 | 22.23 | 72.43 | 103.90 | 62.10 | 38.21 | 4.12 |
| 湖南科伦制药有限公司（含湖南科伦制药有限公司岳阳分公司） | 大容量注射剂、粉针、胶囊剂 | 0.82 | 100.00 | 31.03 | 21.69 | 28.61 | 4.72 |
| 科伦博泰 | 药品研发、生产、销售 | 1.00 | 72.74 | 13.30 | -29.72 | 8.04 | -5.74 |
| 成都青山利康药业股份有限公司 | 大容量注射剂 | 1.00 | 54.40 | 11.00 | 8.38 | 9.35 | 2.79 |

注：财务数据为 2022 年或 2022 年末数据。

四川科伦药业股份有限公司组织机构图



资料来源：公司提供

附二：四川科伦药业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
|---------------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 货币资金 | 27.72 | 29.20 | 47.25 | 59.40 |
| 应收账款 | 56.79 | 53.01 | 56.82 | 57.55 |
| 其他应收款 | 1.18 | 2.22 | 2.54 | 2.68 |
| 存货 | 34.68 | 33.63 | 31.91 | 31.47 |
| 长期投资 | 27.51 | 34.09 | 38.07 | 38.53 |
| 固定资产 | 111.46 | 106.62 | 101.31 | 99.15 |
| 在建工程 | 8.41 | 9.23 | 11.26 | 12.26 |
| 无形资产 | 9.88 | 10.63 | 12.01 | 12.25 |
| 资产总计 | 320.10 | 315.40 | 341.18 | 361.06 |
| 其他应付款 | 25.80 | 22.03 | 23.71 | 38.55 |
| 短期债务 | 75.38 | 87.56 | 67.66 | 58.02 |
| 长期债务 | 51.18 | 35.22 | 47.33 | 40.28 |
| 总债务 | 126.56 | 122.78 | 114.99 | 98.30 |
| 净债务 | 98.95 | 94.78 | 68.28 | 39.56 |
| 负债合计 | 180.06 | 174.10 | 172.30 | 175.10 |
| 所有者权益合计 | 140.03 | 141.29 | 168.88 | 185.95 |
| 利息支出 | 5.59 | 5.31 | 4.98 | 1.27 |
| 营业总收入 | 164.64 | 172.77 | 189.13 | 56.02 |
| 经营性业务利润 | 10.44 | 12.03 | 20.56 | 10.58 |
| 投资收益 | 0.95 | 2.15 | 2.34 | 0.88 |
| 净利润 | 7.91 | 8.68 | 17.07 | 9.56 |
| EBIT | 15.85 | 18.46 | 26.67 | -- |
| EBITDA | 27.46 | 30.72 | 38.49 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22.19 | 28.47 | 31.27 | 15.12 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -9.05 | -15.30 | -8.57 | -4.75 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -7.22 | -12.71 | -4.07 | 1.67 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
| 营业毛利率(%) | 54.25 | 55.66 | 52.63 | 54.90 |
| 期间费用率(%) | 48.67 | 48.66 | 41.69 | 36.28 |
| EBIT 利润率(%) | 9.63 | 10.69 | 14.10 | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 5.81 | 8.12 | -- |
| 流动比率(X) | 1.20 | 1.04 | 1.38 | 1.41 |
| 速动比率(X) | 0.92 | 0.79 | 1.12 | 1.17 |
| 存货周转率(X) | -- | 2.24 | 2.73 | 3.19* |
| 应收账款周转率(X) | -- | 3.15 | 3.44 | 3.92* |
| 资产负债率(%) | 56.25 | 55.20 | 50.50 | 48.50 |
| 总资本化比率(%) | 47.47 | 46.49 | 40.51 | 34.58 |
| 短期债务/总债务(%) | 59.56 | 71.31 | 58.84 | 59.02 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X) | 0.12 | 0.18 | 0.23 | 0.58* |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X) | 0.20 | 0.26 | 0.39 | 0.98* |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 3.97 | 5.36 | 6.28 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.61 | 4.00 | 2.99 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.36 | 0.35 | 0.57 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 4.91 | 5.79 | 7.73 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 2.84 | 3.48 | 5.35 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.15 | 0.15 | 0.24 | -- |

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | 计算公式 | |
|------|---------------------|--|
| 资本结构 | 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | 长期债务+短期债务 |
| | 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整 |
| | 资产负债率 | 负债总额/资产总额+ |
| | 总资本化比率 | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| | 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| | 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| 经营效率 | 长期投资 | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| | 应收账款周转率 | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| | 存货周转率 | 营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| | 现金周转天数 | 360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
| | EBIT (息税前盈余) | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| | EBITDA (息税折旧摊销前盈余) | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 总资产收益率 | EBIT/总资产平均余额 |
| | EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 |
| 现金流 | 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| | FFO | 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| 偿债能力 | EBIT 利息保障倍数 | EBIT/利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|-------------------|--|
| aaa | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力极强, 基本不受不利经济环境的影响, 违约风险极低。 |
| aa | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。 |
| bbb | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。 |
| bb | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。 |
| b | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境, 违约风险很高。 |
| ccc | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境, 违约风险极高。 |
| cc | 在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下, 受评对象不能偿还债务。 |

注: 除 aaa 级, ccc 级及以下等级外, 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。

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|---------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强, 基本不受不利经济环境的影响, 违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响较小, 违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境, 违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境, 违约风险极高。 |
| CC | 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 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。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|---------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 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。

| 短期债项等级符号 | 含义 |
|----------|----------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强, 安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低, 有很高的违约风险。 |
| C | 还本付息能力极低, 违约风险极高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn