



2022年南京药石科技股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2023年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年南京药石科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
药石转债	AA	AA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：国家医药行业政策的颁布与实施、产业转移的趋势及我国人力成本优势使得我国医药研发外包行业发展具有较大潜力，南京药石科技股份有限公司（以下简称“药石科技”或“公司”，证券代码：300725.SZ）在分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，主营业务保持良好增长、CDMO业务成为新的业绩增长点，财务结构仍较为稳健，整体流动性仍较好；同时中证鹏元也关注到公司所处行业竞争加剧、毛利率有所下降，费用的增加对业绩产生一定压力，公司产能快速扩张，未来可能存在无法顺利消化的风险，存在一定商誉减值风险以及存在一定汇率波动、技术人员流失的风险等风险因素。

评级日期

2023年06月19日

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	50.04	48.62	35.07	24.25
归母所有者权益	27.21	26.58	24.27	18.95
总债务	18.84	17.10	5.33	2.48
营业收入	3.83	15.95	12.02	10.22
净利润	0.58	3.26	5.04	1.84
经营活动现金流净额	0.75	2.47	2.38	2.72
净债务/EBITDA	--	0.32	-1.61	-4.52
EBITDA 利息保障倍数	--	8.15	35.28	388.77
总债务/总资本	40.91%	39.16%	16.88%	11.58%
FFO/净债务	--	257.19%	-53.75%	-19.65%
EBITDA 利润率	--	24.52%	28.31%	23.98%
总资产回报率	--	8.82%	17.44%	11.88%
速动比率	2.70	2.68	1.72	3.29
现金短期债务比		5.08	2.17	5.55
销售毛利率	45.24%	45.48%	48.13%	45.79%
资产负债率	45.63%	45.34%	25.07%	21.88%

注：2020-2021年度公司净债务为负，使得当期净债务/EBITDA及FFO/净债务指标为负

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **国家医药行业政策的颁布与实施、产业转移的趋势及我国人力资源以及成本优势使得我国医药研发外包行业发展具有较大潜力。**国内多重政策的实施为医药研发外包服务机构的发展提供了良好基础。近年来，受到研发、环保、人力成本上升压力的影响，医药研发外包产业由欧美成熟市场向亚洲新兴市场转移、国内 CDMO 市场规模不断提升。近年来行业内企业营业收入增长较快。
- **公司进一步夯实分子砌块底层技术，同时 CDMO 业务发力进一步带动业绩增长。**公司凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，其拥有的分子砌块数量已超过 20 万个，优势基础更加牢固；依托于 CDMO 业务的发力，收入保持良好的增长。
- **公司保持较强的现金生成能力，整体流动性仍较好。**2022 年公司杠杆水平有所提升，但总资本对总债务的保障能力仍较强，经营活动现金保持净流入流动性指标表现较好，EBITDA 和 FFO 对净负债的保障较强。

关注

- **公司所处行业竞争加剧、毛利率有所下降，费用的增加对业绩产生一定压力，此外产能快速扩张，未来可能存在无法及时消化的风险。**近年来分子砌块及 CDMO 行业竞争加剧，公司 2022 年毛利率有所下滑。2022 年公司增加人员及研发等投入，使得管理费用、研发费用增长较快。近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，本期债券募投项目之一年产 450 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目建成后产能将较目前大幅提升，需关注公司产能快速扩张后，未来行业政策变动以及市场变动可能带来的产能消化问题。
- **公司存在一定商誉减值风险。**截至 2022 年末公司商誉规模占期末总资产的 7.33%。如果未来由于浙江晖石的经营状况不达预期，公司将存在商誉减值的风险，对公司的经营业绩产生不利影响。
- **公司存在一定汇率波动、技术人员流失等风险。**公司收入主要来源于海外客户，2022 年末公司以外币计价的货币资金及应收账款规模合计 10.36 亿元，占同期末总资产的 21.31%，需关注国际贸易政策变化及汇率波动产生的影响。此外，公司所处行业属于知识、技术密集型行业，且近年来行业发展迅速，对专业人才需求较大，若发生人才流失或人才短缺情况，可能给公司经营带来不利影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，保持较强盈利能力，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	药明康德	康龙化成	泰格医药	凯莱英	博腾股份	药石科技	皓元医药	毕得医药
净资产	469.27	108.40	226.81	156.95	64.72	26.58	23.32	20.76
营业收入	393.55	102.66	70.85	102.55	70.35	15.95	13.58	8.34
营业收入同比增长	71.84%	37.92%	35.91%	121.08%	126.55%	32.71%	40.12%	37.55%
销售毛利率	37.30%	36.71%	39.64%	47.37%	51.96%	45.48%	51.44%	44.38%
资产负债率	27.46%	47.10%	17.36%	13.95%	36.20%	45.34%	35.18%	12.00%
速动比率	1.26	1.40	2.97	4.75	1.51	2.68	1.11	6.92
货币资金/短期债务	1.94	1.61	3.80	185.69	1.84	3.55	1.52	143.96

注：以上各指标均为 2022 年度/2022 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/药石转债	2022-6-21	何馨逸、张旻熿	医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/药石转债	2021-8-25	何馨逸、张旻熿	医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
药石转债	11.50	11.4941	2022-6-21	2028-4-20

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月发行6年期11.50亿元可转换公司债券，募集资金拟用于收购浙江晖石药业有限公司（以下简称“浙江晖石”）46.07%股份、年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目及补充流动性资金。根据公司于2023年4月公告的《南京药石科技股份有限公司2022年度募集资金存放与使用情况专项报告》，截至2022年末，本期债券募集资金专项账户余额合计为0.18亿元。

三、发行主体概况

2022年度公司因可转债转股增加股本6,121股，同时对1名激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票 4.16 万股限制性股票进行回购注销，截至2023年3月末公司总股本为19,966.43万股，注册资本和实收资本均为2.00亿元。“药石转债”转股价格由于利润分配等原因，转股价格由92.98元/股调整为92.88元/股，2023年1月16日下调至81.54元/股，后又因为权益分派转股价格调整至81.44元/股。

2022年公司控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东及实际控制人仍为杨军民，杨军民直接持有公司20.69%的股份。此外杨军民为南京诺维科思创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“诺维科思”）的执行事务合伙人，杨军民与诺维科思为一致行动人，2022年末诺维科思持有公司2.71%的股份，具体股权结构图见附录二。截至2023年6月6日，杨军民未解押股权质押数量336.00万股，占其直接持有本公司股份总数的8.13%，占总股本的1.68%。

2022年公司主营业务未发生变化，依然主要从事药物研发领域的创新型化学产品的研发及生产。主营业务包括药物分子砌块的研发、工艺开发、生产和销售；以及药物分子砌块下游关键中间体、原料药等的工艺研究、开发和生产服务。2022年度公司合并范围新增2家子公司，减少1家子公司，详见下表，截至2022年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有14家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	设立时间	合并方式
南京迈晟科技有限责任公司	100%	1,000.00	2022年1月	设立
PharmaBlock International Co., Limited	100%	-	2022年11月	设立

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	注销时间	不再纳入的原因
PHARMA BLOCK (UK) LIMITED	-	-	2022年3月	注销

资料来源：公司2022年审计报告及公开查询

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点

问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

国家医药行业政策的颁布与实施、产业转移的趋势及我国人力资源以及成本优势使得我国医药研发外包行业发展具有较大潜力

近年来国家政策层面对于医药行业的结构不断调整，对医药研发外包行业的发展产生积极推动作用。其中于2017年10月颁布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中明确指出：要“发挥企业的创新主体作用。鼓励药品医疗器械企业增加研发投入，加强新产品研发和已上市产品的继续研究，持续完善生产工艺”。此外，药品上市许可持有人制度（MAH）于2015年推出，于2019年12月起全面实行。MAH 制度核心是将药品上市许可与药品生产许可分离，允许药品生产企业、研发机构或科研人员成为独立的药品上市许可持有人（药品上市许可证明文件的持有者），有权自行或委托其他药品生产企业生产药品，并对生产、销售的药品质量承担主要法律责任。MAH 实现了所有权和生产的分离，大大的激发了研发人员的积极性，对医药研发外包的积极影响尤为显著。

另一方面，国家集采力度逐步加大，大幅压缩了国内仿制药的市场空间。2018年12月国家组织“4+7” 11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行8批药品集中带量采购，2022年7月，第七批国家组织药品集中带量采购产生中选结果，60种药品采购成功，327个中选产品平均降价48%，涉及31个治疗类别，2022年11月起相继落地执行。2023年4月11日，国家组织药品联合采购办公室公布第八批全国药品集中采购中选结果，共39种药品采购成功，拟中选药品平均降价56%，将于2023年7月开始实施。按照《“十四五”全民医疗保障规划》要求，到2025年药品集中带量采购品种需超过500个。整体来看国家医药政策的加速一方面倒逼国内药企回归研发的本质，不断加速转型创新、加大对创新药研发的投入，另一方面增加了药企的经营压力，控制成本的需求提升。以上政策从多个角度给国内医药研发外包行业的发展带来了良好机遇。

表2 近年来国家关于鼓励医药服务研发外包及创新药研发的相关政策

日期	文件名称	公布机构	相关内容
2016.6	《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》	国务院办公厅	将药品上市许可与生产许可分离。 药品上市许可持有人不具备相应生产资质的，须委托具备资质的药品生产企业生产批准上市的药品；持有人具备相应生产资质的，可以自行生产，也可以委托受托生产企业生产。
2017.10	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国务院办公厅	开展药品专利期限补偿制度试点，且发挥企业的创新主体作用。 鼓励药品医疗器械企业增加研发投入 ，加强新产品研发和已上市产品的继续研究，持续完善生产工艺。
2019.1	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	国务院办公厅	选择 11 个城市，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点， 实现药价明显降低 ，减轻患者药费负担。
2019.8	《中华人民共和国药品管理法》	国务院	自 2019 年 12 月 1 日起，全面实施药品上市许可持有人制度，

2021.3 《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 国家发改委

药物临床试验机构实施备案管理；取消药品 GMP、GSP 认证，不再受理 GMP、GSP 认证申请，不再发放药品 GMP、GSP 证书。

完善创新药物、疫苗、医疗器械等快速审评审批机制，加快临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批，促进临床急需境外已上市新药和医疗器械尽快在境内上市。

资料来源：公开查询，中证鹏元整理

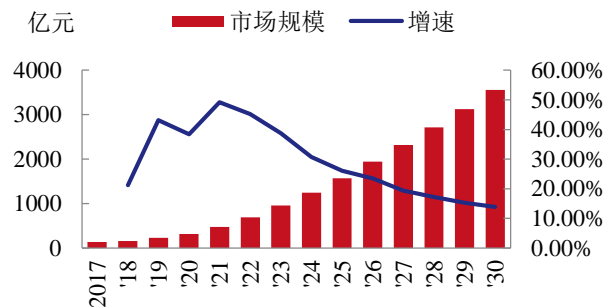
近年来，受到研发、环保、人力等成本上升压力的影响，CDMO产业由欧美成熟市场向亚洲新兴市场转移，由于拥有数量可观的人才以及较有潜力的医药市场，中国占据了产业承接的主要位置，充分匹配医药CDMO的核心供需要素。根据Frost & Sullivan数据显示，过去几年我国CDMO市场规模从132亿元增长至473亿元，复合年增长率为37.7%，预计2025年将达到1,571亿元，2030年将达到3,559亿元。在市场占比方面，我国CDMO市场占比全球市场的比重逐年增长，2017年我国CDMO市场仅占全球市场总规模的5.0%，2021年扩大至11.6%，预计在2025年后将占据全球市场五分之一的份额。

图1 中国 CDMO 市场占全球市场的比重在不断提升



资料来源：《CDMO 行业发展现状与未来趋势研究报告》，中证鹏元整理

图2 中国 CDMO 市场规模（2017-2030E）



资料来源：《CDMO 行业发展现状与未来趋势研究报告》，中证鹏元整理

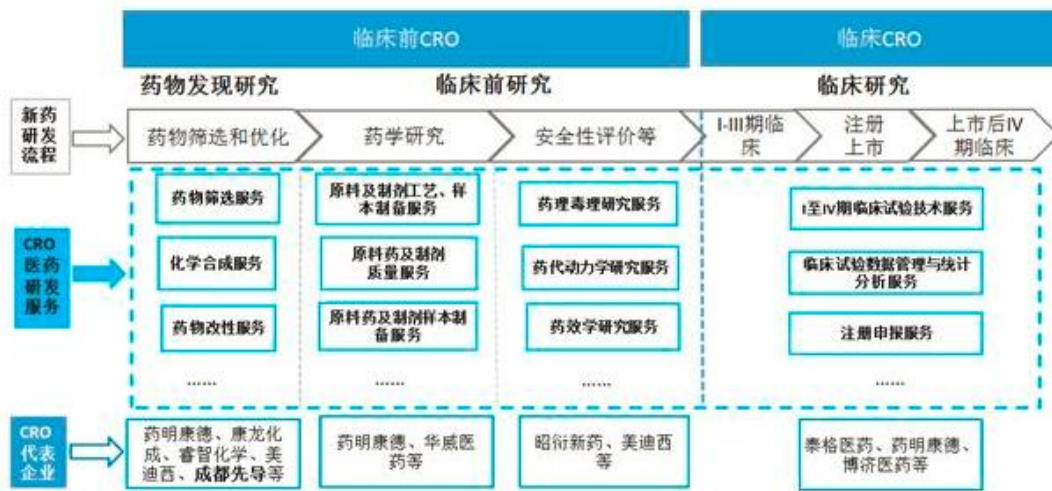
我国CRO/CDMO企业已经渗透到新药研发的各个环节，不同公司在细分领域有自己独特的优势；CRO/CDMO企业的收入增长较快，毛利率表现较好，债务处于较低水平；从事分子砌块业务相关企业收入及资产规模相对较小

根据药物研发的流程及CRO企业所处的阶段，可大致分为临床前CRO及临床CRO。其中临床前CRO按照业务的侧重点又可分为药物筛选和发现、药学研究和安全性评价三种类型；临床CRO主要包括I至IV期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等。另一方面，在药物生产环节亦有外包服务即CDMO业务，该业务具有研究和产业相结合的特性，在加快研发进程和降低研发成本的同时，亦降低商业化生产成本、保障药企供应链的稳定。

目前国内的CRO企业的主营业务大多覆盖药物研发流程的一个或若干个环节。其中药明康德所覆盖的环节较为全面，可为客户提供从药物发现、临床前开发阶段和临床发展过程的综合服务。临床前CRO具有代表性的公司有康龙化成，主营业务涉及药物研发临床前的全流程，并逐步扩展到临床CRO业务。

国内临床CRO的代表企业为泰格医药，主营业务包含临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务等。其他公司如昭衍新药侧重于临床前研究的安全性评价环节，药石科技主要提供药物发现研究阶段的分子砌块及后续的批量生产，成都先导的核心技术为早期药物发现领域中的DNA编码化合物库（DEL）技术与FBDD/SBDD 技术，博腾股份主要提供化学原料药及化学制剂的CDMO业务。由此可见，我国CRO及CDMO企业已经渗透到新药研发的各个环节，不同公司在细分领域有自己独特的优势。

图3 CRO 渗透到新药研发的各个环节



资料来源：《成都先导药物开发股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

图4 CDMO 在药物研发及生产阶段可提供的产品、量级及主要客户



资料来源：《上海皓元医药股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

下表列示了部分CRO/CDMO企业的部分财务指标，所选企业的业务涵盖了创新药研发及生产的各个环节。从选取的企业来看，由于业务布局所处药物研发及生产中的环节不同，不同CRO/CDMO公司的营业收入有较大差异；表中企业的2022年营业收入从十亿元左右到百亿元不等，营业收入增速的平均值为62.96%，发展较为迅速；销售毛利率接近40%或40%以上，表现较好。偿债指标方面，表中企业的

资产负债率较低，大部分处在30%以下，其中康龙化成和药石科技资产负债率相对较高；速动比率均在1以上、现金到期债务比均在1以上，整体表现较好。整体来看，CRO/CDMO企业收入增长较快，毛利率表现较好，债务处于较低水平。目前已上市的从事分子砌块业务的企业有三家，分别为药石科技、皓元医药及毕得医药，从财务指标来看从事分子砌块业务的企业收入及资产规模在CRO/CDMO行业中相对较小。

表3 国内 CRO/CDMO 企业部分财务指标（单位：亿元）

指标	药明康德	康龙化成	泰格医药	凯莱英	博腾股份	药石科技	皓元医药	毕得医药
净资产	469.27	108.40	226.81	156.95	64.72	26.58	23.32	20.76
营业收入	393.55	102.66	70.85	102.55	70.35	15.95	13.58	8.34
营业收入同比增长	71.84%	37.92%	35.91%	121.08%	126.55%	32.71%	40.12%	37.55%
销售毛利率	37.30%	36.71%	39.64%	47.37%	51.96%	45.48%	51.44%	44.38%
资产负债率	27.46%	47.10%	17.36%	13.95%	36.20%	45.34%	35.18%	12.00%
速动比率	1.26	1.40	2.97	4.75	1.51	2.68	1.11	6.92
货币资金/短期债务	1.94	1.61	3.80	185.69	1.84	3.55	1.52	143.96

注：以上数据为为 2022 年度/2022 年末数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在分子砌块领域拥有较强的竞争优势，2022 年度 CDMO 业务规模进一步提升，对单一供应商及客户的依赖程度进一步降低，但公司主要客户为海外客户，需关注汇率波动对利润的影响，此外公司在产能扩充方面投入规模较大，需关注新增产能的消化情况

公司主营业务包括药物分子砌块的研发、工艺开发、生产和销售；基于分子砌块的药物发现解决方案服务；基于分子砌块的药物开发和生产服务（CDMO）。业务板块可分为药物发现阶段的产品和服务、药物开发和商业化阶段服务（CDMO）、绿色化学和低碳技术及新化学实体药物等。2022 年公司收入规模增长良好，营业收入同比增长 32.71%，分项目来看，公司分子砌块业务及 CDMO 业务分别同比增长 39.66%和 30.21%，2023 年 1-3 月公司实现营业收入 3.83 亿元，同比增长 14.24%。毛利率方面，2022 年公司毛利率略有下滑，受市场竞争更加激烈等因素的影响，公司分子砌块业务和 CDMO 业务毛利率分别下降 3.65 个百分点和 3.30 个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
分子砌块	35,320.42	60.16%	22.15%	25,290.28	63.82%	21.05%
CDMO	123,258.02	41.06%	77.29%	94,657.70	44.36%	78.77%

其他	891.56	74.37%	0.56%	214.93	-139.71%	0.18%
合计	159,470.00	45.48%	100.00%	120,162.91	48.13%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在药物发现领域尤其是分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，技术与研发实力突出，2022 年公司继续丰富所拥有的分子砌块库；在新药研发服务方面，跟踪期内公司继续推进前期已搭建的三大核心小分子化合物库，化合物的结构多样性、新颖性和成药性有进一步提升

公司系小分子药物领域领先的创新型化学产品和服务供应商，所从事的分子砌块领域为药物研发流程的最上游环节，属于知识、技术密集型行业。在药物研发过程中，通过使用、组合该药物的创新型分子砌块，可以帮助新药研发企业在药物发现阶段快速获得大量候选化合物用于筛选和评估，可以快速地发现化合物的结构与活性关系，最终确定临床候选物，有效提高药物研发的效率和成功率，从而缩短新药研制的时间和经济成本。公司核心团队有着丰富的新药研发工作经验，对小分子药物结构的性质和发展趋势有深刻了解。团队通过十几年来持续、系统地研究和跟踪药物化学的发展趋势，对药物研发领域的最新动向、市场和行业需求有深刻的理解和预判。凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，设计开发了一个包含 20 多万种独特新颖的用于化学相关药物研发的分子砌块库。并且不同于一般 CRO 企业，公司只需向客户销售自主研发生产的分子砌块产品，而无需移交相关知识产权，因此公司自主知识产权可以不断积累，成为公司的竞争优势。2022 年公司设计分子式超过 2 万种，覆盖热门分子、热门靶点所需分子砌块片段。

在分子砌块业务中，公司采取以系列为主的研发模式，系统性构建研发团队对特定结构的合成知识和能力，形成了系列产品合成技术优势，63 个化合物系列覆盖小分子药物研发主要领域，可以快速响应客户需求。截至目前，公司已经完成超过 40,000 砌块化合物的自主合成，在三元环、四元环、桥环、螺环、五元脂肪环、六元脂肪环、芳香杂环等领域处于行业领导地位；同时，实时跟踪全球研发热点，快速开发和供应氘代药物分子、PROTAC、ADC 和寡核苷酸等新化学实体相关的新颖分子砌块。

在新药研发服务方面，跟踪期内公司持续优化提高前期已搭建的基于公司独有药物分子砌块的三大核心小分子化合物库：结构多样化碎片分子库 (Fragment Library)、DNA 编码化合物库 (DEL)、超大容量特色虚拟化合物库 (MegaVirtual Library)。使得库容化合物的结构多样性、新颖性和成药性有进一步提升。公司拥有的小分子化合物库从源头帮助客户更有效的发现苗头甚至先导化合物，不断推进创新药物的技术合作和服务，同时也是公司进一步向 CDMO 业务拓展的重要保证。

近年来公司研发投入金额大幅提升，2022 年投入同比大幅增长 47.62%。2022 年公司研发人员数量进一步提升¹，但由于行业近些年发展迅速，对专业人才需求较大，不排除发生人才流失或人才短缺的

¹ 公司《2021 年年度报告》人员分类根据人员成本归集口径进行划分，从《2022 年半年度报告》开始根据岗位性质、从事的具体工作划分公司人员构成。公司研发人员包括研发事业部、CDMO 事业部、药物发现事业部、化学工程技术中心等相关的工作人员。

情况，可能给公司正常经营带来不利影响。

表5 2021-2022 年公司研发人员数量及研发投入金额情况（单位：万元）

项目	2022 年	2021 年
研发人员数量	1,508	959
研发人员数量占比	60.64%	55.27%
研发投入金额	16,832.36	11,402.39
研发投入占营业收入比例	10.56%	9.49%

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

依托于 CDMO 业务的发力，2022 年公司收入增长良好，国外客户销售占比仍较高，对头部客户的依赖降低；此外，公司收入主要来源于海外客户，需关注国际贸易政策变化及汇率波动给公司盈利带来的影响

从产品销售及技术服务区分来看，近年来公司营业收入主要来源于分子砌块业务及 CDMO 业务，其中 CDMO 销售占比较高，且近年来保持稳定。2022 年公司 CDMO 收入 12.33 亿元，同比增长 30.21%；按项目类型划分，CDMO 收入中分子砌块规模供应收入 3.93 亿元，同比增长 32.25%；按项目阶段划分，CDMO 收入中 PPQ 以及商业化阶段项目收入 3.52 亿元，同比增长 56.44%；由于部分新增产能处于试运行及产能爬升阶段，对公司 CDMO 业务的推动作用将在后续逐步体现。公司 CDMO 业务部分由浙江晖石贡献，浙江晖石主要从事原料药、中间体等的 CDMO 业务，2022 年度浙江晖石实现营业收入 6.52 亿元，实现净利润 0.91 亿元。

客户合作方面，公司深化与已有客户的合作关系，2022 年度公司活跃客户达 684 家，来自于活跃客户的收入 14.65 亿元，同比增长 27.34%，其中年内新增客户 312 家。公司来自大型跨国制药企业的收入 4.63 亿元，较 2021 年增长 21.66%，其中有 9 家大型跨国制药企业收入较去年同期增长超过 50%。公司服务于药物开发和商业化阶段的终端客户数量（仅包含国内外制药公司及中小型创新药公司）375 家，2022 年收入 12.13 亿元，分别较去年同期增长 20.58%和 43.59%。公司全程服务药物发现、开发到商业化的业务模式推动分子砌块、药物发现服务、CDMO 双向引流的业务发展新格局，年内公司跨业务合作客户数达 490 个。

截至 2023 年一季度末，公司累计承接了 120 个 API（以分子计算）项目，其中 52 个项目来自国外客户，10 个项目进入临床 III 期、注册验证及商业化阶段；累计承接 18 个制剂项目，其中 11 个为原料药-制剂一体化项目，1 个进入临床 III 期、注册验证及商业化阶段。

公司提供的产品或服务主要面向国内外的药物研发及生产企业，客户包括全球知名的大型跨国制药和生物技术企业，客户资质较好。公司销售主要采用直销的方式，在实际合同签署过程中，公司会根据具体产品要求客户预付部分货款或采用分期支付的方式，即客户预先支付部分货款，公司会根据具体合同要求在指定时间前交付部分产品，客户在收到产品并验收合格后支付剩余的款项。信用政策方面，公司一般给予下游客户 30-45 天的信用账期，客户一般以电汇的方式进行结算。除直销模式外，公司亦与

一些海外医药领域的知名经销商合作，经销商通常将公司的产品信息放在其公司网站或产品宣传目录中，当收到其客户的订单时，经销商会向公司下订单。对于克级规模的产品销售，相对零散订单而言，公司亦愿意接受经销商订单，经销商会将多家最终客户需求汇总，使得单一产品采购量远大于零散订单，公司组织研发生产更为紧凑、有效。

从客户集中度来看，2022 年公司前五大客户销售占比为 27.74%，占比有所降低，前五大客户主要系海外客户，客户变化不大。2022 年公司前两大客户占比进一步降低，对头部客户的依赖有所下降。

表6 公司前五大客户的销售及占比情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	销售收入	占营业收入总额的比例
2022 年	1	客户一	20,978.87	13.16%
	2	客户二	7,447.27	4.67%
	3	客户三	6,021.54	3.78%
	4	客户四	5,316.10	3.33%
	5	客户五	4,474.09	2.81%
			合计	44,237.87
2021 年	1	客户一	15,152.09	20.40%
	2	客户二	6,851.30	11.88%
	3	客户三	6,223.08	7.85%
	4	客户四	6,065.30	2.37%
	5	客户五	6,021.72	1.99%
			合计	40,313.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于创新药物研发活动主要在北美、欧洲等发达国家或地区，全球主要药物研发企业尤其是世界知名医药企业亦主要分布在这些区域。这些企业直接向公司采购或者通过国外专门从事药物分子砌块销售业务的经销商向公司采购药物分子砌块产品及相关技术服务，以上构成公司主营业务收入的主要来源。故近年来公司主营业务收入以国外销售收入为主，2022 年国外销售收入占比仍较高。

公司的主要收入来自海外客户，2021-2022 年公司汇兑损益分别为 0.17 亿元和-0.34 亿元，其中 2022 年因为美元汇率上行带来较高的汇兑收益，针对汇率波动公司采用远期外汇合约进行套期保值来平滑汇率波动带来的影响，但仍需关注人民币走强给公司利润带来的波动风险。另一方面，未来若中美贸易摩擦进一步升级或公司其他主要境外销售国家或地区的政治形势、经济环境、贸易政策发生重大变化，可能影响到公司境外销售业务的开展，从而对公司的生产经营造成不利影响。

表7 公司营业收入按地区分类情况（单位：万元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	比例	金额	比例
国外销售	110,612.10	69.36%	84,177.25	70.05%
国内销售	48,857.90	30.64%	35,985.65	29.95%

合计	159,470.00	100.00%	120,162.91	100.00%
----	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

2022 年公司前五大供应商采购金额规模及占比同比进一步下降

从公司营业成本构成来看，公司最主要的成本来源于原材料；2022 年公司原材料成本同比下降 7.46%，主要由于公司业务开展，采购量增加所致，此外 2022 年公司制造费用同比大幅提升。

表8 公司主营业务成本构成（单位：万元）

项目	2022 年度		2021 年度	
	金额	比例	金额	比例
原材料	51,603.74	59.37%	42,741.65	68.59%
人工费用	16,402.53	18.87%	10,098.00	16.20%
制造费用	18,917.39	21.76%	9,477.17	15.21%
合计	86,923.66	100.00%	62,316.83	100.00%

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

公司原材料采购的内容主要为基础化工原料和起始物料、通用试剂和溶剂、实验耗材等。公司根据研发、生产的需要向选定的供应商进行采购。其中，在各类基础化工原料和起始物料的采购过程中，如遇到大量采购或对各类基础化工原料和起始物料的生产工艺有较高要求的情况，为保证各类基础化工原料和起始物料的质量，公司在必要的情况下会以派驻相关技术人员的形式确保各类基础化工原料和起始物料的质量。因公司生产所需化工原料随订单不同各有差异，故单一原材料价格波动给公司造成的影响相对较小。其中公司会对需求量相对较大的原材料，例如通用型的溶剂、试剂等建立全面的评估体系，物料供应商一般控制在 3-4 家备选范围内，以保证供货稳定。2022 年公司前五大供应商采购金额规模及占比同比进一步下降，公司前五大供应商集中度仍较低。

表9 公司前五大供应商采购及占比情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	采购金额	占年度采购总额比例
2022 年	1	供应商一	3,817.93	5.22%
	2	供应商二	2,972.07	4.07%
	3	供应商三	2,218.54	3.04%
	4	供应商四	1,961.92	2.68%
	5	供应商五	1,689.67	2.31%
		合计	12,660.13	17.32%
2021 年	1	供应商一	9,627.32	19.06%
	2	供应商二	2,586.00	5.12%
	3	供应商三	1,407.32	2.79%
	4	供应商四	1,403.25	2.78%
	5	供应商五	1,322.34	2.62%
		合计	16,346.23	32.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司在产能扩充方面投入规模较大，新增产能处于试运行及产能爬坡阶段，需关注在建项目建设进度及新增产能的消化情况

产能建设方面，2022年公司产能进一步提升，其中浙江晖石工厂501多功能自动化GMP车间、502连续化生产GMP车间分别于2022年3月、8月投入使用（其中，502车间API生产线于2022年11月投入使用），共新增反应釜体积约260立方米。跟踪期内浙江晖石对原有504、507车间进行升级改造，预计将在2023年中期投入使用。此外，跟踪期内公司已规划在美国West Chester场地增设中间体和原料药GMP生产设施，反应釜规格为500-1000L，预计于2024年投入使用。

截至2022年末，公司主要在建项目包含本期债券募投项目、向特定对象发行股票的募投项目南京研发中心升级改造等，总投资规模为14.62亿元，未来尚需投资9.16亿元，资金来源主要系募股资金及本期债券募集资金。其中南京研发中心升级改造可提升公司在小分子药物研发领域的综合业务能力，本期债券募投项目之一“年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目”旨在进一步提升公司在化学原料药及药物中间体产品上的生产能力。综合来看近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，未来需持续关注在建项目建设进度和新增产能消化情况。

表10 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	实施主体	拟投资金额	已投资	尚需投资	资金来源
南京研发中心升级改造建设项目	南京本部	45,871.64	16,521.43	29,350.21	定向增发募集资金及自有资金
药物制剂生产基地建设项目	山东药石	40,376.97	4,815.91	35,561.06	定向增发募集资金及自有资金
年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目	浙江晖石	60,000.00	33,308.08	26,691.92	可转债募集资金及自有资金
合计	-	146,248.61	54,645.42	91,603.19	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围变化情况详见表1。截至2022年末公司纳入合并范围的子公司共15家，详情见附录四。

资本实力与资产质量

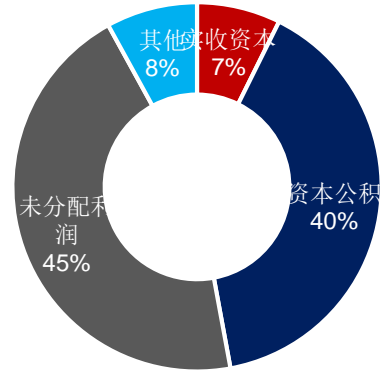
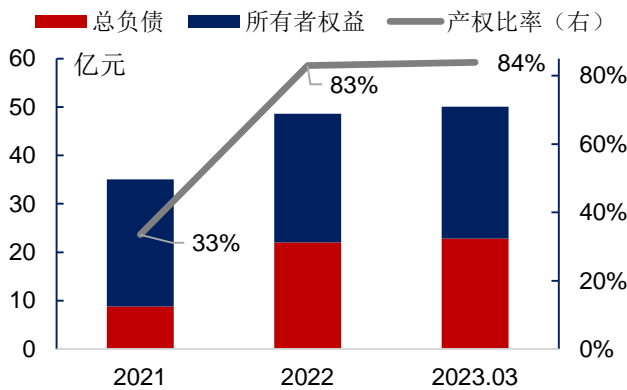
2022年公司资本实力变化不大，资产规模保持增长，现金类资产仍为公司最主要资产之一；但公司资本性投入较大，需关注未来投资回报情况及商誉减值风险

得益于公司盈余累计带来资本公积增长，2022年公司所有者权益规模略有提升，截至2023年3月末

以未分配利润及资本公积为主要构成部分。负债方面，随着公司经营规模的扩大及融资力度的增加，公司负债总额大幅增长。综合影响下公司产权比例大幅提高，所有者权益对负债的保障能力减弱。

图5 公司资本结构

图6 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司经营累计、债务融资增加及资本性投入的综合影响，2022年末公司资产总额同比增长38.64%。

现金类资产（包含货币资金、部分交易性金融资产及部分其他流动资产）仍为公司最主要资产之一，其中货币资金2022年规模有所增加，主要系2022年公司收到药石转债募集资金及银行借款所致；交易性金融资产仍主要为购买的理财产品，2022年规模有所下降，其他流动资产主要系理财产品，2022年规模有所上升。截至2022年末公司现金类资产中合计有1.18亿元因质押及银行承兑汇票保证金而受限。

应收账款主要系应收下游客户的货款，随着销售规模的增长应收账款也逐步增加。2022年末应收账款坏账计提比例在5.71%，计提比例尚可；2022年末公司前五大应收账款合计占比30.34%，集中度略有增长；从账龄来看公司应收账款账龄1年期以内占比仍在95%以上，整体回收风险相对可控。公司存货主要包括原材料、在产品、库存商品，2022年末规模增幅较大，主要系随着公司业务规模扩大，订单增长导致库存商品大幅提升所致，2022年末公司存货中库存商品规模大幅提升，计提存货跌价准备规模有所增长；2023年3月末存货规模及占比进一步提升，一定程度占用公司款项。

公司资本性投入不断增加，固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，2022年大幅增长，主要系公司IPO募投项目、定向增发募投项目及本期债券募投项目等在建工程陆续转固所致。近年来公司资本性投入较大，需关注未来投资回报情况。2022年公司未计提商誉减值，商誉未发生变化，仍为收购浙江晖石产生，如果未来由于浙江晖石的经营状况不达预期，公司将会因此产生商誉减值损失，对公司的经营业绩产生不利影响。截至2022年末浙江晖石总资产12.67亿元，净资产5.25亿元，2022年度浙江晖石实现营业收入6.52亿元，实现净利润0.91亿元。

受限资产方面，2022年末公司受限资产规模为2.03亿元，主要系现金类资产质押及固定资产及无形

资产抵押，规模不大。此外，2022年末公司以外币计价的货币资金及应收账款合计10.36亿元，占同期末总资产的21.31%，需关注汇率波动对资产的影响。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.25	16.49%	11.50	23.66%	7.00	19.95%
应收账款	3.20	6.38%	3.30	6.79%	2.01	5.74%
存货	7.12	14.24%	6.76	13.91%	4.48	12.77%
交易性金融资产	1.67	3.33%	1.63	3.36%	3.04	8.68%
其他流动资产	7.11	14.20%	3.24	6.67%	1.25	3.56%
流动资产合计	27.56	55.08%	26.60	54.70%	18.04	51.44%
固定资产	12.90	25.78%	13.04	26.81%	5.96	17.00%
在建工程	4.08	8.15%	3.58	7.35%	5.75	16.41%
无形资产	1.11	2.21%	1.11	2.29%	1.11	3.18%
商誉	3.56	7.12%	3.56	7.33%	3.56	10.16%
非流动资产合计	22.48	44.92%	22.02	45.30%	17.03	48.56%
资产总计	50.04	100.00%	48.62	100.00%	35.07	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司收入规模保持良好增长，但分子砌块及CDMO行业竞争格局更加激烈，公司毛利率略有下降，此外公司在产能提升、人员布局及研发投入等各方面的扩张增加了当期成本费用，短期来看对经营业绩产生一定压力

跟踪期内公司分子砌块业务及CDMO业务规模持续拓展、收入规模持续上升，2022年公司收入同比增长32.71%；分项目来看，公司分子砌块业务及CDMO业务分别同比增长39.66%和30.21%。2023年1-3月公司实现营业收入3.83亿元，同比增长14.24%亿元，实现净利润0.58亿元，同比有所下降。

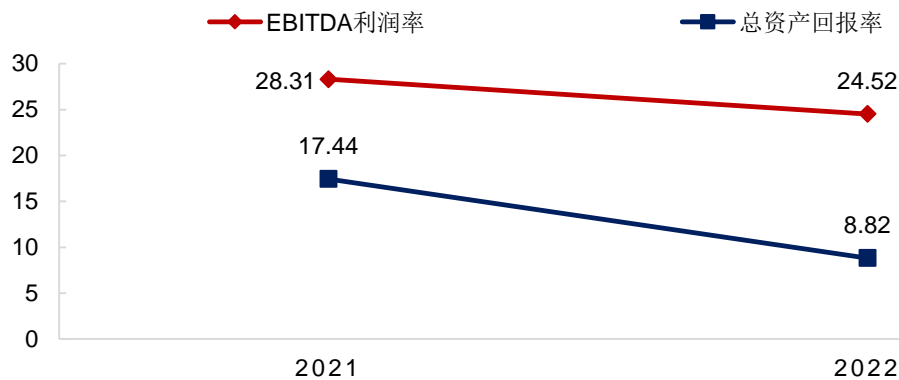
盈利能力方面，2022年公司毛利率略有下滑，公司所处行业整体竞争格局更加激烈，其他从事分子砌块业务的公司皓元医药及毕得医药分别于2021年6月和2022年10月IPO成功；从事CDMO业务的上市公司有药明康德、博腾股份、凯莱英等。分项目看，公司分子砌块业务和CDMO业务毛利率分别下降3.65个百分点和3.30个百分点。

费用方面，2022年公司在管理费用、研发费用和财务费用有较大规模的增长。其中管理费用的增长主要为工资薪酬的增加及折旧摊销的增长，2022年公司增加人员规模及薪资待遇，此外因固定资产规模的增长，折旧规模大幅增加。2022年公司加大新颖分子砌块、新药发现技术、新工艺和生产技术等核心技术研发投入，研发费用支出 1.68亿元，同比大幅增幅 47.62%，研发费用率 10.56%，行业内保持较高

水平²。此外，由于2022年公司发行可转债使得当期利息支出规模大幅增长。综合来看2022年公司在产能提升、人员布局及研发投入等各方面的扩张增加了当期成本费用，短期来看对经营业绩产生一定压力，2022年公司EBITDA利润率及总资产回报率有所下降。汇兑损益方面，2022年因美元汇率上升带来较高的汇兑收益，但需关注未来汇率波动给利润带来的影响。

此外，因2021年度公司完成对浙江晖石的控股，原持有股权公允价值重新计量产生2.22亿元的非经常性损益，故2022年归属于上市公司股东的净利润下降至3.14亿元，同比下降35.42%，实现归属母公司扣除非经常性损益后的净利润2.66亿元，同比增长14.15%。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年度公司融资力度有所增加，但整体杠杆水平不高，财务结构依然稳健，整体流动性仍较好

2022年以来公司融资力度有所增加，主要系发行药石转债及新增较大规模的抵押及信用借款，2022年公司新增较大规模的抵押借款及信用借款，主要系固定资产项目建设长期资金需求增加所致。应付债券系公司发行的药石转债，发行规模为11.50亿元，债券期限为6年。一年内到期的非流动负债规模有所增加，主要系一年内到期的长期借款规模增长。

经营性负债方面，2022年公司应付账款规模有所增长，主要系公司原材料及固定资产购置增加。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.78	12.16%	1.63	7.41%	3.48	39.54%
应付账款	2.10	9.20%	2.76	12.52%	1.16	13.16%

² 2022年度，公司、皓元医药、毕得医药、博腾股份、凯莱英、博济医药的研发费用率分别为10.56%、14.84%、5.53%、7.38%、6.91%和10.31%

应付票据	1.32	5.77%	1.37	6.23%	1.52	17.25%
一年内到期的非流动负债	0.20	0.86%	0.17	0.78%	0.10	1.11%
流动负债合计	7.57	33.17%	7.39	33.53%	7.89	89.73%
长期借款	3.97	17.38%	3.47	15.73%	0.24	2.68%
应付债券	10.56	46.26%	10.46	47.43%	0.00	0.00%
非流动负债合计	15.26	66.83%	14.65	66.47%	0.90	10.27%
负债合计	22.83	100.00%	22.05	100.00%	8.79	100.00%
总债务合计	18.84	82.51%	17.10	77.59%	5.33	60.58%
其中：短期债务	4.29	18.79%	3.18	14.43%	5.09	57.90%
长期债务	14.55	63.72%	13.92	63.16%	0.24	2.68%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2022年度公司经营活动现金流净额同比有所提升，FFO指标持续向好，公司主营业务现金生成能力较好。2022年以来融资力度的增加推高了公司的杠杆水平，资产负债率和总债务/总资本均有所上升，但整体水平尚可；EBITDA利息保障倍数虽大幅下降但整体仍较好，公司偿债压力不大。

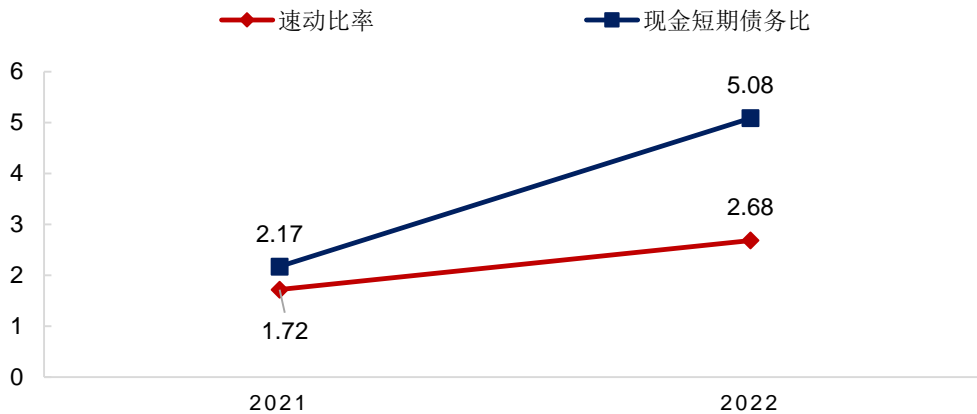
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	0.75	2.47	2.38
FFO(亿元)	--	3.25	2.95
资产负债率	45.63%	45.34%	25.07%
净债务/EBITDA	--	0.32	-1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	8.15	35.28
总债务/总资本	40.91%	39.16%	16.88%
FFO/净债务	--	257.19%	-53.75%
经营活动现金流/净债务	39.61%	195.02%	-43.42%
自由现金流/净债务	-47.68%	-246.18%	48.84%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年及2023年一季度公司速动比率稳步提升，且融资及经营现金流入带来的现金类资产增长使现金短期债务比有所提升，现金类资产对短期债务覆盖程度仍较好。银行授信方面，截至2022年末公司尚未使用授信规模较大，且公司为上市公司，尚具有一定再融资能力，整体来看公司流动性仍较好。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

跟踪期内，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保的情形。

公司治理

跟踪期内公司董事及高管发生变更，2023年4月21日起WENFANG MIAO不再担任公司董事、总经理职务，2023年5月12日起XUDONG WEI不再担任公司董事、副总经理职务，WENFANG MIAO辞任后，公司总经理由杨民民担任；2023年2月吴娟娟不再担任公司董事会秘书职务，董事会秘书由吴奕斐担任；2023年5月公司新任命揭元萍及吴娟娟担任公司董事。根据说明，近一年公司及高管人员不存在因违法违规受到行政、刑事处罚及其他处罚，不存在受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分的情况，治理风险可控。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月12日），公司本部不存

在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2023年6月8日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

国内多重政策的实施为医药研发外包服务机构的发展提供了良好基础。近年来，受到研发、环保、人力成本上升压力的影响，医药研发外包产业由欧美成熟市场向亚洲新兴市场转移、国内CDMO市场规模不断提升。近年来行业内企业营业收入增长较快，行业景气度较好；公司作为小分子药物领域领先的创新型化学产品和服务供应商，在分子砌块研发及生产方面拥有较强的竞争优势，2022年主营业务保持良好增长、CDMO业务成为新的业绩增长点，继续保持较强的现金生成能力，财务结构仍较为稳健，整体流动性仍较好、偿债压力不大。但是近年来公司在产能扩张方面投入规模较大，未来可能存在无法顺利消化的风险；公司将浙江晖石纳入合并范围后形成一定规模商誉，若浙江晖石经营不及预期，存在一定商誉减值风险；此外，公司收入主要来源于海外客户，2022年末公司以外币计价的主要资产尚具一定规模，公司存在一定汇率波动风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。

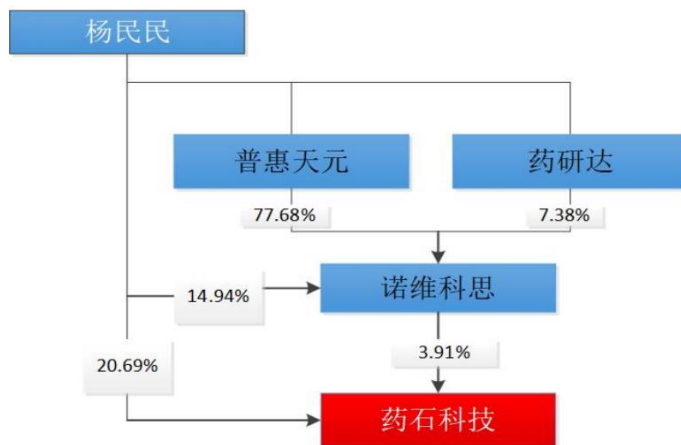
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“药石转债”信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	8.25	11.50	7.00	12.45
存货	7.12	6.76	4.48	3.10
其他流动资产	7.11	3.24	1.25	0.28
流动资产合计	27.56	26.60	18.04	18.73
固定资产	12.90	13.04	5.96	1.38
非流动资产合计	22.48	22.02	17.03	5.52
资产总计	50.04	48.62	35.07	24.25
短期借款	2.78	1.63	3.48	1.20
流动负债合计	7.57	7.39	7.89	4.76
长期借款	3.97	3.47	0.24	0.00
应付债券	10.56	10.46	0.00	0.00
非流动负债合计	15.26	14.65	0.90	0.55
负债合计	22.83	22.05	8.79	5.31
总债务	18.84	17.10	5.33	2.48
所有者权益	27.21	26.58	26.28	18.95
营业收入	3.83	15.95	12.02	10.22
营业利润	0.51	2.97	4.93	1.94
净利润	0.58	3.26	5.04	1.84
经营活动产生的现金流量净额	0.75	2.47	2.38	2.72
投资活动产生的现金流量净额	-5.40	-5.94	-9.14	-1.45
筹资活动产生的现金流量净额	1.60	7.60	1.45	9.93
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.59	3.91	3.40	2.45
FFO(亿元)	0.38	3.25	2.95	2.18
净债务(亿元)	1.89	1.26	-5.48	-11.08
销售毛利率	45.24%	45.48%	48.13%	45.79%
EBITDA 利润率	--	24.52%	28.31%	23.98%
总资产回报率	--	8.82%	17.44%	11.88%
资产负债率	45.63%	45.34%	25.07%	21.88%
净债务/EBITDA	--	0.32	-1.61	-4.52
EBITDA 利息保障倍数	--	8.15	35.28	388.77
总债务/总资本	40.91%	39.16%	16.88%	11.58%
FFO/净债务	--	257.19%	-53.75%	-19.65%
速动比率	2.70	2.68	1.72	3.29
现金短期债务比	3.97	5.08	2.17	5.55

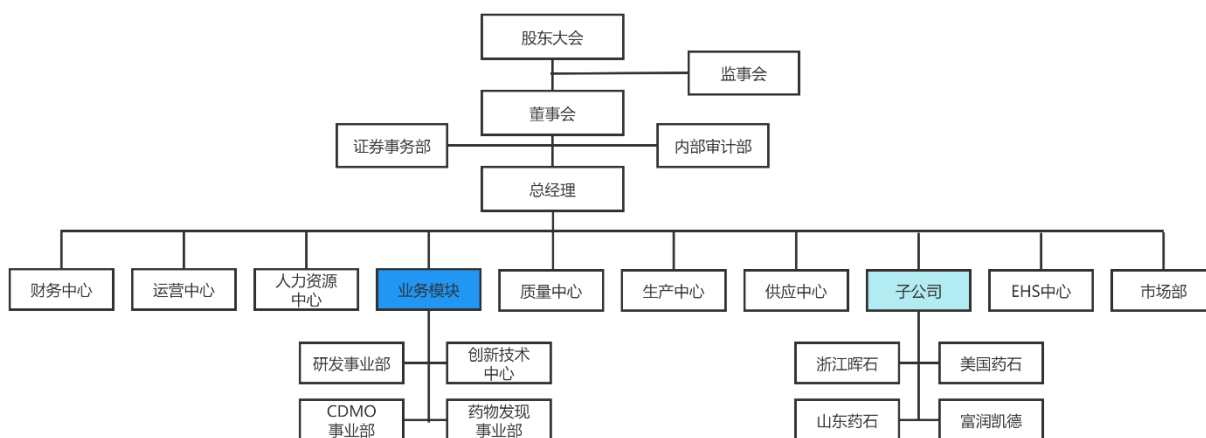
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司 2022 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册地	持股比例	业务性质	取得方式
Pharmabolck (USA), Inc.	美国	100%	销售	设立
南京富润凯德生物医药有限公司	南京	100%	药物研发	设立
南京天易生物科技有限公司	南京	100%	药物研发、技术咨询服务及销售	同一控制下企业合并
山东药石药业有限公司	德州	100%	生产销售	非同一控制下企业合并
Pharma Block LLC	美国	100%	-	设立
南京安纳康生物科技有限公司	南京	100%	药物研发、技术服务及咨询	非同一控制下企业合并
南京药建康科医药科技有限公司	南京	100%	科学研究和技术服务业	非同一控制下企业合并
南京智微生物科技有限公司	南京	98%	药物研发、技术咨询服务及销售	设立
浙江药石化学工程技术有限公司	浙江上虞	100%	药物研发、技术咨询服务及销售	设立
浙江晖石药业有限公司	浙江上虞	53.93%	药物研发、技术咨询服务及销售	非同一控制下企业合并
上海药石源新药业有限公司	上海	100%	科技推广和应用服务	设立
江西上石药业有限公司	江西宜春	100%	科技推广和应用服务	设立
南京迈晟科技有限责任公司	南京	100%	科学研究和技术服务业	设立
PharmaBlock International Co., Limited	香港	100%	-	设立

资料来源：公司 2022 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	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。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。